

WLADIMIR ANDREFF<sup>1</sup>

# PRIVATISATION ET GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE DANS LES ÉCONOMIES EN TRANSITION

**RÉSUMÉ.** Près de dix ans après la mise en route du processus de privatisation en Europe centrale et dans l'ex-URSS, quels enseignements s'en dégagent aujourd'hui ? Sans prétendre dresser un bilan exhaustif, cet article analyse plus particulièrement deux défaillances de ce processus tel qu'il a été conduit dans cette région : l'apparition de structures inefficaces de gouvernement d'entreprise et le maintien d'une propriété résiduelle de l'Etat dans le capital des firmes privatisées. Ces deux caractéristiques renvoient à l'analyse économique classique des privatisations, fondée en particulier sur le modèle principal-agent : dans le contexte hérité de l'effondrement de l'ancien système planifié, le recours à ce modèle était-il pertinent ? Aujourd'hui, la question-clé de ce changement institutionnel n'est pas tant de privatiser les firmes que d'améliorer les structures de gouvernement d'entreprise.

En général, les structures de gouvernance assez efficaces résultent de la privatisation par vente d'actifs. L'évaluation critique dressée ici porte sur les résultats atteints avec des méthodes non-standard de privatisation, auxquelles les gouvernements

ont souvent eu recours, excluant ainsi la vente d'actifs : par exemple, la cession quasi-gratuite ou privilégiée de l'entreprise à ses managers ou à ses employés, et la privatisation de masse. Elle est menée principalement pour trois économies : le « modèle » tchèque de privatisation par coupons, le contrôle managérial puis la formation des groupes industriels et financiers en Russie et l'expérience des fonds nationaux d'investissement en Pologne.

Cette analyse s'appuie aussi sur les tests empiriques, publiés dans divers travaux récents, qui ont été réalisés sur l'efficacité des structures de gouvernance, leur aptitude à déclencher la restructuration de la firme privatisée et à déboucher sur sa profitabilité, à gérer la réduction des effectifs et l'amélioration de la productivité. Ces tests ne sont pas tous concluants et leurs résultats sont contradictoires, y compris avec certains présupposés du modèle principal-agent. Ceci est dû à un fréquent biais de sélection des échantillons d'entreprises, mais aussi à des variables que ce modèle ne prend pas en compte. Parmi celles-ci, la propriété résiduelle de l'Etat est un obstacle à l'efficacité de la structure de gouver-

1. WLADIMIR ANDREFF est Professeur à l'Université de Paris I Panthéon Sorbonne, directeur du ROSES, unité de recherche du CNRS (e-mail : andreff@univ-paris1.fr).

L'auteur remercie les deux rapporteurs anonymes pour leurs utiles remarques sur une première version (longue et en anglais) de ce texte.

nement d'entreprise, car elle favorise le contrôle par les anciens managers ; elle tend aussi à privilégier les choix étatiques par rapport aux critères microéconomiques de gestion privée au sein de conseils d'administration où les représentants de l'Etat font jouer les intérêts de celui-ci et les leurs. Outre ce problème d'agence mis en évidence, cette situation pérennise les subventions aux firmes privatisées, certaines méthodes bureaucratiques et le jeu des influences politiques pour contrôler ces firmes.

Cette évaluation critique ouvre la voie à une analyse alternative, d'autant plus nécessaire que s'amorce à présent la deuxième étape du processus de privati-

sation pour les économies « les plus avancées » dans la transition. Désormais, l'accent n'est plus mis tant sur la vitesse à laquelle les privatisations sont réalisées que sur la qualité et l'efficacité du gouvernement d'entreprise. L'approche ici suggérée se tourne vers l'étude des coalitions entre actionnaires et dépositaires d'intérêts acquis (*stakeholders*), entre *insiders* et *outsiders*, vers le repérage de liaisons personnelles entre les firmes privatisées par le biais d'administrateurs communs, vers les fusions et acquisitions et, avec ou sans corruption, l'accès illégal à la propriété privée.

*Classification JEL* : D23, H82, L33, P31.

**L**a privatisation est considérée comme la pierre de touche du processus de transformation institutionnelle dans les pays à économie en transition (PET), car indispensable à l'efficacité économique et au passage à l'économie de marché. Sa réussite est souvent évaluée par rapport à des critères quantitatifs tels que le nombre d'entreprises privatisées, la valeur des actifs transférés au secteur privé, le poids de la production de ce dernier dans le PIB ou le volume des investissements directs étrangers attirés à l'occasion des programmes de privatisation. Pour s'en tenir à la part de la production privée dans le PIB, celle-ci est estimée à 80 % en Hongrie, 75 % en Albanie, en République tchèque et en Slovaquie, et elle dépasse 50 % dans tous les pays d'Europe centrale et orientale (PECO). En revanche, certains pays de la CEI sont à la traîne, avec un poids estimé du secteur privé dans le PIB de seulement 20 % en Belarus et 25 % au Turkménistan (BERD, 1998).

Dans l'ensemble des PET, la petite privatisation a connu une rapide expansion et elle est complètement achevée dans les PECO – sauf en Bulgarie et en Roumanie –, ainsi qu'en Géorgie, au Kazakhstan, au Kirghizstan et en Russie. Réalisée au cas par cas et par mise aux enchères, elle n'a rencontré ni de sérieux obstacles techniques, ni de forte opposition politique, dans la mesure où elle avait déjà débuté sous le régime communiste (dès 1982 en Hongrie). Seule ombre au tableau, la privatisation des exploitations agricoles, notamment dans les pays de la CEI, reste limitée par des restrictions juridiques au transfert de la terre à des propriétaires privés.

Le bilan de la grande privatisation est moins enthousiasmant, en particulier pour les partisans de la privatisation de masse immédiate. Peu nombreuses sont les grandes entreprises d'Etat qui ont été vraiment privatisées dans des pays tels que l'Arménie, l'Azerbaïdjan, la Belarus, la Bulgarie, l'Ouzbékistan, la Roumanie, le Tadjikistan et le Turkménistan. Là où la grande privatisation est

plus avancée, les résultats quantitatifs dépendent beaucoup de ce que l'on entend par « vraie » privatisation. Une étude récente, qui présente un bilan optimiste, recense comme firme privatisée, toute entreprise d'État qui a transféré au moins 33 % de ses actifs à des investisseurs privés (Anderson & al., 1997) ; ceci est discutable tant sous l'angle de la théorie du contrôle des entreprises qu'au regard des conditions concrètes de détention des titres de propriété prévalant actuellement dans les PET. La réussite ou l'échec des privatisations ne peut pas être sérieusement jugé sur la base de critères quantitatifs.

Tout indique d'ailleurs que les principales défaillances du processus de privatisation sont d'ordre qualitatif, confirmant en général le pronostic de ceux qui anticipaient l'échec des privatisations dès lors que l'on avait principalement recours à des méthodes non-standard de privatisation, c'est-à-dire autres que la vente d'actifs à des propriétaires privés de capitaux clairement identifiés. À l'issue de la première étape des programmes de privatisation, une certaine insatisfaction de la population, vis-à-vis des résultats des grandes privatisations, s'est manifestée dans plusieurs PET, ponctuée ici ou là par la déception officielle de quelques experts stigmatisant la rapidité<sup>2</sup> et l'étendue insuffisantes du processus de privatisation, la répartition trop inéquitable des actifs privatisés et le maintien d'une trop grande influence politique sur la redistribution de ces actifs.

Une seconde étape du processus de privatisation s'avère donc aujourd'hui nécessaire, qui a d'ailleurs démarré dans quelques PET. Elle vise à résoudre les difficultés engendrées par la tentative préalable de privatisation massive et rapide, en cherchant à concentrer davantage la propriété privée des actifs, à améliorer la structure de gouvernement d'entreprises (*corporate governance structure*) privatisées, à éliminer la propriété résiduelle de l'État qui subsiste dans le capital de nombreuses firmes privatisées, à stimuler l'investissement offensif dans la restructuration des actifs physiques et financiers, plutôt que l'investissement défensif dans la survie d'actifs et de comportements économiques désormais obsolètes.

Les deux défaillances du processus de privatisation analysées dans cet article sont l'absence fréquente de solution efficace au problème du gouvernement d'entreprise et la présence d'une propriété résiduelle de l'État dans les actifs des firmes privatisées. Elles mettent en question l'analyse économique standard des privatisations, en particulier le modèle principal-agent, quant à son adéquation à la situation héritée après l'effondrement de l'ancien système de propriété d'État socialiste. Elle confirme que la question-clé du changement institutionnel des entreprises n'est pas tant de les privatiser que de les doter d'une structure de gouvernement efficace. L'évaluation critique des politiques de privatisation que le modèle standard a inspirées ouvre la voie à une approche alternative, différente de celle suivie sous l'influence de conseillers économiques libéraux aux premières heures de la privatisation. Cet article pose aussi quelques jalons d'une telle

2. Une stratégie alternative de « voie longue » vers la privatisation, qui fut préconisée sur la base d'arguments divers et variés, par Janos Kornai, Peter Murrell, Włodzimierz Brus, David Stark, Kazimierz Laski, Lubomir Mlcoch, Lubomir Rychetnik, nous-même et quelques autres, n'a pas été adoptée dans la plupart des PET, en partie (selon Mlcoch, 1997) pour des raisons politiques et idéologiques. En tout cas, le rejet de cette voie longue n'a pas résulté d'une analyse comparative (suggérée dans Andreff 1992, 1994b) de l'efficacité des différentes méthodes de privatisation quant aux conséquences à en attendre sur le gouvernement des entreprises privatisées.

approche et évoque les nouvelles priorités qui s'en dégageraient pour une deuxième étape, plus qualitative, du processus de privatisation.

## Les insuffisances actuelles du gouvernement d'entreprise

« Les diverses études empiriques existantes – recensions d'entreprises, études de cas, données quantitatives, publications dans la presse – produisent une impression très contrastée et il est donc difficile d'évaluer le degré réel de l'ajustement des firmes » dans les PET (Grosfeld & Roland, 1995). Depuis 1995, cette impression s'accroît avec la multiplication des études réalisées sur des échantillons d'entreprises sélectionnés dans ces pays qui donnent des résultats non convergents. Cet article présente d'abord l'impression moyenne qui se dégage de cette littérature en pleine expansion, prenant appui sur l'exploitation des données d'échantillon observées dont la majeure partie est interprétée à la lumière de la théorie des droits de propriété, en vue de déceler la structure de gouvernement d'entreprise émergeant des privatisations.

Selon l'analyse économique standard qui sous-tend cette littérature, un contrôle accru des actionnaires privés sur la gestion de l'entreprise doit être recherché par le biais de la privatisation. Parmi tous les participants à la vie de l'entreprise, les actionnaires sont supposés être les « vrais » propriétaires dans les sociétés par actions où la désignation des dirigeants d'entreprise est régie par des dispositifs légaux s'imposant, en principe, aux actionnaires, aux porteurs d'obligation, aux dirigeants et, éventuellement, à d'autres employés de l'entreprise. L'hypothèse de la théorie standard est que, en tant que prétendants au résidu que constitue le revenu net de la firme (le profit distribué), les actionnaires sont en dernière position dans la répartition des gains ou des pertes résultant des performances économiques de la firme ; pour cette raison, ils sont incités à prendre, de manière discrétionnaire, les décisions stratégiques dans l'entreprise (Easterbrook & Fischel, 1991). En particulier, pour les actionnaires, la capacité de superviser et de contrôler les managers (et à travers les injonctions données à ceux-ci, le reste du personnel) est cruciale ; elle n'est effective que si leurs droits de propriété ne sont pas atténués par des comportements managériaux recherchant des rentes de situation (vastes bureaux, épaisses moquettes, voitures de fonction, stages de recyclage aux Caraïbes, etc.), coûteuses pour la firme, ou visant l'affectation de revenus à leur avantage (hausses salariales, primes et gratifications). Quand les actionnaires sont en mesure de discipliner ces comportements des dirigeants, alors le profit est maximum. Dès lors, la qualité du gouvernement d'entreprise peut être estimée par la profitabilité de la firme.

3. Très utilisée dans la littérature anglo-saxonne, la distinction oppose les *insiders*, agents économiques ayant des fonctions à l'intérieur de l'entreprise (employés, managers, qu'ils soient ou non actionnaires par ailleurs), et les *outsiders*, agents économiques qui sont parties prenantes de l'activité de l'entreprise sans exercer de fonctions à l'intérieur de celle-ci (actionnaires, porteurs d'obligations, banquiers de l'entreprise, voire même fournisseurs ou clients influençant la stratégie de l'entreprise).

Cette vision aussi simpliste, réduisant le gouvernement d'entreprise à une relation de supervision entre propriétaires des actifs et managers, et plus généralement aux relations entre *outsiders* et *insiders*<sup>3</sup> sera critiquée *infra*, mais auparavant, il faut délimiter les défaillances de la privatisation dans les PET au regard de cette hypothèse posée par la théorie. En suivant celle-ci, plus le capital-actions de l'entreprise est dispersé entre de nombreux actionnaires, et plus ceux-ci encourent des coûts élevés de transaction et d'information pour contrôler les managers. Dans ces conditions, la gestion efficace et la restructuration de l'entreprise exigent que les dirigeants reçoivent des incitations appropriées (Aghion & *al.*, 1993) ; il est moins vraisemblable que ces incitations leur seront fournies si le capital est dispersé que s'il est concentré aux mains d'un ou de quelques actionnaires de contrôle (ou actionnaires stratégiques). Il apparaît, surtout dans la première des deux situations, un problème d'aléa moral dans la relation principal-agent, car le principal (les actionnaires) est en possession de moins d'information sur l'entreprise que l'agent (les managers) et doit donc mettre au point une procédure d'incitation telle que l'agent agisse dans l'intérêt du principal, c'est-à-dire maximise le profit et la valeur des actifs. À partir de leur recension de la littérature sur le gouvernement d'entreprise, Shleifer et Vishny (1997) débouchent très logiquement sur un plaidoyer en faveur de la constitution de groupes (noyaux) stables d'actionnaires de contrôle, quelle qu'en soit la composition, y compris si ceux-ci comprennent des institutions financières.

