

# Alliances internationales, accumulation d'expérience et création de valeur pour les actionnaires : le cas des coentreprises sino-françaises

---

Pierre-Xavier MESCHI  
*Université d'Aix-Marseille 2*

Jérôme HUBLER  
*Université de Nancy 2*

*Classification JEL : G140 ; L240*

*Correspondance :*

Pierre-Xavier MESCHI  
Faculté des Sciences Economiques et de Gestion  
Université de la Méditerranée (Aix-Marseille II)  
14, Rue Puvis de Chavannes, 13001 Marseille  
Tél. 04.91.13.96.00  
E-mail : pxmeschi@univ-aix.fr

*Résumé :* La problématique de cet article est celle de la valorisation boursière des coentreprises sino-françaises et, plus précisément, du rôle discriminant de certaines ressources organisationnelles spécifiques aux partenaires français. Une analyse des rendements anormaux a été réalisée au sein d'un échantillon d'annonces de formation de coentreprises sino-françaises. Un impact cumulé significatif et négatif de ces annonces a été mis en évidence. De plus, il ressort que les entreprises françaises engagées se voient accorder une prime dès lors qu'elles détiennent un solide capital d'expérience internationale et managériale.

*Mots clés :* coentreprise – expérience – rendements anormaux – Chine.

*Abstract :* This article deals with the valuation effect of Sino-French joint ventures, and more precisely with the impact of certain organizational resources proper to French partners. An analysis of abnormal returns was carried out in a sample of Sino-French joint ventures announcements. A significant and negative cumulated impact was highlighted over an event window of 7 days. Moreover, multivariate regression analyses showed that French companies engaged in China were valued positively as they possessed an important international and managerial experience.

*Key words :* joint venture – experience – abnormal returns – China.

Les coentreprises (ou *joint ventures*) créent-elles de la valeur pour les actionnaires ? La réponse à cette question semble être affirmative et surtout évidente à la lumière des multiples opportunités de croissance offertes aux partenaires d'une coentreprise : économies d'échelle et de champ, accès à une nouvelle technologie ou compétence, partage des risques et des incertitudes, apprentissage interorganisationnel ou encore entrée facilitée sur des marchés ou des pays émergents. L'implantation dans un pays émergent constitue d'ailleurs l'une des fonctions de la coentreprise (internationale), qui reflète bien le potentiel de création de valeur inhérent à cette forme structurée d'alliance. Celle-ci apparaît « *quand deux ou plusieurs partenaires apportent un certain nombre d'actifs à une entité légale indépendante et sont rétribués à hauteur ou en partie de leur contribution avec les profits dégagés par cette entité* » (Hennart 1988, p. 362, traduction personnelle). C'est notamment en regard de pays émergents dont les caractéristiques économiques, politiques, culturelles et réglementaires sont les plus différenciées que la coentreprise va apparaître comme un mode d'entrée incontournable et performant. Dans un tel contexte, créer *ex nihilo* une filiale ou acquérir une entreprise locale est souvent difficile et long à réaliser. C'est là que la coentreprise prend toute sa dimension créatrice de valeur en accélérant l'entrée, en facilitant la connaissance de l'environnement local et en réduisant les coûts de transaction.

Pourtant, si leur potentiel de création de valeur pour les actionnaires semble sérieux en théorie, de nombreuses études empiriques focalisées sur l'analyse de l'impact boursier des annonces d'alliances (MacConnell et Nantell 1985 ; Finnerty et al. 1986 ; Lee et Wyatt 1990 ; Woolridge et Snow 1990 ; Koh et Venkatraman 1991 ; Chan et al. 1997 ; Jacquot et Koehl 1998 ; Das et al. 1998 ; Hubler et Meschi 2000 ; Anand et Khanna 2000) ont obtenu des résultats peu concluants même s'il semblait se dégager de celles-ci une certaine tendance négative. En outre, nombreuses sont aussi les études qui soulignent les difficultés rencontrées par les coentreprises dans leur processus de création de valeur à moyen et long terme. Le taux d'échec des coentreprises, qu'il soit identifié par la dissolution de la coentreprise ou par le départ de l'un des partenaires, est toujours important et il varie de 30 % dans le meilleur des cas (Franko 1971 ; Killing 1983 ; Harrigan 1988) à 50 % dans le pire des cas (Reynolds 1984 ; Beamish 1988 ; Bleeke et Ernst 1992).

La problématique de cet article est celle de la création de valeur consécutive à la formation de coentreprises internationales, et plus précisément du rôle discriminant de facteurs organisationnels spécifiques aux partenaires. Elle va s'inscrire dans le contexte plus particulier d'une forme de coentreprise 1) dont l'objectif est l'entrée dans un pays émergent fortement différencié, en l'occurrence la Chine, 2) et dont la structure associe des partenaires français et chinois. Il est important de noter que ce contexte de notre problématique est marqué par une performance fragile des coentreprises sino-françaises, et plus généralement sino-européennes. Le retrait de Peugeot de la coentreprise GPAC (Guangzhou Peugeot Automobile Co.) en avril 1997 tout comme les dissensions et les problèmes récents rencontrés par Volkswagen avec son partenaire chinois, Shanghai Automotive Industry Co. (*Business China* 10 mai 1999 ; Hubler et Meschi 2001) attestent de la réussite incertaine de ce type d'investissement. Liés à cette problématique, certains facteurs organisationnels spécifiques aux partenaires (français) des coentreprises sino-françaises vont être analysés sous l'angle de leur création de valeur pour les actionnaires (ou de leur impact boursier) : il s'agit de leur expérience du management de coentreprises sino-françaises et de leur expérience internationale, et plus particulièrement asiatique.

Ainsi, dans une première partie, cet article se propose d'apporter d'une manière générale des éléments théoriques de réflexion relatifs au lien entre l'accumulation de deux formes d'expérience (managériale et internationale) par les entreprises impliquées dans des coentreprises internationales et la création de valeur pour les actionnaires de ces entreprises. Dans une deuxième partie, cet article présentera des constats empiriques relatifs à l'appréciation boursière de la formation de coentreprises sino-françaises. La mise en relation de certains facteurs organisationnels spécifiques aux partenaires français des coentreprises sino-françaises (c'est-à-dire, leur expérience du management de coentreprises sino-françaises et leur expérience internationale, et plus particulièrement asiatique) avec les évolutions boursières constatées nous permettra de mieux comprendre l'effet d'expérience (au travers d'une accumulation, d'une codification et d'une diffusion d'expériences) relatif au management d'une structure organisationnelle particulière (en l'occurrence, la coentreprise sino-française) et à la connaissance d'une zone géographique (en l'occurrence, l'Asie) sur la valeur boursière des entreprises françaises impliquées. La méthodologie d'étude

d'événements utilisée ainsi que l'échantillon (de 50 annonces de formation de coentreprises sino-françaises sélectionnées dans la presse sur la période 1994-2000) seront détaillés en annexe.

## **1. Stratégie de croissance internationale, accumulation d'expérience et création de valeur**

### ***1.1. Accumulation d'expérience, apprentissage organisationnel et création de ressources***

Connaître un pays, c'est-à-dire, connaître sa situation politique, sa réglementation mais aussi ses caractéristiques économiques, commerciales et financières, constitue une ressource organisationnelle qui peut s'avérer être très utile à l'entreprise engagée dans une stratégie de croissance internationale. Dans le cadre d'une stratégie de croissance internationale, la connaissance du management d'une forme structurale telle que la coentreprise internationale se révèle être également un sérieux atout pour l'entreprise qui en dispose. Tout comme la connaissance d'un pays, la connaissance du management de coentreprises internationales est une ressource organisationnelle utile et immatérielle. Ces ressources sont fondées toutes les deux sur l'information, l'expérience et les savoirs individuels et organisationnels. Elles correspondent à la répétition, à l'expérimentation et à l'accumulation de savoirs spécifiques (à un pays et au management d'une forme structurale) et dérivés d'un apprentissage organisationnel. Entretien, développées et combinées, ces ressources permettent d'appuyer et de conforter la stratégie de croissance internationale de l'entreprise qui en est dotées. Si l'on prend l'exemple de la Chine et d'un éventuel investisseur français, la combinaison de la connaissance de cette zone géographique ainsi que du management de coentreprises sino-françaises va déterminer directement le succès ou l'échec de l'implantation de l'entreprise française concernée.

