

Les firmes apprennent-elles de leurs échecs d'acquisition ?*

Pierre-Xavier MESCHI

IAE Aix-en-Provence (CERGAM) & Skema Business School

Emmanuel METAIS

EDHEC Business School

Classification JEL : M160 – Réception : avril 2009 ; Acceptation : avril 2010

Correspondance : pierre-xavier.meschi@iae-aix.com

Résumé : Mobilisant un cadre théorique fondé sur l'apprentissage myopique et l'apprentissage des échecs, nous testons, sur un échantillon de 632 acquisitions françaises aux États-Unis, l'idée qu'une firme ayant connu des échecs dans ses acquisitions passées connaîtra davantage d'échecs dans ses acquisitions futures. Nous évaluons l'effet modérateur de la magnitude des échecs passés et du volume d'expérience des acquisitions. Les résultats montrent qu'une firme ayant échoué par le passé est davantage susceptible d'échouer dans ses acquisitions futures, surtout suite à un échec de forte magnitude. Dans ce dernier cas, les résultats suggèrent, paradoxalement, un effet démultipliateur de l'expérience sur la probabilité d'échec de la prochaine acquisition.

Mots clés : Acquisition – croissance externe internationale – échec – apprentissage organisationnel – expérience.

Abstract: Through the lens of a theoretical framework based on learning myopia and learning from failure, we examine the idea that a firm that has experienced failures in its past acquisitions is more likely to fail in its future acquisitions. We also examine moderating effects linked to the magnitude of failure and to the stock of acquisition experience. Our sample is made up of 632 acquisitions made by French firms in the United States. We find that a firm which has failed in a past acquisition is more likely to fail in its future acquisitions, especially after a failure of high magnitude. Our results also suggest an experience multiplier effect on the likelihood of failure of the focal acquisition.

Key words: Acquisition – international external growth – failure – organizational learning – experience.

* Les auteurs remercient les deux évaluateurs de la revue ainsi que les professeurs Jean-Luc Arrègle, Louis Hébert, Philippe Véry et Johannes Pennings pour leurs remarques et suggestions.

Début octobre 2008, le groupe automobile français Renault entamait des négociations avec le fonds d'investissement Cerberus pour discuter d'une éventuelle acquisition de Chrysler. Dans les jours suivants, Renault a vu son cours boursier chuter de plus de 20 % et s'organiser une fronde d'actionnaires opposés à ce projet, poussant Cerberus à abandonner les négociations. Ces négociations ont suscité, dès leur origine, l'inquiétude des investisseurs et des actionnaires qui gardaient présent à l'esprit l'échec de Daimler avec Chrysler, mais aussi l'expérience malheureuse de Renault aux États-Unis vingt années plus tôt. Renault avait acquis, en effet, *American Motors* (AMC) en 1980 pour le revendre 8 ans plus tard à Chrysler dans des conditions désastreuses, après avoir accumulé plus de 4 milliards de dollars de pertes.

L'exemple de Renault pose la question de la relation entre expérience et performance dans les acquisitions. De nombreuses recherches ont évalué l'impact du stock d'expériences d'acquisition sur la performance des acquisitions futures et, d'une manière plus générale, sur l'existence d'un apprentissage expérientiel dans les acquisitions. L'exemple de Renault s'inscrit dans ce débat, mais nous conduit à aborder l'expérience des acquéreurs sous un autre angle, celui de l'apprentissage post-échec.

La théorie de l'apprentissage organisationnel considère, en effet, que les échecs marquent les firmes. Ces dernières sont donc naturellement amenées à les analyser pour en tirer les conséquences et engager les changements pour les éviter à l'avenir. Cependant, tout un pan de la littérature sur l'apprentissage organisationnel soutient que les firmes apprennent difficilement de leurs échecs voire, au contraire, reproduisent et même aggravent leurs erreurs au fil du temps, en détériorant ainsi leur performance. Du fait de la myopie de l'apprentissage, une firme peut tomber dans un piège de l'échec (Levinthal et March, 1993 ; March, 2006).

L'objectif de cet article est de répondre à la question suivante : les entreprises apprennent-elles de leurs échecs d'acquisition? Cette question générale se décline en deux sous-questions : (i) une firme peut-elle tomber dans un piège de l'échec de ses acquisitions ? (ii) Est-ce que l'expérience des acquisitions protège une firme contre ce piège ? À notre connaissance, la littérature sur les acquisitions se focalisant largement sur les succès, les concepts d'apprentissage myopique et de piège de l'échec n'ont jamais été appliqués pour analyser la performance des acquisitions, en particulier pour comprendre les échecs d'acquisitions.

Cet article se compose de quatre parties. La première partie défend l'idée que les firmes n'apprennent qu'imparfaitement de leurs échecs d'acquisition, pour aboutir à la formulation de sept hypothèses. La deuxième partie présente les données, les variables et les méthodes d'analyses. Le test des hypothèses et les résultats sont l'objet de la troisième partie. La dernière partie synthétise les apports et limites de la recherche, sur le plan académique, méthodologique et managérial, pour aboutir à une conclusion proposant de possibles prolongements.

1. Expérience des acquisitions et leur échec

« *Les organisations et les individus qui les composent augmentent souvent leur performance dans la répétition d'une même tâche* » (Levinthal et March, 1993, p. 96). En analysant les décalages entre les résultats espérés de leurs décisions et les conséquences réelles de leurs actions successives, les firmes améliorent leur performance par sélection, en répétant davantage les actions qui ont abouti à un succès et en réduisant celles qui ont produit des résultats négatifs (March 2006). Cette théorie est validée par les travaux sur la courbe d'expérience (Yelle, 1979 ; Darr et Argote, 1995 ; Benkard, 2000).

Dans le domaine des acquisitions, l'objectif de plusieurs études empiriques est d'appliquer le concept d'apprentissage expérientiel, pour étudier l'impact de l'expérience d'acquisitions passées (volume, décisions et performance) sur les acquisitions futures (décisions et/ou performance). Les résultats sont clairement mitigés : relation en U inversé (Ingram et Baum, 1997 ; Hayward, 2002), relation en U (Haleblian et Finkelstein, 1999 ; Finkelstein et Haleblian, 2002), voire absence de relation si la firme n'opère pas une codification et un transfert des connaissances relatives à l'intégration (Zollo et Singh, 2004). Nous inscrivant dans la tradition de la théorie de l'apprentissage organisationnel et de la courbe d'expérience, nous formulons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 1 : l'expérience des acquisitions de l'acquéreur diminue la probabilité d'échec de l'acquisition focale [l'acquisition focale étant l'opération de croissance externe qui vient d'être réalisée par l'acquéreur et qui va être l'objet d'un suivi longitudinal pour évaluer sa performance].

1.1. L'échec comme source d'apprentissage organisationnel

Il est communément admis que les organisations apprennent de leurs échecs (March, 2006). Les échecs étant des événements marquants et riches en information, ils stimulent l'apprentissage : les firmes sont amenées à les analyser, pour en tirer des conséquences pour leurs décisions futures. Sitkin (1992) et Haunschild et Sullivan (2002) estiment d'ailleurs que les échecs génèrent plus d'apprentissage que les succès, ce que des études empiriques tendent à valider (Greve, 1998). La performance est un *feedback*, négatif dans le cas d'un échec, qui amène les firmes à s'adapter, en fonction de l'écart constaté entre leurs aspirations et les résultats de leurs actions (Baum et al., 2005 ; Baum et Dahlin, 2007 ; Iyer et Miller, 2008).

Dans le cas des acquisitions, les approches fondées sur le *feedback* de performance montrent qu'un échec est susceptible d'amener soit un changement dans la manière de mener les acquisitions futures pour augmenter le taux de réussite (on a vu au point précédent que les résultats des recherches sur cette question étaient significatifs, mais mitigés), soit un changement concernant l'opportunité même de réaliser des acquisitions à l'avenir (Vermeulen et Barkema, 2001 ; Baum et al., 2000 ; Halebian et al., 2006).

1.2. L'apprentissage post-échec limité par la myopie de l'apprentissage

L'apprentissage des échecs est également considéré comme imparfait, du fait de la rationalité limitée des acteurs et de la myopie de l'apprentissage qui en découle (Levinthal et March, 1993 ; March, 2006). La myopie explique qu'une firme soit incapable d'apprendre de ses échecs et puisse tomber dans un piège de l'échec.

Ce processus organisationnel, par lequel l'échec entraîne l'échec, s'explique par plusieurs facteurs d'origine sociologique et psychologique tels que la survalorisation de la réussite au détriment de l'échec (Denrell, 2003), les mécanismes d'attribution (Hayward et Shimizu, 2006 ; Kim et Miner, 2007), l'inertie stratégique (Amburgey et Miner, 1992), l'escalade de l'engagement (Bateman et Zeithaml, 1989) et la vulnérabilité apprise au sein d'un groupe (Reisel et Kopelman, 2001). Ces facteurs concourent à une myopie de l'apprentissage spécifique aux échecs. Contrairement aux prédictions de la théorie de l'apprentissage « rationnel », une firme peut reproduire des comportements inappro-

priés, même s'ils ont conduit à une performance négative, et s'engager dans une logique de l'échec difficile à renverser. Ces éléments nous amènent à formuler l'hypothèse suivante :

Hypothèse 2 : l'expérience d'échecs d'acquisition de l'acquéreur augmente la probabilité d'échec de l'acquisition focale.