Il est regrettable que, d'une manière moins logique, la plupart des réformateurs des PET, plus motivés par la vitesse du processus de privatisation que par sa qualité, aient sélectionné et mis en œuvre des méthodes de privatisation non-standard ; en effet, celles-ci ne garantissent pas la formation d'un noyau stable d'actionnaires de contrôle, et ceci en dépit des avertissements proférés par les tenants d'un processus de privatisation étalé dans le temps, qui aurait démarré par des entreprises incontestablement profitables. À ces avertissements, il a été objecté que le processus de privatisation à long terme prendrait des décennies (Schaffer & *al.*, 1998). Toutefois, cette objection ne tient pas si, comme il apparaît depuis 1995, il faut des décennies pour passer de structures de gouvernement d'entreprise inefficaces à des structures efficaces.

L'autre objection selon laquelle les PET qui ont opté pour une privatisation gradualiste sont ceux qui ont le moins progressé dans la transition vers l'économie de marché (Balcerowicz, 1995) ne résiste pas non plus à l'analyse. Depuis 1993, les trois PECO qui ont constamment enregistré les meilleures performances économiques, notamment les plus forts taux de croissance du PIB, les taux d'inflation en baisse et un déficit budgétaire « maastrichtien », sont des pays à privatisation lente (Slovénie), ralentie (Slovaquie après la scission) ou retardée (Pologne, privatisation de masse en 1995). Les PET, qui ont expérimenté les grandes privatisations les plus rapides, menées selon des méthodes non-standard et volontaristes (Albanie, République tchèque, Russie), ont tous connu des « scandales » financiers liés aux privatisations, avant de sombrer dans une crise financière en 1996 ou 1997. Restent la Bulgarie, la Roumanie, la Belarus et divers pays de la CEI : mais ces pays ne sont pas tant des modèles de privatisation gradualiste que des PET où la transition est en retard de manière générale (et pas seulement les privatisations), soit par manque d'engagement de leurs dirigeants à les réaliser, soit du fait d'une

instabilité politique qui élimine périodiquement les réformateurs du gouvernement. Les deux défaillances des privatisations qui sont ici étudiées concernent des pays où les privatisations sont plutôt « avancées » qu'à peine entamées.

### Privatisation par vente d'actifs et efficacité du gouvernement d'entreprise

Le cadre théorique évoqué *supra* permet de classer les structures de gouvernement d'entreprise en partant d'un extrême (le pire) qui est l'entreprise en propriété d'Etat ; viennent ensuite les firmes privatisées et passées sous le contrôle d'*insiders* (dirigeants, employés ou une coalition des deux), puis les entreprises privatisées et contrôlées par des *outsiders* qu'il s'agisse de banques, d'investisseurs institutionnels, de groupes coordonnés d'actionnaires privés, d'investisseurs étrangers ou d'individus. La meilleure structure est celle des entreprises privées, nouvellement créées ou issues de la petite privatisation, qui sont en général sous le contrôle d'un individu. Elle ne pose pas de sérieux problème de gouvernement d'entreprise, le propriétaire unique étant aussi le patron (au plus, il y a un petit nombre de propriétaires qui se partagent les tâches de direction), lequel peut discipliner à moindre coût une poignée de managers et même superviser l'ensemble du personnel. La configuration est la même, en cas de création d'une activité privée ou de privatisation par vente d'actifs. C'est cette dernière qui a prévalu dans la petite privatisation et dans la vente aux enchères des grandes entreprises d'Etat préalablement liquidées ou démantelées et "vendues par appartements" dans les PET. La privatisation des grandes entreprises, sans liquidation ou démantèlement, réalisée par vente d'actifs, est supposée procurer une structure forte de gouvernement d'entreprise composée soit d'un propriétaire majoritaire unique, soit d'un « noyau dur » d'actionnaires de contrôle. Ces derniers peuvent éventuellement ne détenir qu'une part minoritaire du capital de l'entreprise privatisée, mais cette part doit en principe être plus grande que celle de n'importe quel autre groupe coordonné d'actionnaires, présent dans le capital de la firme. Le groupe de contrôle, agissant comme propriétaire effectif de l'entreprise privatisée, ajustera la gestion aux nouvelles conditions de l'économie de marché et procédera aux restructurations nécessaires.

Grosfeld et Roland (*op. cit.*) ont proposé de distinguer entre restructuration défensive et restructuration stratégique des entreprises. La première désigne l'ensemble des mesures prises en vue de réduire les coûts, de diminuer l'échelle de l'activité de la firme, d'arrêter les lignes de production obsolètes, de « dégraisser » les sureffectifs et d'éliminer les actifs non productifs. Ces mesures peuvent aussi bien faire partie d'une stratégie de restructuration profonde que d'une stratégie guidée par un comportement de survie de la part des managers et des employés, fréquent dans les firmes privatisées (Ickes & Ryterman, 1994). En revanche, la restructuration stratégique est mûrement élaborée au sein de la firme et répond à un besoin profond de redéploiement de son activité et de ses actifs ; elle implique l'introduction de nouveaux produits et procédés, de nouvelles technologies et, par conséquent, de projets d'investissement. La restructuration stratégique exige une structure efficace de gouvernement d'entreprise, afin de mettre en œuvre les objectifs des prétendants résiduels au revenu net de la firme. Il s'ensuit

que l'amélioration de la productivité, et plus encore de la profitabilité de la firme, qui résulte de l'ampleur et de la profondeur de la restructuration réalisée, est censée refléter l'efficacité de la structure de gouvernement d'entreprise. Le jeu d'hypothèses souvent testé sur des échantillons variés d'entreprises des PET est donc que les firmes privatisées devraient avoir de meilleures performances, en termes de profitabilité, de productivité et de réduction du nombre d'emplois, par rapport aux entreprises d'Etat, et que les firmes privatisées contrôlées par des *outsiders* devraient présenter des performances supérieures à celles des firmes passées sous le contrôle d'*insiders*.

Conformément à la théorie, quelques études ont montré que les firmes privatisées sont plus performantes que les entreprises d'Etat ou, du moins, que leurs performances se sont améliorées après la privatisation. D'après les travaux récents de R. Anderson (*op. cit.*) basés sur un échantillon de 200 à 1000 firmes par pays, sélectionné dans sept PECO, la Hongrie et la République tchèque – où la privatisation est la plus étendue – ont, en 1995, le plus fort pourcentage de firmes profitables, la Roumanie et la Bulgarie ayant le plus faible. De 1992 à 1995, la profitabilité moyenne a augmenté, pour les firmes des sept PECO, et la productivité du travail a crû, sauf en Bulgarie et en Roumanie, davantage pour les firmes privatisées que pour les entreprises d'Etat. Néanmoins, dans de nombreuses études, y compris celle-ci, un tel résultat est sujet à un biais de sélection : est-ce la privatisation qui a favorisé de meilleures performances de l'entreprise ou bien sont-ce ces meilleures performances qui ont conduit à sa sélection dans le programme de privatisation ? Ce problème de causalité reste sans solution dans la plupart des études sur échantillon d'entreprises.

En effet, le choix d'une méthode de privatisation par vente d'actifs n'est possible que quand la firme est viable et potentiellement ou effectivement profitable. Des propriétaires locaux ou étrangers peuvent alors exercer leurs droits de propriété de manière efficace et s'engager, si besoin est, dans une restructuration stratégique. L'Estonie et la Hongrie ont opté, dès le début, pour des ventes d'actifs des entreprises d'Etat à de tels investisseurs et, comparés aux autres PET, ces deux pays connaissent moins de problèmes de gouvernement d'entreprise, notamment dans les entreprises qui ont été privatisées par acquisition par des investisseurs étrangers, ou par un actionnaire majoritaire local ou par un groupe stable d'actionnaires de contrôle, tous capables de superviser les dirigeants. Cependant, deux difficultés subsistent. En Hongrie, le gouvernement souhaitait conserver pour quelques années une propriété à majorité hongroise dans certaines firmes privatisées ; mais, après un an ou deux, l'investisseur étranger a été capable de racheter et concentrer suffisamment d'actions pour dominer l'assemblée générale des actionnaires et nommer les représentants de son choix au conseil d'administration et au conseil de surveillance (Mihaly, 1997). Ceci n'est pas à proprement parler un problème de structure faible ou inefficace du gouvernement d'entreprise. Au contraire, on a là une structure forte et efficace, sous le contrôle de l'investisseur étranger, mais trop « étrangère » par rapport aux vœux du gouvernement hongrois. La deuxième difficulté, traitée *infra*, réside dans le type de gestion et de gouvernement d'entreprise qui se forme en présence d'une propriété résiduelle d'Etat dans une entreprise partiellement privatisée (même avec le concours de capitaux étrangers).

## Les méthodes non standard de privatisation, sources d'inefficacité du gouvernement d'entreprise

Dans les pays de la CEI et de l'ex-Yougoslavie, en Pologne, en République tchèque, en Slovaquie, le processus de privatisation a principalement donné naissance à des entreprises contrôlées par des *insiders* et, selon le modèle principal-agent, a engendré un problème de structure inefficace de gouvernement d'entreprise. Ce problème résulte fondamentalement de l'utilisation de méthodes de privatisation non-standard qui ne recourent pas à la vente d'actifs à des propriétaires privés de capitaux. Les trois méthodes les plus utilisées ont été la restitution d'actifs à leurs anciens propriétaires ou à leurs ayant-droit<sup>4</sup> et, surtout, la remise quasi-gratuite, ou la vente à prix privilégié, des actifs aux dirigeants et aux employés de l'entreprise, et enfin la privatisation de masse (Bornstein, 1997). Les deux dernières méthodes débouchent sur la propriété à grande échelle par des *insiders*. Sans vente d'actifs sur le marché ou par enchères, la privatisation a bénéficié aux *insiders*, soit grâce à la distribution de coupons ou de certificats de privatisation, soit par le biais de la remise gratuite ou à bon prix de l'entreprise à ses managers et/ou à son personnel. Selon le modèle principal-agent, les *insiders* se révéleront être des propriétaires inefficaces, car il leur manque les incitations appropriées pour entreprendre une restructuration stratégique des entreprises privatisées, et ceci tout particulièrement dans celles passées sous le contrôle des employés et des ouvriers. Les études empiriques devraient donc confirmer que ces entreprises contrôlées par des *insiders* atteignent une profitabilité et une productivité moindres que celles des autres entreprises privatisées ; les tests empiriques donnent des résultats problématiques.

La remise de l'entreprise à ses employés et à ses managers, même à bon prix, exige le plus souvent que le personnel obtienne des crédits pour acheter ses parts du capital social. Par la suite, cet endettement initial devient souvent un obstacle à l'accès de l'entreprise à de nouveaux crédits nécessaires pour restructurer la production. Les firmes privatisées par remise aux salariés ne dégagent donc pas rapidement un profit suffisant pour rembourser les prêts. Ayant des difficultés à obtenir des crédits bancaires, elles réalisent peu d'investissement en capital, à quelques exceptions près, notamment en Pologne. Même si un tel comportement n'est pas seulement dû à une structure inefficace du gouvernement d'entreprise, celle-ci est régulièrement invoquée pour expliquer la faible profitabilité des entreprises contrôlées par leurs salariés, dans le cadre du modèle principal-agent.

La privatisation de masse a pris différentes formes : des coupons ou des certificats à échanger contre des actions des entreprises privatisées (le fameux « modèle » tchèque), des prêts sans intérêt offerts aux citoyens désireux d'acheter des actions dans les entreprises désignées pour la privatisation (le schéma hongrois) et la distribution quasi-gratuite de parts dans des fonds d'investissement

4. La privatisation par restitution d'actifs n'est pas abordée ici dans la mesure où elle n'a été importante que pour la petite privatisation et où les difficultés qu'elle a rencontrées n'ont pas trait au gouvernement d'entreprise, mais à la longueur des procédures juridiques impliquées et, de ce fait, aux délais du processus de privatisation.

destinés à contrôler les opérations des firmes privatisées (Pologne). L'issue de la privatisation de masse dépend alors beaucoup de l'étendue de l'actionnariat résiduel de l'Etat, de la dispersion plus ou moins forte de la propriété des firmes après leur privatisation, de la répartition des actions entre les *insiders* et les *outsiders* et de l'apparition d'investisseurs institutionnels spécifiques dans les PET.

**LE "MODÈLE" TCHÈQUE.** La méthode tchèque a reposé sur les hypothèses suivantes : les nouveaux propriétaires privés sont les plus aptes à entreprendre la restructuration, *après* la privatisation ; la distribution des coupons de privatisation à la population est une procédure plus transparente et plus équitable que la vente d'actifs ; cette distribution est de nature à gagner le soutien populaire en faveur de la privatisation et du gouvernement en place pour les prochaines élections. Or, en 1998, le gouvernement Klaus n'est plus au pouvoir, l'opacité financière et les malversations liées à la privatisation sont parmi les causes majeures de sa chute et la restructuration de l'économie ne semble pas être plus avancée en République tchèque, loin s'en faut, que dans d'autres PECO. Toutefois, certaines limites prévisibles de la méthode tchèque ne se sont pas concrétisées : même si les enchères organisées pour échanger les coupons de privatisation contre les actions des firmes à privatiser l'ont été selon une procédure administrative qui rappelait l'ancienne planification centralisée (Andreff, 1994a), elles n'ont abouti ni à une forte dispersion de la propriété, ni à une structure faible de gouvernement d'entreprise, ceci, grâce à la constitution, autorisée entre-temps, de fonds d'investissement.