Ces deux ressources « apparaissent » dans l'organisation suite à un apprentissage organisationnel qui se réalise par accumulation d'expérience et par intelligence dans l'expérimentation (Koenig 1996). Suivant l'acception de Polanyi (1966), nous considérons ici l'accumulation d'expérience comme l'absorption tacite de savoirs, provoquée par une exposition répétée de l'organisation et de ses membres à des opérations identiques ou relativement proches. Ainsi, au

cours du temps, la répétition des expériences et les nouvelles expérimentations spécifiques à un pays et au management de coentreprises internationales se surajoutent, se codifient, se diffusent et enrichissent les savoirs individuels et organisationnels (Nonaka 1994). L'apprentissage organisationnel est donc ce qui va permettre de faire le lien entre le succès d'une implantation française en Chine et le nombre des expériences relatives à cette zone géographique et au management de coentreprises sino-françaises.

### ***1.2. Accumulation d'expérience, ressources stratégiques et création de valeur : présentation des hypothèses de recherche***

La connaissance d'un pays au même titre que celle du management de coentreprises internationales sont des ressources organisationnelles dont la construction s'est faite à partir d'un socle d'expériences répétées. Dans cet article, nous rapprochons le processus d'accumulation d'expérience de celui de création de ressources organisationnelles, et cela sans pour autant les confondre car des différences existent entre les entreprises dans leur capacité à articuler une somme d'expériences individuelles et à la transformer en connaissances organisationnelles codées et diffusées. Ces deux formes de connaissance se révèlent être des ressources créatrices de valeur ou stratégiques au sens de Barney (1991, 2000) car celles-ci sont utiles, rares et tacites. Leur utilité s'appréhende en regard de l'atout que constitue pour une entreprise désireuse d'investir dans un pays, la connaissance préalable de celui-ci ainsi que celle du management d'un mode d'entrée particulier. L'apprentissage difficile et souvent imparfait de ces deux formes de connaissance en explique la rareté. Leur « tacité » renvoie à la dimension informelle et intangible de ces connaissances.

La théorie des ressources ou *Resource-based View* nous enseigne qu'à ces conditions d'utilité, de rareté et de « tacité », les ressources sont susceptibles d'apporter à l'entreprise qui en est détentrice, un surcroît de performance. Au niveau plus général d'une population d'entreprises dont on compare les performances et les niveaux de création de valeur pour les actionnaires, les implications de cette théorie sont importantes : c'est l'hétérogénéité des portefeuilles de ressources stratégiques (c'est-à-dire, utiles, rares et tacites) qui explique les différentiels de performance et de création de valeur (Wernerfelt 1984 ;

Barney 1991, 2000). Replacée dans le contexte particulier de la mise en œuvre d'une stratégie de croissance internationale par des entreprises privilégiant le mode d'entrée de la coentreprise, cela signifie que les différences de valeur créée pour les actionnaires trouvent leur origine dans la dotation en ressources stratégiques de ces entreprises. Parmi ces ressources qui apparaissent stratégiques dans un tel contexte, il convient de prendre tout particulièrement en considération la connaissance d'un pays ainsi que celle du management de coentreprises internationales.

Que ce soit au niveau de la connaissance d'un pays et de la façon de s'y implanter (Hu *et al.* 1992 ; Chang 1995 ; Delios et Beamish 2001) ou au niveau de la connaissance du management de coentreprises et d'alliances (Gulati 1995 ; Kale *et al.* 2000 ; Anand et Khanna 2000), des études ont apporté des éléments de validation empirique aux idées développées précédemment. Au niveau de la connaissance du management de coentreprises et d'alliances, des études empiriques ont montré d'une part qu'« *ils existaient des différences fortes et persistantes entre les entreprises dans leur capacité à créer de la valeur [au travers de coentreprises et d'alliances]* », d'autre part que « *les entreprises apprenaient à créer davantage de valeur lorsqu'elles accumulaient des expériences [relatives à un pays et au management de coentreprises et d'alliances]* » (Anand et Khanna 2000, p. 313, traduction personnelle). Ces résultats sont confortés par des études empiriques focalisées sur d'autres modes de croissance et d'entrée (notamment les acquisitions). Ainsi, des études récentes ont identifié l'accumulation d'expérience en matière d'acquisitions comme étant un levier significatif de création de valeur (Bruton *et al.* 1994 ; Singh et Zollo 1998 ; Haleblian et Finkelstein 1999 ; Meschi et Métails 2001 ; Markides et Oyon 2001). Singh et Zollo (1998) ont montré que le niveau d'expérience en matière d'acquisitions était corrélé positivement à la performance post-acquisition de l'acquéreur (celle-ci étant mesurée par les variations du ROI et des rendements anormaux), mais seulement à la condition que la connaissance accumulée soit tacite. Haleblian et Finkelstein (1999), s'appuyant sur la théorie du *behavioral learning*, ont décrit la relation entre l'expérience en matière d'acquisitions et la performance de l'acquéreur comme étant curvilinéaire (en forme de U).

En ce qui concerne l'impact de l'expérience internationale sur la création de valeur, les résultats obtenus sont plus nuancés : à partir d'un échantillon de 42 coentreprises sino-américaines, Hu *et al.* (1992,

p. 146, traduction personnelle) ont conclu que « *les entreprises ayant une forte dimension internationale ne bénéficiait* [dans le cadre de leur annonce d'investissement en Chine] *d'aucune prime boursière particulière* ». Inversement, Delios et Beamish (2001), en utilisant une autre mesure de performance (la survie), ont montré qu'une expérience importante d'investissement dans une zone géographique augmentait les chances de succès d'une coentreprise, si celle-ci était réalisée dans la même zone.

Replacée dans le contexte de la mise en œuvre d'une stratégie de croissance internationale par des entreprises françaises ciblant le marché chinois et privilégiant le mode d'entrée de la coentreprise, la discussion précédente nous conduit à formuler les trois hypothèses de recherche suivantes :

*Hypothèse 1* : Les entreprises ayant une expérience internationale importante créent une valeur (pour les actionnaires) supérieure à celles bénéficiant peu ou pas d'une telle expérience.

*Hypothèse 2* : Les entreprises ayant une expérience asiatique importante créent une valeur (pour les actionnaires) supérieure à celles bénéficiant peu ou pas d'une telle expérience.

*Hypothèse 3* : Les entreprises ayant une expérience importante du management de coentreprises sino-françaises créent une valeur (pour les actionnaires) supérieure à celles bénéficiant peu ou pas d'une telle expérience

## 2. Résultats

### 2.1. *Formation de coentreprises sino-françaises et création de valeur*

Dans cet article, nous nous proposons d'étudier l'effet d'expérience (au travers d'une accumulation, d'une codification et d'une diffusion d'expériences) relatif au management d'une structure organisationnelle particulière (en l'occurrence, la coentreprise sino-française) et à la connaissance d'une zone géographique (en l'occurrence, l'international et l'Asie) sur la valeur boursière des entreprises françaises impliquées. En regard de notre hypothèse de recherche reliant le niveau de deux formes d'expérience (internationale-asiatique et managériale) des entreprises françaises et la création de valeur pour les actionnaires, il nous a paru pertinent de présenter les évolutions boursières des parte-

naires français lors de l'annonce de la formation d'une coentreprise en Chine.