1.3. La magnitude de l'échec comme modérateur de la myopie de l'apprentissage

Si la myopie de l'apprentissage peut entraîner une firme dans une logique de l'échec, ce mécanisme n'est pas systématique, certains facteurs pouvant le faire varier. Ainsi, la magnitude de l'échec apparaît comme une variable clé. Selon Sitkin (1992), une firme retire davantage de bénéfice d'un petit échec que d'un gros échec. Un échec restreint stimule l'attention de la firme et l'incite à rechercher des solutions (Weick, 1984 ; Lounamaa et March, 1987). Face à un gros échec, l'écart avec les aspirations est tel que la firme, ressentant un sentiment de menace, est tentée de mobiliser des routines défensives (Staw et *al.*, 1981) qui inhibent la recherche de solutions.

Dans la théorie de l'apprentissage fondé sur le *feedback* de performance (Baum et *al.*, 2005), l'écart entre la performance espérée et la performance réalisée conditionne le type d'apprentissage : si l'écart est faible, l'apprentissage se fait par exploitation ; si l'écart est fort, l'apprentissage se fait par exploration. Dans le premier cas, la théorie prédit un apprentissage efficace et donc un accroissement de performance. Dans le second, la myopie de l'apprentissage est susceptible de générer un piège de l'échec tel que décrit par Levinthal et March (1993).

De plus, Baum et Dahlin (2007) montrent que si l'écart entre performance et aspiration est fort, l'apprentissage est vicariant (*i.e.*, il se fonde sur l'expérience des autres). Or, le transfert d'expérience d'une firme vers une autre n'est pas un mécanisme simple. L'apprentissage vicariant ne s'opère correctement que si les causes des échecs des autres sont parfaitement identifiables, interprétables et transférables (Kim et Miner, 2007). De ce point de vue, un échec de forte magnitude est susceptible d'entraîner d'autres échecs.

Ce point, bien qu'essentiel, n'a que peu fait l'objet d'application aux acquisitions. Seul Hayward (2002) a montré que les firmes apprennent des petits échecs. Plus précisément, Hayward (2002) a découvert que

plus une firme a connu de petits échecs dans ses acquisitions passées, plus la performance de sa prochaine acquisition est élevée, ce qui est conforme à la position de Sitkin (1992). Mais aucune recherche n'a étudié le déclenchement d'un cycle d'échecs d'acquisitions en rapport avec la magnitude des échecs. D'où l'hypothèse 3a :

Hypothèse 3a : l'expérience de petits échecs d'acquisition de l'acquéreur diminue la probabilité d'échec de l'acquisition focale.

À l'inverse, les gros échecs provoquent une myopie de l'apprentissage, génératrice d'échecs futurs. Face à un échec de forte magnitude, une firme est susceptible de tomber dans un piège de l'échec (Levinthal et March, 1993) :

Hypothèse 3b : l'expérience de gros échecs d'acquisition de l'acquéreur augmente la probabilité d'échec de l'acquisition focale.

1.4. L'expérience des acquisitions comme modérateur de la myopie de l'apprentissage

Une firme apprend-elle mieux d'un échec si elle est expérimentée ? À notre connaissance, cette question a fait l'objet de peu d'intérêt pour les chercheurs à ce jour.

Haleblian et al. (2006) ont montré que le *feedback* positif suite à une expérience réussie d'acquisition renforce l'effet positif de l'expérience comme déterminant des décisions futures d'acquisition. Ce mécanisme est expliqué par la notion de démultiplication de la compétence (March, 1981) qui stipule que les firmes ont tendance à privilégier les décisions qui ont produit un *feedback* positif par le passé, enclenchant un processus de renforcement.

En revanche, l'effet conjoint d'un *feedback* négatif (*i.e.*, un échec) et de l'expérience sur la performance des acquisitions est plus problématique. Logiquement, un *feedback* négatif devrait progressivement conduire la firme à ne plus reproduire une action qui a généré un échec. Cependant, un large pan de la littérature sur l'apprentissage des échecs estime que les firmes apprennent de leurs échecs, notamment ceux de faible magnitude, pour renforcer les décisions futures. Autrement dit, même un *feedback* négatif, à la condition que la firme soit capable d'en tirer des enseignements, peut produire un apprentissage positif et éventuellement enclencher un cercle d'apprentissage vertueux.

Une notion qui éclaire l'impact conjoint de l'expérience et des échecs est la « *capacité d'absorption* » des organisations (Todorova et Durisin, 2007). Toute firme possède une capacité à percevoir, stocker et actionner une information nouvelle. Cette capacité est d'autant plus efficace que ladite information est en rapport avec des expériences similaires que la firme a connues par le passé. Ce mécanisme repose sur le fait que de nouvelles données seront plus facilement repérées et interprétées si elles ont un lien avec des données déjà stockées dans la mémoire organisationnelle. Cette idée est cohérente avec la notion de « *cohérence de domaine* » (Sitkin, 1992) : un échec intervenant dans un domaine non familier à une firme a peu de chance d'être perçu et interprété.

Dans le cas des échecs d'acquisition, la capacité d'absorption et la cohérence de domaine génèrent l'idée que la capacité d'une firme à tirer profit d'un échec dépend de son expérience des acquisitions. Une firme qui n'a pas ou peu d'expérience des acquisitions sera peu efficace dans la reconnaissance des informations clés et la mise en place de mesures correctives pour la prochaine expérience. À l'inverse, une firme qui a déjà réalisé de nombreuses acquisitions sera plus efficace pour identifier, dans un échec, les adaptations à mettre en œuvre pour la prochaine expérience. L'échec a donc un effet démultiplicateur sur l'expérience, car il bénéficie fortement aux acquéreurs expérimentés et pénalise les acquéreurs non expérimentés. Ces éléments conduisent à formuler l'hypothèse suivante :

Hypothèse 4a : l'expérience des acquisitions de l'acquéreur atténue la probabilité d'échec liée à l'expérience d'échecs passés.

Comme nous l'avons vu plus haut, la littérature montre que la magnitude de l'échec est un critère discriminant dans l'apprentissage organisationnel qui en découle. Les échecs de magnitude limitée apparaissent propices à l'apprentissage, alors que les échecs de forte magnitude déstabilisent les firmes et ne sont pas considérés comme des sources d'apprentissage efficaces. En cas d'échec limité, la capacité absorptive joue, ce qui entraîne l'hypothèse suivante :

Hypothèse 4b : l'impact bénéfique de l'expérience de petits échecs sur la probabilité d'échec de l'acquisition focale, est renforcé par l'expérience des acquisitions de l'acquéreur.

En revanche, une firme confrontée à un échec de forte magnitude connaît une expérience très éloignée de son stock d'expérience, donc la

capacité absorptive ne fonctionne pas. Au contraire, l'expérience constitue un stock de routines établies, qu'un gros échec va déstabiliser. Plus la firme est expérimentée, plus l'espérance de performance est élevée, plus la magnitude de l'échec aura d'impact et conduira à une prise de risque élevée (Levinthal et March, 1993 ; Baum et Dahlin, 2007). Ce développement amène à formuler une dernière hypothèse :

Hypothèse 4c : l'impact négatif de l'expérience de gros échecs sur la probabilité d'échec de l'acquisition focale, est renforcé par l'expérience des acquisitions de l'acquéreur.

2. Méthodologie de la recherche

2.1. La population des acquisitions françaises aux États-Unis entre 1988 et 2006

Nos questions de recherche ont été étudiées dans le contexte des acquisitions françaises réalisées aux États-Unis entre 1988 et 2006. Placer nos questions de recherche dans un tel contexte présente plusieurs avantages.

Le premier avantage est de se focaliser sur les États-Unis, ce qui écarte un certain nombre de variables « pays » ou « environnementales » telles que la corruption d'État ou le risque politique qui sont souvent déterminantes pour la survie et la performance des acquisitions internationales dans d'autres contextes géographiques, notamment celui des pays émergents.

Le deuxième avantage est celui du nombre et de la dynamique des acquisitions françaises aux États-Unis. Comparées à d'autres acquisitions internationales dans ce contexte géographique précis, les acquisitions françaises aux États-Unis ont toujours été nombreuses. À ce sujet, il est important de noter que les États-Unis constituent la première destination de l'investissement direct français à l'étranger, devant la Chine et les autres pays émergents. Cette tendance va d'ailleurs en s'accroissant depuis 2000, sous l'effet de la progression forte et continue de l'Euro par rapport au Dollar. Ainsi, en 2007, la France est le quatrième plus gros investisseur (en flux) aux États-Unis (Bureau of Economic Analysis, US Department of Commerce, 2008).

Enfin, le dernier avantage est celui de la comparaison. Les acquisitions internationales aux États-Unis ont été l'objet de nombreuses études empiriques qui, pour la plupart d'entre-elles ont

utilisé les rendements anormaux comme mesure de la performance (Shaver et al., 1997 ; Meschi et Métais, 2002). Ces travaux sont des bases de comparaison qui nous permettront de contrôler nos propres résultats et éventuellement d'envisager leur possible généralisation.