Les études réalisées sur des échantillons d'entreprises tchèques montrent que, dans nombre de firmes privatisées, un seul fonds d'investissement détient au moins 20 % des actions, et que dans d'autres firmes privatisées, entre deux et quatre fonds d'investissement détiennent ensemble une minorité de contrôle, et parfois même la majorité des actions (Lastovicka & al., 1995). Les fonds tchèques concentrent probablement une part suffisante du capital-actions de la plupart des firmes privatisées pour contrôler leur gestion et leur stratégie. En République tchèque, le vrai problème est plutôt de savoir qui contrôle les contrôleurs que sont les fonds d'investissement. Le système de participations croisées au capital entre les fonds d'investissement et des banques d'Etat, pour la plupart (Mertlik, 1996), qui résulte de la privatisation de masse, a mis les gestionnaires de ces fonds à l'abri de tout contrôle externe ; la conséquence est que les fonds d'investissement, supposés être des *outsiders*, agissent en faveur des *insiders* des entreprises qu'ils contrôlent, ce qui explique la lenteur de la restructuration en République tchèque. Dans une seconde phase, les fonds d'investissement ont été convertis en sociétés de portefeuille (*holdings*), ainsi qu'en Lituanie et en Slovaquie. Mais le problème demeure de savoir qui contrôle ces sociétés de portefeuille, alors que celles-ci ont les moyens de ne pas se faire concurrence et sont même devenues des instruments facilitant l'obtention de subventions étatiques pour les firmes en difficulté financière qu'elles ont en portefeuille.

**L'EXPÉRIENCE DE LA RUSSIE.** Dans le cas de la Russie et de divers pays de la CEI, la privatisation de masse s'est traduite par la remise massive des actifs aux *insiders* des entreprises privatisées, tant les anciens managers et que les

employés, et les fonds d'investissement ne jouent qu'un rôle mineur dans le gouvernement d'entreprise ; en Russie, la réglementation initiale a limité la part du capital que chaque fonds d'investissement pouvait détenir dans une entreprise à 10 %, seuil qui a été relevé en 1994 à 25 %. Le maintien des dirigeants à la tête des firmes privatisées a souvent préservé le *statu quo* dans leur gestion et limité la sélection de nouveaux managers, bien que l'on ait observé un renouvellement partiel des équipes. Les stratégies de survie et d'enracinement (*entrenchment*) des anciens managers dans leur entreprise, ainsi que la restructuration défensive ou l'absence de restructuration, ont caractérisé la première étape de la privatisation de masse, non monétaire, basée sur la distribution quasi-gratuite des certificats de privatisation à la population et au personnel. Dans les entreprises où les managers étaient très compétents ou en position de force pour imposer leurs conditions dans les négociations avec l'extérieur, ils ont passé des alliances avec des *outsiders* et leur ont cédé des titres. Il en est résulté une évolution de la propriété des actifs au détriment des *insiders* et à l'avantage d'*outsiders* : la part des *insiders* dans la structure d'ensemble de l'actionnariat des firmes privatisées en Russie a ainsi chuté de 62 % en avril 1994 à 56 % en juin 1996, alors que la part des *outsiders* – Etat non compris – a augmenté de 21 % à 34 % (Andreff & al., 1996).

Selon le modèle principal-agent, cette redistribution partielle de la propriété des *insiders* vers les *outsiders* aurait dû améliorer la structure du gouvernement d'entreprise. Mais deux problèmes sont rapidement apparus : la formation de coalitions rassemblant des managers internes à l'entreprise et des propriétaires extérieurs (*infra*) et les transferts illégaux, voire corrompus et criminels, d'actions à des *outsiders* sans scrupules. En Russie, au moins seize types de violations des droits des (petits) actionnaires, par des managers ou des *outsiders* désireux de s'approprier l'entreprise, ont été repérés pendant la deuxième étape du processus de privatisation basée sur le transfert monétaire des actions. Parmi les plus typiques, on note : l'exigence de posséder un paquet important d'actions pour participer à la désignation du conseil d'administration, les prélèvements financiers indus sur les cessions de titres, les droits d'entrée à acquitter pour prendre part aux assemblées générales d'actionnaires, l'envoi délibérément en retard des convocations à ces assemblées, le vote à main levée, l'émission secrète d'actions spéciales, les falsifications du registre des actionnaires, entre autres (Blasi & Shleifer, 1996).

Les groupes industriels et financiers (GIF) sont apparus lors de la deuxième étape de la privatisation en Russie (Freinkman, 1995) et dans la CEI. Ils ont été constitués en général par les nouvelles banques privées ayant acheté les actions de firmes industrielles. Ces GIF ont ouvert un nouveau chapitre dans l'histoire du capitalisme financier, initié à un stade antérieur du développement des économies de marché capitalistes, où la question cruciale était plutôt celle du contrôle financier de la propriété du capital que celle du gouvernement d'entreprise en tant que tel. Quelques GIF sont nés de la transformation d'anciennes directions de branche des ministères sectoriels soviétiques en sociétés par actions qui se sont ensuite diversifiées vers des activités commerciales et financières. Aujourd'hui, les GIF sont un puissant défi à la propriété des *insiders* sur l'industrie des pays de la CEI. Une loi adoptée en 1995 en Russie a bien tenté, en vain, de réguler l'activité des

GIF, tout en leur offrant des allègements fiscaux, un traitement juridique spécial et des privilèges. Même si, d'une certaine façon, ils sont une solution au problème du gouvernement d'entreprise, les GIF concentrent les pouvoirs monopolistes et les structures industrielles qui prévalaient dans l'ancienne planification centralisée. Leur absence de transparence financière est, pour l'heure, inquiétante et justifie que les GIF deviennent un objet de recherche prioritaire.

**LA MÉTHODE POLONAISE.** Les Fonds Nationaux d'Investissement (FNI) sont spécifiques à la méthode polonaise de privatisation de masse. Chaque FNI devait contrôler une part de capital détenu dans un ensemble de firmes et procéder à leur restructuration. En Pologne, il était donc admis que les grandes entreprises d'Etat avaient besoin d'être restructurées avant la privatisation (réalisée par la distribution, à la population, de parts dans les FNI). Une fois créé, chaque FNI était géré par une firme privée de conseil en gestion dont le capital était la propriété d'un consortium de plusieurs sociétés de gestion et de plusieurs banques, polonaises et étrangères. Un tel schéma devait, en principe, éviter le problème rencontré en République tchèque, du contrôle des contrôleurs, car ces consortiums étaient orientés vers la recherche du profit et eux-mêmes gérés selon des techniques occidentales ; en Pologne, les banques impliquées dans leur capital ont été plus rapidement privatisées qu'en République tchèque.

Les actions des firmes privatisées dans lesquelles participent les FNI n'étant pas distribuées à la population, qui peut seulement acquérir des parts dans le capital-actions des FNI, c'est la valeur du titre de son FNI qui devient importante pour l'équipe managériale de chaque consortium. Celle-ci devrait donc arbitrer entre restructurer des entreprises présentes dans le portefeuille de son FNI et désinvestir des entreprises les moins profitables afin d'investir dans des firmes plus rentables. Les dirigeants des FNI devraient soumettre à une forte pression, en faveur de la restructuration et de la recherche de profitabilité, les responsables des firmes dans lesquelles ils ont décidé de garder un bloc de contrôle ; s'il en était bien ainsi, on serait en présence d'une structure vraiment efficace de gouvernement d'entreprise. En Pologne, une forme de propriété concentrée entre les mains d'*outsiders* a été créée, dès la mise en route de la privatisation de masse (retardée à 1995), avec l'objectif d'éviter les conséquences, indésirables pour le gouvernement d'entreprise, qui surgissent quand le souci majeur est d'accélérer le processus de privatisation.

Les structures de gouvernement d'entreprise qui se sont mises en place dans la première étape de la transition ne vont pas nécessairement perdurer ou rester stables, certaines ayant déjà évolué, comme on vient de le voir. En Russie, les grandes banques et les GIF ont été les principaux acquéreurs, notamment par l'échange titres contre dette, des actions de grandes entreprises publiques endettées, et ont été parmi les principaux acheteurs d'actions sur le marché secondaire. Ceci a encore affaibli le contrôle initial des *insiders* dans nombre d'entreprises. En République tchèque, la conversion engagée des fonds d'investissement en sociétés de portefeuille peut avoir un impact significatif sur les structures de gouvernement d'entreprise qui dépendra de qui prendra le contrôle des banques qui détiennent les parts majoritaires dans les fonds transformés en sociétés de portefeuille.

## Les enseignements livrés par les tests empiriques

Une restructuration stratégique des entreprises à grande échelle n'a été observée dans aucun PET, du moins jusqu'en 1996 (Carlin & *al.*, 1995 ; Carlin & Aghion, 1996). La recension des principales études empiriques aboutit à des observations non convergentes. Les propriétaires étrangers des anciennes entreprises d'Etat entreprennent habituellement des restructurations stratégiques en apportant leur propre expertise et leur capital. En moyenne, les firmes privées sont plus profitables que les entreprises d'Etat et, conformément à la théorie du principal-agent, cette différence de profitabilité reflète des stratégies de restructuration plus défensives de la part des entreprises d'Etat. Quant aux firmes privatisées, l'image révélée par les échantillons d'entreprises étudiées est plus floue, mais une majorité d'études montrent que les firmes contrôlées par des *insiders* mènent des stratégies d'ajustement orientées plus vers la survie que vers une profonde restructuration.

**DES RÉSULTATS CONTRADICTOIRES.** Le travail récent de Frydman & *al.* (1997) est très représentatif de l'approche standard. Bien que proclamant qu'elle évite le biais de sélection déjà mentionné, cette étude exclut explicitement de son échantillon, les « dinosaures industriels de la période communiste ». Les résultats observés pour les firmes privatisées sont les suivants : en termes de croissance des revenus et de réduction de l'emploi, les firmes appartenant à des *outsiders* font mieux que les entreprises d'Etat ; celles dont les fonds d'investissement sont les principaux propriétaires présentent d'assez bonnes performances ; les firmes contrôlées par d'autres entreprises non financières ont des performances plus faibles<sup>5</sup>. Les firmes détenues par des *insiders* sont moins portées à licencier que ne le sont les entreprises d'Etat<sup>6</sup> et leurs performances sont encore plus mauvaises, comparativement, en ce qui concerne les coûts engagés et les revenus distribués. Quant aux firmes passées aux mains de leurs employés, non seulement elles se comportent comme les entreprises d'Etat en matière de distribution des revenus, mais encore elles licencient moins la main-d'œuvre que les entreprises d'Etat. Les auteurs de l'étude y voient une vérification des préceptes orthodoxes tirés de la théorie des droits de propriété, à savoir qu'il faut contester l'efficacité des programmes de privatisation qui portent les employés aux commandes de l'entreprise. Outre le biais de sélection, ces tests empiriques révèlent un autre problème au regard de la thèse orthodoxe : la multiplication des études faites sur échantillon d'entreprises s'accompagne d'un nombre d'observations contradictoires qui ne cesse d'augmenter. Des résultats si différents d'un échantillon à l'autre, suggérant tantôt la supériorité des performances de tel type de firmes privatisées, tantôt de tel autre, et parfois même de meilleures performances des

5. Ce résultat est moins standard (ou orthodoxe) que ce qu'attendaient les auteurs de l'étude, inspirés par le modèle principal-agent. Ils l'interprètent comme suit : l'expression « les 'entreprises non-financières' n'est peut-être qu'une expression masquant parfois une situation complexe de contrôle de fait par des *insiders* résultant de participations croisées au capital qui se neutralisent les unes les autres » (cette interprétation est une magnifique introduction à la troisième partie de cet article).

6. Encore un résultat ne confirmant guère la théorie standard.

entreprises d'Etat par rapport aux firmes privatisées, ne peuvent avoir que l'une des deux significations suivantes : soit ces études empiriques ne contrôlent pas suffisamment les variables spécifiques aux pays, aux secteurs et à l'échantillon étudiés, soit, plus profondément, le cadre théorique qui les sous-tend – l'analyse du gouvernement d'entreprise à partir du modèle principal-agent – n'est pas adapté.

UNE GRANDE DIVERSITÉ DES RELATIONS ENTRE LES FORMES DE PROPRIÉTÉ ET LA RESTRUCTURATION. L'un des résultats les plus étonnants et des plus déroutants au regard des hypothèses du modèle est que, dans les PET, la restructuration stratégique a été mise en œuvre avec tous les types de propriété concevables, y compris dans des entreprises contrôlées par des *insiders* ou appartenant encore à l'Etat. Cette dernière évidence est d'abord apparue en Pologne où a été repérée très tôt une restructuration des entreprises publiques, amorcée avant la privatisation (Pinto & *al.*, 1993) ; ceci laisse pressentir que, pour la trajectoire de la transition, le gouvernement d'entreprise est plus important que la propriété proprement dite. Les managers, désormais soumis aux nouvelles conditions de l'économie de marché, ont, de façon inattendue (par la théorie standard), pris l'initiative de restructurations, au moins de restructurations défensives, même dans des entreprises non privatisées, conduisant Pinto et van Wijnbergen (1995) à conclure, au sujet de ces dirigeants, « à un comportement remarquablement conforme à celui qu'on attendrait d'entrepreneurs recherchant le profit et tournés vers l'avenir ».