**Tableau 1** – *Rendements Anormaux Moyens (RAM), Rendements Anormaux Moyens Cumulé (RAMC) et test t relatifs aux annonces de formation de coentreprises Sino-Françaises*

Jour	RAM (%)	RAMC (%) sur 21 jours	RAMC (%) sur 7 jours
-10	-0,1 %	-0,1 %	
-9	0,69 %**	0,59 %*	
-8	0,49 %*	1,08 %**	
-7	0,06 %	1,14 %***	
-6	-0,37 %	0,77 %	
-5	0,15 %	0,92 %*	
-4	0,26 %	1,18 %**	
-3	-0,74 %****	0,44 %	-0,74 %***
-2	-0,18 %	0,26 %	-0,92 %***
-1	0,17 %	0,43 %	-0,75 %***
0 (Annonce)	-0,19 %	0,24 %	-0,93 %***
+1	0,04 %	0,28 %	-0,9 %***
+2	-0,24 %	0,05 %	-1,13 %***
+3	-0,04 %	0,01 %	-1,17 %***
+4	0,19 %	0,20 %	
+5	-0,06 %	0,14 %	
+6	0,08 %	0,22 %	
+7	0,49 %*	0,7 %	
+8	-0,13 %	0,57 %	
+9	-0,36 %	0,21 %	
+10	0,08 %	0,29 %	

\* p<0,1 \*\* p<0,05 \*\*\* p<0,01 \*\*\*\* p<0,005

N.B. : L'effectif analysé comprend 50 annonces

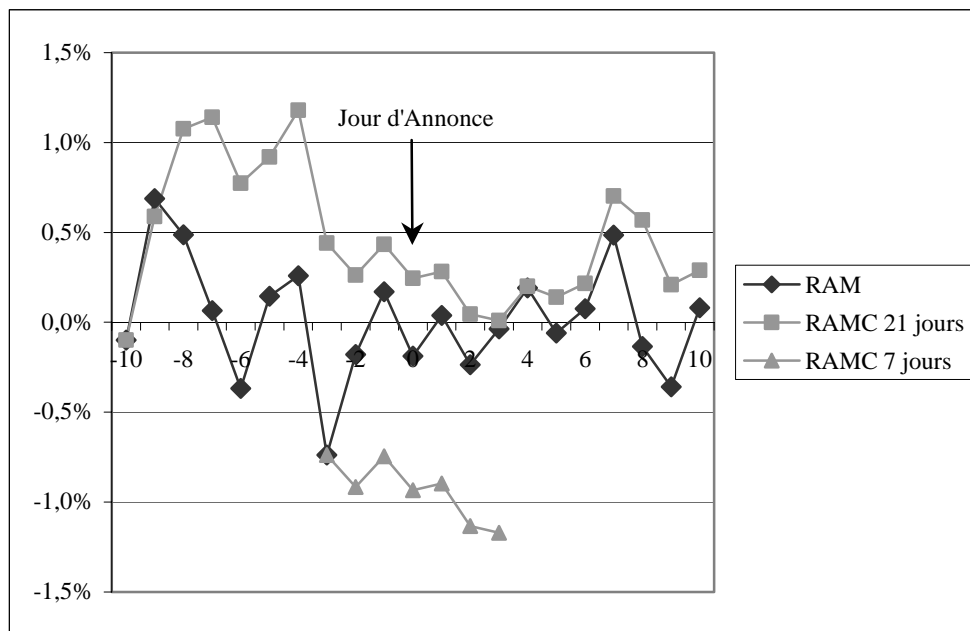
Pour les annonces de formation de coentreprises sino-françaises, un impact cumulé significatif et négatif a été mis en évidence sur l'ensemble de la fenêtre réduite comprenant 7 jours (c'est-à-dire, trois jours avant l'annonce, le jour d'annonce et trois jours après l'annonce). L'évolution de ces rendements anormaux moyens cumulés montre un impact relativement fort de l'événement, débutant après la date de son annonce publique et se maintenant dans une fourchette allant de -0,74 % à -1,17 % (cf. tableau 1). La forte réaction boursière négative (cf. RAM) observée le troisième jour qui précède l'annonce (de -0,74 %) nous incite à penser que l'information relative à ces coentreprises est parvenue progressivement aux acteurs boursiers en grande partie avant leur première annonce publique dans la presse. Ce caracté-



tère progressif de la diffusion de l'information et de sa prise en compte dans les cours apparaît nettement dans le fait qu'aucun rendement anormal moyen significatif n'est associé à la date de l'annonce elle-même alors que quelques rendements anormaux moyens significatifs apparaissent à différentes dates (*cf.* -9, -8, -3 et +7) durant la fenêtre de l'événement.

Nos résultats se démarquent de ceux obtenus pour les annonces de formation de coentreprises sino-américaines. En effet, certaines études anglo-saxonnes ont enregistré une valorisation positive des annonces de formation de coentreprises sino-américaines (Chen *et al.* 1991 ; Gupta *et al.* 1991 ; Hu *et al.* 1992 ; Cheng *et al.* 1998 ; Ueng *et al.* 2000). Seule l'étude de Lee et Wyatt (1990) a présenté une valorisation négative mais pour un échantillon limité de 11 annonces.

**Figure 1** – Représentation graphique des Rendements Anormaux Moyens (RAM) et des Rendements Anormaux Moyens Cumulés (RAMC) relatifs aux annonces de formation de coentreprises sino-françaises (*Effectif* = 50)



Les évolutions boursières défavorables présentées dans le tableau 1 et la figure 1 s'inscrivent dans une tendance à la prudence de la part du

marché boursier français. Plus qu'un appel à la prudence, l'accueil réservée du marché boursier français révèle une certaine défiance que semblent lui inspirer les expériences de coentreprises sino-françaises perçues comme un outil de rentabilité et de création de richesses pour les actionnaires. En regard de l'existence d'un effet de levier des annonces de formation de coentreprises sino-américaines sur le cours des actions des entreprises américaines impliquées, plusieurs hypothèses (qui demanderaient à être validées par des études complémentaires) peuvent être avancées pour justifier ces réactions boursières inverses à l'égard de l'investissement direct étranger en Chine : tout d'abord, la Chine apparaît être une zone géographique particulièrement convoitée par les entreprises américaines (en 1999, l'investissement direct américain en Chine s'élevait à 4,2 milliards de dollars et plaçait les États-Unis au deuxième rang des investisseurs derrière Hong Kong). Ensuite, la proximité géographique a depuis longtemps contribué à placer la Chine au centre des intérêts géopolitiques américains. Enfin, l'existence d'une importante « diaspora » chinoise sur la côte Ouest des États-Unis a permis aux entreprises américaines de s'appuyer dans leur développement chinois sur des « expatriés » biculturels à l'aise dans le cadre des coentreprises sino-américaines.

## ***2.2. Accumulation d'expérience et création de valeur : test des hypothèses de recherche***

Nos hypothèses de recherche ont été testées à partir d'un modèle de régression multiple. Ce modèle explicatif mettait en présence trois variables indépendantes spécifiques aux partenaires français des coentreprises sino-françaises (leur expérience du management de coentreprises sino-françaises, leur expérience internationale et asiatique) et une variable dépendante (les rendements anormaux associés aux annonces de formation de ces coentreprises). La première variable indépendante (c'est-à-dire, l'expérience du management de coentreprises sino-françaises) a été mesurée pour tous les partenaires français en identifiant année après année tout au long de la période considérée (de 1994 à 2000), le nombre de coentreprises sino-françaises dans lesquelles ils s'étaient précédemment engagés à la date de l'annonce d'une nouvelle création. À ce nombre, nous avons ajouté la formation d'une coentreprise supplémentaire ce qui nous donnait par conséquent un score mi-

nimum d'expérience de 1. Les deux variables indépendantes relatives à l'expérience internationale et asiatique ont été opérationnalisées en utilisant le pourcentage de chiffre d'affaires par zone géographique réalisée par les entreprises françaises de l'échantillon. Cet indicateur a été calculé pour les zones « Internationale » et « Asiatique », et cela pour chaque année correspondant à la date d'annonce de la formation d'une nouvelle coentreprise. Le tableau 2 présente une description de ces différentes mesures de l'expérience.

