

Expérience, oubli organisationnel et motifs de désinvestissement des acquisitions internationales : le cas des acquisitions françaises aux États-Unis (1988-2004)

Pierre-Xavier MESCHI

Université de la Méditerranée & Euromed Marseille EM

Emmanuel MÉTAIS

Groupe EDHEC

Classification JEL : M100, F230, G340 – Réception : avril 2007 ; Acceptation : septembre 2007

Correspondance : pierre_xavier.meschi@univmed.fr

Résumé : Nous proposons dans cet article de répondre à deux questions : comment l'expérience d'acquisitions affecte-t-elle le désinvestissement ou la survie des acquisitions ? Cette expérience affecte-t-elle différemment les désinvestissements selon leur motif, en particulier selon qu'ils sont liés à un échec ou non ? Ces questions ont été analysées à partir de l'analyse de la survie d'une population de 664 acquisitions réalisées par des firmes françaises aux États-Unis entre 1988 et 2004. 181 désinvestissements ont été observés au sein de cette population. Les résultats empiriques ont montré que l'expérience en matière d'acquisitions affecte la probabilité de désinvestissement en général.

Mots clés : acquisition – analyse de survie – expérience – apprentissage et oubli.

Abstract : We attempt an answer to the following two research questions : does acquisition experience influence the divestment or the survival of acquisitions ? Does acquisition experience affect divestments differently according to their motives ? These questions are addressed through the analysis of the survival of a population of 664 acquisitions conducted by French firms in the United States between 1988 and 2004. 181 acquisitions were divested before the end of the period at risk. The empirical results show that acquisition experience has a significant impact on divestments, whatever the motives.

Key words : acquisition – survival analysis – experience – learning and forgetting.

En 2006, les acquisitions ont atteint, pour la première fois de l'histoire, un montant cumulé de 4 000 milliards de Dollars US (*The Economist*, 11 janvier 2007). Parmi celles-ci, les acquisitions internationales représentent 1 300 milliards de Dollars US, ce qui constitue également un record. Au sein des acquisitions internationales, les acquisitions réalisées par des firmes étrangères aux États-Unis sont les plus importantes en valeur (219 milliards de Dollars US) et les plus nombreuses (7 209 opérations). Depuis 2002, les acquisitions ont retrouvé la faveur des firmes, en quête de croissance internationale, ainsi que celle des chercheurs en management. L'intérêt de ces derniers s'est notamment porté sur la question de la performance des acquisitions. Un consensus s'est généralement formé autour de l'idée que les acquisitions se traduisent par une performance médiocre, en particulier pour la firme acquéreuse.

Les chercheurs ont alors privilégié l'étude de la relation entre l'expérience des acquisitions et la performance des acquisitions. Ils se centrent sur deux questions clés : le fait d'avoir opéré plus ou moins d'acquisitions par le passé détermine-t-il (1) la probabilité de réaliser une acquisition dans le futur et (2) la réussite de cette acquisition à venir (Shaver et al. 1997 ; Haleblan et Finkelstein, 1999 ; Vermeulen et Barkema, 2001 ; Finkelstein et Haleblan, 2002 ; Hayward, 2002 ; Zollo et Singh, 2004 ; Haleblan et al., 2006) ? Ces recherches s'appuient sur deux théories interdépendantes : la théorie de l'apprentissage organisationnel et la théorie de la courbe d'expérience. La théorie de l'apprentissage organisationnel explique pourquoi et comment les firmes acquièrent de l'expérience au fil du temps, en accroissant leur stock de compétences au fur et à mesure des acquisitions qu'elles réalisent. La théorie de la courbe d'expérience constate que ce stock d'expérience se transforme, progressivement, en une performance supérieure. En appliquant ces deux théories, les chercheurs analysent dans le stock d'expérience de la firme acquéreuse ce qui peut déterminer sa performance d'acquisition.

Cependant, le lien entre expérience et performance n'est pas automatique et linéaire (Haleblan et Finkelstein, 1999 ; Finkelstein et Haleblan, 2002 ; Zollo et Singh, 2004). De surcroît, la littérature sur les acquisitions considère souvent la survie comme un indicateur d'échec, alors que les motifs de désinvestissement des acquisitions sont multiples (Kaplan et Weisbach, 1992). Dans cet article, nous optons pour une conception dynamique du stock d'expérience. À partir d'une pers-

pective fondée sur l'apprentissage organisationnel, la courbe d'expérience et l'oubli organisationnel, nous proposons de répondre à deux questions complémentaires : comment l'expérience d'acquisitions, dépréciée ou non par l'oubli organisationnel, affecte-t-elle le désinvestissement ou la survie des acquisitions ? Cette expérience affecte-t-elle différemment les désinvestissements selon leur motif, en particulier selon qu'ils sont liés à un échec de l'acquisition ou non ?

La première section de l'article étudie la relation entre expérience des acquisitions, performance des acquisitions et motifs de désinvestissement, à partir des théories de l'apprentissage organisationnel et de la courbe d'expérience. La section suivante approfondit cette relation en introduisant la notion d'oubli organisationnel. Huit hypothèses de recherche sont formulées dans ces deux premières sections. La population de 664 acquisitions réalisées par des firmes françaises aux États-Unis entre 1988 et 2004, la méthode de recueil des informations, les variables dépendantes et d'expérience ainsi que la méthode statistique d'analyse de survie sont détaillées dans une troisième section. Les résultats empiriques sont présentés dans une quatrième section, suivie de la discussion et la conclusion.

1. Théorie de l'apprentissage organisationnel, expérience et performance des acquisitions

1.1. Formes d'expérience des acquisitions et apprentissage organisationnel

Selon la théorie de l'apprentissage organisationnel, deux sources principales d'expérience des acquisitions existent, liée à deux formes d'apprentissage différentes. La première forme est l'« *apprentissage par l'action* ». Grâce à ses propres expériences, une firme accumule, par apprentissage, des compétences qu'elle peut réutiliser dans ses expériences futures. Le stock d'expérience d'acquisitions a un impact sur la performance d'acquisition, de manière non linéaire (Haleblian et Finkelstein, 1999). Mais le nombre d'acquisitions passées n'est pas un élément d'explication suffisant de la performance (Zollo et Singh, 2004). La qualité du stock affecte aussi la performance des acquisitions futures : le degré de « *relatedness* » (Li, 1995), la similarité (Hayward, 2002), la similitude avec les acquisitions passées (Bruton et al., 1994), la dimension internationale (Li, 1995), l'expérience du pays (Véry et

Schweiger, 2001) et la proximité géographique des firmes acquéreuses (Baum et al., 2000) améliorent la performance des acquisitions futures.

L'« *expérience en propre* » de la firme acquéreuse (Shaver et al., 1997) ne se compose pas uniquement des acquisitions passées. Des chercheurs ont en effet évalué l'impact d'expériences autres que les acquisitions sur la performance des acquisitions, pour conclure à des résultats mitigés. D'une part, l'hétérogénéité du réseau des partenaires (Beckman et Haunschild, 2002) et la diversité des relations qu'elle suppose, influencent positivement le stock d'expérience et améliorent la performance des acquisitions futures. D'autre part, le degré de spécialisation géographique de la firme (Ingram et Baum, 1997) et le nombre de filiales créées par le passé (Vermeulen et Barkema, 2001) ont un impact négatif sur la performance des acquisitions.

La seconde composante est l'« *apprentissage vicariant* » (Levinthal et March, 1993). En s'inspirant de l'expérience des autres (concurrents, partenaires, firmes,...), une firme peut accroître son propre stock d'expérience (Henderson et Cool, 2003), d'autant que l'expérience en propre peut devenir source de blocages. Ainsi, une firme peut tirer des conclusions et de l'expérience de l'échec d'une acquisition par un concurrent (Ingram et Baum, 1997).

Concernant les acquisitions, le choix d'acquérir une firme, y compris la taille et le secteur d'activité de la cible, est affecté par les caractéristiques des acquisitions réalisées par les concurrents (Baum et al., 2000). Shaver et al. (1997) ont montré que la performance des acquisitions réalisées aux États-Unis par des firmes étrangères dépendait de l'expérience des autres investisseurs étrangers dans le pays, surtout si cette expérience avait été accumulée dans le même secteur d'activité.

1.2. Performance des Acquisitions

Empiriquement, l'apprentissage se mesure par une amélioration de la performance des acquisitions au fur et à mesure de l'accumulation d'expérience. Afin d'évaluer la performance des acquisitions, les chercheurs utilisent des mesures économiques et financières (*e.g.*, évolution de la rentabilité des actifs ou des fonds propres de la firme acquéreuse), concurrentielles (*e.g.*, accroissement de la part de marché ou du pouvoir de marché de la firme acquéreuse), boursières (*e.g.*, rendements anormaux positifs ou négatifs de la firme acquéreuse à l'annonce de l'acquisition) et des mesures de survie.

La survie se distingue des autres mesures car elle semble être en relation directe avec la performance de l'acquisition. En effet, le présupposé de l'analyse de survie appliquée aux acquisitions est que la firme acquéreuse ne gardera pas le contrôle d'une entité acquise si celle-ci se révèle décevante du point de vue de la rentabilité et/ou des synergies. Dans cette optique, le choix de garder le contrôle ou de désinvestir est directement conditionné par l'acquisition elle-même, son intégration et ses résultats. À l'inverse, dans le cas des mesures économiques, financières et concurrentielles, il est difficile d'isoler la part de performance expliquée par l'acquisition de celle expliquée par d'autres déterminants potentiels. De leur côté, les rendements anormaux mesurent l'anticipation par les marchés financiers de la performance future de l'acquisition sur une période très courte autour de son annonce, et non la performance intrinsèque de l'acquisition au cours du temps.

Cependant, la survie n'est pas une variable de performance exempte de critiques. Il est rationnel de considérer que la survie d'une acquisition est synonyme de son succès ou, à tout le moins, de son absence d'échec. En revanche, bien que défendue dans la littérature (Shaver *et al.*, 1997), le lien systématique établi entre désinvestissement de l'entité acquise et échec est moins évident. Du strict point de vue de l'acquisition, un désinvestissement de celle-ci peut être considéré comme un échec. Toutefois, assimiler le désinvestissement au seul échec ne recoupe qu'imparfaitement la réalité des acquisitions et de leur issue dans le temps.

En effet, il existe de nombreux motifs de désinvestissement qui ne sont pas liés à des échecs. Le désinvestissement peut aussi s'interpréter comme la conséquence d'un choix de politique générale sans rapport direct avec la performance de l'acquisition. Ainsi, des acquisitions profitables peuvent être cédées suite à une décision de recentrage, de réalisation d'une plus-value suite à un redressement de la cible, ou encore à un programme de désendettement visant à protéger la firme acquéreuse d'une faillite ou d'un risque d'OPA (Hamilton et Chow, 1993). Le désinvestissement peut être lié à des variables aussi diverses que l'intensité de R&D, la gouvernance (Hoskisson *et al.* 1994), ou encore la complémentarité des partenaires.