La population de recherche a été constituée à partir de différentes bases de données (Edgar-SEC, Factiva, *Thomson One Banker*, Mergerstat et Mergermarket) et des informations annuelles sur l'investissement direct français aux États-Unis provenant du Poste d'Expansion Économique de l'Ambassade de France à Washington. Pour identifier cette population de recherche, nous avons opéré un certain nombre de choix.

Premièrement, nous avons défini comme « acquisition », toutes les opérations de croissance externe internationale conduisant à la prise de contrôle de plus de 50 % du capital de la firme cible. Nous avons ainsi exclu, les prises de participations minoritaires, les prises de contrôle de firmes en coopération avec un partenaire indépendant, les fusions entre firmes françaises et américaines, notamment la plus importante d'entre-elles, la fusion entre Alcatel et Lucent Technologies. En effet, ces différentes modalités de prise de contrôle présentent des modalités de négociation, de contrôle et de management qui les distinguent des acquisitions.

Deuxièmement, nous avons décidé de ne pas conserver, dans la population de recherche, les acquisitions réalisées par des firmes françaises appartenant aux secteurs de la banque et des assurances. Les caractéristiques financières propres à ces firmes font qu'il est difficile de les comparer aux autres acquéreurs français, notamment lorsque des mesures de rentabilité des actifs et d'endettement sont utilisées. Troisièmement, nous avons sélectionné uniquement les acquisitions conduites par des acquéreurs français « expérimentés », i.e. ayant réalisé au moins une acquisition dans le passé aux États-Unis. Comme l'un de nos objectifs de recherche est d'analyser l'impact de l'expérience des échecs sur la performance des acquisitions, il nous a paru logique de ne pas retenir les acquéreurs qui n'avaient pas pu être confrontés dans le passé à un échec d'une de leurs acquisitions et à sa cession. Les acquisitions réalisées par des nouveaux entrants ont par conséquent été écartées de notre population de recherche.

Au final, la population de recherche comprend 632 acquisitions réalisées par 98 firmes françaises aux États-Unis entre 1988 et 2006. L'omission des acquisitions françaises aux États-Unis avant 1988 ne

constitue pas un problème en raison du faible nombre des acquisitions réalisées au cours des années 70 et 80.

2.2. La probabilité de l'échec de l'acquisition comme variable dépendante

La question de la performance est controversée dans la littérature sur les acquisitions. Le débat porte sur le constat qu'il n'y a pas une seule et unique mesure de la performance des acquisitions. Ainsi, différents indicateurs ont été utilisés dans la littérature, correspondant à des mesures économiques et financières telles que le profit ou le rendement des actifs de l'entité acquise et/ou de l'acquéreur, aux réactions boursières aux annonces d'acquisition (Hamza, 2009 ; Meschi, 2009) ou encore à des mesures subjectives de la performance s'appuyant sur la satisfaction générale des acquéreurs vis-à-vis de l'entité acquise. Notre objectif est d'effectuer une analyse sur longue période, et non en coupes instantanées, de la performance des acquisitions françaises aux États-Unis. Ainsi, nous avons privilégié une méthode alternative d'évaluation de la performance qui repose sur une mesure de la survie de ces acquisitions.

La probabilité d'échec de l'acquisition est la variable dépendante. Elle se définit comme la probabilité que l'acquisition focale soit cédée ultérieurement par l'acquéreur car celui-ci la considère comme un échec. Cette mesure se différencie partiellement des mesures classiques de survie, en ce qu'elle distingue les cessions réellement motivées par un échec des autres types de cession. Habituellement, toute cession d'une acquisition est considérée comme un échec. Or, les motifs de cession peuvent être de natures très différentes (Kaplan et Weisbach, 1992).

Dans une première étape, chacune des 632 acquisitions françaises aux États-Unis a été l'objet d'un suivi longitudinal au cours d'une « période à risque » démarrant à la date d'acquisition et se terminant en Janvier 2007. Nous avons distingué (i) les acquisitions (« survivantes ») qui appartenaient encore au portefeuille d'activités et de filiales des acquéreurs à l'issue de la période à risque de (ii) celles qui avaient été cédées avant la fin de cette période. Il est important de noter que dans cette première étape, nous avons collecté toutes les cessions, quel que soit leur motif.

L'objectif était de rattacher les 632 acquisitions à la catégorie « cession » ou « survie » et pour chacune d'entre-elles d'en déduire une

durée de vie (mesurée en années). Au total, nous avons observé 181 cessions avant la fin de la période à risque. Cela correspond à un taux de cession de plus de 28 %, pratiquement équivalent à celui de Shaver et *al.* (1997). Ces cessions se font en moyenne dans les six ans qui suivent l'acquisition. Cette durée moyenne se place entre celle de 3,8 ans observée par Hoskisson et *al.* (1994) et celle de 7 ans enregistrée par Kaplan et Weisbach (1992).

Dans une deuxième étape, nous avons distingué (i) les cessions consécutives à un échec de l'acquisition, qualifiée de « cessions-échecs », et (ii) celles liées à d'autres motifs de vente. Nous avons analysé les conditions de vente (date, données financières, motif(s) de la cession, nom et caractéristiques de l'acquéreur) propres à chacune des 181 cessions. Nous avons considéré comme des « cessions-échecs » (n=71) toutes celles motivées par une baisse du chiffre d'affaires, une faible rentabilité, des pertes financières de l'acquisition focale et/ou de faibles synergies post-acquisition entre l'acquéreur et l'entité acquise. Les autres cessions, liées à une décision de politique générale, indépendante de la performance « intrinsèque » de l'acquisition focale, ont été enregistrées dans une deuxième catégorie appelée « autres cessions » (n=110).

Afin de s'assurer de la validité *ex post* de cette classification, nous avons réalisé des tests de différences de moyennes pour plusieurs indicateurs propres à la cession, à l'entité cédée et à la firme vendeuse. Tout d'abord, nous avons comparé le temps moyen d'occurrence des cessions-échecs à celle des autres cessions. Ce premier indicateur présente une différence significative de moyennes entre les deux catégories de cession (à $p < 0,05$), avec un temps moyen de 5,2 ans pour les cessions-échecs et de 6,7 ans pour les autres cessions. Nous avons ensuite calculé le rendement des ventes (mesuré par le rapport entre le résultat net et le chiffre d'affaires) et le prix relatif de cession (mesuré par le rapport entre le prix de cession et le chiffre d'affaires) de l'entité cédée pour l'année qui précède la cession. Les différences de moyennes n'ont été significatives que pour le rendement des ventes (à $p < 0,05$) : la moyenne du rendement des ventes et celle du prix relatif de la cession pour les cessions-échecs s'établissent respectivement à 5,4 % (contre + 2,5 % pour les autres cessions) et à 1,02 fois le chiffre d'affaires (contre 1,06 pour les autres cessions). Enfin, nous avons utilisé des indicateurs financiers et boursiers qui ont permis d'avoir une photographie de la performance, des ressources financières et de l'endettement des firmes françaises vendeuses, et cela pour l'année qui précédait

l'opération de vente de l'entité acquise. La performance des firmes françaises vendeuses a été mesurée à partir du rendement des ventes et du ratio *Market-to-Book* (mesuré uniquement pour les firmes cotées par le rapport entre la capitalisation boursière et les capitaux propres) : les ressources financières disponibles, qualifiées de *slack*, ont été évalués à partir du rapport entre le flux de trésorerie disponible (égal au résultat net moins les dépréciations et amortissements, moins les investissements nets des désinvestissements, moins les variations du besoin en fonds de roulement) et les capitaux propres. L'endettement a été mesuré par le rapport entre les dettes à long terme et les capitaux propres. Seul le rendement des ventes des firmes françaises vendeuses ne présente pas de différence significative. En revanche, les ratios *Market-to-Book*, de flux de trésorerie disponible et d'endettement présentent des différences significatives de moyennes entre les deux catégories de cession (respectivement à $p < 0,1$, à $p < 0,05$ et à $p < 0,1$) : la moyenne du ratio *Market-to-Book*, celle du ratio de flux de trésorerie disponible et celle du ratio d'endettement pour les cessions-échecs s'établissent respectivement à 4,05 (contre 2,05 pour les autres cessions), à 22 % (contre -32,5 % pour les autres cessions) et à 1,7 (contre 3,4 pour les autres cessions). En résumé, les cessions-échecs se distinguent nettement des autres cessions.

Dans une troisième étape, nous avons effectué un codage binaire des 632 acquisitions de la manière suivante : la valeur 1 a été attribuée aux acquisitions qui ont été cédées pour cause d'échec ; la valeur 0 a été donnée à toutes les autres acquisitions (« survivantes » au 1er janvier 2007, cessions partielles et autres cessions). En comparant la date d'acquisition à celle de la cession (pour les cessions-échecs et autres cessions) ou à celle de la fin de la période à risque (pour les survivantes ou les cessions partielles), nous avons calculé la durée de vie en années de chacune des 632 acquisitions. À partir de là, il a été possible d'estimer la variable dépendante, à savoir la probabilité d'échec des acquisitions françaises aux États-Unis, de la manière suivante (Allison 1984 ; Yamaguchi, 1991) :

$$\lambda t = \lim_{\Delta t \rightarrow 0} \lambda \Delta t \quad \text{où } 0 < \lambda t < 1$$

Le taux de risque, ou *hazard rate*, λt , estime la probabilité instantanée qu'une acquisition soit l'objet d'une cession-échec à la date t à l'intérieur de la période à risque. $P(t, t+\Delta t)$ est la probabilité d'échec de l'acquisition sur la période temporelle $(t, t+\Delta t)$ à l'intérieur de la période à risque.