**Tableau 2 – Distribution des niveaux des trois formes d'expérience**

Expérience du management de coentreprises sino-françaises	Expérience internationale et asiatique <sup>a</sup>
1 Expérience pour 29 entreprises (58 % de l'échantillon)	Chiffre d'affaires (International) : 64 % du chiffre d'affaires total Écart-type : 18,8 % Minimum : 6 % Maximum : 85,2 %
2 Expériences pour 12 entreprises (24 % de l'échantillon)	Chiffre d'affaires (Asie) : 7,6 % du chiffre d'affaires total Écart-type : 6,4 % Minimum : 0,3 % Maximum : 32,3 %
3 Expériences pour 6 entreprises (12 % de l'échantillon)	
4 Expériences pour 2 entreprises (4 % de l'échantillon)	
5 Expériences pour 1 entreprise (2 % de l'échantillon)	

<sup>a</sup> Au niveau de l'expérience du management de coentreprises sino-françaises, celle-ci reste très limitée : il apparaît que l'essentiel de l'échantillon (plus de 80 % des entreprises impliquées en tant que partenaires) s'engage pour la première ou la seconde fois (durant la période considérée) dans ce type d'alliances internationales. Rares sont les entreprises françaises qui ont multiplié ces expériences entre 1994 et 2000. En ce qui concerne le niveau d'expérience internationale et asiatique, des différences notables existent entre les entreprises françaises de l'échantillon. Même si en moyenne les entreprises françaises étudiées sont caractérisées par un fort degré d'internationalisation (le chiffre d'affaires moyen à l'international est d'environ 64 %) et par une expérience asiatique plutôt réduite (le chiffre d'affaires moyen au niveau de l'Asie est d'environ 7,6 %) ; il n'en reste pas moins que les écarts-types importants tout comme les fortes variations du niveau des *minima* et des *maxima* attestent d'une forte hétérogénéité dans l'expérience internationale et asiatique des entreprises de notre échantillon.

**Tableau 3 – Régression multiple**

RAM (jour)	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0
Expérience du management d'alliances	0,24 (1,65*)	0,12 (0,84)	-0,02 (-0,13)	-0,17 (-1,16)	0,15 (1,02)	0,01 (0,11)	-0,18 (-1,26)	-0,11 (-0,74)	-0,17 (-1,26)	0,15 (1,03)	0,14 (0,95)
Expérience internationale	-0,12 (-0,73)	-0,12 (-0,77)	0,38 (2,46**)	0,32 (1,96*)	0,16 (0,99)	0,14 (0,87)	-0,02 (-0,11)	0,16 (0,96)	0,43 (2,8***)	-0,16 (-1)	0,17 (1,03)
Expérience asiatique	0,15 (0,95)	0,18 (1,09)	0,4 (2,64**)	-0,12 (-0,77)	-0,18 (-1,15)	-0,22 (-1,38)	0,21 (1,34)	-0,06 (-0,38)	-0,15 (-1,03)	-0,04 (-0,27)	-0,21 (-1,3)
Valeur de F	1,24	1,54	3,04**	1,5	0,97	0,66	1,12	0,41	2,8**	0,75	1
r <sup>2</sup>	0,07	0,09	0,16	0,09	0,06	0,04	0,07	0,02	0,15	0,04	0,06
RAM (jour)	+1	+2	+3	+4	+5	+6	+7	+8	+9	+10	
Expérience du management d'alliances	0,05 (0,35)	0,27 (1,9*)	-0,07 (-0,5)	0,27 (1,91*)	-0,11 (-0,79)	-0,22 (-1,5)	-0,1 (-0,7)	0,06 (0,41)	-0,04 (-0,3)	0,28 (2**)	
Expérience internationale	0,19 (1,17)	0,26 (1,7*)	-0,14 (-0,93)	0,002 (0,01)	0,1 (0,63)	-0,08 (-0,49)	-0,07 (-0,43)	0,14 (0,87)	-0,12 (-0,74)	0,22 (1,39)	
Expérience asiatique	-0,29 (-1,8*)	-0,15 (-1,02)	0,41 (2,7***)	0,16 (1,03)	-0,03 (-0,17)	-0,11 (-0,73)	-0,03 (-0,21)	-0,16 (-0,96)	-0,21 (-1,36)	-0,29 (-1,8*)	
Valeur de F	1,22	2,7**	2,49*	1,94	0,29	1,61	0,38	0,47	1,56	2,6*	
r <sup>2</sup>	0,07	0,15	0,14	0,11	0,02	0,09	0,02	0,03	0,09	0,14	

\* p&lt;0,1    \*\* p&lt;0,05    \*\*\* p&lt;0,01

NB : Les valeurs du t (pour chaque Bêta) sont présentées entre les parenthèses

Le tableau 3 synthétise les statistiques relatives au test de notre modèle explicatif et présente les variations de création de valeur pour les actionnaires (*cf.* les rendements anormaux) selon les différents niveaux des trois formes d'expérience. La validité statistique globale de notre modèle explicatif a été mise en lumière au huitième jour ( $p<0,05$ ) et au deuxième jour avant l'annonce ( $p<0,05$ ) ainsi qu'au deuxième jour ( $p<0,05$ ), au troisième jour ( $p<0,1$ ) et au dixième jour suivant l'annonce ( $p<0,1$ ). Un impact boursier non négligeable des différentes formes d'expérience est ainsi constaté pour une période réduite, circonscrite à quelques jours autour de la date d'annonce. En ce qui concerne plus précisément l'expérience de la zone géographique, l'analyse détaillée des résultats de la régression multiple montre que le niveau d'expérience internationale a un impact significatif et positif sur les rendements anormaux (cet impact a été observé pour les jours -8, -7, -2 et +2). Pour une entreprise française engagée dans un processus de formation d'une coentreprise en Chine, une forte expérience internationale semble être perçue de manière favorable par le marché boursier : l'hypothèse 1 est donc validée.

Si l'impact boursier de l'expérience internationale des entreprises françaises est clair, la réaction du marché boursier à l'égard de leur niveau d'expérience asiatique l'est beaucoup moins. En effet, un impact significatif et positif sur les rendements anormaux a été mis en lumière le huitième jour précédant l'annonce ( $p > 0,05$ ) et le troisième jour suivant leur annonce ( $p > 0,01$ ). Nous pouvons constater également un impact significatif et négatif qui apparaît le jour suivant ( $p > 0,1$ ) et le dixième jour après l'annonce ( $p > 0,1$ ). Il est intéressant de noter que l'expérience asiatique, tout comme l'expérience internationale, ne laisse pas indifférent le marché boursier. Cependant, la succession des réactions boursières significatives mais opposées ne nous permet pas de valider l'hypothèse 2. Quelle interprétation peut-on tirer d'une situation aussi étonnante ? Seules des suppositions peuvent être énoncées, et cela sous la forme de questions. L'enchaînement de réactions boursières favorables et défavorables à l'expérience asiatique provient-il d'une défaillance du marché boursier ? Avec d'un côté une prime à l'expérience asiatique (dans le cas des réactions positives) et de l'autre une prime à l'inexpérience (dans le cas des réactions négatives), est-il possible que deux logiques de valorisation boursière s'affrontent (l'une valorisant l'expérience et l'apprentissage tandis que l'autre valoriserait le caractère « pionnier » et de nouveauté) ? Serait-il possible également que des informations concernant à la fois les investissements en Chine et les caractéristiques des entreprises françaises impliquées se diffusent de manière incrémentale au sein du marché boursier et génèrent ainsi un cycle de valorisations/corrections ?

La comparaison entre l'influence nette de l'expérience internationale et celle plus ambiguë de l'expérience asiatique sur la création de valeur nécessite un commentaire : le marché boursier paraît accorder une prime aux entreprises françaises qui ne sont pas engagées fortement dans une région en particulier mais qui ont plutôt développées une expérience « multi-région ». Ces entreprises s'apparentent pour la plupart d'entre-elles à des multinationales (*cf.* Danone, TotalFinaElf, Aventis, Michelin ou encore Alcatel) et il est envisageable que la valorisation boursière constatée dans le cas d'une forte expérience internationale soit la conséquence d'une prime accordée à la connaissance « multi-nationale » des entreprises françaises impliquées dans des alliances en Chine. Il en découle que les entreprises françaises marquées par un manque d'expérience à l'international sont jugées peu ou pas

capables de créer et de gérer avec succès des alliances dans des régions qui diffèrent et s'éloignent de leur périmètre géographique habituel.