Le désinvestissement n'est donc pas nécessairement un indicateur d'échec. Ainsi, selon Montgomery et Thomas (1988), l'échec n'est qu'une catégorie de désinvestissement parmi trois : stratégique, tactique et lié à l'échec de l'acquisition. De même, Kaplan et Weisbach

(1992) distinguent deux catégories de désinvestissement, celui relatif aux acquisitions réussies et celui relatif aux acquisitions qui sont des échecs. Leurs résultats suggèrent qu'« *en réalité et a posteriori, plusieurs cessions se révèlent ne pas être liées à des échecs* » (Kaplan et Weisbach, 1992, p. 108). C'est pourquoi nous avons décidé de séparer dans notre analyse (1) les cessions consécutives à un échec de l'acquisition (ou « cessions-échecs ») et (2) les « cessions de politique générale », qui ne découlent pas directement d'un échec de l'acquisition. Nous pouvons d'ores et déjà noter que les taux de « cessions de politique générale » (ou de cessions réussies) rapportés par Montgomery et Thomas (1988) et Kaplan et Weisbach (1992) sont conformes à ceux de notre propre travail, soit environ 66 % de l'ensemble des cessions analysées.

Logiquement, l'impact de l'expérience d'acquisitions sur ces deux types de cession sera opposé. L'effet d'apprentissage postule une amélioration de la performance au fur et à mesure de l'accumulation d'expérience. Autrement dit, à mesure qu'elle réalise des acquisitions, une firme devrait connaître moins de cessions-échecs et plus de cessions de politique générale (*i.e.*, de cessions réussies).

Les résultats des recherches sur la relation entre apprentissage et performance des acquisitions d'une part, la distinction « cession-échec » et « cession de politique générale » d'autre part, permettent donc de poser les deux premières hypothèses de la recherche :

Hypothèse 1a : *il existe une relation positive entre l'expérience d'acquisitions et la probabilité de cession (pour des raisons de politique générale) de l'acquisition en cours.*

Hypothèse 1b : *il existe une relation négative entre l'expérience d'acquisitions et la probabilité de cession-échec de l'acquisition en cours.*

2. Impact de l'oubli sur l'apprentissage et la performance

Le stock d'expérience d'acquisitions peut donc provenir de l'expérience en propre de la firme acquéreuse mais également de son environnement. Ce stock peut être caractérisé de manière quantitative (nombre d'acquisitions passées) et qualitative (proximité géographique, similarité, degré de *relatedness*, ...). Toutefois, le stock

d'expérience est considéré comme un réservoir que l'on remplit. Or, les caractéristiques propres de ce stock d'expérience ne suffisent pas à expliquer la performance des acquisitions futures d'une firme. En effet, l'apprentissage organisationnel suppose différents mécanismes, qui déterminent l'efficacité de l'accumulation d'expérience par une firme. Autrement dit, à stock d'expérience équivalent, deux firmes pourront posséder des compétences liées au management des acquisitions très différentes, et donc des performances d'acquisition très différentes.

2.1. Impact du temps sur le stock d'expérience

La littérature sur la performance des acquisitions a ainsi analysé le rôle de trois composants fondamentaux de l'apprentissage organisationnel permettant d'expliquer la performance des acquisitions. Le premier composant, le *feedback*, possède une fonction déterminante dans l'apprentissage organisationnel (Levitt et March, 1988). Dans le cadre des acquisitions, le *feedback* peut être positif (succès passés) ou négatif (échecs passés). Un *feedback* positif renforce la probabilité d'acquisitions futures (Haleblian et al., 2006). Un *feedback* négatif lié à de petits échecs conduit à une performance supérieure des acquisitions (Hayward, 2002). Le deuxième composant, la codification du savoir, est déterminant dans l'intégration de l'expérience et sa transformation en compétence (Nonaka et Takeuchi, 1995). L'expérience d'acquisitions peut se transformer en compétence à condition que la firme acquéreuse opère un travail de codification de l'expérience passée. Le degré d'intégration de l'entité acquise joue un rôle démultipliateur du processus de codification et influence positivement la performance des acquisitions futures (Zollo et Singh, 2004). Enfin, le dernier composant, le temps, joue un rôle capital dans l'apprentissage. L'ancienneté de l'expérience affecte le stock d'expérience et donc le niveau de compétence, tout comme le délai entre deux expériences (Gersick, 1994 ; Brown et Eisenhardt, 1997).

Cette question du temps dans l'apprentissage organisationnel (Miner et Mezias, 1996) et la courbe d'expérience (Benkard, 2000) est fondamentale. En effet, le temps joue à deux niveaux :

- la qualité du stock d'expérience dépend de l'ancienneté de l'expérience ;

– l'intégration et la codification de l'expérience nécessitent du temps, avant de convertir une expérience en compétence (Zollo et Singh, 2004).

Malgré son importance, le temps est une variable qui a été peu étudiée dans la relation entre l'expérience et la performance des acquisitions. Seul le délai entre l'acquisition en cours et l'acquisition précédente a été pris en compte (Haleblian et Finkelstein, 1999 ; Hayward, 2002 ; Haleblian et al., 2006). Or, un stock d'expérience doit être envisagé de manière dynamique. Ainsi, la variation du « *handicap de l'étranger* » (en anglais, « *liability of foreignness* ») montre que la compétence d'une firme en matière de management de ses filiales internationales n'est pas uniforme au fil du temps : elle connaît des phases de croissance, d'apogée et de décroissance (Zaheer et Mosakowski, 1997). Dans le cadre des acquisitions, la relation entre l'expérience et la performance des acquisitions a une forme de U inversé (Haleblian et Finkelstein, 1999 ; Hayward, 2002), révélant une instabilité dans le temps. Le passage du temps modifie donc le stock d'expérience, positivement ou négativement et, en conséquence, a un impact sur la compétence liée au management des acquisitions. Cependant, deux questions restent posées : le stock d'expérience d'acquisitions se déprécie-t-il ou s'apprécie-t-il dans le temps ? Selon quelle loi ?

2.2. *L'oubli comme composante de l'apprentissage*

Il existe dans la littérature sur l'apprentissage organisationnel et sur la courbe d'expérience un concept qui permet de qualifier cette instabilité liée au passage du temps et de la modéliser : l'oubli. L'oubli apparaît comme une composante fondamentale et indispensable à l'apprentissage des firmes. En fait, la littérature s'intéresse beaucoup à l'apprentissage, mais peu à la perte de connaissances, à la fragilité des savoirs et à l'oubli organisationnel. Pourtant, c'est un facteur déterminant si l'on cherche à analyser et évaluer le stock d'expérience d'une firme.

La littérature sur l'oubli se structure autour de trois courants. Premier courant, la théorie de l'apprentissage organisationnel, sans toujours le mentionner ou le détailler explicitement, considère l'oubli comme une composante déterminante de l'apprentissage (Martin de Holan et Phillips, 2004). L'oubli est un mécanisme paradoxal pour une firme : d'une part, il est nécessaire car il crée de l'espace pour assimi-

ler de nouvelles connaissances et ainsi permettre le changement (Hedberg, 1981 ; Lyles et Schwenk, 1992 ; Bettis et Prahalad, 1995) ; d'autre part, s'il est mal maîtrisé, il peut frapper des connaissances récemment acquises et donc inhiber l'accumulation de connaissances et l'apprentissage (Day, 1994). Martin de Holan et Philips (2004) proposent une typologie de quatre formes d'oubli organisationnel, structurée autour de deux axes : oubli accidentel vs. oubli volontaire et oubli d'une connaissance nouvelle vs. oubli d'une connaissance assimilée. Selon ce courant, l'oubli organisationnel est une composante complémentaire de l'apprentissage organisationnel.

Deuxième courant, la théorie de la courbe d'expérience (Argote et al., 1990 ; Darr et Argote, 1995 ; Argote, 1999 ; Benkard, 2000), stipule que le stock d'expérience d'une firme n'est pas stable dans le temps. Plus précisément, « *l'oubli organisationnel correspond à l'hypothèse que le stock d'expérience liée à la production d'une firme se déprécie au cours du temps* » (Benkard, 2000, p. 1034). Le volume de production cumulé n'est donc pas un indicateur suffisant, il doit être pondéré par le passage du temps et prendre en compte la date de production. Ainsi, Arthur et Huntley (2005) ont montré que l'effet de l'apprentissage délibéré, mesuré par le nombre de suggestions d'employés pour réduire les coûts, s'amenuise dans le temps. Au-delà du passage du temps, la théorie de la courbe d'expérience montre également que les mouvements et les transferts d'expérience (Irwin et Klenow, 1994 ; Nye, 1996 ; Benkard, 2000) induisent des baisses de productivité, donc du désapprentissage. Or, les acquisitions sont précisément des événements irréguliers dans la vie des firmes, et l'accumulation de connaissance dans ce domaine est soumise à des sauts (en anglais « *spillovers* ») d'expérience.

Pour prendre en compte l'oubli et le passage du temps, les chercheurs appliquent un taux de dépréciation à l'expérience (Darr et Argote, 1995 ; Ingram et Baum, 1997 ; Benkard, 2000). Ils prennent ainsi en compte l'« *amortissement du temps* » (en anglais, « *decay of time* »), c'est-à-dire le fait que l'expérience, sous l'effet de l'oubli (départ des employés, déperdition d'information,...), se déprécie. L'ancienneté de l'expérience doit donc être prise en considération dans la mesure du stock d'expérience d'acquisitions. En conséquence, il nous est possible de formuler les quatre hypothèses de recherche suivantes :

Hypothèse 2a : *il existe une relation positive entre l'expérience d'acquisitions dépréciée par l'oubli et la probabilité de cession (pour des raisons de politique générale) de l'acquisition en cours.*

Hypothèse 2b : *il existe une relation négative entre l'expérience d'acquisitions dépréciée par l'oubli et la probabilité de cession-échec de l'acquisition en cours.*

Hypothèse 3a : *la relation entre l'expérience d'acquisitions et la probabilité de cession (pour des raisons de politique générale) de l'acquisition en cours est statistiquement plus significative lorsque l'expérience est dépréciée par l'oubli.*

Hypothèse 3b : *la relation entre l'expérience d'acquisitions et la probabilité de cession-échec de l'acquisition en cours est statistiquement plus significative lorsque l'expérience est dépréciée par l'oubli.*

Le troisième courant, la psychologie, étudie l'oubli pour en comprendre les lois. Or, ces lois sur l'oubli n'ont à notre connaissance pas fait l'objet d'application à des problématiques de stratégie de la firme. Les auteurs en psychologie se situent, soit dans le champ de l'oubli individuel, soit dans le rapport entre oubli individuel et oubli collectif. Ils cherchent à comprendre comment l'oubli se manifeste (Lansdale et How, 1996) et en quoi il peut contribuer, ou nuire, à l'apprentissage. Les chercheurs observent dans le temps une dépréciation des traces mnésiques, appelée « *amortissement du temps* » (Wixted, 2004) et liée à trois principes (Bailey, 1989) :

- le taux d'oubli ne dépend pas du taux d'apprentissage, ni de la difficulté de la tâche (Brainerd et al., 1985) ;
- le taux d'oubli est fonction du niveau initial d'apprentissage et du temps passé (Bailey, 1989) ;
- le temps de ré-acquisition des connaissances est en général moins de la moitié du temps initial d'acquisition (Schendel et al., 1978).