2.3. Les variables d'expérience et le modèle de Cox

Afin de tester les hypothèses de recherche, nous avons défini plusieurs variables liées à l'expérience d'acquisition et d'échec d'acquisition des firmes françaises aux États-Unis. Ces variables ont en commun de s'appuyer sur une même procédure de comptage et de cumul sur une période glissante de 15 années précédant la date de l'acquisition focale. Cette procédure a été effectuée pour les 632 acquisitions françaises réalisées aux États-Unis entre 1988 et 2006, à partir des mêmes sources d'informations ayant permis d'identifier cette population de recherche.

La première série de variables comprend les variables « expérience des acquisitions » et « expérience des échecs d'acquisition ». La variable « expérience des acquisitions » a été mesurée à partir du nombre cumulé d'acquisitions passées de chaque acquéreur français aux États-Unis. La variable « expérience des échecs d'acquisition » correspond au nombre cumulé d'échecs d'acquisition, consécutifs à des cessions-échecs. Le score d'expérience d'acquisitions varie de 0 à 28, avec une moyenne à 5,7 ; le score d'expérience d'échecs d'acquisition varie de 0 à 3, avec une moyenne à 0,2.

L'expérience des échecs d'acquisition a ensuite été décomposée en trois variables. L'expérience binaire des échecs d'acquisition différencie les acquéreurs ayant une expérience d'échec d'acquisition et ceux n'en ayant aucune. Nous avons utilisé un codage binaire (0-1) pour mesurer cette variable. Si le score d'expérience est égal à 0, ces variables prennent la valeur 1 et s'il est supérieur à 0, la valeur 0. Nous avons observé 502 acquisitions (79,4 % de la population) pour lesquelles l'acquéreur ne présentait aucun historique d'échec d'acquisition aux États-Unis. Inversement, 110 acquisitions étaient associées à un historique d'un échec d'acquisition, 19 acquisitions à deux échecs et une acquisition à trois échecs.

Ensuite, deux variables ont été créées en fonction de la magnitude de l'échec d'acquisition. Il s'agit de l'« expérience des petits échecs d'acquisition » et de l'« expérience des gros échecs d'acquisition ». Nous avons utilisé une mesure relative de la magnitude de l'échec. En effet, le chiffre d'affaires des acquéreurs français variant de 7 millions à 166 milliards de Dollars, une cession de 10 millions de Dollars peut représenter un événement exceptionnel ou un non-événement. Afin d'éviter ce biais, la taille relative de l'échec a été obtenue en divisant le

chiffre d'affaires de l'entité cédée par celui du vendeur pour l'année qui précède la cession. Nous avons repris la césure à 5 % proposée par Hayward (2002) entre opérations de petite taille et opérations de grande taille. Pour la variable « expérience des petits échecs d'acquisition », nous avons identifié 68 acquisitions aboutissant à un petit échec, 19 acquisitions à deux petits échecs et une seule acquisition à trois petits échecs. Dans le cas de la variable « expérience des gros échecs d'acquisition », 42 acquisitions étaient associées à un historique d'un seul gros échec d'acquisition.

L'impact des variables d'expérience et de contrôle sur la probabilité d'échec des acquisitions a été testé à partir d'un modèle semi-paramétrique des risques proportionnels de Cox (1972). L'avantage principal du modèle des risques proportionnels de Cox (1972) est sa flexibilité car il ne requiert pas au préalable de décrire la forme de la distribution de la probabilité d'échec des acquisitions au cours du temps, d'où son qualificatif de semi-paramétrique. Néanmoins, il nécessite de vérifier l'hypothèse des risques (ou des probabilités) proportionnels. Les risques sont considérés comme proportionnels lorsque deux conditions sont vérifiées : tout d'abord, l'impact des variables d'expérience et de contrôle sur la probabilité d'échec des acquisitions doit être constant au cours du temps. Ensuite, le rapport entre la probabilité d'échec de deux acquisitions reste identique 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.

2.4. Les variables de contrôle

En plus des variables d'expérience présentées précédemment, nous avons tenu compte des déterminants de la performance des acquisitions. Ces variables de contrôle ont été regroupées en trois catégories : les variables liées aux caractéristiques et à la performance des acquéreurs, celles se rapportant aux caractéristiques de l'acquisition elle-même et les autres variables d'expérience des acquéreurs. Nous avons pris en considération l'impact potentiel du secteur d'activité des entités acquises sur leur performance. Dans cette optique, nous avons introduit, dans les modèles de régression de Cox, 51 variables binaires (0-1) sectorielles correspondant à chaque secteur (mesuré par les deux premiers chif-

fres du code SIC) présent dans la population des acquisitions françaises aux États-Unis. Comme l'impact de ces variables sur la probabilité d'échec des acquisitions n'était pas significatif et pour ne pas surcharger les tableaux de résultats, nous ne les avons pas présentées dans la suite de l'analyse.

La première série de variables de contrôle permet d'estimer l'impact des caractéristiques et de la performance globale des acquéreurs français sur la probabilité d'échec des acquisitions réalisées aux États-Unis. Nous avons tout d'abord introduit dans les modèles de régression de Cox, la « taille des acquéreurs ». Cette variable de contrôle a été mesurée par le chiffre d'affaires (en millions de Dollars) de l'acquéreur et a été l'objet d'une transformation logarithmique. Dans un deuxième temps, nous avons identifié deux variables de contrôle mesurant les ressources financières disponibles de l'acquéreur. Il s'agit du « *slack* des acquéreurs », mesuré par le rapport entre le flux de trésorerie disponible et les capitaux propres, et du « niveau d'endettement des acquéreurs ». Selon la littérature sur les acquisitions, une firme disposant de ressources financières importantes pourra plus facilement se lancer dans des opérations de croissance externe, aura un plus large choix de cibles potentielles, et pourra prendre plus de risques qu'une firme endettée et n'ayant pas ou peu de liquidités (Haleblian et Finkelstein, 1999 ; Finkelstein et Haleblian, 2002). Dans un troisième temps, nous avons utilisé une variable de performance commerciale des acquéreurs, le « rendement des ventes des acquéreurs » (mesuré par le rapport entre le résultat net et le chiffre d'affaires). Une forte performance est souvent considérée comme un bon indicateur de la propension à acquérir (Haleblian et *al.*, 2006) mais surtout de la capacité des firmes à réussir leurs futures acquisitions (Haleblian et Finkelstein, 1999 ; Finkelstein et Haleblian, 2002 ; Shimizu, 2007). Enfin, nous avons introduit la variable « changement de dirigeant des acquéreurs » pour tenir compte de l'influence de la rotation des dirigeants sur la probabilité de cession des acquisitions passées (Barkema et Schijven, 2008). Cette variable a été mesurée selon un codage binaire (0-1) : la valeur 0 a été donnée aux acquisitions pour lesquelles l'acquéreur a connu un changement dans l'équipe de direction dans les deux années précédant la fin de la période à risque ou la date de cession de l'acquisition focale (19,9 % de la population) et la valeur 1 aux acquisitions pour lesquelles il n'y a pas eu de changement dans l'équipe de direction (80,1 %).

La deuxième série de variables de contrôle décrit les principales caractéristiques des acquisitions. Cela concerne tout d'abord la « taille re-

relative de l'acquisition focale », mesurée par le rapport entre le chiffre d'affaires (en millions de Dollars) de l'acquisition et celui (en millions de Dollars) de l'acquéreur. La taille relative est fréquemment considérée comme un déterminant de la performance des acquisitions. Cependant, la nature de la relation entre taille relative et performance des acquisitions n'est pas claire : la taille relative est associée à l'espérance de gains futurs importants liés à l'exploitation d'économies d'échelle et de synergies entre l'acquisition et l'acquéreur (Haleblian et Finkelstein, 1999 ; Hayward, 2002) mais aussi à des coûts élevés d'intégration post-acquisition et à des risques d'échec (Moeller et *al.*, 2004 ; Shimizu, 2007). Nous avons ensuite identifié le « mode de paiement de l'acquisition focale » (*cash*, actions ou combinaison des deux - « *combo* »). Cette variable a été mesurée selon un codage binaire (0-1) : la valeur 0 a été donnée aux acquisitions payées en cash (89,5 % de la population) et la valeur 1 à celles payées en actions ou en « *combo* » (10,5 %). En suivant la même logique que pour les ressources financières disponibles des acquéreurs, la littérature sur les acquisitions soutient généralement l'idée qu'une acquisition payée en cash sera plus performante qu'une acquisition payée en actions (Hayward, 2002 ; Moeller et *al.*, 2004). En effet, 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. Le « degré de diversification de l'acquisition focale » est la dernière variable de contrôle décrivant les caractéristiques des acquisitions. Celle-ci 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), 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 (47,2 % de la population), si les codes SIC ont les quatre chiffres identiques, 1 (10,4 %), si les trois premiers chiffres sont identiques, 2 (13,1 %), si les deux premiers chiffres sont identiques, 3 (10,3 %), si le premier chiffre est identique et 4 (19 %), si les codes SIC sont totalement différents. Cette variable est reconnue par la littérature comme un déterminant de la performance des acquisitions mais les études empiriques utilisant la probabilité de cession des acquisitions comme mesure de performance n'ont pas obtenu de résultats convergents : certaines concluent à l'existence d'une relation positive (Hoskisson et *al.*, 1994) tandis que d'autres n'obtiennent pas de résultats significatifs (Shimizu, 2007).

