

Apprentissage organisationnel et fusion acquisition : l'expérience accumulée en acquisitions est-elle un indicateur de la probabilité ultérieure de désinvestissement ?

Gabriel Guallino

ESC Chambéry

CRET-LOG (Université Aix-Marseille II)

Savoie Technolac 73370 Bourget du Lac

+33 4 79 25 32 54

guallino@me.com

Résumé

Dans le présent article nous cherchons à mesurer l'impact de l'accumulation d'expérience en fusion acquisition sur la probabilité de revente d'une entreprise précédemment acquise. Trois types d'expérience sont étudiées : l'expérience totale, l'expérience métier et l'expérience pays. Notre recherche s'appuie sur les théories de l'apprentissage organisationnel et la courbe d'expérience. Ces théories considèrent l'accumulation d'expérience comme un stock d'expérience qui aura une influence sur le processus d'acquisition et d'intégration et sur l'issue d'une acquisition. Nous cherchons à mesurer si ce stock, quand il augmente selon plusieurs dimensions, fait varier la probabilité future de désinvestissement d'une firme acquise.

Afin de valider nos hypothèses de recherche, nous avons étudié un panel d'acquisitions réalisées aux États-Unis en 1994. Nous avons cherché à savoir si ces acquisitions avaient été revendues par la suite et nous avons aussi mesuré les stocks d'expériences pré et post acquisition de chacune des entreprises acheteuse. Nous avons exploité un modèle de régression logistique en panel afin de valider nos hypothèses de recherche.

Au final, nous avons déterminé que l'accumulation d'expérience totale post acquisition et l'expérience métier pré et post acquisition avaient une influence sur la probabilité de désinvestissement. Nous avons aussi pu observer que le phénomène étudié était mieux décrit sous sa forme quadratique. Enfin, nous avons aussi pu observer l'importance des conditions d'acquisitions tant au niveau de la différence de métier que de la taille relative entre l'entreprise acheteuse et achetée. Une discussion des résultats et des limites à notre recherche ont suivi.

Mots clefs : fusion, acquisition, expérience, apprentissage, régression logistique en panel

Candidat au Prix Roland Calori

L'auteur tient à remercier les évaluateurs 1 et 2 pour leurs remarques pertinentes, leurs références bibliographiques et leurs encouragements. De nombreux ajouts ont été réalisés suite à leurs remarques.

Apprentissage organisationnel et fusion acquisition : l'expérience accumulée en acquisitions est-elle un indicateur de la probabilité ultérieure de désinvestissement ?

Résumé

Dans le présent article nous cherchons à mesurer l'impact de l'accumulation d'expérience en fusion acquisition sur la probabilité de revente d'une entreprise précédemment acquise. Trois types d'expérience sont étudiées : l'expérience totale, l'expérience métier et l'expérience pays. Notre recherche s'appuie sur les théories de l'apprentissage organisationnel et la courbe d'expérience. Ces théories considèrent l'accumulation d'expérience comme un stock d'expérience qui aura une influence sur le processus d'acquisition et d'intégration et sur l'issue d'une acquisition. Nous cherchons à mesurer si ce stock, quand il augmente selon plusieurs dimensions, fait varier la probabilité future de désinvestissement d'une firme acquise.

Afin de valider nos hypothèses de recherche, nous avons étudié un panel d'acquisitions réalisées aux États-Unis en 1994. Nous avons cherché à savoir si ces acquisitions avaient été revendues par la suite et nous avons aussi mesuré les stocks d'expériences pré et post acquisition de chacune des entreprises acheteuse. Nous avons exploité un modèle de régression logistique en panel afin de valider nos hypothèses de recherche.

Au final, nous avons déterminé que l'accumulation d'expérience totale post acquisition et l'expérience métier pré et post acquisition avaient une influence sur la probabilité de désinvestissement. Nous avons aussi pu observer que le phénomène étudié était mieux décrit sous sa forme quadratique. Enfin, nous avons aussi pu observer l'importance des conditions d'acquisitions tant au niveau de la différence de métier que de la taille relative entre l'entreprise acheteuse et achetée. Une discussion des résultats et des limites à notre recherche ont suivi.