Ces principes concernant la dépréciation de la mémoire sont régis par deux lois fondamentales, qui ont fait l'objet de nombreux développements depuis la fin du XIX^{ème} siècle. La première est la loi de Ribot (1881), « *connue sous le nom d'amnésie anterétrograde* » (Wixted 2004, p. 864). Elle stipule qu'une lésion cérébrale affecte les traces mnésiques dans l'ordre inverse de leur formation. Cette loi implique que la mémoire suppose du temps pour se consolider (Squire et al., 2001). Ainsi, les expériences les plus récentes ne seraient pas celles qui déterminent le plus le niveau de compétence et de performance d'un individu, dans la mesure où elles nécessitent un temps de consolidation

et de conscientisation. Ce temps serait démultiplié dans le cas d'une organisation, qui nécessite des processus de codification, de socialisation et de transfert du savoir (Polanyi, 1966 ; Nonaka et Takeuchi, 1995 ; Zollo et Singh, 2004) avant son exploitation.

Cette première loi sous-tend la première catégorie de l'oubli de Martin de Holan et Phillips (2004, p. 1608) qui correspond « à l'incapacité de retenir de nouvelles connaissances ». Dans certains cas, une connaissance peut en effet naître dans une firme, en provenance de l'interne ou de son environnement, mais ne pas se voir incorporée à la mémoire organisationnelle. Pisano et al. (2001), souhaitant démontrer que l'apprentissage par l'expérience n'est pas automatique, évoquent la notion de « *time lag* » : l'écart de temps entre les expériences est déterminant dans la performance d'une équipe, en ce qu'il influence directement la structuration de l'expérience. De cette première loi, on peut déduire que les expériences d'acquisition les plus récentes ne sont pas celles qui vont le plus peser sur la performance des acquisitions immédiatement à venir.

La seconde loi est la loi de Jost (1897). « *La loi de Jost stipule que si deux traces mnésiques sont d'égale intensité mais d'âge différent, la plus ancienne bénéficiera davantage d'un rappel de l'apprentissage et se dépréciera moins rapidement que la plus récente* » (Wixted, 2004, p. 864). Selon Simon (1966), cette loi tient car (1) l'oubli suit une courbe exponentielle et (2) le taux d'oubli ne dépend pas du niveau d'apprentissage. Ces deux hypothèses ont été confirmées empiriquement à de nombreuses reprises (Slamecka et McElree, 1983 ; Bailey, 1989 ; Anderson, 2000). Autrement dit, Simon (1966) rend compatibles effet d'expérience et oubli exponentiel. L'oubli suit une courbe exponentielle, mais une trace mnésique ancienne étant proportionnellement moins frappée par l'oubli qu'une trace mnésique récente, elle se trouve davantage renforcée par une expérience supplémentaire. La loi de Jost explique donc pourquoi l'effet d'expérience existe, en général et pour les acquisitions en particulier, malgré l'oubli exponentiel.

Si l'on croise ces deux lois, on peut faire deux constats. Premier constat, découlant de la loi de Jost : les expériences anciennes ont peu d'impact sur la performance, du fait de l'oubli exponentiel, mais l'effet d'expérience joue, chaque expérience supplémentaire venant renforcer en priorité les expériences les plus anciennes. Deuxième constat, découlant de la loi de Ribot : les expériences récentes n'affectent pas immédiatement le stock d'expérience, car il faut du temps pour conso-

lider cette expérience (codification, socialisation, ...) et la transformer en compétence.

Au global, ces analyses suggèrent de déprécier l'expérience d'acquisitions selon quatre contraintes :

- la dépréciation suit une fonction exponentielle au cours du temps ;
- le poids des expériences les plus récentes est peu significatif ;
- le poids des expériences à moyen terme est le plus fort, du fait de l'enrichissement par les traces mnésiques les plus anciennes et du délai d'intégration des traces récentes ;
- le poids des expériences les plus anciennes est moins significatif, du fait de l'oubli exponentiel.

À partir de ces différents constats, nous pouvons définir les hypothèses de recherche suivantes :

Hypothèse 4a : *il existe une relation positive entre l'expérience à moyen terme et la probabilité de cession (pour des raisons de politique générale) de l'acquisition en cours, à la différence de l'expérience ancienne et de l'expérience récente pour lesquelles il n'y a pas de relation.*

Hypothèse 4b : *il existe une relation négative entre l'expérience à moyen terme et la probabilité de cession-échec de l'acquisition en cours, à la différence de l'expérience ancienne et de l'expérience récente pour lesquelles il n'y a pas de relation.*

3. Méthodologie de la recherche

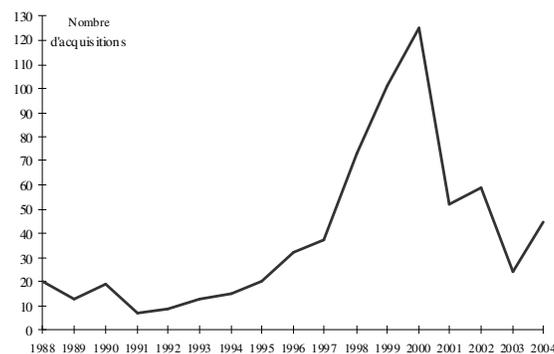
3.1. Description de la population des acquisitions françaises aux États-Unis (1988-2004)

Cet article s'appuie sur un recensement de toutes les acquisitions réalisées par des firmes françaises aux États-Unis entre le 1^{er} janvier 1988 et le 31 décembre 2004. Le choix de s'intéresser à la population des acquisitions françaises aux États-Unis a été dicté par plusieurs considérations relatives à l'investissement direct français dans ce pays. Tout d'abord, les firmes françaises comptent parmi les principaux investisseurs aux États-Unis. Le stock de l'investissement direct français s'élevait en 2005 à 143 milliards de Dollars US, ce qui représentait 10,4 % de l'investissement direct étranger aux États-Unis. Ensuite, les États-Unis sont la première destination des investissements directs français à l'étranger, devant la Chine et les pays émergents. Les acquisitions françaises aux États-Unis ont connu une accélération en nombre

et en taille ces dernières années. Ainsi, l'acquisition d'American Power Conversion par Schneider Electric en Octobre 2006, pour 6,1 milliards de Dollars US, est la plus importante acquisition française jamais réalisée aux États-Unis. Enfin, les acquisitions réalisées aux États-Unis par des firmes étrangères ont été l'objet de nombreuses études empiriques qui ont souvent utilisé les rendements anormaux comme mesure de performance (Shaver *et al.*, 1997 ; Inkpen *et al.*, 2000 ; Seth *et al.*, 2002 ; Meschi et Métais, 2002, 2006). En étudiant une population d'acquisitions françaises aux États-Unis, notre intention était de nous inscrire dans ce courant de recherches, de bénéficier d'éléments de comparaison et d'apporter des éléments de différenciation en abordant cette question à partir d'une autre mesure de performance des acquisitions.

Le recensement de la population des acquisitions françaises aux États-Unis a été effectué à partir des bases de données *Edgar-SEC*, *Factiva*, *LexisNexis* et *Mergerstat* et des informations provenant du *Poste d'Expansion Économique de l'Ambassade de France* à Washington. Au total, 664 acquisitions ont été dénombrées sur cette période. Ces acquisitions ont été réalisées par 122 firmes françaises, ce qui fait une moyenne d'un peu plus de cinq acquisitions par firme française. La firme française détenant le record d'acquisitions sur cette période est Axa avec 37 acquisitions, suivie par Saint-Gobain avec 29 acquisitions. La répartition annuelle du nombre d'acquisitions est présentée dans la figure 1.

Figure 1 – Répartition annuelle de la population des 664 acquisitions françaises aux États-Unis (1988-2004)



Il ressort de la figure 1 que les acquisitions françaises aux États-Unis ont suivi une progression constante qui a été interrompue trois fois, en 1991, en 2001 et en 2003. Cette progression et ces trois ruptures sont fortement corrélées à l'évolution de la croissance économique aux États-Unis et en Europe. La censure à gauche des données (*i.e.*, l'omission des acquisitions et des désinvestissements français aux États-Unis avant 1988) ne constitue pas un problème important en raison du faible nombre des acquisitions françaises réalisées au cours des années 1970 et 1980. Il est important de noter que l'investissement direct français aux États-Unis n'a réellement pris de l'ampleur qu'à la fin des années 1980, ce qui nous a incités à ne démarrer notre recensement qu'à partir de cette période.

Dans cet article, l'unité d'analyse est l'entité acquise, que celle-ci ait été maintenue autonome ou ait été intégrée dans une division ou une filiale de la firme acquéreuse. En s'appuyant sur la méthode de l'analyse historique des événements (en anglais, « *event history analysis* »), chacune des 664 acquisitions a été l'objet d'une analyse longitudinale sur une période à risque allant de la date d'annonce jusqu'au 1^{er} janvier 2007. Sur l'ensemble de cette période à risque, nous avons identifié les entités acquises qui étaient encore dans le portefeuille d'activités des firmes acquéreuses à l'issue de la période à risque et celles qui avaient été désinvesties avant la fin de la période à risque. Afin de suivre et de déterminer le statut – désinvestissement ou survie – des 664 acquisitions, nous avons exploité et croisé différentes sources d'informations. Tout d'abord, l'analyse longitudinale de chaque entité acquise a été rendue possible grâce aux bases de données, *Edgar-SEC*, *Factiva*, *LexisNexis* et *Mergerstat*, aux rapports annuels d'activité, aux archives sur Internet des firmes acquéreuses et aux renseignements fournis par certaines banques d'affaires (notamment Rabobank International). Puis, nous avons contacté et questionné par courriel (*via* la rubrique « relations avec les investisseurs » ou « contact » de leur site Internet) et par téléphone (*via* des réseaux d'anciens étudiants français de grandes écoles et d'universités) toutes les firmes acquéreuses. Au total, 181 entités acquises ont été totalement désinvesties avant la fin de la période à risque (soit 27,2 % de la population). Il faut noter que nous avons enregistré trois cas de faillite au sein de la population. Ces cas particuliers ont été classés comme des désinvestissements dans la suite de l'analyse. Il est apparu que la durée moyenne de survie des acquisitions françaises aux États-Unis est

d'environ 6,6 années. Cette durée se situe entre celle de Shaver et *al.* (1997), qui ont montré qu'environ un quart des acquisitions et des créations de filiales étrangères aux États-Unis était désinvesti dans les cinq années, et celle de sept années observée par Kaplan et Weisbach (1992). Seules ont été retenues comme désinvesties, les entités acquises qui ont été cédées dans leur totalité par la firme acquéreuse. En revanche, les désinvestissements partiels ont été traités comme des individus censurés car nous avons considéré qu'il s'agissait d'opérations de restructuration post-acquisition n'affectant pas fondamentalement la survie de l'acquisition. Ainsi, 40 entités acquises ont été désinvesties partiellement (soit 6 % de la population). Il est ressorti que la durée moyenne entre l'annonce d'acquisition et celle du désinvestissement partiel était d'environ deux années, ce qui conforte l'idée que le désinvestissement partiel constitue une opération de restructuration indépendante de la performance de l'acquisition.