La troisième série de variables de contrôle correspond à des variables d'expérience, distinctes de l'« expérience des acquisitions » et de l'« expérience des cessions-échecs », susceptibles également d'influencer la performance des acquisitions. Il s'agit tout d'abord du « degré d'internationalisation des acquéreurs » (mesuré par le rapport entre le chiffre d'affaires réalisé à l'étranger et le chiffre d'affaires total). Nous nous sommes appuyés sur l'idée que les acquéreurs français disposant d'une large expérience internationale bénéficieront d'atouts supplémentaires pour réussir leurs acquisitions aux États-Unis. Nous avons ensuite introduit dans les modèles de régression de Cox la variable, « expérience d'alliances avec l'entité acquise ». Cette variable a été mesurée selon un codage binaire (0-1) : la valeur 0 a été donnée aux acquisitions pour lesquelles l'acquéreur n'a eu aucune relation inter-organisationnelle passée avec l'entité acquise (94,3 % de la population) et la valeur 1 aux acquisitions pour lesquelles l'acquéreur a eu dans le passé des expériences d'alliance (accord de R&D, accord commercial ou coentreprise) avec soit l'entité acquise directement, soit avec la maison-mère de l'entité ou l'une de ses divisions (5,7 %). Agarwal et *al.*, (2006) ont montré que cette expérience spécifique permettait à l'acquéreur de prendre le temps de connaître sa cible, de préparer et de faciliter sa future intégration, et ainsi d'accroître la probabilité de réussir son acquisition.

3. Les résultats statistiques et le test des hypothèses

Le tableau 1 ci-dessous présente la matrice des corrélations pour les variables d'expérience et de contrôle. Il révèle des corrélations significatives entre les différents scores d'expérience d'échecs d'acquisition. Afin d'éviter des biais de colinéarité entre ces variables, leur impact est traité dans des modèles de régression de Cox séparés.

En dehors des corrélations des scores d'expérience d'échec d'acquisition, le tableau 1 ne fait pas apparaître de problèmes majeurs de colinéarité entre variables. Les tests FIV réalisés à partir de régressions linéaires pour chaque variable d'expérience et de contrôle varient entre 1,03 et 3,03 et confirment cette absence de colinéarité.

Tableau 1 – Matrice des corrélations (première partie)

Variables	1	2	3	4	5	6	7
1. Exp. des acquisitions (acq)	—						
2. Exp. des échecs d'acq.	0,27 (***)	—					
3. Exp. binaire des échecs d'acq.	0,29 (***)	0,93 (***)	—				
4. Exp. de petits échecs d'acq.	0,28 (***)	0,92 (***)	0,83 (***)	—			
5. Exp. de gros échecs d'acq	0,02	0,31 (***)	0,36 (***)	-0,08 (†)	—		
6. Taille des acquéreurs	0,38 (***)	0,27 (***)	0,29 (***)	0,26 (***)	0,05	—	
7. Slack des acquéreurs (acqué)	-,01	0,02	0,02	0,03	-,02	-,06	—
8. Niveau d'endettemt. des acqué.	0,07 (†)	-,01 0,01	-0,01	-,02 0,02	0,01	0,08 (†)	-,70 (***)
9. Rend. des ventes des acqué.	-,03	-0,10 (*)	-0,12 (*)	-,011 (*)	0	-0,22 (***)	0,09 (*)
10. Changement de dirigeant des acqué.	0	-,03	-0,01	-,03	0	0,13 (**)	-,00
11. Taille relative de l'acq. focale	-,07 (†)	-,05	-0,05	-,05	-,02	-0,27 (***)	0
12. Mode de paiement de l'acq. focale	0,04	0,04	0,05	0,06	-,03	0,02	-0,02
13. Degré de diversif. de l'acq. focale	0,05	0,02	0,03	0,03	-,00	0,28 (***)	-0,02
14. Degré d'intern des acqué.	0,21 (***)	0,19 (***)	0,20 (***)	0,21 (***)	-,01	0,21 (***)	0
15. Exp. d'alliances avec entité acq	-,04	-,06	-,07 [†]	-,00	-0,16 (**)	0,05	-,11 (*)

^a Transformation logarithmique.
(†) p < 0,1 (*) p < 0,05 (**) p < 0,01 (***) p < 0,001 (test bilatéral)

Tableau 1 – Matrice des corrélations (suite)

Variables	8	9	10	11	12	13	14	15
1. Exp. des acquisitions (acq)								
2. Exp. des échecs d'acq.								
3. Exp. binaire des échecs d'acq.								
4. Exp. de petits échecs d'acq.								
5. Exp. de gros échecs d'acq.								
6. Taille des acquéreurs (acqué.) ^a								
7. Slack des acqué.								
8. Niveau d'endettement des acqué.	—							
9. Rend. des ventes des acqué.	-0,17 (**)	—						
10. Changement de dirigeant des acquéreurs	-0,04	-0,06 (†)	—					
11. Taille relative de l'acq focale	-0,01	0,12 (*)	-0,04	—				
12. Mode de paiement de l'acq. focale	-,00	-0,19 (***)	,01	0,11 (*)	—			
13. Degré de diversif. de l'acq. focale	-0,02	-,09 (†)	0,02	-,08 (†)	0,01	—		
14. Degré d'international des acquéreurs	-0,01	-,07 (†)	0,16 (***)	-0,12 (*)	0,10 (*)	0,03	—	
15. Exp. d'alliances avec l'entité acq.	0,13 (*)	-0,10 (*)	-,07 (†)	-0,01	0	0,01	0,01	—

^a Transformation logarithmique.
† p < 0,1 * p < 0,05 ** p < 0,01 *** p < 0,001 (test bilatéral)

Les tableaux 2a, 2b et 2c présentent dix modèles de régression de Cox. Le modèle 1 examine exclusivement l'impact des variables de contrôle sur la probabilité d'échec de l'acquisition focale. Les modèles 2 et 3 testent l'impact linéaire et quadratique du score d'expérience des acquisitions.

Tableau 2a – *Modèles de régression de Cox, variables d'expérience des acquisitions et probabilité d'échecs des acquisitions françaises aux Etats-Unis*^{a, b}

<i>Variables</i>	<i>Modèle 1</i>	<i>Modèle 2</i>	<i>Modèle 3</i>
<i>Exp. des acquisitions</i>		-0,00 (0,02)	0,05 (0,08)
<i>(Exp. des acquisitions)²</i>			-0,00 (0,00)
<i>Taille des acquéreurs^c</i>	0,09 (0,18)	0,11 (0,19)	0,07 (0,20)
<i>Slack des acquéreurs</i>	0,13 (0,20)	0,13 (0,20)	0,13 (0,20)
<i>Niveau d'endettement des acquéreurs</i>	0,03 (0,09)	0,04 (0,09)	0,03 (0,09)
<i>Rend. des ventes des acquéreurs</i>	-2,42 (2,43)	-2,39 (2,44)	-2,55 (2,43)
<i>Changement de dirigeant des acqué</i>	0,62 (0,27)*	0,62 (0,27)*	0,62 (0,27)*
<i>Taille relative de l'acquisition focale</i>	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)
<i>Mode de paiement de l'acqu focale</i>	-0,76 (0,61)	-0,76 (0,61)	-0,77 (0,61)
<i>Degré de divers de l'acquisition focale</i>	0,16 (0,07)*	0,16 (0,07)*	0,16 (0,07)*
<i>Degré d'international. des acqué</i>	0,34 (0,53)	0,37 (0,54)	0,36 (0,54)
<i>Exp. d'alliances avec l'entité acquise</i>	1,17 (0,33)***	1,17 (0,33)***	1,15 (,33)***
<i>Ratio de vraisemblance</i>	-393,80	-393,77	-393,48
<i>Chi-2 (modèle)</i>	23,07*	23,14*	23,72*
<i>N(échecs d'acquisition)</i>	632 (71)	632 (71)	632 (71)

^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 d'échec des acquisitions, et inversement.

^b Les erreurs standards sont présentées entre parenthèses.

^c Transformation logarithmique.

[†] p < 0,1 * p < 0,05 ** p < 0,01 *** p < 0,001 (test bilatéral)

Les modèles 4, 5 et 6 se concentrent sur l'impact du score d'expérience des échecs d'acquisition (cf. modèles 4 et 5) ainsi que sur l'impact joint du score d'expérience des échecs d'acquisition et de celui d'expérience des acquisitions (cf. modèle 6).