Mots clefs : fusion, acquisition, expérience, apprentissage, régression logistique en panel

L'auteur tient à remercier les évaluateurs 1 et 2 pour leurs remarques pertinentes, leurs références bibliographiques et leurs encouragements. De nombreux ajouts ont été réalisés suite à leurs remarques.

1 INTRODUCTION

Statistiquement, les désinvestissements sont un fait largement étudié depuis les années 60 (suivant Montgomery et Wilson (1986) par « désinvestissement » nous entendons une entreprise achetée puis, par la suite, revendue « intacte » (ses actifs n'ont pas été partagés avec une autre filiale pendant la période où elle « restée en possession d'une autre firme). À partir de la fin des années 70, les entreprises commencent à tourner le dos à la surdiversification et les marchés financiers manifestent plus nettement leur défiance à l'égard des orientations conglomerates (Baker, Smith, 1998, cité par Batsch, 2003 : 13). Davis et al. (1994) ont calculé que le niveau global des 500 entreprises du palmarès de Fortune a baissé d'un tiers entre 1980 et 1990, et ont évalué à 40 % leur diminution de diversification non reliée.

Statistiquement, pour Montgomery et Wilson (1986) seules 44,7 % des 434 firmes étudiées entre 1967 et 1982 étaient toujours en possession de la firme acheteuse. Ravenscraft et Scherer (1987) ont montré que 33 % des acquisitions réalisées dans les années 60 et 70 ont été, par la suite, désinvesties. Porter (1987), en utilisant un échantillon de 33 firmes sur une large période, a montré que 53 % des acquisitions étaient désinvesties quand elles amenaient les firmes vers de nouveaux secteurs. Kaplan et Weisbach (1992) ont analysé 271 acquisitions entre 1971 et 1982 et ont montré que 43,9 % d'entre elles avaient été désinvesties en 1989 (la durée de vie moyenne d'une acquisition était de 7 années). Ils ont montré que les désinvestissements suite à une diversification avaient quatre fois plus de chances d'être désinvestis.

Ces taux ne soulignent pas nécessairement que le désinvestissement lié à une acquisition fut une erreur stratégique ; comme le soulignent Kaplan et Weisbach (1992), les désinvestissements ne sont pas la preuve d'un échec. Les désinvestissements appartiennent à un large courant de recherche sur les restructurations. Par nature, ils sont souvent considérés comme le « l'autre côté du miroir des acquisitions » (Weston et al., 1990). De ce fait, ce sont encore des décisions peu connues, car analysées par les mêmes filtres des acquisitions (Brauer, 2006 : 754). En général, elles sont soit considérées comme le fruit de décisions stratégiques, soit la correction d'erreurs passées (Markides et Singh, 1997). Ainsi, même si ces désinvestissements représentent une liquidation d'une acquisition passée (Taylor, 1988), c'est une erreur de considérer qu'il s'agit systématiquement d'un échec (Brauer, 2006 : 755). Ainsi, les désinvestissements ne sont pas automatiquement liés à une faible performance de la firme vendeuse : l'unité peut être vendue pour réaliser une plus value, les synergies existantes

à l'origine de l'acquisition peuvent avoir disparu (Weston, 1989). Ces cessions peuvent aussi être des voies alternatives pour augmenter la valeur des stock-options (Sanders, 2001). Pour certaines firmes, les acquisitions n'ont pas vocations d'être intégrées et sont donc désinvesties rapidement. Enfin, des études de KPMG et Accenture en 2003 montrent que les désinvestissements doivent être intégrées à la politique de croissance de la firme (Brauer, 2006).

Ainsi, la question des causes du désinvestissement d'entreprises précédemment acquises est la principale thématique abordée par les chercheurs dans ce domaine. Dans ce domaine, malgré la proportion de ces recherches dans l'étude des causes des désinvestissements, peu d'analyses se sont intéressées au rôle joué par l'expérience dans la probabilité de désinvestir une acquisition passée (Meschi, Metais, 2008).

Dans notre présent article, notre problématique analyse du lien qu'il peut exister entre l'expérience en fusion-acquisition et la probabilité de désinvestir une acquisition passée : une acquisition réalisée peut-elle être désinvestie par manque d'expérience ?