Pour la République tchèque, Capek et Mertlik (1996) n'ont trouvé aucune restructuration significative dans les firmes privatisées sous le contrôle d'*outsiders*, à l'exception des firmes passées sous le contrôle d'investisseurs étrangers. Coffee (1996) a identifié trois problèmes qui influencent la structure de gouvernement d'entreprises tchèques privatisées : le marché des titres n'est ni transparent ni liquide, les participations croisées des banques dans le capital-actions des fonds d'investissement rendent absolument obscure la structure de gouvernement d'entreprise de ces derniers, et l'Etat détient encore d'importants paquets d'actions dans le capital des plus grandes banques et des plus grandes entreprises. Une autre étude a établi que, contrairement à l'image la plus répandue de la méthode tchèque (privatisation d'abord, restructuration ensuite), les performances des entreprises ont bénéficié, en Tchécoslovaquie, des mesures de démantèlement des entreprises d'Etat réalisées en 1990, avant la privatisation (Lizal & *al.*, 1997). C'est ce qui a facilité ensuite l'inscription d'unités de production plus petites et plus performantes dans le programme de privatisation. Par ailleurs, des grandes firmes privatisées continuent à recevoir des crédits pour des projets non performants et les sociétés à responsabilité limitée appartenant encore à l'Etat dominant toutes les firmes privées pour le ratio investissement sur production (Lizal & Svejnar, 1998) ; ces deux auteurs en concluent que l'idée largement acceptée selon laquelle, pendant la transition, l'investissement est fort dans les nouvelles firmes privées et faible dans les entreprises d'Etat, n'est pas confirmée par l'ensemble des données tchèques.

Quelques investigations empiriques ont même montré que les firmes privatisées par remise des actifs aux ouvriers obtenaient de bonnes performances et

étaient capables de s'ajuster au marché avec plus de flexibilité parce que la propriété par les ouvriers pouvait réduire les conflits entre managers et ouvriers ; ceci a été observé en particulier sur un échantillon de 200 entreprises de l'industrie polonaise (Earle & Estrin, 1996). Nivet (1997) trouve que les firmes polonaises dont la propriété est aux mains des employés figurent parmi celles dont le ratio coûts sur revenus est faible et la profitabilité forte. Néanmoins, un tel résultat peut être sujet à débat, non parce que les employés sont de meilleurs ou de moins bons propriétaires, mais parce qu'ils ont très vraisemblablement racheté des entreprises profitables (encore le biais de sélection !). Une autre étude récente, ayant cherché à éliminer tout biais de sélection, montre que les firmes russes qui ont été privatisées par transfert aux managers, ont procédé à davantage de restructurations et ont atteint des performances supérieures, non seulement à celles des entreprises d'Etat, mais encore à celles des firmes privatisées où la propriété par les ouvriers domine (Earle & Estrin, 1997).

Sans poursuivre cette analyse d'études empiriques qui donnent lieu à des interprétations contradictoires, entre elles, et avec les attentes du modèle principal-agent, l'achèvement qualitatif des privatisations, quant aux structures de gouvernement d'entreprise, s'avère beaucoup moins avancé que l'image donnée par une simple évaluation quantitative du nombre de firmes dont la privatisation a été lancée. La relation postulée par le modèle principal-agent entre la structure du gouvernement d'entreprise et la restructuration (la profitabilité, la productivité) est probablement trop restrictive. Dans le monde réel des affaires, cette relation est altérée par la conjoncture macro-économique, par des changements fréquents dans la répartition du capital-actions de toute entreprise entre divers détenteurs (ventes et achats de titres, fusions, scissions, rachats d'entreprise, etc.) et, finalement, par le fait qu'un même agent économique peut modifier, d'une manière non prédictible par le modèle principal-agent, son comportement : les facteurs de changement, fonction de circonstances macro- ou micro-économiques, incluent notamment la menace de fusion, la redistribution du capital-actions quelle qu'elle soit, la désignation de nouveaux membres au conseil d'administration, l'issue d'une OPA ou d'une *proxy fight*<sup>7</sup>, la formation d'un GIF, l'existence de lacunes dans la législation sur les sociétés, l'apparition d'opportunités de corruption, et la montée dans l'entreprise des prétentions de ceux qui ne sont pas les prétendants au revenu résiduel (cette liste des facteurs négligés par le modèle standard n'est d'ailleurs pas exhaustive). Le versement plus ou moins régulier de primes et de gratifications, voire même d'avantages indus et de pots de vin, peut créer des liens durables entre les *insiders* et les *outsiders*, surtout dans une économie de marché dont les institutions sont encore incomplètes, liens non pris en compte par la théorie, si bien que la profitabilité d'une entreprise reste souvent une variable sans grande signification, sans parler des distorsions dans l'accès au profit engendrées par une concurrence très imparfaite en PET. Un profit plus faible peut sim-

7. Littéralement, une « bataille pour les procurations ». Plus pratiquée aux Etats-Unis qu'en Europe, il s'agit d'une méthode consistant, pour un groupe d'actionnaires, à prendre le contrôle d'une société par actions en convaincant une majorité d'actionnaires de leur remettre leur procuration lors du vote de l'assemblée générale réunie pour désigner (renouveler) le conseil d'administration. Cette méthode de contrôle, par un processus « quasi-électoral », peut aboutir à un changement de groupe de contrôle, éventuellement sans modification dans la structure financière du capital-actions (Andreff, 1996a).

plement refléter l'existence d'une coalition entre *insiders* et *outsiders*, avec une répartition entre eux d'avantages financiers avant profit, ce qui n'est déjà pas rare dans les entreprises occidentales, mais qui est beaucoup plus répandu dans les PET où les stratégies de dissimulation des profits réels sont monnaie courante, à des fins d'évasion fiscale. Avant de réintroduire dans l'analyse quelques-uns de ces facteurs négligés par l'approche standard du gouvernement d'entreprise, il faut examiner le deuxième échec qualitatif des privatisations dans les PET : le maintien d'une propriété résiduelle de l'Etat dans les firmes privatisées.

## La propriété résiduelle de l'Etat

« La réussite des firmes partiellement privatisées dans lesquelles l'Etat reste le principal propriétaire offre peut-être la plus grande de toutes les surprises des privatisations » (Frydman & al., *op. cit.*). Peut-être n'est-ce pas si surprenant si l'on compare l'ampleur du stock total d'actifs qui étaient à privatiser dans chaque PET à la somme de l'épargne intérieure existante et de l'aide internationale. Et peut-être est-ce encore moins surprenant dans l'hypothèse où des méthodes non-standard de privatisation ont remplacé les véritables ventes d'actifs. Les PET qui ont achevé leur première vague de grande privatisation se tournent à présent vers la privatisation de ce qu'il subsiste de propriété d'Etat, c'est-à-dire à la fois les entreprises encore en pleine propriété de l'Etat et les firmes partiellement privatisées. Pour venir à bout de la propriété résiduelle d'Etat, au cours de cette deuxième étape de la transition, il n'y a pas d'autre issue que la vente directe des actifs de gré à gré, la mise aux enchères et l'offre publique de vente, au cas par cas. En effet, dans cette étape, la privatisation doit davantage se préoccuper d'attirer des investissements à long terme dans les entreprises et d'améliorer les structures de gouvernement d'entreprise, que se polariser sur la vitesse du processus de privatisation, objectif qui a perdu son sens après dix ans de transition. La vente d'actifs devrait replanter les méthodes non-standard de privatisation, de sorte que le processus nécessaire pour supprimer la propriété résiduelle de l'Etat promet d'être lent et long.

### La présence actuelle de l'Etat dans le capital des entreprises

La propriété résiduelle d'Etat résultant des privatisations est plus ou moins étendue selon les PET. La forme la moins extensive correspond à une action spécifique (*golden share*) conservée par l'Etat dans le capital de l'entreprise privatisée. La forme la plus extensive apparaît lorsque l'Etat est incapable de vendre ou de céder gratuitement l'entreprise publique, lors du programme de privatisation, si bien que l'entreprise reste en pleine propriété ou en propriété majoritaire de l'Etat. Le plus souvent, on observe une situation intermédiaire : l'Etat est désireux de quitter l'actionnariat de l'entreprise privatisée mais il y reste « coincé » avec une part minoritaire du capital total, ou bien il souhaite garder une minorité de blocage afin de décourager des tentatives d'absorption indésirables de la firme privatisée, notamment par des intérêts étrangers. Le deuxième

cas de figure correspond souvent à une volonté de retarder la privatisation totale de la firme, soit parce que la situation sur le marché des capitaux n'est pas favorable, soit pour des raisons politiques. Ainsi, en Hongrie, où pourtant la vente d'actifs a été la méthode de privatisation privilégiée, la propriété résiduelle d'Etat représente 28 %<sup>8</sup> de la totalité du capital des entreprises hongroises (Csillag & al., 1998). La tâche à laquelle sont confrontés les PET aujourd'hui est donc la privatisation des actifs qui formaient le « cœur » (non profitable) de l'ancienne économie planifiée dans la mesure où, pendant les premières années du processus de privatisation, on a renoncé à privatiser les industries lourdes typiques du système soviétique, très déficitaires (Mihaly, 1996a). Par conséquent, les actifs encore aux mains de l'Etat consistent en une propriété à long terme sur des actifs dont la privatisation a été remise à plus tard ; il est peu probable que leur privatisation complète puisse être achevée dans un avenir rapproché.

Les parts de capital résiduelles restant propriété d'Etat deviennent un obstacle à une structure efficace de gouvernement d'entreprise : l'Etat a une attitude passive dans la gestion des firmes privatisées qu'il considère comme n'étant pas stratégiques, alors que les propriétaires privés participant au capital ne s'engagent pas vraiment dans le gouvernement d'entreprise tant que l'Etat ne l'a pas totalement désinvesti. Lorsque l'Etat reste le principal propriétaire ou l'actionnaire majoritaire dans une firme privatisée qu'il considère comme stratégique, la situation est encore pire, car elle laisse le champ libre aux anciens managers pour gérer en fonction de leurs seuls intérêts. Se pose aussi le problème du comportement des représentants que l'Etat nomme dans le conseil d'administration ou dans le conseil de surveillance des firmes partiellement privatisées (Schwartz, 1996). Souvent, ils ne sont pas chargés par l'Etat, ou l'un de ses organes, de prendre un rôle actif dans la gestion de l'entreprise et, quand ils le sont, il arrive fréquemment qu'ils votent contre des décisions envisagées par les administrateurs qui représentent les propriétaires privés (notamment pour les arbitrages entre distribuer des dividendes ou investir, pour les décisions relatives à la part des intérêts étrangers dans le capital total, etc.). De plus, les représentants de l'Etat dans les conseils d'administration des firmes privatisées sont le plus souvent des fonctionnaires, des universitaires, des enseignants, etc., c'est-à-dire ne sont pas des professionnels experts en gestion, en comptabilité, en finances, en marketing, en droit des affaires, etc., toutes qualifications, pour l'heure, relativement rares dans les PET. Les administrateurs nommés par l'Etat peuvent même se transformer, après avoir siégé quelque temps dans le conseil d'administration d'une firme privatisée, en une nouvelle catégorie de dépositaires d'intérêts acquis (*stakeholders*) agissant pour leur propre compte et se lançant dans des stratégies de sollicitation, de pression (*lobbying*) et de collusion avec les membres des conseils d'administration d'autres firmes privatisées, à l'instar de ce que l'on observe lorsqu'il y a des administrateurs communs (*interlocking directorates*) à plusieurs sociétés par actions dans les économies occidentales (Bunting & Barbour, 1971 ; Dooley 1969). L'un des buts principaux de leurs sollicitations, pressions et collusions est de maintenir le *statu quo* (rentable pour eux<sup>9</sup>), au détriment de la poursuite de la

8. Ce qui est plus important que le poids du secteur public dans le total des actifs en France juste après les nationalisations de 1982.

privatisation, puisque c'est la propriété résiduelle de l'Etat qui assure leur présence dans le conseil d'administration. Le fait que l'on retrouve pratiquement les mêmes noms, dans les PET, parmi les nouveaux propriétaires, les managers, les membres des conseils d'administration, les représentants officiels des ministères et les syndicalistes de beaucoup de firmes privatisées, mériterait que l'on y consacre un peu plus d'enquêtes et de recherches scientifiques.

Quand l'Etat garde une part du capital dans des entreprises stratégiques, une autre difficulté apparaît sous forme de contraintes éventuellement imposées, par des ministères ou d'autres administrations de tutelle, à la gestion de la firme partiellement privatisée. En général, ces contraintes sont plutôt liées aux objectifs de politique macro-économique ou sociale (l'entreprise doit apporter son soutien à la croissance de l'économie, baisser les prix, embaucher ou ne pas licencier ses sur-effectifs, etc.) et s'éloignent ainsi des critères micro-économiques de gestion efficace, d'ajustement au marché et de restructuration. Le risque est alors celui d'une inertie dans la gestion et le gouvernement des firmes partiellement privatisées, ce qui favorise les comportements de survie des *insiders* et les demandes de subventions et de sauvetage financier qu'ils adressent à l'Etat, ainsi que la toujours possible politisation de la propriété résiduelle d'Etat et de la gestion des participations financières de l'Etat dans ces firmes. La concrétisation d'un tel risque peut retarder la poursuite de leur privatisation. Il semble en effet que certaines méthodes bureaucratiques et le jeu des influences politiques ont bien survécu jusqu'ici dans le nouveau système de contrôle des entreprises publiques et partiellement privatisées des PET.