Concernant l'expérience du management de coentreprises sino-françaises, un impact significatif et positif sur les rendements anormaux a été observé le dixième jour avant l'annonce ( $p < 0,1$ ), le deuxième jour ( $p < 0,1$ ), le quatrième jour ( $p < 0,1$ ) et le dixième jour après l'annonce ( $p < 0,05$ ). Même si cet impact n'est pas significatif pour l'ensemble de la fenêtre de l'événement, il ressort néanmoins du tableau 3 que le niveau de significativité (à 5 % et 1 %) et le sens (positif) identique des résultats sont autant d'éléments statistiques accréditant l'idée d'une valorisation boursière des entreprises les plus expérimentées. Il s'ensuit que les entreprises ayant une expérience importante du management d'alliances en Chine créent une valeur supérieure à celles bénéficiant peu ou pas de cette expérience : l'hypothèse 3 est par conséquent validée. À la lumière des résultats du tableau 3 (*cf.* valeur des coefficients de l'analyse de régression multiple), nous pouvons ajouter que chaque expérience additionnelle (c'est-à-dire, chaque nouvelle annonce de formation d'une coentreprise en Chine) se traduit par une valorisation boursière supplémentaire de 0,2 % à 0,3 % selon les jours considérés (-10, +2, +4 et +10).

L'analyse des alliances du groupe Danone en Chine entre janvier 1994 et avril 1996 (*cf.* encadré), bien qu'anecdotique, s'inscrit parfaitement dans ce phénomène de valorisation boursière de l'expérience. Même si la progression des gains boursiers de Danone à chaque nouvelle annonce d'investissement en Chine semble être caractéristique d'un « effet boursier d'expérience » du management des coentreprises sino-françaises, il n'en reste pas moins que dans ce cas précis, ce phénomène de valorisation peut être expliqué par d'autres expériences, notamment par la multiplication et la diversité des expériences à l'international du groupe français. Il faut rappeler que le développement international de ce groupe, entamé au début des années 1990, s'est accéléré au milieu des années 1990. Son chiffre d'affaires à l'international est ainsi passé de 6,5 % en fin d'année 1993 à environ 18 % en fin d'année 1996 (Rapport d'activité du groupe Danone 1996 et 1997).

Pour les quatre dates statistiquement significatives (-10, +2, +4 et +10), le tableau 4 détaille les variations des rendements anormaux par classes d'expérience (cette variable explicative a été recodée en variable qualitative). Cinq classes ont été distinguées au sein de notre

échantillon. Chaque classe correspond aux différents niveaux d'expérience qui sont présents dans notre échantillon : cela va ainsi de la classe 1 qui regroupe les entreprises n'ayant aucune expérience préalable du montage et du management de coentreprises sino-françaises (cette classe correspond aux entreprises ayant un niveau d'expérience de 1 dans le tableau 2) à la classe 5 qui regroupe les entreprises possédant plus de 4 expériences (cette classe correspond à l'unique entreprise ayant un niveau d'expérience de 5 dans le tableau 2).

**Tableau 4 – Analyse de la variance simple**

RAM (jour)		-10	+2	+4	+10
Expérience du management d'alliances	Classe 1	-0,5 % (1,8 %)	-0,5 % (2 %)	-0,3 % (1,5 %)	-0,1 % (1,7 %)
	Classe 2	0,4 % (1,5 %)	-0,3 % (1,8 %)	0,5 % (1,3 %)	-0,1 % (2,3 %)
	Classe 3	0,3 % (2,1 %)	0,3 % (1,2 %)	-0,4 % (0,8 %)	0,6 % (0,9 %)
	Classe 4	-0,5 % (0,2 %)	0,5 % (1,4 %)	-0,4 % (0,4 %)	2,1 % (2,4 %)
	Classe 5	2,9 %	4,3 %	8,5 %	3,2 %
Valeur de F		1,3	1,9	13,3***	1,5

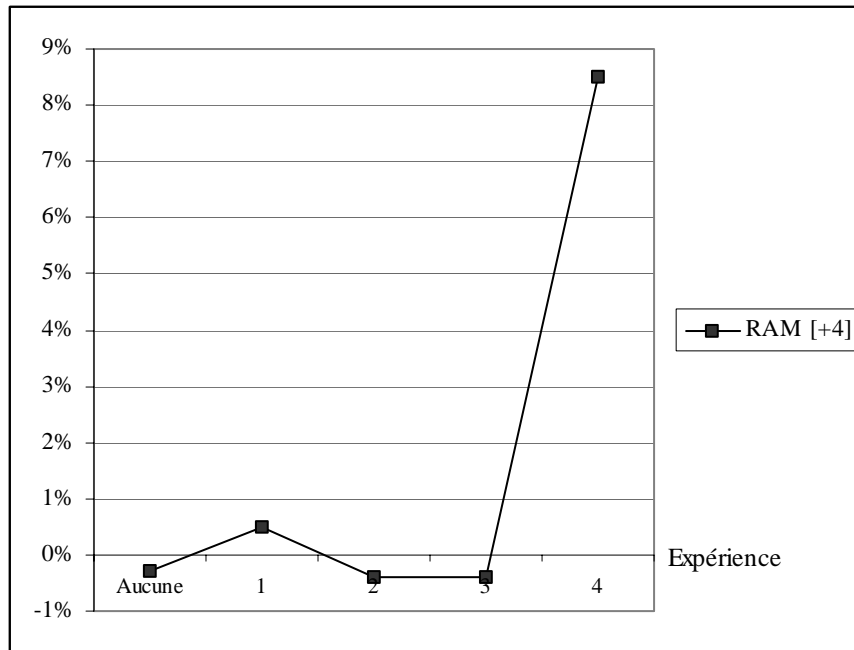
\* p<0,1    \*\* p<0,05    \*\*\* p<0,01

NB<sup>a</sup> : Les valeurs de l'écart type sont présentées entre les parenthèses

NB<sup>b</sup> : Effectif de la Classe 1 (29 entreprises), de la Classe 2 (12), de la Classe 3 (6), de la Classe 4 (2) et de la Classe 5 (1)

Les analyses de variance présentées dans le tableau 4 nous permettent de poursuivre plus en avant l'étude de la relation entre expérience et création de valeur. Nous avons ainsi fait une série de constats sur cette relation. Tout d'abord, la valeur créée par l'entreprise (*cf.* Aventis) possédant un niveau d'expérience unique dans l'échantillon (avec un total de cinq coentreprises montées au cours de la période analysée) se distingue fréquemment (pour les jours -10, +2, +4 et +10) et nettement de celle créée par des entreprises globalement moins expérimentées. Le détail des analyses de la variance simples du tableau 4 ne fait apparaître qu'une relation statistiquement significative sur quatre. Il s'agit de celle concernant le jour +4 ( $p > 0,01$ ). En ne se focalisant que sur l'interprétation de cette relations statistiquement significative, un certain nombre de remarques peuvent être mises en lumière (*cf.* figure 2).