Les raisons invoquées dans la littérature sont de nature réglementaires, stratégiques, financières et organisationnelles. Mais au delà, de ces quatre dimensions, n'a-t-on pas affaire à une entreprise qui manquait d'expérience en acquisitions d'entreprises à la date de l'acquisition ? Par la suite, l'expérience accumulée expérience suffisante afin d'intégrer sa cible ?

Afin de répondre à cette question de recherche, nous nous sommes intéressés dans une première partie aux mécanismes de l'apprentissage organisationnel en fusion acquisition selon trois dimensions : l'accumulation d'expérience en fusions acquisitions, l'expérience en acquisitions dans et hors de son métier de base et l'expérience en acquisitions à l'international.

Cette première partie nous a amené à formuler 6 hypothèses de recherches que nous avons testées selon une méthodologie explicitée dans une deuxième partie. Celle-ci repose sur un modèle de régression logistique en panel.

Dans une troisième partie, nous présentons les résultats de notre étude. Ces résultats sont discutés dans une quatrième partie. Enfin, dans une dernière partie, nous traitons des limites méthodologiques ainsi que de la possible évolution de notre recherche.

2 DÉSINVESTISSEMENTS D'ENTREPRISE ET APPRENTISSAGE ORGANISATIONNEL : DEFINITION DES HYPOTHÈSES DE RECHERCHE

2.1 L'ACCUMULATION D'EXPÉRIENCE EN ACQUISITION D'ENTREPRISES

Si l'accumulation d'expérience provoque une amélioration des actions (Fiol, Lyles, 1985), le nombre d'acquisitions réalisées préalablement par la firme devrait faire diminuer la probabilité de désinvestissement d'une acquisition passée.

Un manque d'expérience ne signifie pas forcément qu'une entreprise acquise sera désinvestie par la suite. Cependant, nous cherchons à savoir si statistiquement une relation peut être observée entre le stock d'expérience accumulé par la firme acheteuse et la probabilité de désinvestissement d'une acquisition donnée. Pour cela, nous allons nous intéresser au stock accumulé d'expérience en acquisition, c'est-à-dire au nombre d'acquisitions que l'entreprise a réalisées avant l'opération de croissance externe étudiée (dans notre cas, il s'agira du nombre d'acquisitions réalisées entre 1991 et 1994).

Nous considérons le nombre d'acquisitions comme un stock d'expérience que l'entreprise aura géré (Koenig, 1994). Plusieurs conditions sont nécessaires à cette gestion et cette capitalisation du stock d'expérience : sa nécessaire codification (Levitt, March, 1988 ; Huber, 1991) ; une transformation de ce savoir codifié en routines organisationnelles (Nelson, Winter, 1982 ; Pentland, Feldman, 2002) ; une diffusion sous forme d'un savoir collectif (Shrivastava, 1983) ; un stockage dans une mémoire organisationnelle (Girod, 1995) et ainsi une exploitation des connaissances organisationnelles de l'entreprise (Nonaka, Takeuchi, 1995).

Ainsi, l'accumulation d'expérience de la firme améliore son expertise dans la gestion des différentes phases du processus d'acquisition. Cette idée rejoint le principe de la courbe d'apprentissage en économie (Epple et al., 1991) ou en organisation (Levitt, March, 1988 ; Cohen, Levinthal, 1991, March, 1991). C'est à travers ses expériences antérieures que l'organisation apprend de sa propre pratique, par répétition. Ceci est d'autant plus important qu'une prise de contrôle peut être qualifiée d'événement rare, hétérogène et relativement ambigu, ce qui est tout le contraire d'une tâche répétitive et structurée. Ainsi, dès un faible nombre d'acquisitions, des mécanismes d'apprentissage permettent de développer une capacité à acheter et intégrer de nouvelles cibles. En conclusion, la création de routines en acquisition/intégration d'entreprise dépend de l'accumulation d'expérience c.-à-d. du stock d'acquisitions réalisées dans le passé.