Dans quelques expériences de privatisation, telle que la « privatisation du capital » en Pologne, l'Etat a dû mettre en réserve un pourcentage donné (20 %) du total des actions de la firme privatisée afin que les employés puissent exercer leur droit à les acquérir à des conditions préférentielles. Dans de nombreux cas, les employés n'ont pas exercé la totalité de leurs droits et les titres qui n'ont pas été effectivement demandés par les employés sont devenus de fait la propriété de l'Etat. Un pourcentage plus faible (5 %) du total des actions était également mis en réserve pour constituer la dotation des futurs fonds nationaux de restitution aux anciens propriétaires. Par conséquent, un investisseur stratégique désireux d'acquérir une firme privatisée ne pouvait obtenir plus des trois-quarts de son capital total et devait cohabiter avec une propriété résiduelle d'Etat. En Hongrie, la formation de sociétés à capitaux mixtes avec des investisseurs étrangers (*joint ventures*) a été privilégiée. La création d'une *joint venture* a toujours comme conséquence immédiate de créer de la propriété résiduelle d'Etat correspondant au pourcentage du capital, souvent voisin de 50 %, apporté par l'Etat à la société à capitaux mixtes. Cette méthode de privatisation conduit à l'évidence à une propriété mixte plutôt que privée. C'est alors la motivation et l'expertise du partenaire stratégique étranger qui déterminent en fin de compte la réelle répartition du pouvoir et de l'autorité et, donc, le gouvernement d'entreprise de la *joint venture*. Dans la grande majorité des sociétés à capitaux mixtes créées en Hongrie, la société de portefeuille d'Etat chargée des privatisations (APV-Rt.) a obtenu entre

9. Mihaly (1996b) rapporte que les administrateurs de sociétés en Hongrie sont fortement motivés et bien payés, et qu'ils tendent à se servir en outre du pouvoir économique et managérial qu'ils détiennent.

trois et cinq sièges au conseil d'administration, ce qui a pu lui assurer, mais pas nécessairement, une majorité dans des conseils de sept à onze membres. Les décisions les plus importantes doivent être approuvées en outre par l'assemblée générale des actionnaires où, le plus souvent, un seul représentant de l'APV-Rt. vote avec un nombre de voix proportionnel à la totalité des actions qui est resté aux mains de l'Etat. Cet individu, fonctionnaire de l'Etat, ne se comporte pas forcément comme un véritable actionnaire. Un problème de principal-agent reste sans solution, celui de savoir qui a le pouvoir de donner des lignes directrices aux représentants nommés par l'Etat dans les conseils d'administration et les assemblées d'actionnaires.

### Comment gérer le maintien partiel de l'Etat dans le capital des entreprises ?

Finalement, les PET pourraient bien être dans l'impasse pour un long moment, avant de pouvoir dissoudre la propriété résiduelle de l'Etat. Que faire ? Pour progresser dans la réflexion, certains admettent que la différence la plus fondamentale entre le privé et le public n'est pas le régime de propriété (Böss, 1986) mais la gestion ; vue sous cet angle, cette différence réside dans la multitude des déterminants qui fondent l'activité des entreprises publiques, comparée aux déterminants exclusivement financiers et commerciaux qui régissent l'action des firmes privées. Le succès des privatisations françaises de 1986-88 montre que la « privatisation de la gestion » est le meilleur préalable à un transfert futur des actifs d'Etat (devenus rentables grâce à cette gestion) à des propriétaires privés. À partir de 1983, le gouvernement a confié la mission aux dirigeants d'entreprises publiques de faire cesser les déficits et de réaliser des profits, objectif dès lors inscrit dans les contrats de plan ; l'Etat a surtout soutenu les stratégies de filialisation, d'internationalisation et d'ouverture du capital des entreprises publiques à des participations privées (titres participatifs, certificats d'investissement). En 1985, seules cinq des trente et une entreprises publiques industrielles étaient déficitaires, alors qu'en 1982 seules trois ne l'étaient pas ; entre-temps elles avaient nettement réduit leurs effectifs (Andreff, 1992). Pour les firmes partiellement privatisées, tout comme pour les entreprises encore propriété de l'Etat dans les PET, cette expérience de privatisation des critères de gestion, préalable à celle des actifs, devrait susciter quelque intérêt.

Pour parvenir à une privatisation de la gestion, la Hongrie a sous-traité les actifs d'Etat à des gestionnaires privés selon des conditions et une rétribution déterminées à l'avance. L'idée de « privatisation de la gestion » recouvre les critères de gestion mis en œuvre à l'intérieur des firmes publiques ou partiellement privatisées, les incitations fournies aux managers et les comportements qui en découlent dans la gestion courante, ainsi que la stratégie impulsée par les représentants de l'Etat dans les conseils d'administration. Distinguer une gestion passive, sélective ou active des participations résiduelles de l'Etat, comme en République tchèque (Brom, 1996), ne suffit pas tant que ne sont pas élaborés les critères et les objectifs de ces trois types de gestion, tant que n'est pas indiqué leur impact probable sur le résultat net de la firme et la valeur future des actifs d'Etat qui restent à vendre et tant que n'est pas précisée la façon de faire accepter ces critères de gestion par les managers. C'est la raison pour laquelle la création de sociétés de porte-

feuille d'Etat n'est pas une solution efficace, sauf si ces *holdings* se comportent comme des investisseurs privés, maximisant leurs profits et la valeur de leurs actifs, c'est-à-dire s'ils sont des sociétés de portefeuille privées ; dans cette hypothèse, les dirigeants des *holdings* sont amenés à inciter fortement les managers des firmes qu'ils ont en portefeuille à réduire les sureffectifs, à se débarrasser des unités inefficaces, à réallouer les actifs, à procéder aux nécessaires restructurations physiques et financières, etc. La Pologne montre des signes évidents de forte diminution des effectifs employés dans le secteur d'Etat et de recours à des critères de gestion plus proches du privé, suggérant que la structure de gouvernement d'entreprise s'est améliorée (Mickiewicz, 1996), l'Etat se comportant en « actionnaire responsable ». Des obstacles à la privatisation de la gestion peuvent surgir dans les PET (Hongrie, République tchèque) où la recombinaison des droits de propriété (*recombinant property*, Stark, 1996) a créé des réseaux d'actifs et de managers, reliés entre eux par des endettements en cascade, qui sont de nature à verrouiller les structures de gouvernement d'entreprise existantes (Pistor & Turkewitz, 1996). Parmi les plus gênants de ces obstacles figurent des distorsions introduites par des formes illégales ou criminelles de privatisation (des actifs ou de la gestion) avec l'aide d'anciens (ou nouveaux) réseaux reliant les managers des entreprises publiques à l'économie informelle et, jusqu'à un certain point, à la mafia (en particulier dans les pays de la CEI). Contrairement à Pejovich (1997), nous considérons qu'il n'y a aucun argument en faveur du rôle de la mafia dans un processus réussi de privatisation (et de transition).

Notre analyse rejoint volontiers l'idée d'atterrissage en douceur, contraire à la privatisation accélérée à tout prix, prônée dans un document récent de la Banque mondiale déclarant que « la réforme du secteur des entreprises publiques est au cœur de la transformation structurelle des PET » et considérant que « nombre d'entreprises vont vraisemblablement rester dans le secteur public, en attente de privatisation, pour une période de temps indéfinie » (Pannier, 1996). Le même document recense diverses recommandations utiles pour sélectionner les agents susceptibles de représenter le principal (l'Etat) dans les conseils d'administration, pour améliorer la gestion des entreprises publiques, pour choisir les dirigeants, pour évaluer leur performance et leur fournir les incitations appropriées (y compris des contrats de gestion signés avec des managers venant du privé) et pour la conduite efficace des stratégies dans les entreprises publiques par les représentants de l'Etat au sein des conseils d'administration. Tout ceci invite à dépasser l'approche standard du modèle principal-agent dans les recherches futures sur la privatisation dans les PET.

## Renouveler l'approche suggérée par le modèle principal-agent

« Quand 'privatisation' devint le mot d'ordre en Europe de l'Est, la plupart des conseillers de la politique économique et des observateurs extérieurs firent un certain nombre d'hypothèses simplificatrices qui, depuis lors, sont devenues de

plus en plus difficiles à soutenir », et « les hypothèses sous-tendant l'approche initiale des privatisations devinrent chaque jour plus inappropriées » (Frydman & Rapaczynski, 1994). Les hypothèses du modèle principal-agent sont ici visées. À présent, nous allons abandonner ce modèle du gouvernement d'entreprise qui a tant influencé la première étape de la privatisation, après s'être largement imposé dans la littérature, suite aux articles notoires de Jensen & Meckling (1976) et de Fama & Jensen (1983) sur les problèmes d'agence. Ce rejet conduit à se tourner vers des analyses plus adéquates pour déceler qui prend les principales décisions dans les nouvelles sociétés par actions des PET. La théorie du contrôle des sociétés par actions initiée par Berle et Means (1932) a été l'approche privilégiée jusqu'à la formulation de la théorie des coûts d'agence, et pendant la période de développement des économies de marché capitalistes qui a précédé la globalisation des marchés de capitaux des deux dernières décennies. On peut également avoir recours à la littérature relative à l'économie des organisations et à la formation d'alliances ou de coalitions en leur sein.

Dès lors que les PET entrent dans une seconde étape du processus de privatisation, l'accent est mis sur la qualité du gouvernement d'entreprise, sur la structure du contrôle des sociétés par actions, ainsi que sur la légalité, la confiance, la réputation et les devoirs normalement associés à la propriété privée dans les économies de marché. Des solutions ont été trouvées à ces problèmes qualitatifs inhérents à un régime de propriété privée, dans les capitalismes occidentaux, il y a plusieurs décennies de cela. La théorie du contrôle des sociétés par actions et les premières analyses de l'économie des organisations sont contemporaines de la découverte pratique de ces solutions. La littérature correspondante est donc de quelque intérêt pour les PET, dans la mesure où ils n'ont pas encore atteint les formes les plus achevées du capitalisme en matière de structure de gouvernement et de contrôle des entreprises. Les PET rencontrent des défaillances dans le contrôle des sociétés par actions déjà expérimentées par les pays capitalistes développés avant qu'ils n'atteignent leurs caractéristiques actuelles d'économies (et de firmes) disciplinées par les marchés des capitaux dans un contexte de globalisation financière.

L'intention d'ouvrir la voie à une nouvelle approche du gouvernement d'entreprise est, d'une certaine façon, présente dans l'étude de Earle et Estrin (1997). Il y est soutenu que les particularités des structures de propriété en Russie exigent « une reconsidération des approches conceptuelles dans l'analyse du gouvernement d'entreprise, du contrôle et du comportement dans l'entreprise ». Les structures de propriété sont, de fait, particulières dans tous les autres PET, du moins quand on les compare à celles des économies de marché occidentales aujourd'hui. Elles sont moins singulières, comparées aux structures de propriété qui y prévalaient il y a quelques décennies. Ainsi que le soulignent Earle et Estrin, ce qui compte n'est pas seulement la concentration de la propriété, mais aussi l'identité des propriétaires. Nous acquiessons pleinement. Allons plus loin et franchissons le Rubicon : quel nombre de sièges occupe chaque nouveau propriétaire dans les conseils d'administration des différentes firmes privatisées, qui a un comportement de magnat (*tycoon*) capitaliste sans scrupules, combien d'actions ce magnat détient-il personnellement, quelles sont ses alliances ou son appartenance à des groupes d'intérêt, quelle est la taille de sa fortune, se livre-t-il

à des manœuvres légales ou illégales ? Généralisées aux nouveaux propriétaires, ces questions comptent aussi pour l'analyse de la propriété privée dans les sociétés par actions. Des informations sur toutes ces questions peuvent être soumises à un traitement scientifique avec les mêmes instruments d'analyse économique que ceux qui furent en vogue à l'Ouest il y a quelques décennies, dans des situations plus ou moins comparables. Nous nous limitons à indiquer ici quelques pistes que pourraient emprunter de futures recherches consacrées aux PET sur ce sujet.

### Qui contrôle qui ? Actionnaires majoritaires, fusions et acquisitions

La théorie du contrôle des sociétés par actions qui prend son origine chez Berle et Means s'est ensuite développée en réaction contre la thèse du contrôle managérial des grandes entreprises d'une part (Marris, 1964 ; Galbraith, 1967) et, d'autre part, comme la conséquence des résultats obtenus dans les études empiriques sur le contrôle dans les sociétés par actions<sup>10</sup>. Selon ce courant d'analyse, contrairement aux thèses managériales, le gouvernement d'entreprise, dans les sociétés par actions des économies de marché occidentales, n'est pas devenu complètement indépendant de la propriété ; cette affirmation est fréquemment confirmée par le repérage d'un « noyau dur » d'actionnaires majoritaires, de participations financières croisées entre des grandes entreprises, ou de situations d'autocontrôle dans certaines d'entre elles. L'autocontrôle désigne la situation dans laquelle le capital d'une société par actions est l'objet d'un contrôle majoritaire par ses propres filiales, cette société étant ainsi imprenable par une OPA ou par d'autres stratégies financières envisagées par des *raiders* potentiels. Avant même l'apparition de la théorie des droits de propriété et du modèle principal-agent, ce type d'analyse distinguait le contrôle interne des *insiders* (le plus souvent un contrôle managérial) et le contrôle externe par des *outsiders* : un noyau dur d'actionnaires stratégiques, la famille ou les descendants d'un magnat capitaliste ou d'un grand capitaine d'industrie, des banques ou des investisseurs institutionnels. Une telle analyse ne réduisait pas le problème du contrôle au degré de concentration ou de dispersion du capital-actions, mais cherchait aussi à repérer les stratégies de contrôle majoritaire et minoritaire (ou d'acquisition d'une minorité de blocage). Son hypothèse de base était que les structures de gouvernement d'entreprise n'étaient pas inertes, et encore moins durables, qu'elles se modifiaient avec les fusions, scissions et acquisitions d'entreprises et, dans ses versions les plus sophistiquées, qu'elles évoluaient par le jeu de « batailles pour les procurations » (*proxy fights*) lors de l'élection des conseils d'administration. Quoique changeantes, les participations financières au capital des sociétés par actions ont pour effet d'interconnecter entre elles un grand nombre de firmes industrielles et de banques, y compris par le biais de participations croisées, pour former des groupes industriels et financiers (GIF) autour d'une société mère ou d'une tête de groupe, celle-ci pouvant être soit une banque, soit une société non financière. C'est précisément le genre d'analyse dont on a besoin aujourd'hui pour les PET.