**Figure 2** – *Représentation graphique des Rendements Anormaux Moyens (RAM) et des niveaux d'expérience de management de coentreprises sino-françaises*



Il ne paraît pas y avoir d'écarts significatifs dans la valorisation boursière entre les entreprises ne possédant aucune expérience préalable (classe 1) et celles possédant deux ou trois expériences (classes 3 et 4). En revanche, nous constatons un certain écart entre d'une part, les classes 1, 3 et 4, d'autre part, la classe 2. Cette différence devient très nette lorsque le rendement anormal moyen des classes 1 (-0,3 %), 3 (-0,4 %) et 4 (-0,4 %) est comparé à celui de la classe 5 (+8,5 %). Il ressort ainsi de l'analyse de la variance simple du jour +4 que le niveau d'expérience du management de coentreprises sino-françaises et la valorisation boursière consécutive ne semblent pas suivre systématiquement une relation linéaire. L'effet d'expérience paraît se déclencher dès la deuxième annonce mais disparaît jusqu'à la quatrième annonce au-delà de laquelle un phénomène de forte valorisation boursière se détache, et cela en relation avec l'importante accumulation des expériences similaires. Ce constat de l'existence d'un « plateau » (entre la deuxième et la quatrième annonces) dans l'effet d'expérience constitue un constat identique à celui énoncé



par Anand et Khanna (2000) dans le cadre d'une étude des rendements anormaux d'un échantillon de 870 coentreprises américaines. L'évolution des rendements anormaux du groupe Danone à chaque nouvelle annonce d'alliance en Chine (*cf.* Encadré) fait apparaître un tel plateau entre la première et la quatrième annonces

### **Encadré 1 – L'exemple du Groupe Danone.**

Le développement du groupe agroalimentaire Danone en Chine est une bonne illustration de la capacité d'une organisation à créer de la valeur pour ses actionnaires à mesure de l'accumulation des expériences dans le montage et le management de coentreprises sino-françaises. Sur la période 1994-2000, nous avons identifié et intégré dans notre échantillon quatre coentreprises dans lesquelles Danone était engagé :

- La première a été annoncée le 1er janvier 1994. Cette coentreprise, baptisée « Shanghai Danone Yogurt » (son objectif était la production de yaourts et de produits laitiers), associait Danone (qui détenait 42,2 % de la nouvelle structure) à une entreprise chinoise Shanghai Dairy (qui détenait le reste du capital).

- La seconde a été annoncée le 7 juillet 1994. Cette coentreprise, baptisée « Shanghai Amoy Seagull Foods » (son objectif était la production de sauces à base de soja), associait Danone (qui détenait 60 % de la nouvelle structure) à Seagull (qui détenait 40 % de la coentreprise).

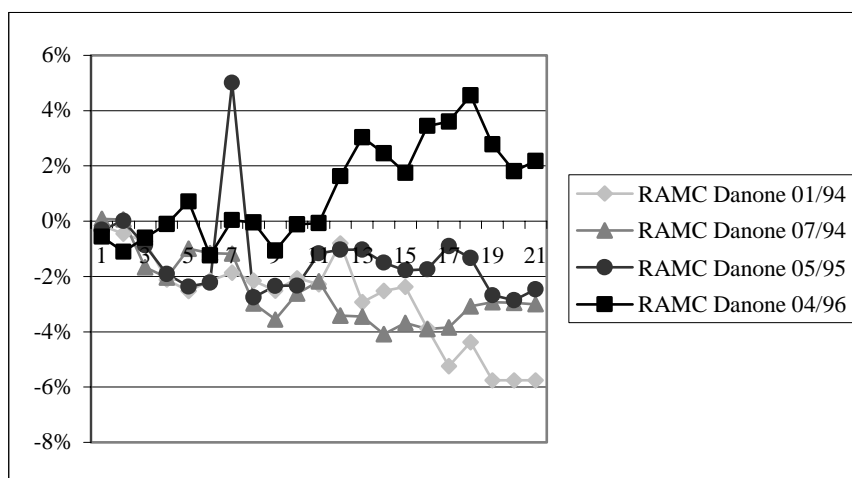
- La troisième a été annoncée le 12 mai 1995. Elle associait Danone (qui détenait 68 % de la nouvelle structure) à Jiangmen (qui détenait 32 % de la coentreprise). Cette coentreprise (installée à Guangzhou) de production de biscuits a été rachetée intégralement en 1998 par la filiale chinoise de biscuits de Danone à Shanghai, « Shanghai Danone Biscuits Foods ».

- La dernière a été annoncée le 2 avril 1996. Cette coentreprise, baptisée « Huangzhou Danone Wahaha Group » (son objectif était la production de boissons lactées), associait Danone (qui contrôlait 38,4 % de la nouvelle structure) à Wahaha Group (qui détenait 61,6 % de la coentreprise).

- L'analyse de la figure 3 représentant les rendements anormaux moyens cumulés associés à chacune de ces quatre annonces montre clairement l'existence chez Danone d'un « effet boursier d'expérience » dans le management d'alliances internationales, et notamment chinoises. Partant d'une situation initiale de forte dévalorisation boursière, Danone enregistre une certaine progression de ses rendements anormaux à chaque nouvelle annonce. Cette progression est forte : au niveau des rendements anormaux moyens cumulés (sur la période -10, +10), un écart de presque 8 % distingue la première annonce de la dernière. L'importance de cet effet d'expérience suggère qu'au-delà de la valeur donnée à la multiplication des expériences, le marché boursier ait valorisé ce qu'il a perçu chez Danone comme étant le développement d'une capacité à gérer avec succès les alliances internationales. Le marché boursier a ainsi considéré que les chances de succès des alliances chinoises de Danone

étaient de plus en plus fortes car ce groupe « disposait » ou en tout cas donnait des signes de l'existence en son sein, d'une capacité d'apprentissage organisationnel permettant de retirer des leçons et des pratiques managériales de la multiplicité de ses expériences d'alliances en Chine.

**Figure 3 – Rendements Anormaux Moyens Cumulés pour Danone**



### **Conclusion – De l'accumulation d'expérience à l'apprentissage de la création de valeur pour les actionnaires**

En conclusion, il ressort de nos différentes analyses statistiques que les entreprises françaises engagées dans des coentreprises en Chine se voient accorder une prime par le marché boursier dès lors qu'elles détiennent un solide capital d'expérience internationale et managériale (expérience relative au montage et au management de coentreprises sino-françaises). L'existence de cette prime à l'expérience avait déjà été pressentie et validée par quelques études anglo-saxonnes (Chang 1995 ; Gulati 1995 ; Kale et al. 2000 ; Anand et Khanna 2000). Outre la validation statistique supplémentaire apportée à un tel phénomène, notre étude propose des prolongements aux études précédentes en situant l'analyse dans un contexte différent et plus spécifique (tant au niveau boursier, géographique que méthodologique). Cependant, en regard de la littérature mobilisée et qui nous a conduit à formuler notre hypothèse

de recherche, une question reste en suspens : le marché boursier vient-il ici de valoriser une « simple » accumulation d'expérience ou vient-il de valoriser des capacités d'apprentissage organisationnel jugées supérieures ? Cette question n'aurait pas lieu d'être si nous considérions que les entreprises possédaient des capacités identiques d'apprentissage. Dans ce cas, les différences boursières observées s'expliqueraient par des variations dans le capital d'expérience des entreprises analysées, indépendamment de leur capacité de faire émerger des connaissances géographiques et managériales de cette expérience et d'en dégager de la valeur.

Pourtant, une analyse rapide des écarts-types de valorisation boursière au sein de chaque classe d'expérience rend toute sa pertinence à la question précédente. Si nous considérons uniquement les entreprises appartenant aux classes 2, 3 et 4, leur écart-type révèle des variations substantielles (allant de + ou -0,2 % à + ou -2,3 %) dans la valorisation boursière des entreprises « expérimentées » appartenant à l'une ou l'autre de ces trois classes. Cette hétérogénéité intra-classe de la création de valeur peut être interprétée comme reflétant des différences dans la capacité d'apprentissage organisationnel : des entreprises possédant un capital d'expérience identique et assez important connaissent ainsi des différences notables de valorisation boursière. Ce constat d'hétérogénéité intra-classe laisse supposer que les entreprises n'apprennent pas de la même manière lorsqu'elles accumulent de l'expérience.