Tableau 2b – *Modèles de régression de Cox, variables d'expérience des acquisitions et d'échecs des acquisitions et probabilité d'échecs des acquisitions françaises aux Etats-Unis^{a,b}*

<i>Variables</i>	<i>Modèle 4</i>	<i>Modèle 5</i>	<i>Modèle 6</i>
Exp. des acquisitions (A)	- 0,01 (0,02)	- 0,01 (0,02)	- 0,01 (0,03)
Exp. des échecs (B)	0,47 (0,27) [†]		0,34 (0,30)
Exp. binaire des échecs d'acquisition			
(A) × (B) ^c			0,06 (0,05)
Taille des acquéreurs ^d	0,04 (0,20)	0,03 (0,20)	0,06 (0,20)
Slack des acquéreurs	0,13 (0,20)	0,13 (0,20)	0,11 (0,21)
Niveau d'endettement des acquéreurs	0,04 (0,09)	0,04 (0,09)	0,03 (0,09)
Rend. des ventes des acquéreurs	- 2,01 (2,43)	- 1,99 (2,43)	- 1,94 (2,44)
Changement de dirigeant des acquéreurs	0,62 (0,27)*	0,61 (0,27)*	0,68 (0,28)*
Taille relative de l'acquisition focale	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)
Mode de paiement de l'acquisition	- 0,78 (0,61)	- 0,77 (0,61)	- 0,83 (0,62)
Degré de diversif. de l'acquisition focale	0,17 (0,07)*	0,17 (0,07)*	0,16 (0,07)*
Degré d'international	0,25 (0,54)	0,23 (0,53)	0,26 (0,54)
Exp. d'alliances avec l'entité acquise	1,12 (0,33)***	1,11 (0,33)***	1,09 (0,33)***
<i>Ratio de vraisemblance</i>	- 392,34	- 392,37	- 391,79
<i>Chi-2 (modèle)</i>	26,00*	25,93*	27,09*
<i>N (échecs d'acquisition)</i>	632 (71)	632 (71)	632 (71)
^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 d'échec des acquisitions, et inversement. ^b Les erreurs standards sont présentées entre parenthèses. ^c Les deux variables ont été centrées pour tester l'effet d'interaction. ^d Transformation logarithmique. [†] p < 0,1 * p < 0,05 ** p < 0,01 *** p < 0,001 (test bilatéral)			

Enfin, les modèles 7, 8, 9 et 10 examinent à la fois l'impact de la magnitude des échecs d'acquisition passés (cf. modèles 7 et 8) et l'impact joint de la magnitude des échecs d'acquisition passés et du score d'expérience des acquisitions (cf. modèles 9 et 10).

Tableau 2c – Modèles de régression de Cox, variables d'expérience des acquisitions et liées à la magnitude des échecs des acquisitions et probabilité d'échecs des acquisitions françaises aux Etats-Unis^{a, b}

Variables	Modèle 7	Modèle 8	Modèle 9	Modèle 10
Exp. des acquisitions (A)	- 0,00 (0,02)	- 0,01 (0,02)	- 0,01 (0,03)	- 0,03 (0,03)
Exp. de petits échecs d'acquisition (B)	- 0,03 (0,34)		0,18 (0,36)	
Exp. de gros échecs d'acquisition (C)		1,36 (0,38)***		1,06 (0,46)*
(A) × (B) ^c			- 0,11 (0,08)	
(A) × (C) ^c				0,14 (0,05)*
Taille des acquéreurs ^d	0,11 (0,19)	0,02 (0,19)	0,10 (0,20)	0,04 (0,19)
Slack des acquéreurs	0,14 (0,20)	0,16 (0,19)	0,15 (0,19)	0,11 (0,22)
Niveau d'endettement des acquéreurs	0,04 (0,08)	0,03 (0,09)	0,04 (0,08)	0,02 (0,10)
Rend. des ventes des acquéreurs	- 2,42 (2,46)	- 2,81 (2,37)	- 2,58 (2,50)	- 3,13 (2,43)
Changement de dirigeant des acquéreurs	0,62 (0,27)*	0,59 (0,27)*	0,58 (0,28)*	0,72 (0,28)*
Taille relative de l'acquisition focale	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)
Mode de paiement de l'acquisition focale	- 0,76 (0,61)	- 0,75 (0,61)	- 0,65 (0,61)	- 0,66 (0,61)
Degré de diversif. de l'acquisition focale	0,16 (0,07)*	0,16 (0,07)*	0,17 (0,07)*	0,16 (0,07)*
Degré d'international. des acquéreurs	0,39 (0,56)	0,65 (0,57)	0,26 (0,56)	0,38 (0,55)
Exp. d'alliances avec l'entité acquise	1,17 (0,33)***	0,98 (0,34) ***	1,22(0,33)***	0,96 (0,34)***
Ratio de vraisemblance	- 393,76	- 388,96	- 392,90	- 386,08
Chi-2 (modèle)	23,15*	32,75**	24,88*	38,51***
N (échecs d'acquisition)	632 (71)	632 (71)	632 (71)	632 (71)

^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 d'échec des acquisitions
^b Les erreurs standards sont présentées entre parenthèses.
^c Les deux variables ont été centrées pour tester l'effet d'interaction.
^d Transformation logarithmique.
[†] p < 0,1 * p < 0,05 ** p < 0,01 *** p < 0,001 (test bilatéral)

Les trois modèles de régression de Cox du tableau 2a sont statistiquement significatifs. Le modèle 1 fait ressortir trois variables de contrôle ayant un impact significatif sur la probabilité d'échec de

l'acquisition focale. Il s'agit du changement de dirigeant des acquéreurs (à $p < 0,05$), du degré de diversification de l'acquisition focale (à $p < 0,05$) et de l'expérience d'alliances passées avec l'entité acquise (à $p < 0,001$). En cohérence avec la littérature (Hoskisson et *al.*, 1994 ; Barkema et Schijven, 2008), nous avons observé un impact positif du changement de dirigeant au niveau de l'acquéreur et du degré de diversification sur la probabilité de cession de l'acquisition focale. L'interprétation de l'impact fort et positif de l'expérience d'alliances passées avec l'entité acquise sur la probabilité d'échec de l'acquisition focale est moins évidente car ce résultat est contraire à celui d'Agarwal et *al.* (2006). Ce résultat est toutefois conforme à l'idée que les acquisitions hostiles ont une performance supérieure aux acquisitions amicales (Sudarsanam et Mahate, 2006). Les modèles 2 et 3 ne font apparaître aucun impact linéaire ou quadratique significatif du score d'expérience des acquisitions sur la probabilité d'échec de l'acquisition focale. En conséquence, l'Hypothèse 1 n'est pas validée.

Les trois modèles de régression de Cox du Tableau 2b sont tous significatifs. Les modèles 4 et 5 mettent en lumière un impact positif mais faiblement significatif (à $p < 0,1$) du score d'expérience d'échecs d'acquisition sur la probabilité d'échec de l'acquisition focale, ce qui valide l'Hypothèse 2. Nous pouvons ainsi observer un piège de l'échec dans le contexte des acquisitions françaises aux États-Unis. En revanche, le modèle 6 invalide l'Hypothèse 4a.

Les quatre modèles de régression de Cox du Tableau 2c sont également tous significatifs. Les modèles 7 et 8 mettent en lumière un impact différencié de la magnitude (petite ou grande) des échecs d'acquisition passés sur la probabilité d'échec de l'acquisition focale. L'hypothèse 3a est invalidée. En revanche, les gros échecs ont un impact positif et fortement significatif (à $p < 0,001$), validant l'Hypothèse 3b. Les modèles 9 et 10 examinent l'effet d'interaction entre la magnitude des échecs d'acquisition et le score d'expérience d'acquisitions. Seul celui de l'effet d'interaction entre les gros échecs d'acquisition passés et le score d'expérience d'acquisitions est significatif, invalidant l'Hypothèse 4b et validant l'Hypothèse 4c.

4. Discussion

Cette partie présente les contributions et limites théoriques, méthodologiques et managériales de la recherche.

4.1. Contributions théoriques et méthodologiques

Il ressort tout d'abord qu'il n'existe pas de lien entre l'expérience des acquisitions et la probabilité d'échec de l'acquisition focale. Ce résultat est en partie divergent par rapport à la littérature (Ingram et Baum, 1997 ; Haleblian et Finkelstein, 1999 ; Finkelstein et Haleblian, 2002 ; Hayward, 2002 ; Haleblian et *al.*, 2006). Cette différence trouve certainement son explication dans le fait que nous avons utilisé comme variable dépendante la probabilité d'échec de l'acquisition et non la performance mesurée par les réactions boursières aux annonces d'acquisition. En effet, Zollo et Meier (2008, p. 71) proposent, avec prudence, que « les études d'événements sur des fenêtres de court terme mesurent autre chose que la performance de l'acquisition ». Notre résultat est cependant conforme à celui de Zollo et Singh (2004).

Ce résultat est à rapprocher également d'une originalité méthodologique de cette recherche. En effet, nous avons opéré une distinction entre les cessions-échecs et les autres types de cessions. Considérer la survie comme indicateur global de performance est insuffisant, puisque les motifs de cession d'une acquisition peuvent être très variés, et non systématiquement liés à un échec. La mesure que nous proposons aboutit certainement à des résultats plus fiables quant à la performance des acquisitions.