10. Voir entre autres Burch, 1972 ; Kotz, 1978 ; Lerner, 1966, et pour des études françaises, Chevalier, 1970 ; Morin, 1974 ; Pastré, 1979.

Après la privatisation de masse, dans les entreprises russes, divers groupes d'intérêt se sont rassemblés autour d'un nouveau magnat industriel ou financier et/ou autour d'une poignée de managers influents, souvent avec la coopération d'une banque, et ont commencé à collecter d'abord des certificats de privatisation, puis des actions lors de la phase de privatisation contre monnaie. Le résultat en a été à la fois un poids accru des *outsiders* dans les GIF qui se sont formés alors et la coordination des stratégies (notamment d'approvisionnement en intrants) entre les firmes privatisées liées à un même GIF par des participations financières croisées. En Russie, le gouvernement a commencé, un peu plus tard, en 1995, à vendre les parts qu'il détenait dans des entreprises prédominantes, y compris aux banques commerciales, par le biais d'échanges de titres de dette contre des actions. Les offres publiques et les mises aux enchères de ces actions sont devenues le principal champ de bataille entre les GIF rivaux et l'issue de ces transactions a été le déplacement des frontières entre les groupes, frontières déterminées par leurs réseaux de participations financières dans des firmes et des banques. Après 1995, les acquisitions et absorptions de sociétés se sont fortement développées en Russie. Pour ne mentionner brièvement que quelques exemples, signalons l'absorption par Oneximbank de Norilsk Nickel et de Sviazinvest grâce à l'achat de titres pendant la phase monétaire de la privatisation ; Yukos et Sibneft ont fusionné pour former Yuksi. D'autres opérations ont impliqué la participation de firmes étrangères, telle ARCO acquérant 10 % du capital de Loukoil, BP prenant une part de 10 % au capital de Sidanco, Elf-Aquitaine achetant 5 % des actions de Yuksi.

Il faut donc étudier tous les réseaux formés par ces intérêts financiers reliant entre elles des firmes ou des banques afin de détecter quel groupe d'intérêt – pouvant d'ailleurs associer divers *outsiders* ou des *outsiders* avec des *insiders* – contrôle chaque GIF, c'est-à-dire pour savoir finalement qui contrôle qui. Avec la formation des GIF, deux hypothèses de la théorie du gouvernement d'entreprise ne sont plus pertinentes. D'une part, la relation postulée par cette théorie entre la profitabilité des actifs et la nature du gouvernement d'entreprise (aux mains des *insiders* ou des *outsiders*) peut très bien être rompue dans de nombreux cas, si bien que les résultats contradictoires relevés dans les études empiriques d'entreprises reflètent la non prise en compte des groupes d'intérêt impliqués dans leur contrôle. D'autre part, le gouvernement d'entreprise n'est pas stable, change avec les fusions, les absorptions et la redistribution des actions au gré des nouvelles alliances et coalitions pouvant rassembler aussi bien des *insiders* que des *outsiders*.

Les groupes d'intérêt qui sont à l'arrière-plan des GIF, étant souvent composés à la fois d'*insiders* et d'*outsiders*, le clivage théorique entre un gouvernement d'entreprise sous contrôle des uns et des autres perd de son opérationnalité. Il cesse donc d'être adapté à la réalité et à l'hypothèse selon laquelle les *outsiders* (et quel groupe parmi ceux-ci ?) doivent avoir le dernier mot dans les décisions des conseils d'administration, en tant que prétendants au revenu résiduel. Les questions cruciales qui se posent dans les firmes nouvellement privatisées des PET, en particulier lorsque des GIF se sont formés ou lorsque l'investissement direct étranger a été effectué par acquisition des actions des firmes locales, sont les suivantes. Les *outsiders* (ou leurs représentants) sont-ils en mesure de rassembler une majorité de votes (procurations comprises) lors de l'élection du conseil

d'administration ? Quel est, parmi tous les *outsiders*, le groupe qui a obtenu cette majorité ? Le groupe de contrôle a-t-il réussi à conserver le gouvernement d'entreprise, notamment après telle ou telle fusion, absorption ou *proxy fight* ?

Un vaste domaine de recherche s'ouvrira quand une information suffisamment détaillée sera publiée sur la répartition précise, entre les différents actionnaires, du capital-actions des firmes privatisées. Ceci permettra d'identifier différents groupes d'intérêt parmi les actionnaires, éventuellement un groupe de contrôle, ainsi que de repérer les participations financières croisées, les contrôles financiers en chaîne entre les firmes d'un même GIF, etc., et ceci à l'aide des méthodologies en usage dans les travaux de Berle, Means, Lerner et autres. Autrement dit, ceci permettra une étude fine des structures de contrôle des firmes privatisées dans ce que certains ministres des PET nomment déjà un « capitalisme financier à base bancaire » (Mertlik, 1998) <sup>11</sup>.

### Les administrateurs communs

Face à des situations intermédiaires entre le marché et la hiérarchie, telles que les réseaux constitués par des managers dans beaucoup de PET ou encore les nouveaux GIF, il est intéressant de se pencher sur les analyses économiques consacrées aux administrateurs communs <sup>12</sup> (*interlocking directorates*) et à leur rôle dans la définition des stratégies des sociétés par actions. L'existence d'administrateurs communs, interconnectant plusieurs firmes, ne fait pas disparaître entre elles les relations de marché et la concurrence, mais ces « liaisons personnelles » entre les conseils d'administration finissent par imposer quelques éléments de coordination et de hiérarchie (Pennings, 1980), ne serait-ce qu'entre la tête de groupe et les autres firmes du GIF. La concurrence et le contrôle jouent en même temps au sein du réseau des firmes ainsi interconnectées. La présence d'administrateurs communs dans les conseils de deux firmes indique habituellement l'existence de relations privilégiées et d'une coordination entre elles ; elle peut être le signe qu'un groupe d'intérêt exerce le gouvernement d'entreprise, a un pouvoir de contrôle et coordonne les décisions des deux firmes interconnectées. Derrière la réalité des administrateurs communs et des liaisons personnelles entre les conseils se profile l'hypothèse fondamentale que le gouvernement d'entreprise ne peut pas être sérieusement étudié pour une firme isolée (*a fortiori* pour un GIF seul), contrairement à l'analyse menée dans l'optique microéconomique du gouvernement d'entreprise. Or, dans les économies de marché occidentales, les études basées sur un traitement statistique et l'utilisation de la théorie des graphes appliquée à des échantillons d'administrateurs de grandes sociétés, confirment régulièrement que les firmes sont reliées par des réseaux de liaisons personnelles passant par des administrateurs communs (nommés *linkers* ou *big linkers*, dans la littérature spécialisée, selon le nombre de sociétés dans les conseils desquelles ils siègent) ; ceux-ci sont parfois aussi actionnaires ou dirigeants d'entreprises. Des travaux ont aussi montré que des administrateurs

11. Pavel Mertlik est l'actuel vice-premier ministre de la République tchèque, chargé de l'économie et des finances.

12. Également désignés par le terme « liaisons personnelles » entre les conseils d'administration de deux, voire plusieurs, firmes (confirmant souvent leur appartenance à un même GIF).

communs relient les conseils d'administration de firmes d'origines nationales différentes, et ce, de façon croissante au cours de ces dernières années ; des banques sont aussi interconnectées par ces réseaux d'administrateurs communs (Fennema, 1982 ; Koenig & Gogel, 1981).

Peut-on espérer trouver des résultats intéressants en appliquant une méthodologie semblable aux firmes des PET ? Dans les PET où se sont formés des GIF, en premier lieu la Russie et quelques pays de la CEI, il serait très instructif de vérifier que des firmes industrielles et des banques sont reliées au sein des GIF par le biais d'administrateurs communs. Le problème est que, pour réussir à tester empiriquement l'existence de réseaux d'administrateurs communs, il faut pouvoir disposer d'informations telles que celles publiées à l'Ouest par *Who's Who*, *Kompass*, *Moody's*, *Fortune Directories* et autres publications similaires. De telles sources d'information ne sont pas encore pleinement disponibles pour les PET, à de rares exceptions près<sup>13</sup>. Une première investigation dans ce sens consiste à examiner dans combien de conseils d'administration siègent quelques hommes d'affaires très connus<sup>14</sup>. Chercher à détecter des réseaux de firmes reliées par des administrateurs communs pourrait aussi aider à la vérification empirique, pour divers PET, de l'hypothèse d'une recomposition des droits de propriété articulant des intérêts privés et publics, avancée par Stark au sujet de la Hongrie ou encore à vérifier que les alliances entre les directeurs des entreprises tchèques, nouées dans l'ancien régime (Mc Dermott, 1997), ont survécu ou non au processus de privatisation.

Un autre cas où une recherche sur les administrateurs communs serait particulièrement utile est l'exercice des droits de propriété quand une propriété résiduelle d'Etat subsiste dans les firmes privatisées, en particulier dans les PET où un même administrateur peut être nommé par l'Etat dans les conseils d'administration de plus d'une entreprise (ce nombre va jusqu'à quatre CA dans quelques PET). L'ébauche d'une telle recherche est fournie dans une étude récente sur les relations entre l'Etat et les entreprises après la privatisation de masse en Mongolie (J. Anderson & al., 1997). Les auteurs y présentent des données sur la composition des conseils d'administration et des conseils de surveillance des firmes privatisées et cherchent à détecter combien de représentants de l'Etat y siègent. Leur conclusion est que, en Mongolie, l'Etat n'est pas un propriétaire désintéressé. Elle s'appuie sur le fait que 63,7 % des firmes privatisées ont au moins un représentant de l'Etat dans l'un de leurs conseils (d'administration ou de surveillance) ; il y a même 41,5 % des entreprises dans lesquelles l'Etat n'a plus aucune participation au capital et qui ont un représentant officiel du gouvernement dans l'un au moins de leurs conseils. Une autre conclusion de cette recherche est que « l'image qui émerge est celle d'un secteur public cohésif qui a surgi à l'issue du processus de privatisation » du fait de la représentation de

13. Un ouvrage tel que celui de Geron et Pravda (1993), par exemple, ne contient pas une information adaptée à la recherche ici suggérée. On trouve, en revanche, des éléments plus utiles dans les travaux de M. Mesnard (dont sa contribution au présent numéro d'*Economie internationale*).

14. Par exemple en Russie, Evgeny Ananiev (MAPO-Bank), Boris Berezovski (LogoVaz), Mikhaïl Fridman (Sidanco), Vladimir Gousinski (Most-Bank), Mikhaïl Khodorovski (Yuksi), Igor Malachenko (NTV), Vladimir Potanine (Oneximbank), Alexander Smolenski (SBS-Agro), Rem Viakhirev (Gazprom), etc.

l'Etat dans les conseils des firmes privatisées ; elle se trouverait certainement renforcée si l'on pouvait repérer, parmi les représentants de l'Etat dans les conseils, des administrateurs communs porteurs de liaisons entre les différentes firmes mongoles.

### Coalitions, actionnaires et dépositaires d'intérêts acquis (*stakeholders*)

La théorie économique des organisations, ou du moins une partie d'entre elle, met au centre de ses analyses les coalitions, dans et autour, de l'entreprise (Aoki 1984 ; Cyert & March, 1963 ; Mintzberg, 1979). Parmi toutes les parties prenantes à une firme, il se forme habituellement des groupes qui se coalisent en faveur d'un objectif commun qui, s'il est atteint, représentera un résultat satisfaisant pour tel groupe sous l'hypothèse d'une rationalité limitée des agents économiques. À tout moment, l'une des coalitions est dominante dans l'entreprise mais peut être remplacée, à un moment donné, par une autre. La coalition dominante devrait adopter une gestion qui procure le plus fort rendement des actifs si l'on voulait qu'une firme privatisée soit véritablement transformée en une entreprise privée maximisant son profit. Mais, en fin de compte, c'est le type de coalition au pouvoir dans la firme et les contingences de son environnement économique qui déterminent, selon cette partie de la théorie des organisations, la nature de l'objectif pour lequel l'entreprise doit atteindre un résultat satisfaisant : efficacité économique, survie, autonomie, croissance, valeur des actifs ou toute autre variable (Mintzberg, 1983). La formation d'une nouvelle coalition dominante à l'intérieur de l'entreprise a toute chance de modifier l'objectif prioritairement poursuivi (Cornelli & Li, 1994). Même si l'objectif de survie caractérise souvent les coalitions qui ne rassemblent que des *insiders*, et la recherche du profit les coalitions d'*outsiders*, la réalité de la vie de l'entreprise présente une image beaucoup plus floue. Il en est d'autant plus ainsi que les managers sont en même temps actionnaires de l'entreprise, que les employés possèdent des parts dans l'entreprise, ou qu'il y a des désaccords dans l'équipe managériale, dans le conseil d'administration ou au sein d'alliances réunissant des managers et des actionnaires de contrôle.