Hypothèse 1 : L'accumulation d'expérience en acquisitions d'entreprise diminue la probabilité de désinvestissement d'une firme précédemment acquise

Dans cette première hypothèse, nous parlons d'expérience passée, c'est-à-dire d'une expérience qui s'est réalisée avant l'acquisition. Cette idée implique qu'à partir du moment où la firme s'est portée acquéreur d'une nouvelle entreprise, il existerait potentiellement une probabilité de revente a priori. Que se passe-t-il entre la date d'acquisition de la cible et sa date de revente ? N'est-il pas possible de prendre en compte cette expérience accumulée suite à l'acquisition ? Si nous reprenons l'idée d'Ingram et Baum (1997), l'expérience est un concept « glissant ». Dans notre recherche, nous postulons que cette accumulation d'expérience « post-acquisition » joue un rôle dans la probabilité de désinvestissement. Un élément contribue à cette idée : les acquisitions ultérieures vont faire évoluer la stratégie et réorienter leur politique d'acquisition. Ainsi, le stock d'expérience peut être considéré comme une « trajectoire » d'expérience (Singh, Zollo, 1998) dont l'évolution modifie la politique de l'entreprise et donc sa stratégie de croissance (Vermeulen, Barkema, 2001).

Ainsi, en hypothèse 2 nous avons :

Hypothèse 2 : L'expérience post acquisition a un impact négatif sur la probabilité de désinvestissement d'une firme précédemment achetée

2.2 L'ACCUMULATION D'EXPÉRIENCES EN ACQUISITIONS ET DEGRÉS DE SIMILARITÉ

Dans son article de 1987, Porter explique qu'une trop grande diversification a conduit les entreprises à fortement désinvestir les acquisitions qu'elles avaient réalisées dans le passé. En général, c'est un trop grand degré de diversification qui est invoqué pour expliquer un désinvestissement (Bergh, Lawless, 1998). Ainsi, une expérience homogène garantirait une meilleure performance post acquisition (Zollo, Singh, 2004). Une illustration de cette théorie d'une réplication systématique d'une expérience nous est donnée par l'étude réalisée par Baum et al. (2000). Ces auteurs analysent les acquisitions en série dans le secteur hospitalier aux États-Unis entre 1971 et 1996. Ils montrent que la répétition d'acquisitions homogènes permet le développement d'une compétence en acquisition (Zollo et al., 2002) et permet de prévoir quelle sera leur prochaine cible (ce « chaînage » permet de couvrir une zone géographique donnée et amène l'entreprise à réaliser sur cette zone des acquisitions dans le même secteur d'activité).

De plus, une série d'opérations de croissance externe permet le développement par les entreprises de routines spécialisées et standardisées pour systématiser ces acquisitions (Szulanski, 1999). Au fur et à mesure de ce déploiement, les gains sont plus accessibles et

plus immédiats.

Hypothèse 3 : Une expérience homogène en acquisition diminue la probabilité de désinvestissement d'une acquisition ultérieure

Cependant, dans leur article, Haleblan et Finkelstein (1999 : 37) montrent que les acquisitions sont réellement similaires dans leur échantillon dans 10 % des cas. Or, une firme ayant affaire à une acquisition a priori « similaire » aura tendance à mettre en œuvre un processus d'intégration « similaire » : même si la firme tire une expérience d'une acquisition, celle-ci n'est pas nécessairement utile pour l'acquisition suivante et risque d'être appliquée de manière inopportune (Haleblan, Finkelstein, 1999). Ce principe est d'autant plus vrai, qu'une acquisition réussie renforce la logique adoptée (au niveau de la politique d'acquisition, du processus d'intégration...) alors qu'un échec affaiblit cette logique. Or, comme le soulignent Vermeulen et Barkema (2001 : 476), l'utilisation répétée d'une logique organisationnelle en diminue sa base et donc sa viabilité.

Il existe donc un risque d'application inopportune d'un processus ayant par le passé fait ses preuves. Ainsi, contrairement à la théorie de la courbe d'expérience, la théorie de l'apprentissage comportemental (*behavioral learning*) montre que la répétition des acquisitions n'amène pas automatiquement à un résultat positif (les auteurs notent un point d'inflexion à partir de la 8^{ème} opération). On voit ici que l'expérience brute (répétition des actions) n'est peut-être pas une condition suffisante pour expliquer ou prévoir la performance future du rapprochement et sa seule analyse nous met face aux limites citées ci-avant.