3.2. Variables dépendantes et analyse de survie

Nous avons scindé les 181 désinvestissements observés au sein de la population en deux catégories, les cessions-échecs et les cessions de politique générale. La première catégorie correspond aux désinvestissements qui ont été motivés par une faible rentabilité, des pertes financières et/ou de faibles synergies des acquisitions. La deuxième catégorie renvoie aux désinvestissements consécutifs à la cession d'une activité dans le cadre d'un recentrage ou à un désendettement des firmes acquéreuses. Afin de séparer les cessions-échecs des cessions de politique générale, nous avons passé en revue et analysé les conditions de cession de chacune des 181 acquisitions en nous appuyant sur les différentes sources d'informations à notre disposition (*cf. supra*, cette méthodologie étant proche de celle de Kaplan et Weisbach, 1992). Sur les 181 désinvestissements effectués avant la fin de la période à risque, 64 l'ont été pour cause d'échec de l'acquisition et 117 pour des raisons liées au recentrage ou au désendettement des firmes acquéreuses. Ce rapport est conforme à celui de Kaplan et Weisbach (1992), qui rapportent 34 % d'échecs. Le taux de cession stratégiques est conforme à celui de Montgomery et Thomas (1988), soit 66 % en additionnant les cessions liés à des motifs « tactiques » et « stratégiques ». En revanche, le taux d'échec de leur échantillon est sensiblement différent (12 %), mais avec un taux de « motif non-défini » de 22 %. Dans les cas où

L'information était disponible, nous avons cherché à croiser cette classification avec la rentabilité commerciale de l'entité désinvestie (calculée à partir du rapport entre le résultat net et le chiffre d'affaires de l'année précédant l'opération de désinvestissement) ainsi qu'avec la valeur créée pour l'acquéreur (calculée à partir du rapport entre le prix de cession et le prix d'acquisition et actualisée par le taux de croissance annuelle du *Dow Jones*). La rentabilité commerciale moyenne des cessions-échecs était de -3,27 % (pour 48 échecs sur 64) et celle des cessions de politique générale de +1,84 % (pour 58 sorties sur 117). En ce qui concerne la valeur créée pour l'acquéreur, le prix de cession représente respectivement 1,1 et 2,3 fois le prix d'acquisition actualisée pour les cessions-échecs (pour 40 échecs sur 64) et pour les cessions de politique générale (pour 64 sorties sur 117).

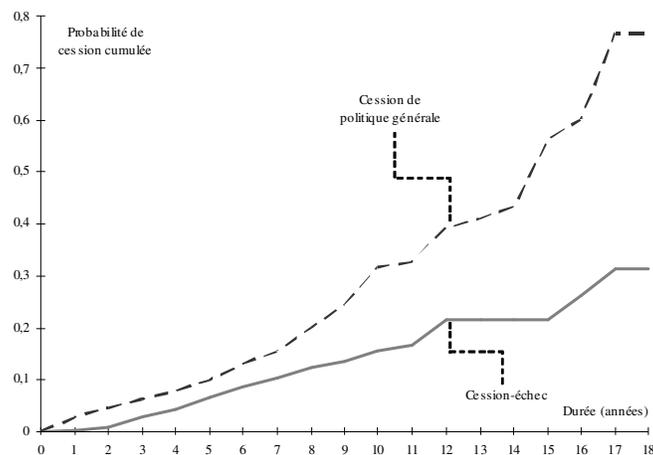
Deux variables concurrentes ont pu être définies en tenant compte des motifs de désinvestissement des firmes acquéreuses. La variable « cession-échec » a été mesurée selon un codage binaire (0, 1) : la valeur 0 a été donnée aux acquisitions « survivantes » au 1^{er} janvier 2007. Dans l'optique du modèle des risques concurrents (en anglais « *competing risks model* »), une acquisition est considérée comme survivante si (1) celle-ci est toujours contrôlée par la même firme acquéreuse à l'issue de la période à risque et, ce, quel que soit le mode d'intégration post-acquisition (*i.e.*, autonomie ou intégration dans une division ou une filiale de la firme acquéreuse) ou si (2) celle-ci a été désinvestie suite à un recentrage ou à un désendettement de la firme acquéreuse. La valeur 1 a été attribuée aux acquisitions qui ont été désinvesties pour cause d'échec. La variable « cession de politique générale » a été mesurée selon le même principe : la valeur 0 a été donnée aux acquisitions « survivantes » au 1^{er} janvier 2007 ainsi qu'à celles ayant été désinvesties suite à un échec. La valeur 1 a été attribuée aux acquisitions qui ont été désinvesties pour des raisons liées au recentrage ou au désendettement des firmes acquéreuses.

À partir d'un modèle simple de survie (*i.e.*, sans spécification de sa forme paramétrique), il a été possible d'estimer successivement une probabilité de cession-échec et une probabilité de cession de politique générale des acquisitions françaises aux États-Unis de la manière suivante (Kalbfleisch et Prentice, 1980 ; Allison, 1984) :

$$h(t) \text{ avec } t = 1, 2, \dots, T \text{ et } 0 < h(t) < 1$$

$h(t)$ est la probabilité instantanée qu'une acquisition soit l'objet d'une cession-échec ou d'une cession de politique générale à la date t à l'intérieur de la période à risque. Le cumul des probabilités de $h(t = 1)$ à $h(t = T)$ de cession-échec et de cession de politique générale permet de définir deux fonctions de probabilité de cession d'une acquisition donnée. Les probabilités et les fonctions de probabilité de cession-échec et de probabilité de cession de politique générale renvoient respectivement à l'inverse de la probabilité et de la fonction de survie des acquisitions. La figure 2 présente une estimation non paramétrique des fonctions de probabilité de cession-échec et de cession de politique générale des acquisitions françaises aux États-Unis.

Figure 2 – *Fonctions de probabilité de cession des acquisitions selon le motif de désinvestissement*



Comme le montre la figure 2, les fonctions de probabilité de cession-échec et de cession de politique générale sont monotones et croissantes avec le temps. Ainsi, la probabilité qu'une acquisition soit cédée après deux ans est respectivement de moins d'1 % pour un motif lié à l'échec de l'acquisition et de 5 % pour un motif de recentrage ou de désendettement de l'acquéreur. Après cinq ans, cette probabilité est respectivement de 6 % et 9 % ; après 10 ans, de 13 % et de 30 %. Une telle distribution des probabilités dans le temps permet d'envisager une

estimation paramétrique à l'aide d'un modèle de Weibull (qui suppose une probabilité monotone).

3.3. Variables indépendantes, de contrôle et modèle paramétrique à risques proportionnels

Afin de tester les hypothèses de recherche, plusieurs variables d'expérience des acquisitions aux États-Unis ont été définies. Celles-ci ont en commun de s'appuyer sur une même procédure de comptage et de cumul des acquisitions réalisées dans le passé aux États-Unis par les acquéreurs français des 664 firmes américaines de la population de recherche. Cette procédure a été effectuée à partir des mêmes sources d'informations (*Edgar-SEC, Factiva, LexisNexis, Mergerstat* et *Poste d'Expansion Economique de l'Ambassade de France* à Washington) ayant permis d'identifier la population de recherche. Les acquisitions passées de chaque acquéreur français ont été comptées et cumulées sur une période glissante de 15 années précédant l'année de l'acquisition de référence. Ce qui signifie que la période d'analyse de l'expérience des firmes françaises démarre en 1973 (pour les acquisitions réalisées en 1988) et se termine en 2003 (pour les acquisitions réalisées en 2004). Il faut préciser également que l'acquisition de référence ainsi que les acquisitions éventuelles ayant été réalisées la même année ont été incluses dans le cumul des acquisitions passées. Nous avons pu ainsi calculer un score d'expérience d'acquisitions pour chaque acquéreur français et l'associer à chacune des 664 acquisitions conduites entre 1988 et 2004.

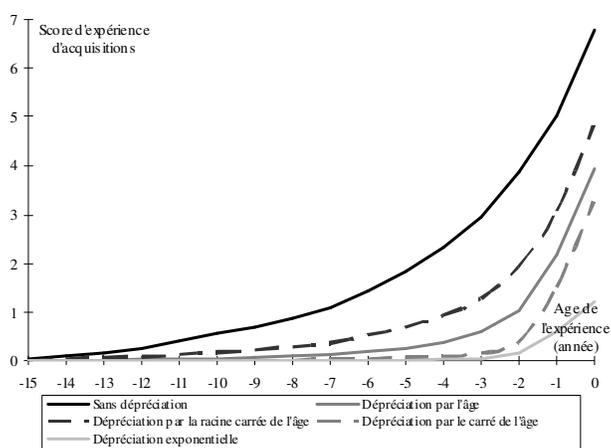
La première variable d'expérience, « expérience brute », correspond au score d'expérience d'acquisitions tel qu'il a été présenté précédemment. La moyenne de ce score est 6,7 et il varie de 1 à 37 acquisitions passées (*cf.* Tableau 1).

La deuxième variable d'expérience, « expérience dépréciée par le temps », cherche à prendre en compte l'effet de dépréciation de l'oubli et du passage du temps sur le score d'expérience d'acquisitions. Cette variable est opérationnalisée en reprenant la méthodologie d'Ingram et Baum (1997) et en l'appliquant de la manière suivante au score d'expérience d'acquisitions :

$$ED_{ai} = \sum_{t=-15}^{t=0} \frac{E_{ait}}{D_t}$$

ED_{ait} et EA_{ait} correspondent respectivement au score d'expérience dépréciée et au score d'expérience brute de l'acquéreur i au moment de l'acquisition a , t au nombre d'années de la période glissante précédant l'acquisition a et D , l'effet de dépréciation du temps. Quatre modes de dépréciation ont été envisagés (Simon, 1966 ; Ingram et Baum, 1997). Ils sont présentés, ici, selon l'importance qu'ils accordent à l'oubli : premièrement, D est égal à la racine carré de l'âge de l'expérience. Il en découle une dépréciation réduite ce qui traduit une influence limitée de l'oubli sur le stock d'expériences des firmes acquéreuses. Deuxièmement, D est égal à l'âge de l'expérience, ce qui conduit à une dépréciation linéaire de l'expérience. Troisièmement, D est égal au carré de l'âge de l'expérience. Quatrièmement, D est une fonction exponentielle de l'âge de l'expérience (*i.e.*, la fonction inverse du logarithme népérien de l'âge). Ce mode de dépréciation a été suggéré par Simon (1966, p. 505) pour modéliser l'effet de l'oubli sur l'expérience : « *la description de l'oubli comme un amortissement semble suggérer que la fonction exponentielle est la plus appropriée pour représenter une loi de l'oubli* ». C'est le mode de dépréciation qui accorde la place la plus importante à l'oubli. Il conduit ainsi à une très forte dépréciation des expériences anciennes et à une valorisation des toutes dernières expériences (*i.e.*, les deux dernières années).

Figure 3 – Expérience d'acquisitions selon le mode de dépréciation



La figure 3 décrit l'effet de ces différents modes de dépréciation sur le score moyen d'expérience des firmes acquéreuses. Il en ressort que le score d'expérience brute (*i.e.*, sans dépréciation) est de 6,7 acquisitions, celui d'expérience dépréciée par l'âge de l'expérience de 3,9, celui d'expérience dépréciée par la racine carré de l'âge de 4,8, celui d'expérience dépréciée par le carré de l'âge de 3,3 et celui d'expérience dépréciée par une fonction exponentielle de l'âge de 1,2 (*cf.* Tableau 1).