En effet, l'apprentissage organisationnel d'une zone géographique et du management de coentreprises internationales n'est pas un processus automatique. La simple accumulation d'expérience ne suffit pas en soi à faire émerger la connaissance à part entière d'une zone géographique ou du management de coentreprises internationales. Pour que le processus d'apprentissage organisationnel produise des résultats en générant des connaissances « actionnables » par l'entreprise, il faut que cette dernière dispose d'une véritable capacité d'apprentissage (Milan 1991) ou de routines organisationnelles (Nelson et Winter 1982). Ces routines organisationnelles sont au cœur du processus d'apprentissage. C'est grâce à ces routines qu'une organisation va pouvoir agréger puis transformer une variété d'expériences individuelles relatives à un pays et au management de coentreprises internationales en connaissances codées, diffusées (Nonaka 1994 ; Boisot 1994) et surtout mobilisables par l'entreprise à des fins de croissance internationale. Comme l'ont

montré Dosi et al. (1990, p. 243), « *bien que les compétences individuelles soient essentielles, leur valeur dépend de leur emploi dans des montages organisationnels particuliers* ». Ces « montages organisationnels particuliers » sont des routines organisationnelles et les entreprises n'en sont pas dotées de manière identique : certaines n'en possèdent peu ou pas et ne retirent que peu ou pas de connaissances de leurs diverses expériences tandis que d'autres, disposant d'une véritable capacité d'apprentissage, enrichissent leur portefeuille de connaissances en accumulant les expériences. Plus qu'à un patrimoine donné et statique de routines organisationnelles, la capacité d'apprentissage d'une entreprise tient à sa volonté délibérée d'identifier et de développer les routines organisationnelles nécessaires. En d'autres termes, les différences interorganisationnelles dans le nombre et la qualité des routines organisationnelles utilisées pour accumuler, coder et diffuser les connaissances expliquent l'hétérogénéité de la capacité d'apprentissage au sein de des entreprises.

S'il est avéré que les entreprises n'apprennent pas de la même manière, ce constat d'hétérogénéité intra-classe laisse penser également que les entreprises n'apprennent pas avec la même intensité à créer de la valeur lorsqu'elles accumulent de l'expérience. Cette hypothèse, qui demanderait à être testée en réalisant des études de cas, souligne et « approche » un phénomène important et sous-jacent d'apprentissage organisationnel donnant lieu à création de valeur pour les actionnaires ; phénomène que nous pouvons qualifier d'« apprentissage de la création de valeur ».

Finalement, des questions importantes reliant l'accumulation d'expérience à l'apprentissage de la création de valeur restent ici sans réponse et mériteraient d'être abordées dans de nouvelles études : tout d'abord, il serait pertinent d'approfondir la question de la valorisation boursière de l'expérience en y intégrant le processus qui va permettre de transformer cette expérience en connaissance codée et diffusée, c'est-à-dire, l'apprentissage organisationnel. Plus particulièrement, il s'agirait d'élaborer une étude sur la valorisation boursière des capacités d'apprentissage organisationnel des entreprises engagées dans une stratégie de croissance internationale ciblant le marché chinois et privilégiant le mode d'entrée de la coentreprise. Une telle étude nécessiterait de réfléchir à la fois à l'aptitude du marché boursier à valoriser des capacités d'apprentissage organisationnel supérieures et à une opérationnalisation de ces capacités dans le cadre d'un modèle statistique.

D'autres questions pourraient également être envisagées sur la nature exacte des ressources organisationnelles créatrices de valeur dans un tel contexte : ainsi, dans le cas de leurs alliances en Chine, les entreprises françaises apprennent-elles à créer de la valeur en dégageant de leur expérience une expertise dans le choix du « bon » partenaire, dans la rédaction des contrats, dans le transfert de compétences, et/ou dans la gestion des interfaces et des différences culturelles ?

## Bibliographie

- Anand B.N. et Khanna T. (2000), « Do Firms Learn to Create Value? The Case of Alliances », *Strategic Management Journal*, vol. 21, Special Issue, p. 295-315.
- Barney J. (1991), « Firm Resources and Sustained Competitive Advantage », *Journal of Management*, vol. 17, n° 1, p. 99-120.
- Barney J. (2000), « Is the Resource-Based “View” a Useful Perspective for Strategic Management Research? Yes », *Academy of Management Review*, vol. 26, n° 1, p. 41-56.
- Beamish P.W. (1988), *Multinational Joint Ventures in Developing Countries*, Routledge.
- Bleeke J. et Ernst D. (1992), « The Way to Win in Cross-Border Alliances », *MacKinsey Quarterly*, vol. 1, p. 113-133.
- Bruton G.D., Oviatt B.M. et White M.A. (1994), « Performance of Acquisitions of Distressed Firms », *Academy of Management Journal*, vol. 37, p. 972-989.
- Chan S., Kensinger J., Kown A. et Martin J. (1997), « Do Strategic Alliances Create Value? », *Journal of Financial Economics*, vol. 46, p. 199-221.
- Chen H., Hu M.Y. et Shieh J.C.P. (1991), « The Wealth Effect of International Joint Ventures : The Case of U.S. Investment in China », *Financial Management*, vol. 20, n° 4, p. 31-41.
- Cheng L.T.W., Fung J.K.W., Lam K. (1998), « An Examination of the Determinants of Stock Price Effects of US-Chinese Joint Venture Announcements », *International Business Review*, vol. 7, n° 2, p. 151-161.
- Das S., Sen P.K., Sengupta S. (1998), « Impact of Strategic Alliances on Firm Valuation », *Academy of Management Journal*, vol. 41, n° 1, p. 27-41.
- Delios A., Beamish P.W. (2001). « Survival Profitability : The Roles of

- Experience and Intangible Assets in Foreign Subsidiary Performance », *Academy of Management Journal*, vol. 44, n° 5, p. 1028-1038.
- Dosi G., Teece D.J., Winter S.G. (1990), « Les frontières des entreprises », *Revue d'Économie Industrielle*, 1<sup>er</sup> trimestre, p. 101-124.
- Dussauge P. et Garrette B. (1995), *Les stratégies d'alliance*, Éditions d'Organisation.
- Fama E.F., Fisher L., Jensen M.C. et Roll R. (1969), « The Adjustment of Stock Prices to New Information », *International Economic Review*, vol. 10, n° 1, p. 1-21.
- Finnerty J.E., Owers J.E. et Rogers R.C. (1986), « The Valuation Impact of Joint Ventures », *Management International Review*, vol. 26, n° 2, p. 14-26.
- Franko G. (1971), *Joint Venture Survival in Multinational Corporations*, Praeger.
- Gulati R. (1995), « Does Familiarity Breed Trust? The Implications of Repeated Ties for Contractual Choice in Alliances », *Academy of Management Journal*, vol. 38, n° 1, p. 85-112.
- Gupta A., Mac Gowan C.B., Misra L. et Missirian A. (1991), « Gains from Corporate Multinationalism : Evidence from the China Experience », *The Financial Review*, vol. 26, n° 3, p. 387-407.
- Haleblian J. et Finkelstein S. (1999), « The Influence of Organizational Acquisition Experience on Acquisition Performance : A Behavioral Perspective », *Administrative Science Quarterly*, vol. 44, n° 1, p. 29-56.
- Harrigan K.R. (1988), « Joint Venture and Competitive Strategy », *Strategic Management Journal*, vol. 9, p. 141-158.
- Hennart J.F. (1988), « A Transaction Costs Theory of Equity Joint Ventures », *Strategic Management Journal*, vol. 9, p. 361-374.
- Hu M.Y., Chen H., Shieh J.C. (1992), « Impact of U.S.-China Joint Ventures on Stockholders' Wealth by Degree of International Involvement », *Management International Review*, vol. 32, n° 2, p. 135-148.
- Hubler J. et Meschi P.X. (2000), « Alliances, acquisitions et valorisation boursière », *Revue Française de Gestion*, n° 131, p. 85-97.
- Hubler J. et Meschi P.X. (2001), « European Direct Investment in China and Sino-French Joint Ventures », *Asia Pacific Business Review*, vol. 7, n° 3, p. 157-180.
- Jacquot T. et Koehl J. (1998), « Les stratégies de coopération : aspects idéologiques et conséquences sur la valeur actionnariale », in P. Bardelli, T. Froehlicher et S. Vendemini (éditeurs), *Connivences*

*d'acteurs, contrats, coopérations et métamorphose des organisations*, Presses Universitaires de Nancy.

Kale P., Singh H. et Perlmutter H. (2000), « Learning and Protection of Proprietary Assets in Strategic Alliances : Building Relational Capital », *Strategic Management Journal*, vol. 21, Special Issue, p. 217-237.

Killing J.P. (1983), *Strategies for Joint Venture Success*, Praeger.

Koenig G. (1996), *Management stratégique : paradoxes, interactions et apprentissages*, Nathan.