En ligne avec les prédictions de la théorie sur la myopie de l'apprentissage (Levinthal et March, 1993 ; March, 2006), il existe une relation entre les échecs passés et la probabilité d'échec de l'acquisition focale. Loin d'être une source d'expérience profitable, les échecs ressortent donc, dans le contexte de notre article, comme un facteur aggravant. Ce résultat accrédite l'idée que l'apprentissage des échecs comporte des biais, augmentant le risque d'échecs futurs.

Conformément à la littérature (Herriott et *al.*, 1985 ; Sitkin, 1992 ; Baum et Dahlin, 2007), il apparaît que la magnitude de l'échec est une composante clé dans le processus d'apprentissage des échecs. Nous avons constaté que l'impact de la magnitude des échecs d'acquisition passé sur la probabilité d'échec de l'acquisition focale est différencié. Contrairement à nos prédictions, les petits échecs ne sont pas une source d'apprentissage, en désaccord avec la littérature (Sitkin, 1992 ; Hayward, 2002 ; Baum et Dalhin, 2007). Pour le moins, ils ne sont pas davantage source d'apprentissage que les réussites. Ce résultat s'explique probablement par le fait que, dans le cadre de notre étude, les petits échecs sont des événements « comme les autres » et ne génè-

rent pas d'apprentissage particulier. Un examen plus précis de nos données révèle que, pour les petits échecs, le ratio moyen « chiffre d'affaires de l'entité cédée/chiffre d'affaires du vendeur » est de 0,9 %. Dans ce cas, l'échec entraîne une cession qui représente, en termes quantitatifs, un événement négligeable, auquel la firme n'accorde probablement pas une importance significative. Ce constat suggère l'existence d'un effet de seuil dans l'apprentissage organisationnel, en dessous duquel une expérience ne génère pas d'apprentissage (Morrisson 2008). À l'inverse, l'impact des échecs d'acquisition passés de forte magnitude est significatif et confirme l'hypothèse d'un piège de l'échec, conforme à la théorie (Levinthal et March, 1993). L'échec d'une acquisition de taille importante entraîne un échec dans les acquisitions futures.

4.2. Les limites de la recherche

Une première limite est la nature de l'approche, purement quantitative. Tout en dégagant des conclusions statistiques, elle n'offre pas nécessairement d'analyser le détail des mécanismes d'apprentissage organisationnel à l'œuvre. Seules des études terrains permettraient de comprendre la réalité humaine de ces mécanismes. En particulier, les mécanismes imparfaits d'apprentissage consécutifs à un échec pourraient être l'objet d'analyses sur le terrain, amenant une compréhension plus en profondeur des déterminants organisationnels de la performance des acquisitions. Des variables plus qualitatives pourraient être intégrées, telles que les changements organisationnels consécutifs à l'acquisition, les schémas mentaux des décideurs ou bien encore les lieux d'apprentissage. Les niveaux d'apprentissage sont en effet très différents, selon que l'on se place au niveau de la firme dans son ensemble, de la gouvernance ou bien encore de l'équipe d'intégration.

De la même manière, une approche quantitative conduit à simplifier la mesure de la magnitude de l'échec. Notre recherche présente une avancée sur ce point par rapport à la littérature, puisque nous proposons une mesure relative, contrairement à Hayward (2002) qui utilise une mesure brute. Cependant, même la taille relative de l'acquisition peut, dans certains cas, n'être pas un indicateur suffisant de l'importance stratégique ou symbolique de l'acquisition. Une mesure de la perception des acteurs serait plus complète.

4.3. Les apports managériaux

De cette recherche découlent plusieurs apports managériaux. Ils concernent principalement les facteurs de risque pour une firme qui souhaite se lancer dans une acquisition, mais également la mesure de la performance des acquisitions, ainsi que les difficultés de l'apprentissage organisationnel. Nous limiterons nos recommandations au cas des acquisitions françaises aux États-Unis, même si nos conclusions peuvent probablement susciter des réflexions dans des contextes différents.

Sur la performance des acquisitions, notre recherche amène à relativiser les résultats souvent négatifs proposés par la littérature. Zollo et Meier (2008) ont mis en lumière l'incomplétude des mesures fondées sur des critères financiers, en particulier les réactions boursières annoncées d'acquisition. La littérature leur préfère dorénavant majoritairement la survie. Mais la survie en tant que telle n'est pas un indicateur satisfaisant de performance: une acquisition cédée avec une large plus-value doit-elle être considérée comme un échec ? Notre mesure de la performance tient compte de cette réserve, puisqu'elle dissocie les cessions réellement liées à des échecs des autres types de cessions. Le taux d'échec tombe alors à près de 10 %, modérant l'opinion courante selon laquelle les acquisitions sont des opérations de croissance externe très risquées.

Deuxième constat, en matière d'acquisition, l'expérience ne protège pas. Contrairement à ce que l'on peut observer dans d'autres domaines, le fait pour une firme d'avoir opéré de nombreuses acquisitions par le passé ne la prémunit pas d'un échec pour sa prochaine acquisition. En revanche, avoir connu des échecs dans ses acquisitions passées est un facteur déterminant puisque plus une firme a connu d'échecs dans ses acquisitions passées, plus elle est susceptible d'échouer dans ses acquisitions futures. L'échec n'apparaît donc pas comme une source bénéfique d'apprentissage.

L'amplitude de l'échec (mesurée par la taille relative des deux protagonistes) est un facteur déterminant pour la compréhension de ce cercle vicieux de l'échec. Même si nos données dissimulent vraisemblablement des effets de seuil, les échecs de faible amplitude ne sont apparemment pas des sources d'apprentissage pertinentes. En revanche, des échecs de forte amplitude augmentent significativement le risque d'échouer à la prochaine acquisition. Enfin, l'expérience ne protège pas de l'effet négatif des échecs. Au contraire, les échecs de forte amplitude

accroissent très sensiblement les risques d'échec lors de l'acquisition suivante, surtout si la firme possède une expérience importante en matière d'acquisition.

Autrement dit, une firme qui échoue dans une acquisition doit impérativement organiser un retour d'expérience méticuleux, pour comprendre les motifs de l'échec avant d'entreprendre toute nouvelle opération. Cette suggestion est tout particulièrement avérée pour les firmes qui présentent l'un des deux facteurs de risque suivants (voire une conjonction des deux) : si elle a déjà connu des échecs significatifs dans des acquisitions passées ; plus paradoxalement, si elle possède une expérience forte en matière d'acquisition.

Enfin, contrairement à l'intuition courante, le fait d'avoir été préalablement engagé dans une alliance avec la cible n'augmente pas les chances de succès en cas d'acquisition de ladite cible. Au contraire, une alliance préalable accroît le risque d'échec. L'impression de mieux connaître la cible est donc un facteur trompeur qui semble compliquer l'opération plutôt que de la faciliter.

En conclusion, notre recherche propose aux managers trois facteurs de risque qui augmentent significativement la possibilité d'échouer lors de leur prochaine acquisition : (i) avoir déjà connu des échecs significatifs dans des acquisitions passées ; (ii) posséder une forte expérience des acquisitions, tout en ayant déjà connu un échec important ; (iii) être engagé dans une alliance préalable avec la cible. Ces facteurs sont particulièrement importants du fait de leur caractère contre-intuitif.

Au-delà de la question des acquisitions, cette recherche attire également l'attention des managers sur les effets inattendus de la courbe d'expérience et de l'apprentissage organisationnel. Deux points sont source d'enseignement. D'une part, contrairement aux intuitions communes concernant la courbe d'expérience, l'expérience ne signifie pas nécessairement performance future. En particulier lorsque survient un échec important qui exigerait de la créativité et de la flexibilité, l'expérience constitue un frein puissant. D'autre part, l'échec n'est pas systématiquement source d'apprentissage. Il peut au contraire déclencher un cercle vicieux, source d'échecs futurs, dont une firme se sortira avec difficulté.

Conclusion et perspectives

En définitive, l'expérience des acquisitions ne semble pas protéger des échecs en général. Dans le cas des petits échecs d'acquisition, l'effet de la capacité absorptive ne se manifeste pas. Une firme expérimentée n'apparaît pas plus capable qu'une autre de retirer de l'expérience d'un échec de magnitude faible. Un apport de notre travail à la littérature existante sur l'apprentissage des échecs est l'effet d'interaction significatif entre (i) l'expérience des acquisitions et (ii) l'expérience des échecs d'acquisition de forte magnitude. En effet, dans le cas des gros échecs, le stock d'expériences d'acquisition joue un effet démultiplicateur inverse : plus une firme est expérimentée, plus un gros échec augmente sa probabilité d'échec d'une prochaine acquisition.

Ce résultat suggère deux interprétations complémentaires, possibles sources d'investigations futures. L'expérience accumulée au fil du temps forme des schémas mentaux ou cadres de références (Shrivastava et Schneider, 1984). Dans une situation exceptionnelle, les individus ont du mal à renoncer à ces schémas mentaux (Levinthal et March, 1993), bien qu'ils soient totalement inadaptés. De ce point de vue, l'impact d'un gros échec sera donc d'autant moins dévastateur que la firme est moins expérimentée, *i.e.*, qu'elle aura des schémas mentaux moins rigides. Une autre explication possible se fonde sur le piège de l'échec par excès d'apprentissage exploratoire. En effet, plus une firme est expérimentée en matière d'acquisition, plus son espérance de réussite est élevée, plus la survenance d'un gros échec crée un écart entre espérance et performance. Or cet écart est susceptible de générer une succession d'échecs (Baum et Dahlin, 2007 ; March, 2006). Notre recherche ouvre donc la voie à des investigations sur l'expérience comme frein à l'apprentissage des échecs importants.