La troisième et dernière variable, « ancienneté de l'expérience », se décompose selon la période d'analyse de l'expérience. Trois scores d'expérience ont ainsi été formalisés et détaillés (*cf.* Tableau 1) : un premier score correspondant à l'expérience immédiate ou très récente (*i.e.*, les acquisitions réalisées l'année précédente ou la même année que l'acquisition de référence), un deuxième correspondant à l'expérience de moyen terme (*i.e.*, les acquisitions réalisées sur la période [-4 ; -2]) et un troisième correspondant à l'expérience ancienne (*i.e.*, les acquisitions réalisées sur la période [-15 ; -5]).

Tableau 1 – Description statistique des variables d'expérience

Expérience brute	Moy. = 6,75 Ecart type = 6,31	Min. = 1 Max. = 37
<i>Expérience dépréciée par l'oubli</i>		
Expérience dépréciée (1) ^a	Moy. = 3,93 Ecart type = 3,52	Min. = 1 Max. = 22,57
Expérience dépréciée (2) ^a	Moy. = 4,81 Ecart type = 4,33	Min. = 1 Max. = 26,21
Expérience dépréciée (3) ^a	Moy. = 3,3 Ecart type = 3,11	Min. = 1 Max. = 19,28
Expérience dépréciée (4) ^a	Moy. = 1,23 Ecart type = 1,13	Min. = 0,36 Max. = 7,38
<i>Ancienneté de l'expérience</i>		
Expérience récente	Moy. = 2,89 Ecart type = 2,66	Min. = 1 Max. = 17
Expérience de moyen terme	Moy. = 2,02 Ecart type = 2,99	Min. = 0 Max. = 24
Expérience ancienne	Moy. = 1,84 Ecart type = 2,56	Min. = 0 Max. = 23

^a L'expérience de type (1) a été dépréciée par l'âge, celle de type (2) par la racine carré de l'âge, celle de type (3) par le carré de l'âge et celle de type (4) par une fonction exponentielle de l'âge.

Des variables de contrôle ont été introduites dans l'analyse car celles-ci sont souvent envisagées comme des déterminants de la performance des acquisitions dans la littérature (*cf.* Tableau 2).

La première variable de contrôle, « taille relative », est déduite du rapport entre le chiffre d'affaires (en millions de US\$) de l'acquisition et celui (en millions de US\$) de l'acquéreur. La taille relative est considérée comme une indication des gains futurs liés à l'exploitation d'économies d'échelle et de synergies entre l'acquisition et l'acquéreur (Seth et al., 2002). De nombreuses études empiriques ont analysé la relation entre taille relative et performance à partir des rendements anormaux de l'acquéreur (Asquith et al., 1983 ; Halebian et Finkelstein, 1999 ; Capron et Pistre, 2002 ; Seth et al., 2002 ; Moeller et al., 2004). Il en ressort que les rendements anormaux sont corrélés positivement à la taille relative. Moeller et al. (2004) ont complété cette analyse en considérant que la relation entre taille relative et performance suivait une courbe en U inversé : si les acquisitions de petite taille ne créent pas de valeur pour l'acquéreur, il en est de même pour les acquisitions de grande taille car celles-ci posent de sérieux problèmes d'intégration et génèrent des coûts importants de restructuration. En complément de la taille relative, nous avons ajouté une autre variable de taille qui est celle de l'acquéreur. Cette variable est mesurée par le chiffre d'affaires (en millions de US\$) de l'acquéreur et a été l'objet d'une transformation logarithmique.

Une troisième variable de contrôle, « mode de paiement », correspond à la modalité de financement de l'acquisition : l'acquisition peut ainsi être payée en *cash* (cf. trésorerie, cession d'actifs, dette ou augmentation de capital), en actions ou en combinant les deux (cf. *combo*). Cette variable a été mesurée selon un codage binaire (0, 1) : la valeur 0 a été donnée aux acquisitions payées en *cash* et la valeur 1 à celles payées en actions ou en « *combo* » (i.e., une combinaison de *cash* et d'actions) Au total, 79 acquisitions sur 664 ont été payées en actions ou en *combo* (soit 11,9 % de la population). Les études empiriques s'accordent pour considérer que le mode de paiement de l'acquisition a un impact sur la performance. Cependant, les conclusions divergent selon la mesure de performance qui est utilisée dans ces études : les rendements anormaux des acquéreurs sont plus forts si le paiement de l'acquisition se fait en *cash* (Huang et Walkling, 1987 ; Moeller et al., 2004). Ce résultat est justifié par le constat que les firmes en bonne santé financière (i.e., disposant de liquidités importantes ou d'une forte capacité d'endettement) auront tendance à payer leur acquisition en *cash* plutôt qu'en actions. Les études empiriques utilisant des mesures économiques et financières (e.g., évolution de la rentabilité des actifs

ou des fonds propres de la firme acquéreuse) arrivent à la conclusion inverse et la justifient par le constat que le paiement par échange d'actions souligne le caractère amical de l'acquisition (Healy et *al.*, 1997).

Une quatrième variable de contrôle, « degré de diversification », a été obtenue en comparant le ou les codes SIC de l'acquéreur à celui de la firme acquise. En adaptant la méthodologie de Rumelt (1974), de Bergh (1997) et de Anand et Singh (1997), chaque acquisition a été placée sur une échelle allant de 0 à 4 en comparant les codes SIC de l'acquéreur et de l'entité acquise : l'acquisition a été codée 0 (37,8 % de la population), si les codes SIC ont les quatre chiffres identiques, 1 (7,2 %), si les trois premiers chiffres sont identiques, 2 (18,4 %), si les deux premiers chiffres sont identiques, 3 (9,9 %), si le premier chiffre est identique et 4 (26,7), si les codes SIC sont totalement différents. Des études empiriques utilisant les rendements anormaux comme mesure de performance ont conclu à l'existence d'une relation positive entre le degré de *relatedness* et la performance de l'acquisition (Markides et Oyon, 1998 ; Haleblian et Finkelstein, 1999).

Tableau 2 – Description statistique des variables de contrôle

Taille relative	Moy. = 0,09 Ecart type = 0,46	Min. = 0,0007 Max. = 1,09
Taille de l'acquéreur (millions de US\$)	Moy. = 13 830 Ecart type = 18 628	Min. = 9 Max. = 114 557

L'impact des variables d'expérience et de contrôle sur les probabilités de cession-échec et de cession de politique générale a été examiné en faisant l'hypothèse des risques proportionnels (en anglais, « *proportional hazards assumption* »). Les risques sont considérés comme proportionnels lorsque :

- l'impact des variables d'expérience et de contrôle sur les différentes probabilités de cession est constant au cours du temps ;
- le rapport entre la probabilité de cession de deux acquisitions reste identique, et cela pour n'importe quelle année à l'intérieur de la période à risque.

L'hypothèse des risques proportionnels a été testée pour chaque variable en utilisant la méthode des résidus de Schoenfeld (Schoenfeld,

1982) et a été validée pour toutes les variables d'expérience et de contrôle.

Comme il nous été possible de décrire la forme de la distribution des probabilités de cession-échec et de cession de politique générale au cours du temps (*cf.* figure 2), nous avons utilisé un modèle paramétrique de survie à risques proportionnels. Plusieurs modèles paramétriques existent et nous en avons testé quatre (exponentiel, Weibull, log-normal et log-logistique). Le modèle Weibull a été choisi dans les deux cas (cessions-échecs et cessions de politique générale) car il présentait systématiquement le meilleur ajustement statistique, ce qui vient confirmer ce qui avait été observé « à l'œil » dans la figure 2.

4. Résultats

Le Tableau 3 présente une matrice des corrélations entre les différentes variables d'expérience. Il faut noter la présence de corrélations significatives impliquant le score d'expérience brute et les différents scores d'expérience dépréciée par l'oubli. Afin d'éviter des biais de colinéarité entre ces variables, l'impact de celles-ci sur les probabilités de cession-échec et de cession de politique générale des acquisitions françaises aux États-Unis sera traité dans des modèles de régression séparés.

Tableau 3 – Matrice des corrélations des variables indépendantes

Variables	1	2	3	4	5	6	7
1. Expérience brute	-						
2. Expérience dépréciée (1) ^a	0,899***	-					
3. Expérience dépréciée (2) ^a	0,965***	0,981***	-				
4. Expérience dépréciée (3) ^a	0,798***	0,978***	0,922***	-			
5. Expérience dépréciée (4) ^a	0,805***	0,982***	0,929***	0,998***	-		
6. Expérience récente	0,716***	0,938***	0,86***	0,987***	0,98***	-	
7. Expérience de moyen terme	0,861***	0,727***	0,815***	0,586***	0,613***	0,459**	-
8. Expérience ancienne	0,71***	0,389*	0,53**	0,253	0,247	0,189	0,473*

^a L'expérience de type (1) a été dépréciée par l'âge, celle de type (2) par la racine carré de l'âge, celle de type (3) par le carré de l'âge et celle de type (4) par une fonction exponentielle de l'âge.

* p < 0,1 ** p < 0,05 *** p < 0,01 (test bilatéral).

Afin de tester les différentes hypothèses de recherche, les modèles de régression de Weibull sont présentés dans les Tableaux 4 et 5.

L'impact des variables d'expérience sur les probabilités de cession-échec et de cession de politique générale des acquisitions est examiné dans les modèles 2, 3, 4, 5, 6 et 7 des Tableaux 4 et 5. Il faut noter également que les modèles 1 des Tableaux 4 et 5 concernent exclusivement les variables de contrôle.

Tableau 4 – Modèles de régression de Weibull : test de l'effet de l'expérience sur la probabilité de cession-échec des acquisitions françaises aux États-Unis^{a, b}

Variabiles	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4	Modèle 5	Modèle 6	Modèle 7	Modèle 8
Expérience brute		-0,001 (0,028)						
Expérience dépréciée (1) ^c			-0,011 (0,048)					
Expérience dépréciée (2) ^c				-0,007 (0,04)				
Expérience dépréciée (3) ^c					-0,01 (0,055)			
Expérience dépréciée (4) ^c						-0,037 (0,147)		
Expérience dépréciée en U ^d								-0,119 (0,011)**
Expérience récente							0,017 (0,061)	
Expérience de moyen terme							-0,154 (0,012)**	
Expérience ancienne							0,042 (0,068)	
Taille relative	0,001 (0,002)							
Taille de l'acquéreur	0,136 (0,178)	0,138 (0,202)	0,155 (0,196)	0,153 (0,199)	0,149 (0,192)	0,154 (0,192)	0,156 (0,206)	0,213 (0,192)
Mode de paiement	-0,412 (0,517)	-0,412 (0,517)	-0,409 (0,517)	-0,41 (0,517)	-0,41 (0,517)	-0,409 (0,517)	-0,431 (0,518)	-0,422 (0,517)
Degré de diversification	0,287 (0,077)***	0,287 (0,077)***	0,287 (0,077)***	0,287 (0,077)***	0,287 (0,077)***	0,287 (0,077)***	0,289 (0,077)***	0,291 (0,077)***
Ratio de vraisemblance	-232,601	-232,601	-232,573	-232,582	-232,584	-232,568	-231,614	-231,932
Chi-2 (modèle)	16,63***	16,63***	16,69***	16,67***	16,67***	16,7***	18,61***	17,97***
N (cessions-échecs)	664 (64)	664 (64)	664 (64)	664 (64)	664 (64)	664 (64)	664 (64)	664 (64)

^a Les coefficients positifs indiquent qu'une augmentation de la valeur des variables d'expérience et de contrôle se traduit par une augmentation de la probabilité de cession-échec des acquisitions, et inversement.