Koh J. et Venkatraman N. (1991), « Joint Venture Formations and Stock Market Reactions : An Assessment in the Information Technology Sector », *Academy of Management Journal*, vol. 34, n° 4, p. 869-892.

Lee I. et Wyatt S. (1990), « The Effects of International Joint Ventures on Shareholder Wealth », *The Financial Review*, vol. 25, n° 4, p. 641-649.

MacConnell J. et Nantell T. (1985), « Corporate Combinations and Common Stocks Return : The Case of Joint Venture », *Journal of Finance*, vol. 56, p. 519-536.

Markides C.C. et Oyon D. (1998), « International Acquisitions : Do they Create Value for Shareholders », *European Management Journal*, vol. 16, n° 2, p. 125-135.

Meschi P.X. et Métais E. (2001), « French Direct Investment in the United States and Stock Market Value », *Academy of Management Conference*, International Business Track, Washington.

Nelson R.R. et Winter S.G. (1982), *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Harvard University Press.

Nonaka I. (1994), « A Dynamic Theory of Organizational Knowledge Creation », *Organization Science*, vol. 5, n° 1, p. 112-131.

Polanyi M. (1966), *The Tacit Dimension*, Anchor Day Books.

Reynolds J. I. (1984), « The Pinched-Shoe Effect of International Joint Venture », *Columbia Journal of World Business*, Summer, p. 9-23.

Secrétariat d'État Français à l'Industrie (1999), « L'accueil des investissements étrangers en Chine », *Gérer & Comprendre*, n° 55, p. 16-28.

Singh H. et Zollo M. (1998), « The Impact of Knowledge Codification, Experience Trajectories and Integration Strategies on the Performance of Corporate Acquisitions », INSEAD Working Paper, n° 98/62/SM.

Ueng C. J., Kim S. H. et Lee C. (2000), « The Impact of Firm's Ownership Advantages and Economic Status of Destination Country on the

Wealth Effects of International Joint Ventures », *International Review of Financial Analysis*, vol. 9, n° 1, p. 67-76.

Wernerfelt B. (1984), « A Resource-Based View of the Firm », *Strategic Management Journal*, vol. 5, p. 171-180.

Woolridge J.R., Snow C.C. (1990), « Stock Market Reaction to Strategic Investment Decisions », *Strategic Management Journal*, vol. 11, p. 353-363.

## **Annexe – Méthodologie de recherche**

### **• La méthodologie d'étude d'événements**

La méthodologie d'étude d'événements nous a permis d'évaluer les effets à court terme des annonces de formation de coentreprises sino-françaises sur la valeur boursière des entreprises françaises impliquées dans ces alliances. S'inspirant de l'expérimentation initiale de Fama et al. (1969), cette méthodologie s'appuie sur l'idée que le marché boursier réagit immédiatement à des annonces qui sont supposées affecter la performance future de l'entreprise cotée. Cette idée selon laquelle le marché boursier prend en compte toutes les informations (notamment en provenance des entreprises cotées) a été répandue par l'analyse chartiste ou technique. Les annonces faites par ces entreprises sont ainsi captées par les acteurs boursiers : leurs réactions à l'achat ou à la vente d'actions en constituent l'interprétation boursière. Le recours à cette méthodologie facilite la mise en lumière de l'impact de l'annonce étudiée sur les cours d'une action sur une période donnée, en comparant son rendement effectivement observé sur cette période avec le rendement qui aurait été le sien sur cette période si l'annonce n'était pas survenue (cf. rendement normal). Pour calculer ce rendement normal, un modèle de marché (cf. régression linéaire) a été tout d'abord estimé pour chaque titre de l'échantillon. Cette estimation a été réalisée sur les 200 jours de bourse précédant le début de la fenêtre de l'événement retenu, soit entre les dates  $j = -210$  et  $j = -11$  compris par rapport à la date de l'événement. L'indice retenu pour l'évaluation des rendements de marché est l'indice CAC40. Ensuite, des tests ont été menés pour juger de la significativité statistique de ces estimations : les tests mis en œuvre étaient d'une part, le test du F de Fisher-Snedecor pour juger de la significativité globale du modèle, d'autre part, le test t de Student des deux coefficients de la régression. Ont alors été retirés



de l'échantillon tous les titres pour lesquels les résultats du test de F ou du test t n'étaient pas significatifs (au seuil de 5 %). Nous pouvons remarquer que les résultats de ces deux tests étaient pratiquement toujours identiques. Les titres retirés (4 au total) de l'échantillon l'ont donc été dans presque tous les cas du fait de leur non-significativité simultanée à ces deux tests. Finalement, les modèles estimés ont été utilisés pour évaluer les rendements normaux des actions durant la fenêtre de l'événement. L'écart constaté (entre le rendement observé et le rendement normal estimé pour chaque jour de la fenêtre de l'événement), qualifié de rendement anormal, est alors interprété comme la mesure de l'impact de l'annonce sur les cours de l'action durant cette période. Les rendements anormaux des différentes actions, agrégés sous la forme de rendements anormaux moyens correspondant à une date précise et cumulés sur toute la période supposée d'impact de l'annonce sur les cours, ont été l'objet de tests statistiques (test t de Student) destinés à juger de la pertinence de la relation entre les annonces de formation d'une coentreprise sino-française et la valeur boursière des entreprises françaises analysées. Deux périodes d'analyse de l'impact de l'annonce ont été utilisées : une période d'amplitude assez large de 21 jours (avec 10 jours précédant et 10 jours suivant la date de l'annonce) qui permet d'identifier des anticipations et des corrections éventuelles du marché boursier et une période plus courte, plus ramassée autour de la date de l'annonce (cette période comprend 7 jours).

• ***L'échantillon de travail***

Un échantillon de travail a été constitué à partir de la publication d'informations relatives aux annonces de formation d'une coentreprise sino-française, et cela dans les quotidiens français *Les Échos* et *La Tribune* entre 1994 et 2000. Il est important de souligner que les annonces retenues dans notre échantillon correspondaient à la formation de coentreprises (ou *joint ventures*) exclusivement. N'ont pas été conservées les annonces d'accords de R&D, de franchises et de licences. Ont ensuite été retirées toutes les annonces concernant des entreprises françaises non cotées pour leurs actions sur l'un des compartiments « actions françaises » du marché boursier français. Au final, notre échantillon de travail comprenait 50 annonces sur lesquelles ont été évalués les rendements anormaux. La description détaillée de l'échantillon montre que celui-ci est caractérisé par des tendances par-

ticulières et représentatives de l'orientation actuelle de l'investissement direct français en Chine (en 1999, cet investissement s'élevait à 470 millions de dollars et plaçait la France au troisième rang des pays de l'Union Européenne après la Grande-Bretagne et l'Allemagne). Ces tendances de notre échantillon peuvent se résumer ainsi : 1) la plupart des coentreprises sino-françaises ont été formées entre 1994 et 1996. La crise asiatique de 1997 peut expliquer en partie la diminution du nombre d'alliances à partir de cette date, mais d'autres facteurs peuvent être invoqués (augmentation de la taille des investissements en coentreprises, recours à d'autres modes d'investissement...); 2) la majorité du capital de ces coentreprises est détenu quasi-systématiquement par le partenaire français (38 annonces sur 50); 3) l'essentiel de l'investissement français dans le cadre des coentreprises est situé dans les provinces côtières chinoises industrielles (41 annonces sur 50, le reste des annonces renvoyant à des régions non côtières), qui sont les plus développées économiquement (notamment la province du Guangdong et la municipalité à rang de province de Shanghai). Cette troisième tendance propre à notre échantillon est similaire à celle constatée sur l'ensemble de la population des coentreprises sino-françaises par le poste d'expansion économique français en Chine; 4) des entreprises françaises apparaissent dans notre échantillon comme étant des investisseurs récurrents dans les coentreprises sino-françaises. Plusieurs annonces de formation d'une coentreprise sino-française, concernant une même entreprise française, ont été enregistrées : Il s'agit notamment d'Aventis (5 annonces), de Danone (4 annonces), d'Air Liquide (3 annonces), de Saint-Gobain (3 annonces), de Valeo (3 annonces) et de TotalFinaElf (3 annonces).