Cette recherche suggère enfin de possibles développements concernant l'équilibre entre l'apprentissage par exploitation et l'apprentissage par exploration (March, 1994 ; Baum et Dahlin, 2007). Notre recherche révèle qu'un échec de forte magnitude, loin d'être la source d'apprentissage et de progrès que l'on imagine souvent, est un événement hautement susceptible de rompre cet équilibre. Deux pistes de recherche nous paraissent pouvoir prolonger cette étude. D'une part, il serait intéressant d'approfondir le phénomène de démultiplication de l'incompétence, *i.e.*, l'impact fort d'un échec sur une firme expérimentée. Cette piste de recherche offrirait probablement de mieux compren-

dre la rupture de l'équilibre entre l'apprentissage par exploration et l'apprentissage par exploitation. D'autre part, si nos résultats enrichissent la compréhension des échecs d'acquisition, l'étude de ce phénomène dans d'autres contextes organisationnels et pour d'autres types de manœuvres stratégiques expliquerait mieux le lien entre l'apprentissage organisationnel et l'avantage concurrentiel.

Bibliographie

- Agarwal R., Anand J. et Croson R. (2006), « Are there Benefits from Engaging in an Alliance with a Firm prior to its Acquisition? », in A. Arino, J. Reuer (éds.), *Strategic Alliances: Governance and Contracts*, Palgrave Macmillan Press.
- Allison P.D. (1984), *Event History Analysis*, Sage University.
- Amburgey T.L. et Miner A.S. (1992), « Strategic Momentum: the Effects of Repetitive, Positional, and Contextual Momentum on Merger Activity », *Academy of Management Journal*, vol. 13, n° 5, p. 335-348.
- Barkema H.G. et Schijven M. (2008), « Toward Unlocking the Full Potential of Acquisitions: the Role of Organizational Restructuring », *Strategic Management Journal*, vol. 51, n° 4, p. 696-722.
- Bateman T.S. et Zeithaml C.P. (1989), « The Psychological Context of Strategic Decisions: a Test of Relevance to Practitioners », *Strategic Management Journal*, vol. 10, n° 6, p. 587-592.
- Baum J.A.C. et Dahlin K.B. (2007), « Aspiration Performance and Railroads' Patterns of Learning from Train Wrecks and Crashes », *Organization Science*, vol. 18, n° 3, p. 368-385.
- Baum J.A.C., Li S.X. et Usher J.M. (2000), « Making the Next Move: How Experiential and Vicarious Learning Shape the Locations of Chains' Acquisitions », *Administrative Science Quarterly*, vol. 45, n° 4, p. 766-801.
- Baum J.A.C., Rowley T.J., Shipilov A.V. et Chuang Y.T. (2005), « Dancing with Strangers: Aspiration Performance and the Search for Underwriting Syndicate Partners », *Administrative Science Quarterly*, vol. 50, n° 4, p. 536-575.
- Benkard C.L. (2000), « Learning and Forgetting: The Dynamics of Aircraft Production », *American Economic Review*, vol. 90, n° 4, p. 1034-1054.

- 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.
- Denrell J. (2003), « Vicarious Learning, Undersampling of Failure, and the Myths of Management », *Organization Science*, vol. 14, n° 3, p. 227-243.
- Finkelstein S. et Haleblan J. (2002), « Understanding Acquisition Performance: The Role of Transfer Effects », *Organization Science*, vol. 13, n° 1, p. 36-47.
- Greve H.R. (1998), « Performance, Aspirations and Risky Organizational Change », *Administrative Science Quarterly*, vol. 43, n° 1, p. 58-86.
- Haleblan 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.
- Haleblan 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.
- Hamza T. (2002), « La Performance à Court et à Long Terme de l'Acquéreur : l'Impact de la Détention d'une Position de Contrôle », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 12, n° 1, p. 33-65.
- Haunschild P.R. et Sullivan B.N. (2002), « Learning from Complexity: Effects of Prior Accidents and Incidents on Airlines' Learning », *Administrative Science Quarterly*, vol. 47, n° 4, p. 609-643.
- 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.
- Hayward M.L.A. et Shimizu K. (2006), « De-Commitment to Losing Strategic Action: Evidence from the Divestiture of Poorly Performing Acquisitions », *Strategic Management Journal*, vol. 27, n° 6, p. 541-557.
- Herriott S.R., Levinthal D.A. et March J.G. (1985), « Learning from Experience in Organizations », *American Economic Review*, vol. 75, n° 2, p. 298-302.
- 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.

- 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.
- Iyer D.N. et Miller K.D. (2008), « Performance Feedback, Slack, and the Timing of Acquisitions », *Academy of Management Journal*, vol. 51, n° 4, p. 808-822.
- 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.
- Kim J.Y. et Miner A.S. (2007), « Vicarious Learning from the Failures and Near-Failures of Others: Evidence from the U.S. Commercial Banking Industry », *Academy of Management Journal*, vol. 50, n° 3, p. 687-714.
- Levinthal D. et March J.G. (1993), « The Myopia of Learning », *Strategic Management Journal*, Special Issue, p. 94-112.
- Lounamaa P.H. et March J.G. (1987), « Adaptive Coordination of a Learning Team », *Management Science*, vol. 33, n° 1, p. 107-123.
- March J.G. (1981), « Footnotes to Organizational Change », *Administrative Science Quarterly*, vol. 26, n° 4, p. 563-577.
- March J.G. (1994), *A Primer on Decision Making: How Decisions Happen*, The Free Press.
- March J.G. (2006), « Rationality, Foolishness, and Adaptive Intelligence », *Strategic Management Journal*, vol. 27, n° 3, p. 201-214.
- Meschi P.-X. et Métais E. (2002), « Investissements Français aux États-Unis, Stratégies de Croissance Externe et Réactions du Marché Bourcier », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 5, n° 1, p. 129-165.
- Meschi P.-X. (2009), « Les Cycles de Création de Valeur des Acquisitions », *Revue Française de Gestion*, vol. 35, n° 196, p. 131-146.
- Moeller S.B., Schlingemann F.P. et Stulz R.M. (2004), « Firm Size and the Gains from Acquisitions », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 2, p. 201-228.
- Morrison J.B. (2008), « Putting the Learning Curve in Context », *Journal of Business Research*, vol. 61, n° 11, p. 1182-1190.
- Reisel W.D. et Koppelman R.E. (2001), « The Effects of Failure on Subsequent Group Performance in a Professional Sports Setting », *Journal of Psychology*, vol. 129, n° 1, p. 103-113.
- Rumelt R.P. (1974), *Strategy, Structure and Economic Performance*, Harvard Business School Press.

- Schoenfeld, D. (1982). « Partial Residuals for the Proportional Hazards Regression Model », *Biometrika*, vol. 69, p. 239-241.
- 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.
- Shimizu K. (2007), « Prospect Theory, Behavioural Theory, and the Threat-Rigidity Thesis: Combinative Effects on Organizational Decisions to Divest Formerly Acquired Units », *Academy of Management Journal*, vol. 50, n° 6, p. 1495-1514.
- Shrivastava P. et Schneider S.C. (1984), « Organizational Frames of Reference », *Human Relations*, vol. 37, n° 10, p. 795-809.
- Sitkin S.B. (1992), « Learning Through Failure: the Strategy of Small Losses », in L.L. Cummings et B.M. Staw (éds.), *Research in Organizational Behavior* (p. 231-266), vol. 14, JAI Press.
- Staw B.M., Sandelands L.E. et Dutton J.E. (1981), « Threat-Rigidity Effects in Organizational Behavior: a Multilevel Analysis », *Administrative Science Quarterly*, vol. 26, n° 4, p. 501-524.
- Sudarsanam S. et Mahate A.A. (2006), « Are Friendly Acquisitions too Bad for Shareholders and Managers? Long-Term Value Creation and Top Management Turnover in Hostile and Friendly Acquirers », *British Journal of Management*, vol. 17, S7-S30.
- Todorova G. et Durisin B. (2007), « Absorptive Capacity: Valuing a Reconceptualization », *Academy of Management Review*, vol. 32, n° 3, p. 774-786.
- Vermeulen F. et Barkema H. (2001), « Learning through Acquisitions », *Academy of Management Journal*, vol. 44, n° 3, p. 457-476.
- Weick K.E. (1984) « Small Wins: Redefining the Scale of Social Problems », *American Psychologist*, vol. 39, n° 1, p. 40-49.
- Yamaguchi K. (1991), Event History Analysis, *Applied Social Research Methods Series*, n° 28, Sage Publications.
- Yelle L.E. (1979), « The Learning Curve: Historical Review and Comprehensive Survey », *Decision Sciences*, vol. 10, n° 2, p. 302-328.
- Zollo M. et Meier D. (2008), « What is M&A Performance », *Academy of Management Perspectives*, vol. 22, n° 3, p. 55-77.
- 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.