^b Les erreurs standards sont présentées entre parenthèses. Les valeurs de la constante ne sont pas reportées dans le tableau.

^c L'expérience de type (1) a été dépréciée par l'âge, celle de type (2) par la racine carré de l'âge, celle de type (3) par le carré de l'âge et celle de type (4) par une fonction exponentielle de l'âge.

^d L'expérience dépréciée en U correspond à une expérience dépréciée de manière curvilinéaire au cours du temps (avec une dépréciation exponentielle pour les expériences anciennes, pas de dépréciation pour les expériences de moyen terme et une forte dépréciation pour les expériences récentes).

* p < 0,1 ** p < 0,05 *** p < 0,01 (test bilatéral).

Tableau 5 – Modèles de régression de Weibull : test de l'effet de l'expérience sur la probabilité de cession de politique générale des acquisitions françaises aux Etats-Unis ^{a, b}

Variables	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4	Modèle 5	Modèle 6	Modèle 7
Expérience brute		0,035 (0,016)**					
Expérience dépréciée (1) ^c			0,085 (0,025)***				
Expérience dépréciée (2) ^c				0,066 (0,022)***			
Expérience dépréciée (3) ^c					0,099 (0,029)***		
Expérience dépréciée (4) ^c						0,264 (0,076)***	
Expérience récente							0,101 (0,033)***
Expérience de moyen terme							0,012 (0,037)
Expérience ancienne							-0,023 (0,054)
Taille relative	-0,001 (0,006)	-0,001 (0,005)	-0,001 (0,005)	-0,001 (0,005)	-0,001 (0,005)	-0,001 (0,005)	-0,001 (0,005)
Taille de l'acquéreur	0,762 (0,17)***	0,574 (0,188)***	0,515 (0,183)***	0,518 (0,186)***	0,542 (0,18)***	0,536 (0,18)***	0,583 (0,191)***
Mode de paiement	0,146 (0,3)	0,141 (0,298)	0,131 (0,299)	0,136 (0,298)	0,128 (0,299)	0,13 (0,299)	0,124 (0,299)
Degré de diversification	0,286 (0,061)***	0,28 (0,061)***	0,28 (0,06)***	0,28 (0,06)***	0,281 (0,06)***	0,281 (0,06)***	0,279 (0,06)***
Ratio de vraisemblance	-360,737	-358,538	-355,865	-356,748	-355,576	-355,509	-355,722
Chi-2 (modèle)	60,42***	64,82***	70,17***	68,4***	70,75***	70,88***	70,45***
N (cessions de politique générale)	664 (116)	664 (116)	664 (116)	664 (116)	664 (116)	664 (116)	664 (116)

^a Les coefficients positifs indiquent qu'une augmentation de la valeur des variables d'expérience et de contrôle se traduit par une augmentation de la probabilité de cession de politique générale des acquisitions, et inversement.

^b Les erreurs standards sont présentées entre parenthèses. Les valeurs de la constante ne sont pas reportées dans le tableau.

^c L'expérience de type (1) a été dépréciée par l'âge, celle de type (2) par la racine carré de l'âge, celle de type (3) par le carré de l'âge et celle de type (4) par une fonction exponentielle de l'âge.

* p < 0,1 ** p < 0,05 *** p < 0,01 (test bilatéral).

Les modèles testant un impact de l'expérience d'acquisitions sur les différentes probabilités de cession présentent tous une très bonne qualité d'ajustement statistique (à p < 0,001).

La première variable d'expérience, l'expérience brute, affiche un coefficient statistiquement significatif dans sa relation avec la probabilité de cession de politique générale. Le Tableau 5 fait apparaître une relation positive entre l'expérience d'acquisitions et la probabilité de cession de politique générale de l'acquisition en cours. En d'autres termes, une activité intense d'acquisitions va s'accompagner d'une activité intense de cessions pour motifs de recentrage ou de désendettement. En appliquant la formule suivante $([\exp(\text{coefficient})-1]*100 \%)$ au coefficient d'expérience brute, nous pouvons préciser que chaque

nouvelle expérience ou acquisition réalisée par une firme française accroît de 4 % la probabilité de cession de politique générale d'une acquisition future. En revanche, la probabilité de cession-échec des acquisitions aux États-Unis semble indépendante du niveau de score d'expérience brute des acquéreurs français. Ces résultats indiquent que l'expérience brute d'acquisitions n'affecte pas la probabilité de cession-échec, ce qui est cohérent avec les résultats de Zollo et Singh (2004), mais qu'elle accroît la probabilité d'une « bonne » cession. Ces différents constats nous conduisent à valider l'Hypothèse 1a et à invalider l'Hypothèse 1b.

La deuxième variable d'expérience, l'expérience dépréciée par l'oubli, comprend quatre scores différents : un score déprécié par l'âge de l'expérience (*cf.* expérience dépréciée (1)), un par la racine carré de l'âge (*cf.* expérience dépréciée (2)), un par le carré de l'âge (*cf.* expérience dépréciée (3)) et un par la fonction exponentielle de l'âge (*cf.* expérience dépréciée (4)). Comme pour l'expérience brute, les relations significatives sont celles associant l'expérience dépréciée à la probabilité de cession de politique générale. Plus précisément, il ressort du Tableau 5 que les quatre scores d'expérience dépréciée par l'oubli ont un impact positif sur la probabilité de cession de politique générale, ce qui nous conduit à valider l'Hypothèse 2a et à invalider l'Hypothèse 2b. De plus, la comparaison des ratios de vraisemblance des modèles 2, 3, 4, 5 et 6 du Tableau 5 nous permet de déduire que ce sont les modèles testant l'impact de l'expérience dépréciée par l'âge (ratio de vraisemblance = -355,86), de l'expérience dépréciée par le carré de l'âge (-355,57) et de l'expérience dépréciée par une fonction exponentielle de l'âge (-355,5) qui présentent un ajustement statistique supérieur aux modèles testant l'impact de l'expérience brute (-358,53) et de l'expérience dépréciée par la racine carré de l'âge (ratio de vraisemblance = -356,74). Ainsi, l'impact le plus fort de l'expérience sur la probabilité de cession de politique générale est enregistré lorsqu'on introduit une influence forte de l'oubli sur le stock d'expérience des firmes acquéreuses. Les approches plus radicales de l'expérience d'acquisitions, *i.e.*, celles considérant sur un pied d'égalité les expériences récentes et anciennes ou, au contraire, celles accordant une place prépondérante aux toutes dernières expériences, ont un pouvoir explicatif plus fort. Ces résultats se distinguent en partie de ceux d'Ingram et Baum (1997) et de Baum et Ingram (1998) qui observent que la survie de la population des hôtels de Manhattan entre 1898 et

1980 est affectée tout particulièrement par une expérience qui a été dépréciée par un oubli léger. Ces différents constats nous conduisent à valider partiellement l'Hypothèse 3a et à invalider l'Hypothèse 3b.

La troisième variable d'expérience, l'ancienneté de l'expérience, recouvre trois périodes distinctes d'expérience : une première correspond aux acquisitions réalisées l'année précédente ou la même année que l'acquisition de référence (*cf.* période [-1 ; 0]), une deuxième aux acquisitions réalisées sur la période [-4 ; -2] et une troisième aux acquisitions réalisées sur la période [-15 ; -5]). L'ancienneté de l'expérience a un impact significatif mais différencié sur les probabilités de cession-échec et de cession de politique générale. La probabilité de cession de politique générale est reliée positivement à l'expérience récente. Chaque acquisition supplémentaire en [-1 ; 0] accroît de 10,6 % la probabilité de cession de politique générale de l'acquisition en cours. Par ailleurs, la relation entre la probabilité de cession-échec et l'expérience de moyen terme est négative. Chaque acquisition supplémentaire en [-4 ; -2] réduit de 16,6 % la probabilité de cession-échec de l'acquisition en cours. Seule l'expérience ancienne ne présente aucune relation significative avec les différentes probabilités de désinvestissement, ce qui tendrait à conforter l'idée d'une influence forte de l'oubli sur le stock d'expérience des firmes acquéreuses. Ces résultats conduisent à invalider l'Hypothèse 4a et à valider l'Hypothèse 4b. Les lois sur l'oubli (Wixted, 2004) s'appliquent donc de manière cohérente aux cessions-échecs. Ces lois sur l'oubli ainsi que nos résultats nous conduisent à formuler une nouvelle variable d'expérience dépréciée par l'oubli pour l'acquéreur i au moment de l'acquisition a , ED_{ai} , de la manière suivante :

$$ED_{ai} = \sum_{t=-15}^{t=-5} \frac{E_{ait}}{D_t} + \sum_{t=-4}^{t=-2} E_{ait} + \sum_{t=-1}^{t=0} \frac{E_{ait}}{15}$$

Cette formulation permet de modéliser un score d'expérience d'acquisitions pour lequel (1) le poids des expériences les plus récentes est peu significatif (sur la période [-1 ; 0], le score d'expérience brute est divisé par 15), (2) le poids des expériences à moyen terme est le plus fort, du fait de l'enrichissement par les traces mnésiques les plus anciennes et du délai de codification et d'intégration des connaissances liées aux acquisitions passées, et (3) le poids des expériences les plus anciennes est moins significatif, du fait d'un oubli exponentiel (Simon,

1966 ; Argote et *al.*, 1990 ; Argote, 1999). Dans ce dernier cas, l'effet de dépréciation du temps sur la période [-15 ; -5], D_t , suit une fonction exponentielle de l'âge de l'expérience. Le Tableau 4 (*cf.* modèle 8) montre que ce mode de dépréciation curvilinéaire a un impact significatif et négatif sur la probabilité de cession-échec des acquisitions. De plus, il ressort de la comparaison des ratios de vraisemblance des modèles 2, 3, 4, 5 et 6 du Tableau 4 avec celui du modèle 8 que le mode de dépréciation curvilinéaire de l'expérience est celui qui présente le meilleur ajustement statistique (ratio de vraisemblance = -594,887).

En ce qui concerne les variables de contrôle, seul le degré de diversification a un impact significatif et positif à la fois sur la probabilité de cession-échec et sur celle de cession de politique générale. Ainsi, plus l'acquisition se fait dans des secteurs d'activité éloignés de celui de l'acquéreur, plus les risques de désinvestissement, quel que soit le motif de désinvestissement, sont forts : chaque écart type supplémentaire de valeur 1 accroît de 55 % la probabilité de cession-échec et de 33,1 % la probabilité de cession de politique générale de l'acquisition en cours. Ce résultat est cohérent avec celui obtenu par les études empiriques sur la relation entre le degré de *relatedness* et la performance de l'acquisition (Bergh, 1997 ; Anand et Singh, 1997 ; Markides et Oyon, 1998 ; Halebian et Finkelstein, 1999). Les coefficients de la variable de contrôle, « taille de l'acquéreur », confirment aussi la nécessité de différencier les désinvestissements en cessions-échecs et cessions de politique générale. En effet, cette variable a un impact significatif et positif sur la probabilité de cession de politique générale alors que celle-ci n'a pas d'impact sur la probabilité de cession-échec. Il ressort ainsi du modèle 1 du Tableau 5 que plus l'acquéreur a une taille importante, ce qui signifie qu'il a de fortes chances de posséder un large portefeuille d'activités, plus forte sera la probabilité qu'il cède certaines acquisitions passées dans le cadre d'une politique de recentrage ou de désendettement.