Des éléments plus subjectifs peuvent aussi jouer un rôle. Selon Mintzberg, des facteurs majeurs de stabilité d'une coalition sont l'idéologie de l'organisation (la culture d'entreprise), l'impression que des ressources sont peu utilisées à l'intérieur de la firme et le rôle de coordination plus ou moins bien assumé par le PDG (ou le dirigeant de rang le plus élevé, quel que soit son statut). Une fois tous ces facteurs pris en compte, il peut s'avérer que les fonctions-objectifs des *insiders* et celles des *outsiders* présentent d'importantes intersections non vides dans de nombreuses firmes. Une analyse approfondie des coalitions qui se sont formées dans les firmes privatisées des PET aiderait à découvrir une sorte de fonction-objectif révélée (probablement à plusieurs variables) de chaque type de coalition présente dans ces firmes. Une telle analyse serait moins schématique que la distinction opposant la maximisation du profit par les prétendants au revenu résiduel et la recherche de situations de rente des managers et des employés. Bien que pouvant paraître démodée, elle serait particulièrement appropriée aux

conditions de gouvernement d'entreprise qui émergent dans l'économie de marché incomplète que connaissent les capitalismes naissants dans les PET.

Dans une coalition interne à la firme, il se peut que participent aussi bien des actionnaires que des dépositaires d'intérêts acquis (*stakeholders*) au cours de leur participation à la vie de la firme. Ces derniers se recrutent surtout parmi les *insiders*. En fait, ces dépositaires d'intérêts acquis peuvent être considérés, jusqu'à un certain point, comme des détenteurs de parts de l'entreprise, si l'on admet que la firme a (et a eu) besoin, pour fonctionner, à la fois de capital financier et de capital humain. Du même coup, on doit admettre que les actionnaires et les dépositaires d'intérêts acquis sont, bien qu'à des titres différents, des prétendants au revenu résiduel de la firme et doivent donc être, les uns et les autres, « récompensés » en tant que tels sur le revenu net de l'entreprise. Ceci est l'argument central d'une tentative pour renouveler l'analyse économique du gouvernement d'entreprise aux Etats-Unis et dans le monde anglo-saxon (Blair, 1995). Selon Blair, la plupart des sociétés par actions des économies occidentales ne peuvent pas être analysées à l'aide du modèle de gouvernement d'entreprise correspondant à la synthèse de Easterbrook et Fischel, parce qu'en pratique les actionnaires y sont rarement les seuls agents à être en position de prétendants au revenu résiduel. Des analyses commencent à reconnaître qu'il en est ainsi chaque fois qu'il y a d'autres parties prenantes à l'entreprise que les actionnaires qui y réalisent des investissements spécifiques, c'est-à-dire chaque fois que l'entreprise compte dans ses rangs des employés dotés d'une qualification spéciale ou d'un savoir particulier à la firme, soit presque toujours. Ces investissements spécifiques à la firme engendrent des problèmes complexes de gouvernement d'entreprise (dans les firmes occidentales). Si les actifs que sont désormais, pour la firme, aussi bien le capital financier que le capital humain, sont dépendants l'un de l'autre pour le bon fonctionnement de l'entreprise – s'ils sont « co-spécialisés » –, alors aucun n'a intrinsèquement de valeur pour la firme sans le concours de l'autre. Il en découle logiquement que ni l'un ni l'autre n'est un prétendant moins légitime au revenu résiduel de la firme. C'est alors tout le modèle standard de gouvernement d'entreprise qui vacille.

Dans ces nouvelles analyses du gouvernement d'entreprise, la firme – en l'occurrence les propriétaires du capital financier – et ses employés doivent partager les profits, les rentes et quasi-rentes réalisés par ce qui, au fond, est « leur entreprise commune ». Par exemple, si les employés aident l'entreprise à financer le coût de leur formation (en acceptant un salaire plus faible pendant leur période de formation) en échange de la promesse de salaires futurs plus élevés, la firme est alors en situation de pouvoir exproprier les employés de quelques-unes des rentes à eux promises : soit en les menaçant de fermer l'entreprise si les employés n'acceptent pas de travailler à un salaire inférieur à celui qui leur avait été promis (au futur) à leur entrée en formation, soit, plus simplement, en les menaçant de licenciement. Ainsi présentés, les versements plus élevés promis aux employés sont traités par les propriétaires du capital comme un coût. Or, on n'observe pas (ou peu) de fermetures d'entreprise ou de « dégraissages » des effectifs juste après que ceux-ci aient fini leur programme de formation. Ceci est dû à la plus contraignante des évidences, à savoir que le capital humain spécifique à la firme est

extrêmement important pour celle-ci et que, finalement, il vaut mieux le payer plus cher pour le garder, en l'occurrence en faisant des prélèvements sur une partie du revenu résiduel de la firme. Il s'ensuit que l'accent mis dans le modèle standard sur le conflit potentiel permanent entre les actionnaires d'une part, et les employés et les managers d'autre part, est excessif.

Mais ce qui devient crucial dans l'entreprise est la gestion des relations entre diverses sortes de dépositaires d'intérêts acquis (managers, employés, actionnaires) ; les sociétés par actions devraient être dirigées en tenant compte des intérêts de tous ces dépositaires, et pas seulement du profit des actionnaires. Dans la même optique, Nuti (1995) soutient que, dans les firmes privatisées passées en propriété des employés, chaque employé devrait détenir une part du capital-actions proportionnelle à sa part dans la masse salariale. Si le salaire est considéré comme la rémunération d'une qualification et d'une formation spécifiques, alors chaque employé devrait aussi participer au partage du revenu résiduel en proportion des intérêts acquis dont il est personnellement dépositaire dans le total des intérêts acquis présents dans la firme.

Un dernier problème réside dans le comportement légal ou illégal des actionnaires et des dépositaires d'intérêts acquis, dans les firmes privatisées. On a déjà fait allusion aux malversations, aux pressions exercées sur les petits porteurs, aux violations des lois sur les sociétés, à l'exploitation des lacunes juridiques et ainsi de suite, qui sont d'ailleurs en partie un héritage des pratiques de tricherie informationnelle développées dans l'ancien système (Andreff, 1996b). De telles distorsions dans les privatisations mettent en question la légitimité de la propriété privée qui en résulte et de la participation au partage du revenu résiduel avec (ou entre) des auteurs de crimes économiques. Par delà l'aspect moral du problème, ceci pose également la question de l'efficacité économique des activités illégales ou corrompues. La corruption est bien sûr une sorte de comportement criminel qui menace le développement de l'économie de marché dans les PET. De plus, le crime organisé, les transactions illégales, le *racket* pratiqué par de supposés protecteurs, imposent un coût économique non négligeable (plus on va vers l'Est, plus ce coût s'élève) sous les formes d'une allocation inefficace des ressources, d'une lourde charge « d'impôts privés »<sup>15</sup>, d'une concurrence réduite à néant et de fuites de capitaux à l'étranger. Une enquête de la Banque mondiale auprès de 3600 entrepreneurs, originaires de 69 pays différents, révèle qu'en moyenne, comparés à toutes les autres zones géographiques du monde, les pays où ceux-ci doivent faire face le plus souvent à la corruption sont les PET. Dans nombre de PET, en particulier les pays de la CEI, après l'effondrement de l'économie planifiée, les managers des entreprises privatisées et publiques continuent à entretenir et à développer des réseaux de relations personnelles, entre eux et avec les fonctionnaires du gouvernement. La corruption est souvent à la base du fonctionnement de ces réseaux. Ceci signifie que les managers impliqués dans des réseaux

15. On trouvera dans Raiser (1997), les taux des « cotisations non officielles » en dollars qui devaient être acquittées en Russie et en Ukraine, en 1994-1996, lors de l'enregistrement d'une entreprise, de chaque visite des pompiers, des inspecteurs sanitaires, des percepteurs, de l'installation d'une ligne téléphonique, de la location d'un emplacement appartenant à l'Etat, ou pour l'obtention d'une licence d'exportation ou d'importation, un passage à la frontière ou un prêt en devises convertibles. Evidemment, les taxations privées les plus criminelles (ex. par la mafia) échappent au champ des enquêtes (sans danger) et ne figurent pas dans la liste de Raiser.

corrompus, soit ne sont pas sous le contrôle de propriétaires des actifs supposés honnêtes, soit sont en collusion avec de nouveaux magnats dont la fortune doit peu aux scrupules et beaucoup au crime, notamment en Russie et dans la CEI. Dans ces situations fort répandues, la privatisation s'est transformée en son contraire, la corruption du monde des affaires comme règle, ce qui n'était en aucun cas l'objectif recherché et qui pourrait très bien être un obstacle sur le chemin qui mène vers l'économie de marché.

Une telle déviance est le phénomène le plus dangereux pour l'avenir des pays de la CEI, à un moindre degré pour les autres PET, et elle ne devrait pas rester à l'abri de la critique et de la répression. Or, seuls des Etats plus forts que ceux qui subsistent aujourd'hui dans cette région peuvent espérer mettre un frein à la corruption avec quelque chance de succès, alors même que la crise asiatique vient de prouver que les Etats plus solides des pays du Sud-Est asiatique ont échoué en définitive dans cette tâche (Andreff, 1998). Après la première étape de la transition vers l'économie de marché, pendant laquelle les préceptes néo-libéraux ont été prédominants et ont associé l'idée d'un Etat minimal à celle d'efficacité du marché, une analyse plus attentive commence à réévaluer le rôle de l'Etat en économie de marché ; des économistes influents tels Nicholas Stern à la BERD, Joseph Stiglitz (1998) à la Banque mondiale ou Edmond Malinvaud & *al.* (1997) mettent aujourd'hui l'accent sur l'importance de la coopération et du partenariat entre secteur public et secteur privé pour le bon fonctionnement du marché. Ceci ne veut pas dire qu'il faut accroître l'intervention du gouvernement dans la gestion des firmes privatisées alors qu'elle reste encore envahissante dans de nombreux PET, on l'a vu, pays de la CEI en tête. En revanche, une régulation étatique paraît absolument indispensable pour contrôler le pouvoir des monopoles privés qui ont surgi de la privatisation de certains services publics et de certains secteurs de l'économie, dans lesquels un groupe d'intérêt unique ou un seul magnat est parvenu à gagner une position dominante, souvent avec la complicité d'un gouvernement faible et le recours à des moyens illicites et à la corruption.

## **E**n conclusion, qu'est-il donc arrivé à la privatisation ?

« Plutôt qu'une aubaine incontestable, la privatisation devient un processus ambigu, dont l'issue est indéterminée et qui peut aussi bien déboucher sur des conséquences néfastes que sur de bons résultats » (Frydman & Rapaczynski, *op. cit.*). Concluons d'abord par les bonnes nouvelles que l'on peut tirer de notre évaluation critique. La petite privatisation a connu un grand succès dans les PET. La privatisation, en tant qu'élément du changement de l'environnement économique des entreprises, a plutôt favorisé l'amélioration des performances micro-économiques observées sur un certain nombre d'échantillons de firmes grandes et moyennes. Le processus de privatisation a permis d'attirer un volume significatif d'investissement direct étranger et quelques investisseurs stratégiques locaux. On

pourrait arrêter là cette énumération des conséquences de la privatisation si l'on voulait en donner une image favorable.

Mais une vue d'ensemble ne peut manquer d'englober toute une série de distorsions par rapport aux objectifs initiaux parmi lesquels il faut citer notamment : des structures de gouvernement d'entreprise trop souvent inefficaces, la corruption au cours des transferts des droits de propriété, la socialisation de fait et la municipalisation de certains actifs privatisés, une grande variété de formes de propriété (et pas uniquement une propriété privée sans atténuations), y compris une encombrante propriété résiduelle d'Etat. Beaucoup de ces distorsions reflètent une « dépendance » (*path dependence*) des résultats du processus de privatisation par rapport à la nature des actifs et aux habitudes de comportement héritées de l'ancien système planifié.

Certains lecteurs considéreront sans doute les conclusions suivantes comme sémantiques. Certes, le résultat d'un processus transférant des actifs hors de la sphère de décision de l'Etat central peut se définir comme une privatisation. Mais qu'en est-il si la propriété de ces actifs tombe entre les mains des employés des entreprises utilisant ces actifs ? Ce résultat doit-il être nommé une privatisation en faveur des employés ou bien, selon une appellation antérieure aux privatisations des PET, une socialisation des actifs par leur remise aux travailleurs accompagnée du partage des profits et d'une dose quelconque d'autogestion ? Doit-on parler de privatisation quand les actifs sont simplement transférés de l'Etat aux municipalités ? Il s'agit en fait d'une municipalisation, c'est-à-dire d'une déconcentration administrative, de la propriété d'Etat. Il y a quelque temps, pas si éloigné, l'analyse économique définissait comme firme managériale, toute entreprise contrôlée par ses managers et non par ses actionnaires, et comme entreprise mixte, une firme de droit privé avec une participation significative ou résiduelle de l'Etat au capital.

Le processus de privatisation dans les PET a donc eu pour résultat... à la fois de véritables privatisations, une socialisation et une municipalisation de certains actifs, la formation de firmes managériales et la création d'une propriété mixte, privée-publique. Au cours des premières années de la transition, un tel propos aurait été perçu comme excessivement iconoclaste. N'oublions pas, cependant, que toutes ces formes de propriété ont existé à un moment ou l'autre dans les économies de marché occidentales et qu'elles n'y ont pas encore entièrement disparu. Des économistes libéraux ont probablement rêvé que les PET pouvaient, d'un seul bond, sauter par dessus ces formes d'entreprises caractéristiques du capitalisme antérieur à la globalisation et à l'hégémonie des marchés financiers, faisant ainsi l'hypothèse que le développement d'une économie de marché capitaliste dans les PET pourrait débiter par la fin et non par le commencement. La réalité économique observée dans ces pays révèle plutôt que le processus de privatisation a donné naissance à un kaléidoscope de structures de propriété qui risque de durer.