L'analyse de l'accumulation d'expérience avec pour idée qu'un certain seuil d'expérience est nécessaire pour tirer un bénéfice de celle-ci nous amène à reconsidérer les hypothèses précédentes :

Hypothèse 1a : L'accumulation d'expérience en acquisitions d'entreprise diminue la probabilité de désinvestissement d'une firme précédemment acquise à partir d'un certain seuil d'acquisitions

Hypothèse 2a : L'expérience post acquisition a un impact négatif sur la probabilité de désinvestissement d'une firme précédemment achetée à partir d'un certain seuil d'acquisitions

Hypothèse 3a : Une expérience homogène en acquisition diminue la probabilité de désinvestissement d'une firme précédemment acquise à partir d'un certain seuil d'acquisitions

2.3 L'ACCUMULATION D'EXPÉRIENCE EN ACQUISITIONS INTERNATIONALES

Shaver et al. (1997) se sont concentrés sur la probabilité de survie d'une firme sur un marché étranger. Ils ont montré que si elles possèdent une expérience du pays cible et si elles sont capables de tirer profit de l'expérience des autres firmes précédemment entrées dans le secteur, leur probabilité de survie sera plus importante. Ainsi, sur une population de 354 firmes étudiées entre 1987 et 1992, 25 % des entreprises ont été revendues. Les auteurs expliquent en partie ce désinvestissement par un manque d'expérience du pays cible (les firmes ayant déjà eu une expérience aux États-Unis ont un taux de survie de 87 % alors que celles qui n'en avaient pas ont un taux de survie de 69 %).

Pour Li (1995), la longévité de la présence à l'étranger dépend de choix stratégiques lors de l'entrée sur le marché (par exemple, acheter une entreprise, en créer une nouvelle ou construire un joint venture). Cependant, pour cet auteur, le taux de survie correspond à des firmes non vendues ou non fermées, mais sans en faire la distinction. Il est donc difficile à partir de son étude d'en déduire une information sur les désinvestissements.

Mata et Portugal (2000) compensent cette carence dans leur étude. Sur une étude de 1033 firmes entre 1983 et 1989 au Portugal, ces deux auteurs ont étudié la longévité de firmes étrangères sur le marché portugais en prenant comme méthodologie l'analyse de survie et comme variables d'échec soit la fermeture soit le désinvestissement de la firme portugaise. Pour ces auteurs, le mode d'entrée (création d'une entreprise ou acquisition d'une entreprise) et le montant de l'actif de l'entreprise créée/achetée ont un impact sur la probabilité de désinvestissement. Ces deux auteurs constatent aussi que les firmes ont plus recours au désinvestissement quand elles sont entrées sur le marché par acquisition que par création d'entreprise et quand le montant total de l'actif investi est faible. Les auteurs constatent aussi que l'expérience de la firme étudiée a peu d'influence sur la probabilité de désinvestissement. Enfin, pour Zaheer et Mosakowski (1997), à court terme les chances de survie d'une entreprise à l'étranger sont plus faibles que pour les firmes domestiques. Par contre, avec le temps, ce taux a tendance à s'équilibrer. Une explication avancée par les auteurs est l'apprentissage du marché cible (c.-à-d. une meilleure connaissance avec le temps du fonctionnement et des acteurs du marché).

Hypothèse 4 : L'expérience à l'international a un impact négatif sur la probabilité de revente d'une acquisition

Hypothèse 4a: L'expérience à l'international a un impact négatif sur la probabilité de revente d'une acquisition à partir d'un certain seuil d'acquisitions

3 MÉTHODOLOGIE

3.1 ÉCHANTILLON ÉTUDIÉ

Nous avons étudié les acquisitions réalisées aux États-Unis en 1994 par des entreprises américaines et par des entreprises étrangères. Nous voulions analyser le possible désinvestissement sur une période de 10 ans (la majeure partie des études portent sur une période comprise entre 3 et 5 sauf l'étude de Porter (1987) qui s'étale sur 36 ans). Nous avons fait le choix d'étudier tous les secteurs confondus afin de bénéficier d'un large échantillon.