En contradiction avec la littérature, il ressort de cette recherche que la survie des acquisitions n'est pas un indicateur suffisant de performance des acquisitions. Les désinvestissements ont en effet des objectifs différents, tous ne peuvent être considérés comme des échecs. Si l'expérience des acquisitions détermine la probabilité de désinvestissement, elle affecte en revanche de manière différente les cessions-échecs et les cessions de politique générale : l'expérience brute ne diminue pas le risque d'échec, mais elle augmente la probabilité

d'effectuer une bonne cession. Conformément aux lois sur l'oubli, seule l'expérience de moyen terme diminue le risque de cession-échec.

Discussion et perspectives

L'objectif de cet article était d'analyser l'impact de l'expérience d'acquisitions, brute et dépréciée par l'oubli organisationnel, sur le désinvestissement des entités acquises, en tenant compte des motifs du désinvestissement. Cet article apporte trois contributions majeures.

La littérature tend à considérer le désinvestissement comme une option homogène, dont l'alternative unique est la survie. De plus, toute acquisition désinvestie (Shaver et al., 1997) est considérée comme un échec. Or, les désinvestissements recouvrent des réalités différentes (Kaplan et Weisbach, 1992). C'est pourquoi nous avons distingué deux motifs de désinvestissement : les cessions-échecs et les cessions de politique générale. Les résultats confirment la pertinence de cette distinction : le motif de désinvestissement est un facteur discriminant significatif. Il génère des différences de performance, de ROS (*return on sales*) de l'entité acquise, de valeur créée par l'acquéreur, d'impact des variables de contrôle et d'impact de l'expérience d'acquisitions. Tout concourt donc à distinguer les cessions-échecs des cessions de politique générale, et à avoir une approche plus pertinente de la performance des acquisitions. Il est d'ailleurs intéressant de noter que, au sein de la population des acquisitions françaises aux États-Unis, la probabilité de désinvestissement est de 27,2 %, tous motifs confondus. Cette probabilité brute est conforme à celle de Shaver et al. (1997), et confirme l'idée généralement admise que l'acquisition est une opération risquée. Cependant, si l'on considère les seules cessions-échecs de notre population, la probabilité tombe à 9,6 %, tendant à modérer cette conclusion. Corrélativement, il apparaît que les recherches sur la relation entre expérience et survie des acquisitions n'appréhendent qu'une partie de la réalité.

Deuxième contribution, l'expérience d'acquisitions affecte la probabilité de désinvestissement en général. Cependant, elle influence différemment les probabilités de cession-échec et de cession de politique générale des acquisitions. Positif pour la probabilité de cession de politique générale, l'impact le plus significatif est enregistré pour une expérience fortement dépréciée par l'oubli. Négatif pour la probabilité de

cession-échec, l'impact le plus significatif est enregistré pour une expérience dépréciée de manière curvilinéaire (en forme de U) au cours du temps (dépréciation exponentielle pour les expériences anciennes, pas de dépréciation pour les expériences de moyen terme et forte dépréciation pour les expériences récentes).

Ce constat suggère que deux compétences, développées par l'expérience, sont à l'œuvre dans le désinvestissement (et donc dans la survie) d'une acquisition, compétences dont la nature et le processus d'oubli sont distincts. La première est une compétence en « management de l'acquisition » et diminue la probabilité de cession-échec. Elle renvoie à la sélection de la cible, à la gestion du processus d'acquisition et d'intégration post-acquisition (Gregory, 1997 ; Ashkenas et *al.*, 1998 ; Zollo et Singh, 2004). Elle est affectée par l'oubli conformément aux lois de Jost et de Ribot : nécessité d'intégration des expériences récentes et oubli exponentiel des expériences lointaines. La seconde est une compétence en « management du portefeuille d'acquisitions » et augmente la probabilité de cession de politique générale. Elle est conforme à la loi de Jost uniquement. Notre recherche ne confirme pas la loi de Ribot, puisque l'expérience d'acquisitions semble se consolider rapidement. Nous pouvons avancer que cette compétence serait la composante d'une méta-compétence, plus large, en matière de gestion de portefeuille d'activités. Elle renvoie à des connaissances liées à la gestion du recentrage, au *timing* de la cession, à l'optimisation de la plus-value de cession, au choix du bon acquéreur, au choix du rythme des cessions et à la réduction des coûts de transaction (Bethel et Liebeskind, 1993 ; Bowman et Singh, 1993).

Cette méta-compétence est, par nature, moins sensible au contexte de notre recherche, et dépend d'autres expériences : céder une acquisition aux USA est probablement moins spécifique que conserver et faire vivre une acquisition aux USA. Des cessions de politique générale ou des restructurations dans d'autres pays peuvent donc se consolider et impacter cette compétence en gestion de portefeuille, ce que nous n'avons pas pu mesurer. De surcroît, dans une logique de management de portefeuille, une firme n'a pas vocation à conserver des acquisitions ; l'objectif est de rationaliser et de valoriser la cible pour la céder. La firme doit donc privilégier des flux réguliers d'entrées et de sorties. À ce titre, plus les flux entrants sont nombreux, plus la probabilité de cession à court terme est élevée. C'est pourquoi le stock d'expérience récente influence fortement la probabilité de cession stratégique. Cette

inférence est renforcée par le fait que la taille de l'acquéreur a un impact positif sur la probabilité de cession de politique générale, ce qui n'est pas le cas pour les cessions-échecs.

Troisième contribution, cette recherche renforce la compréhension des phénomènes d'apprentissage et d'oubli collectifs. D'une part, les organisations ont besoin de temps, suite à une expérience, pour consolider les connaissances acquises et les transformer en compétences qui vont leur permettre d'accroître leur performance (Nonaka et Takeuchi, 1995 ; Zollo et Singh, 2004). D'autre part, elle explique que, malgré un phénomène d'oubli exponentiel, l'effet d'expérience existe, paradoxe expliqué par la loi de Jost. Ce double constat démontre l'importance des pratiques de capitalisation et de retour d'expérience, sans lesquelles une expérience ne peut se consolider et disparaît très rapidement. Ceci est d'autant plus vrai pour les expériences complexes que sont les acquisitions.

Cet article présente trois limites. Première limite, les lois de Jost et de Ribot sont des lois sur l'oubli individuel. Le passage du niveau individuel au niveau collectif est toujours délicat, l'oubli organisationnel n'étant probablement pas uniquement une somme d'oublis individuels. Pour autant, le passage de l'individuel au collectif peut se légitimer. D'une part, les phénomènes expliqués par les lois de Jost et Ribot peuvent se justifier au niveau collectif : besoin de temps pour consolider de l'expérience et la transformer en compétence collective ; phénomènes d'érosion progressive de la mémoire collective concernant une acquisition passée, notamment du fait du *turnover* des équipes qui ont vécu l'événement. D'autre part, des recherches en psychologie justifient le passage de lois individuelles à des lois collectives : ainsi, Reisel et Koppelman (2001) appliquent à des équipes sportives des lois concernant l'échec individuel pour en vérifier la validité.

Deuxième limite, le contexte de la recherche est très spécifique, à savoir les acquisitions françaises aux USA. Si du point de vue méthodologique, cette restriction présente un avantage, elle limite la portée de la recherche. Qu'en est-il des acquisitions en général ? Plus spécifiquement, les acquisitions impliquant des firmes de pays émergents obéissent-elles aux mêmes principes ?

Troisième limite, notre expérimentation n'intègre pas d'informations concernant l'hétérogénéité des expériences d'acquisitions. Nous n'avons pris en compte que le stock d'acquisitions, sans considérer que la performance d'une acquisition peut également être déterminée par

d'autres expériences (coentreprises, filiales,...). Comme l'ont montré Very et Schweiger (2001), la performance des acquisitions internationales est aussi déterminée par les expériences antérieures du pays en général.

Ces limites ouvrent, bien entendu, des perspectives pour des recherches futures. Nos résultats conduisent, en particulier, à proposer deux pistes d'investigation pour l'avenir, intéressantes du point de vue de la théorie de l'apprentissage organisationnel. D'une part, il serait pertinent d'étudier plus précisément l'impact des séquences d'acquisitions sur la performance. Compte tenu des présupposés de la loi de Jost (une expérience nouvelle enrichit en priorité les traces mnésiques anciennes), il serait judicieux d'explorer l'impact du rythme des acquisitions sur la performance. D'autre part, une distinction entre « cessions-échecs » et « cessions de politique générale » a été opérée, ce que la littérature sur la relation entre expérience des acquisitions et performance des acquisitions n'avait pas fait jusque là. Il serait donc intéressant de travailler spécifiquement sur les véritables échecs, pour analyser leur place dans l'apprentissage et leur impact sur la performance des acquisitions futures.

Bibliographie

- Allison P.D. (1984), *Event History Analysis*, Sage University Paper.
- Anand J. et Singh H. (1997), « Asset Redeployment, Acquisitions and Corporate Strategy in Declining Industries », *Strategic Management Journal*, vol. 18, Summer, Special Issue, p. 99-118.
- Anderson J.R. (2000), *Learning and Memory : An Integrated Approach*, Wiley.
- Argote L. (1999), *Organizational Learning. Creating, Retaining and Transferring Knowledge*, Kluwer Academic Publishers.
- Argote L., Beckman D. et Epple D. (1990), « The Persistence and Transfer of Learning in Industrial Settings », *Management Science*, vol. 36, n° 2, p. 140-154.
- Arthur J.B. et Huntley C.L. (2005), « Ramping up the Organizational Learning Curve : Assessing the Impact of Deliberate Learning on Organizational Performance under Gainsharing », *Academy of Management Journal*, vol. 48, n° 6, p. 1159-1170.

- Ashkenas R.N., DeMonaco L.J. et Francis S.C. (1998), « Making the Deal Real : How GE Capital integrates Acquisitions », *Harvard Business Review*, vol. 76, n° 1, p. 165-178.
- Asquith P., Bruner R.F. et Mullins D.W. (1983), « The Gains to Bidding Firms from Mergers », *Journal of Financial Economics*, vol. 11, n° 1, p. 121-139.
- Bailey C.D. (1989), « Forgetting and the Learning Curve : A Laboratory Study », *Management Science*, vol. 35, n° 3, p. 340-352.
- Baum J.A. et Ingram P. (1998), « Survival-Enhancing Learning in the Manhattan Hotel Industry, 1898-1980 », *Management Science*, vol. 44, n° 7, p. 996-1016.
- Baum J.A.C., Xiao L.S. et Usher J.M. (2000), « Making the Next Move : How Experimental and Vicarious Learning Shape the Locations of Chains' Acquisitions », *Administrative Science Quarterly*, vol. 45, n° 4, p. 766-801.
- Beckman C.M. et Haunschild P.R. (2002), « Network Learning : The Effects of Partners' Heterogeneity of Experience on Corporate Acquisitions », *Administrative Science Quarterly*, vol. 47, n° 1, p. 92-124.
- Benkard C.L. (2000), « Learning and Forgetting : The Dynamics of Aircraft Production », *American Economic Review*, vol. 90, n° 4, p. 1034-1054.
- Bergh D.D. (1997), « Predicting Divestiture of Unrelated Acquisitions : An Integrative Model of *ex ante* Conditions », *Strategic Management Journal*, vol. 18, n° 9, p. 715-731.
- Bethel J.E. et Liebeskind J. (1993), « The Effects of Ownership Structure on Corporate Restructuring », *Strategic Management Journal*, vol. 14, p. 15-31.
- Bettis R.A. et Prahalad C.K. (1995), « The Dominant Logic : Retrospective and Extension », *Strategic Management Journal*, vol. 16, n° 1, p. 5-14.
- Bowman E.H. et Singh H. (1993), « Corporate Restructuring : Reconfiguring the Firm », *Strategic Management Journal*, vol. 14, n° 4, p. 5-14.
- Brainerd C.J., Kingma J. et Howe M.L. (1985), « On the Development of Forgetting », *Child Development*, October, p. 1103-1119.
- Brown S.L. et Eisenhardt K.M. (1997), « The Art of Continuous Change : Linking Complexity Theory and Time-Paced Evolution in Relentlessly Shifting Organizations », *Administrative Science Quarterly*, vol. 42, n° 1, p. 1-34.