W. A.

## RÉFÉRENCES

- Aghion P., O. Blanchard & R. Burgess (1993), *The Behaviour of State Firms in Eastern Europe: Pre-privatisation*, EBRD Working Paper, n° 12, octobre, BERD, Londres.
- Anderson J., G. Korsun & P. Murrell (1997), "Enterprise-State Relations after Mass Privatization: Their Character in Mongolia", *MOCT-MOST*, 7 (4).
- Anderson R.E., S. Claessens, S. Djankov & G. Pohl (1997), "Privatization Effects in Central and Eastern Europe", *MOCT-MOST*, 7 (3).
- Andreff W. (1992), "French Privatization Techniques and Experience: A Model for Central-Eastern Europe?", in F. Targetti, ed., *Privatization in Europe: West and East Experiences*, Dartmouth, Aldershot.
- \_\_\_\_\_ (1994a), "Planning Private Ownership: Is the Czechoslovak Solution a Model?", in UNCTAD et Kopint-Datorg, *Privatization in the Transition Process: Recent Experiences in Eastern Europe*, Nations Unies, Genève.
- \_\_\_\_\_ (1994b), "East European Privatization Assessed from West European Experience", *Emergo: Journal of Transforming Economies and Societies*, 1 (1), Summer.
- \_\_\_\_\_ (1996a), "Corporate Governance of Privatized Enterprises in Transforming Economies: A Theoretical Approach", *MOCT-MOST*, 6 (2).
- \_\_\_\_\_ (1996b), *Facteurs inertiels et effet de sentier (« path dependency ») dans l'analyse théorique de la transition*, Documento de Trabajo n°9624, Facultad de Ciencias Economicas y Empresariales, Universidad Complutense de Madrid, novembre.
- \_\_\_\_\_ (1998), "Industrial Transformation in Central-Eastern European and East-Asian Countries: Should the State With Away?", in J. Henderson, ed., *Industrial Transformation in Eastern Europe in the Light of the East-Asian Experience*, Macmillan, Londres.
- Andreff W., A. Radygin & G. Malginov (1996), *The Typical Ownership of Russian Enterprises: Main Investors and Corporate Governance*, mimeo, Institute for the Economy in Transition, Moscou.
- Aoki M. (1984), *The Cooperative Game Theory of the Firm*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Balcerowicz L. (1995), *Socialism, Capitalism, Transformation*, Central European University Press, Budapest.
- BERD (1998), *Transition Report 1998*, Londres.
- Berle A. & G. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
- Blair M.M. (1995), *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century*, The Brookings Institution Press, Washington D.C.
- Blaszczyk B. & R. Woodward (1996), eds., *Privatization in Post-Communist Countries*, Center for Social and Economic Research (CASE), Varsovie.
- Blasi J. & A. Shleifer (1996), *Corporate Governance in Russia: An Initial Look*, in R. Frydman, C.W. Gray & A. Rapaczynski, eds.
- Bornstein M. (1997), "Non-Standard Methods in the Privatization Strategies of the Czech Republic, Hungary and Poland", *Economics of Transition*, 5 (2).
- Böss D. (1986), *Public Enterprise Economics. Theory and Application*, North Holland Pub., Amsterdam.
- Brom K. (1996), *Management and Sale of Residual Shareholdings: Some Experience from Mass Privatization*, OECD Advisory Group on Privatisation, 10ème session plénière, "Mass Privatization Policies: An Assessment of the Results", Paris, 26-27, septembre.
- Bunting D. & S. Barbour (1971), "Interlocking Directorates in Large American Corporations: 1896-1964", *Business History Review*, automne.
- Burch P. (1972), *The Managerial Revolution Reassessed*, Lexington, Boston.
- Capek A. & P. Mertlik (1996), *Organizational Change and Financial Restructuring in Czech Manufacturing Enterprises, 1990-1995*, in B. Blaszczkyk & R. Woodward, eds.

- Carlin W., J. van Reenen & T. Wolfe (1995), "Enterprise Restructuring in Early Transition: The Case Study Evidence", *Economics of Transition*, 3 (4).
- Carlin W. & P. Aghion (1996), "Restructuring Outcomes and the Evolution of Ownership Patterns in Central and Eastern Europe", *Economics of Transition*, 4 (2).
- Chevalier J.-M. (1970), *La structure financière de l'industrie américaine et le problème du contrôle dans les grandes sociétés américaines*, Cujas, Paris.
- Coffee J.C. (1996), *Institutional Investors in Transitional Economies: Lessons from the Czech Experience*, in R. Frydman, C.W. Gray & A. Rapaczynski, eds.
- Cornelli F. & D.D. Li (1994), *Large Shareholders, Private Benefits of Control and Optimal Schemes for Privatization*, CEPR Discussion Paper Series, n° 891, février, CEPR-Center for Economic Policy Research, Londres.
- Csillag I., E. Voszka & A. Ludanyi (1998), *Management of Residual State Property: Implications for Corporate Governance of Privatized Companies. The Case of Hungary*, ACE project, CEEPN, Ljubljana, mimeo, juin.
- Cyert R.M. & J.G. March (1963), *A Behavioral Theory of the Firm*, Prentice Hall, Englewood Cliffs.
- Dooley P. (1969), "The Interlocking Directorate", *American Economic Review*, 59 (6).
- Earle J.S. & S. Estrin (1996), *Employee Ownership in Transition*, in R. Frydman, C.W. Gray & A. Rapaczynski, eds.
- \_\_\_\_\_ (1997), *After Voucher Privatization: The Structure of Corporate Ownership in Russian Manufacturing Industry*, CEPR Discussion Paper Series, n° 1736, décembre, CEPR-Center for Economic Policy Research, Londres.
- Easterbrook F.H. & D.R. Fischel (1991), *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- Fama E. & M. Jensen (1983), "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Law and Economics*, 26 (2).
- Fennema M. (1982), *International Networks of Banks and Industry*, Nijhoff, Dordrecht.
- Freinkman L. (1995), "Financial-Industrial Groups in Russia: Emergence of Large Diversified Privatised Companies", *Communist Economies and Economic Transformation*, 7 (1).
- Frydman R., C.W. Gray & A. Rapaczynski (1996), eds., *Corporate Governance in Central Europe and Russia*, CEU Press, Budapest.
- Frydman R., C. Gray, M. Hessel & A. Rapaczynski (1997), *Private Ownership and Corporate Performance: Evidence from Transition Economies*, EBRD Working Paper, n° 26, décembre, BERD, Londres.
- Frydman R. & A. Rapaczynski (1994), *Privatization in Eastern Europe: Is the State Withering Away?*, CEU Press, Budapest.
- Galbraith J.K. (1967), *The New Industrial State*, Houghton Mifflin, Boston.
- Geron L. & A. Pravda (1993), *Who's Who in Russia and the New State*, I.B. Tauris & Co, Londres.
- Grosfeld I. & G. Roland (1995), *Defensive and Strategic Restructuring in Central European Enterprises*, CEPR Discussion Paper Series n° 1135, mars, CEPR-Center for Economic Policy Research, Londres.
- Ickes B. W. & R. Ryterman (1994), "From Enterprise to Firm : Notes for a Theory of the Enterprise in Transition", in R. Campbell & A. Brzeski, eds., *The Transformation of Centrally Planned Economies. Essays in Honor of Gregory Grossman*, Westview Press, Boulder.
- Jensen M. & W. Meckling (1976), "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 11 (1).
- Koenig T. & R. Gogel (1981), "Interlocking Corporate Directorships as a Social Network", *American Journal of Economics and Sociology*, 40 (1).

- Kotz D. (1978), *Bank Control of Large Corporations in the United States*, University of California Press, Berkeley.
- Larner R. J. (1966), "Ownership and Control in the 200 Largest New Financial Corporations, 1929-1963", *American Economic Review*, septembre.
- Lastovicka R., A. Marcincin & M. Mejstrik (1995), "Corporate Governance and Share Prices in Voucher-Privatized Companies", in J. Svejnar, ed., *The Czech Republic and Economic Transition in Eastern Europe*, Academic Press, San Diego.
- Lizal L., M. Singer & J. Svejnar (1997), *Enterprise Breakups and Performance during the Transition*, CEPR Discussion Paper Series, n° 1757, décembre, CEPR-Center for Economic Policy Research, Londres.
- Lizal L. & J. Svejnar (1998), *Enterprise Investment during the Transition: Evidence from Czech Panel Data*, CEPR Discussion Paper Series, n° 1835, mars, CEPR-Center for Economic Policy Research, Londres.
- Malinvaud E. & al. (1997), eds., *Development Strategy and the Management of the Market Economy*, Oxford University Press, Oxford.
- Marris R. (1964), *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, Free Press, New York.
- Mc Dermott G.A. (1997), "Renegotiating the Ties that Bind. The Limits of Privatization in the Czech Republic", in G. Grabher, D. Stark, eds, *Restructuring Networks in Post-Socialism*, Oxford University Press, Oxford.
- Mertlik P. (1996), *Czech Privatization: From Public Ownership to Public Ownership in Five Years?* in B. Blaszczyk, R. Woodward, eds.  
 \_\_\_\_\_ (1998), "Case Study of Restructuring : Czech Republic", *Economic Survey of Europe*, n° 2, United Nations Economic Commission for Europe, ONU, Genève.
- Mickiewicz T. (1996), "The State Sector during Economic Transformation : Employment, Wages and Investment", *Communist Economies and Economic Transformation*, 8 (3).
- Mihaly P. (1996a), "Privatisation in Hungary : Now Comes the 'Hard Core'", *Communist Economies and Economic Transformation*, 8 (2).  
 \_\_\_\_\_ (1996b), "Management and Sale of Residual State Shareholdings in Hungary", *Acta Oeconomica*, 48 (3-4).  
 \_\_\_\_\_ (1997), *Corporate Governance during and after Privatisation: The Lessons from Hungary*, FIT Discussion papers, n° 17/97, Frankfurter Institut für Transformationsstudien, Europa-Universität Viadrina, Francfort sur l'Oder.
- Mintzberg H. (1979), *The Structuring of Organizations. A Synthesis of the Research*, Prentice Hall, Englewood Cliffs.  
 \_\_\_\_\_ (1983), *Power In and Around Organizations*, Prentice Hall, Englewood Cliffs.
- Mlcoch L. (1997), "Czech Privatization: The Penalties for Speeding (a Criticism of Radical Liberalism)", *Emergo, Journal of Transforming Economies and Societies*, 4 (1), hiver.
- Morin F. (1974), *La structure financière du capitalisme français*, Calmann-Lévy, Paris.
- Nivet J.-F. (1997), *La privatisation en Pologne : la terre de la grande promesse ?*, Document de travail du ROSES, n° 5, ROSES, Université de Paris I.
- Nuti D.M. (1995), "Corporate governance'et actionnariat des salariés", *Economie internationale*, revue du CEPII n° 62, 2<sup>e</sup> trimestre, Paris, la Documentation française, épuisé.
- Pannier D. (1996), ed., *Corporate Governance of Public Enterprises in Transitional Economies*, World Bank Technical Paper, n° 323, Banque mondiale, Washington D.C.
- Pastré O. (1979), *La stratégie internationale des groupes financiers américains*, Economica, Paris.
- Pejovich S. (1997), "The Transition Process in an Arbitrary State: The Case for the Mafia", *Ib Review*, 1 (1).
- Pennings J.M. (1980), *Interlocking Directorates. Origins and Consequences of Connections Among Organizations' Board of Directors*, Jossey-Bass, San Francisco.

- Pinto B., M. Belka & S. Krajewski (1993), "Transforming State Enterprises in Poland: Microeconomic Evidence on Adjustment", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, The Brookings Institution, Washington D.C.
- Pinto B. & S. van Wijnbergen (1995), *Ownership and Corporate Control in Poland: Why State Firms Defied the Odds*, CEPR Discussion Paper Series, n°1273, décembre, CEPR-Center for Economic Policy Research, Londres.
- Pistor K. & J. Turkewitz (1996), *Coping with Hydra - State Ownership after Privatization: A Comparative Study of the Czech Republic, Hungary, and Russia*, in R. Frydman, C.W. Gray, A. Rapaczynski, eds.
- Raiser M. (1997), *Informal Institutions, Social Capital and Economic Transition: Reflections on a Neglected Dimension*, EBRD Working Paper, n° 25, décembre, BERD, Londres.
- Schaffer M., A. Bevan & R. Mochrie (1998), "Enterprise and Bank Restructuring: Progress, Problems and Policies", *Economic Survey of Europe*, vol. 2, United Nations Economic Commission for Europe, ONU, Genève.
- Schwartz A. (1996), *Corporate Governance Policies and the Interaction Between Public and Private Institutions: The Czech Approach to the Management of Residual Shares*, University of California, Berkeley, mimeo, mai.
- Shleifer A. & R.W. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, vol. 52, juin.
- Stark D. (1996), "Recombinant Property in East European Capitalism", *American Journal of Sociology*, 101 (4), janvier.
- Stiglitz J. (1998), "An Agenda for Development in the Twenty-First Century", in B. Pleskovic, J.E. Stiglitz, eds., *Annual World Bank Conference on Development Economics 1997*, Banque mondiale, Washington D.C.