- Bruton G.D., Oviatt B.M. et White M.A. (1994), « Performance of Acquisitions of Distressed Firms », *Academy of Management Journal*, vol. 37, n° 4, p. 972-998.
- Capron L. et Pistre N. (2002), « When Do Acquirers Earn Abnormal Returns ? », *Strategic Management Journal*, vol. 23, n° 9, p. 781-794.
- Darr E.D. et Argote L. (1995), « The Acquisition, Transfer, and Depreciation of Knowledge in Service Organizations : Productivity in Franchises », *Management science*, vol. 41, n° 11, p. 1750-1762.
- Day G.S. (1994), « Continuous Learning about Markets », *California Management Review*, vol. 36, Summer, p. 9-31.
- Finkelstein S. et Haleblian J. (2002), « Understanding Acquisition Performance : The Role of Transfer Effects », *Organization Science*, vol. 13, n° 1, p. 36-47.
- Gersick C.J.G. (1994), « Pacing Strategic Change : The Case of a New Venture », *Academy of Management Journal*, vol. 37, n° 1, p. 9-45.
- Gregory A. (1997), « An Examination of the Long Run Performance of UK Acquiring Firms », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 24, n° 7, p. 971-1002.
- Haleblian J., Kim J. et Rajagopalan N. (2006), « The Influence of Acquisition Experience and Performance on Acquisition Behavior : Evidence from the U.S. Commercial Banking Industry », *Academy of Management Journal*, vol. 49, n° 2, p. 357-370.
- Haleblian J. et Finkelstein S. (1999), « The Influence of Organizational Experience on Acquisition Performance : A Behavioral Learning Perspective », *Administrative Science Quarterly*, vol. 44, n° 1, p. 29-56.
- Hamilton R.T. et Chow Y.K. (1993), « Why Managers Divest - Evidence from New Zealand's Largest Companies », *Strategic Management Journal*, vol. 14, n° 6, p. 479-484.
- Hayward M.L. (2002), « When Do Firms Learn from their Acquisition Experience ? Evidence from 1990-1995 », *Strategic Management Journal*, vol. 23, n° 1, p. 21-39.
- Healy P.M., Palepu K.G. et Ruback R.S. (1997), « Which Takeovers are Profitable : Strategic or Financial ? », *Sloan Management Review*, vol. 38, n° 4, p. 45-57.
- Hedberg, B. (1981), « How Organizations Learn and Unlearn », in P.C. Nystrom et W.H. Starbuck (Eds.), *Handbook of Organizational Design : Adapting Organizations to their Environments*, Oxford University Press, p. 3-27.

- Henderson J. et Cool K. (2003), « Learning to Time Capacity Expansions : An Empirical Analysis of the Worldwide Petrochemical Industry, 1975-95 », *Strategic Management Journal*, vol. 24, n° 5, p. 393-413.
- Hoskisson R.E., Johnson R.A. et Moesel D.D. (1994), « Corporate Divestiture Intensity in Restructuring Firms : Effects of Governance, Strategy and Performance », *Academy of Management Journal*, vol. 37, n° 5, p. 1207-1251.
- Huang Y.S. et Walkling R.A. (1987), « Target Abnormal Returns Associated with Acquisition Announcements », *Journal of Financial Economics*, vol. 19, n° 2, p. 329-349.
- Ingram P. et Baum J.A. (1997), « Opportunity and Constraint : Organizations' Learning from the Operating and Competitive Experience of Industries », *Strategic Management Journal*, vol. 18, Summer Special Issue, p. 75-98.
- Inkpen A.C. et Sundaram A.K., Rockwood K. (2000), « Cross-Border Acquisitions of U.S. Technology Assets », *California Management Journal*, vol. 42, n° 3, p. 50-71.
- Irwin D.A. et Klenow P.J. (1994), « Learning-by-Doing Spillovers in the Semi-Conductor Industry », *Journal of Political Economy*, vol. 102, n° 6, p. 1200-1227.
- Jost A. (1897), « Die Assoziationsfestigkeit in ihrer Abhängigkeit von der Verteilung der Wiederholungen », *Zeitschrift für Psychologie und Physiologie der Sinnesorgane*, n° 16, p. 436-472.
- Kalbfleisch J.D. et Prentice R.L. (1980), *The Statistical Analysis of Failure Time Data*, John Wiley.
- Kaplan S.N. et Weisbach M.S. (1992), « The Success of Acquisitions : Evidence from Divestitures », *Journal of Finance*, vol. 47, n° 1, p. 107-138.
- Lansdale M. et How T.T. (1996), « An Analysis of Errors in the Learning, Overlearning, and Forgetting of Sequences », *Quarterly Journal of Experimental Psychology*, vol. 49A, n° 2, p. 341-356.
- Levinthal D. et March J.G. (1993), « The Myopia of Learning », *Strategic Management Journal*, Special Issue, p. 94-112.
- Levitt B. et March J.G. (1988), « Organizational Learning », in W.R. Scott (Ed.), *Annual Review of Sociology*, vol. 14, p. 319-340.
- Li J.T. (1995), « Foreign Entry and Survival : Effects of Strategic Choices on Performance in International Markets », *Strategic Management Journal*, vol. 16, n° 5, p. 333-351.

- Lyles M.A. et Schwenk C.R. (1992), « Top Management, Strategy and Organizational Knowledge Structures », *Journal of Management Studies*, vol. 29, n° 2, p. 155-174.
- Markides C. et Oyon D. (1998), « International Acquisitions : Do They Create Value for Shareholders ? », *European Management Journal*, vol. 16, n° 2, p. 125-135.
- Martin de Holan P. et Phillips N. (2004), « Remembrance of Things Past ? The Dynamics of Organizational Forgetting », *Management Science*, vol. 50, n° 11, p. 1603-1613.
- Meschi P.X. et Métais E. (2002), « Investissements Français aux États-Unis, Stratégies de Croissance Externe et Réactions du Marché Boursier », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 5, n° 1, p. 129-165.
- Meschi P.X. et Métais E. (2006), « International Acquisition Performance and Experience : A Resource-Based View », *Journal of International Management*, vol. 12, n° 4, p. 430-448.
- Miner A.S. et Mezias S.J. (1996), « Ugly Duckling no More : Past and Futures of Organizational Learning Research », *Organization Science*, vol. 7, n° 1, p. 88-99.
- Moeller S.B., Schlingemann F.P. et Stulz R.M. (2004), Firm Size and the Gains from Acquisitions », *Journal of Financial Economics*, vol. 73, n° 2, p. 201-228.
- Montgomery C.A. et Thomas A.R. (1988), « Divestment : Motives and Gains », *Strategic Management Journal*, vol. 9, p. 93-97.
- Nonaka I., Takeuchi H. (1995), *The Knowledge-Creating Company*, Oxford University Press.
- Nye W.W. (1996), « Firm-Specific Learning-by-Doing in Semiconductor Production : Some Evidence from the 1986 Trade Agreement », *Review of Industrial Organization*, vol. 77, n° 3, p. 383-394.
- Pisano G.P., Bohmer R.M.J. et Edmondson A.C., « Organizational Differences in Rates of Learning : Evidence from the Adoption of Minimally Invasive Cardiac Surgery », *Management Science*, vol. 47, n° 6, p. 752-768.
- Polanyi M. (1966), *The Tacit Dimension*, Anchor Day Books.
- Reisel W.D. et Koppelman R.E. (2001), « The Effects of Failure on Subsequent Group Performance in a Professional Sports Setting », *The Journal of Psychology*, vol. 129, n° 1, p. 103-113.
- Ribot T. (1881), *Les Maladies de la Mémoire*, Germer Bailliere.
- Rumelt R.P. (1974), *Strategy, Structure and Economic Performance*, Harvard Business School Press.

- Schendel J.D., Shields J.L. et Katz M.S. (1978), « Retention of Motor Skills : Review », Technical Paper 313, U.S. Army, Research Institute for the Behavioral and Social Sciences, Alexandria, Virginia.
- Schoenfeld D. (1982). « Partial Residuals for the Proportional Hazards Regression Model », *Biometrika*, vol. 69, p. 239-241.
- Seth A., Song K.P. et Pettit R.R. (2002), « Value Creation and Destruction in Cross-Border Acquisitions : An Empirical Analysis of Foreign Acquisitions of U.S. Firms », *Strategic Management Journal*, vol. 23, n° 10, p. 921-940.
- Shaver J.M., Mitchell W. et Yeung B. (1997), « The Effect of Own-Firm and Other-Firm Experience on Foreign Direct Investment Survival in the United States, 1987-92 », *Strategic Management Journal*, vol. 18, n° 10, p. 811-824.
- Simon H.A. (1966), « A Note on Jost's Law and Exponential Forgetting », *Psychometrika*, vol. 31, n° 4, p. 505-506.
- Slamecka N.J. et McElree B. (1983), « Normal Forgetting of Verbal Lists as a Function of Their Degree of Learning », *Journal of Experimental Psychology : Learning, Memory, and Cognition*, n° 9, p. 384-397.
- Squire L.R., Clark R.E. et Knowlton B.J. (2001), « Retrograde Amnesia », *Hippocampus*, n° 11, p. 50-55.
- Vermeulen F. et Barkema H. (2001), « Learning through Acquisitions », *Academy of Management Journal*, vol. 44, n° 3, p. 457-476.
- Véry P. et Schweiger D.M. (2001), « The Acquisition Process as a Learning Process : Evidence from a Study of Critical Problems and Solutions in Domestic and Cross-Border Deals », *Journal of World Business*, vol. 36, n° 1, p. 11-31.
- Wixted J.T. (2004), « On Common Ground : Jost's (1897) Law of Forgetting and Ribot's (1881) Law of Retrograde Amnesia », *Psychological Review*, vol. 111, n° 4, p. 864-879.
- Zaheer S. et Mosakowski E. (1997), « The Dynamics of the Liability of Foreignness : A Global Study of Survival in Financial Services », *Strategic Management Journal*, vol. 18, n° 6, p. 439-464.
- Zollo M. et Singh H. (2004), « Deliberate Learning in Corporate Acquisitions : Post-Acquisition Strategies and Integration Capability in U.S. Bank Mergers », *Strategic Management Journal*, vol. 25, n° 13, p. 1233-1256.