3.1.1 Recueil des données

Afin de construire notre base de données, nous avons procédé à un tri des opérations de croissances externes aux États-Unis. Il y a eu en 1994, 2 997 annonces de fusions acquisitions. Sur l'ensemble de ces opérations, nous avons mis en place plusieurs méthodes pour recenser des opérations réalisées aux États-Unis dont le prix de l'opération était supérieur à 1 million de dollars. Nous avons pris comme base de départ la base Mergerstat® publiée chaque année par Merrill Lynch. Cette base a la particularité de recenser les opérations dont l'une des entreprises est américaine et dont les termes ont été publiés (prix d'acquisition, premium, P/E ratio, etc.). En 1994, 302 opérations ont été recensées par Mergerstat soit environ 10 % des opérations réalisées en 1994.

Cependant, sur ces 302 items, nous n'en avons gardé que 240. Certaines opérations ont été purement et simplement annulées dans les années qui ont suivi. Elles sont donc hors de notre étude. D'autres parts, certaines opérations ne sont pas des acquisitions, des fusions ou des prises de contrôle, mais des prises de participation minoritaires. Enfin, certaines opérations apparaissent deux fois dans la base.

Enfin, nous avons qualifié la base de données. La base de données de départ possédait les informations suivantes : date d'annonce, date de réalisation, nom de l'acheteur, nom de la cible, montant de l'acquisition, P/E ratio, premium, méthode de paiement. Dans 63% des cas, une ou plusieurs de ces informations étaient cependant manquantes. Afin de mener à bien notre étude, nous avons complété les champs manquants et nous avons rajouté la taille relative (mesuré par le ratio actif net acheté/ actif net acheteur sauf pour les banques où nous avons pris le produit net bancaire), la différence de métier (variable binaire mesurée par la différence des codes SIC des deux entreprises), le caractère international de l'opération (variable binaire), la prime d'acquisition, la méthode de paiement et 14 années d'acquisitions (soit 42

variables d'expérience décomposées en expérience métier, pays et totale). Afin de qualifier la base de données, nous nous sommes servis des rapports d'activités en ligne du site Internet de la SEC (www.sec.gov/edgar) et du site d'information Factiva.

3.1.2 Mise aux normes de la base de données : Transformation d'un « fichier épisode » en fichier « personne-période »

Il n'est pas possible, dans notre recherche, d'exploiter notre base de données telle que nous l'avons structurée. En effet, chaque item correspond à une acquisition, à ses caractéristiques et à l'historique d'acquisition de l'entreprise acheteuse, de 1991 à la date de cession ou à 2004 s'il n'y a pas désinvestissement de la cible. Ainsi, en général, les modèles sont estimés à partir de données pour lesquelles une ligne correspond à un épisode (fichier épisode), chaque épisode étant caractérisé par un indice de censure, une durée, ainsi que des caractéristiques individuelles. Une telle décomposition revient à construire une base de données dans laquelle l'individu est une personne-période.

Les modèles logit à temps discret exigent donc une organisation des données, basée sur la personne-période (Mills, 1999). Dans ce deuxième type de fichier, une ligne correspond à un intervalle de temps, le nombre de lignes décrivant un épisode correspondant à la durée qui sépare le début de cet épisode et sa fin ou sa censure. Il est à noter que le fait que les individus soient décomposés en plusieurs observations n'a, non seulement, aucune conséquence sur les valeurs estimées des différents coefficients, mais n'a pas non plus d'effets sur l'estimation des variances de ces coefficients, et donc sur leur significativité (Allison 1982).

3.1.3 Traitement statistique employé

La modélisation des événements sur la période étudiée repose sur l'idée que le risque de connaître l'événement au temps t est une fonction du temps et des caractéristiques des individus. Ces variables sont soit des variables quantitatives, soit des caractéristiques qualitatives. Dans le deuxième cas, il s'agit alors de variables binaires prenant la valeur 0 ou 1 selon qu'il y a absence ou la présence de la caractéristique chez l'individu. Il est à noter que ces variables peuvent varier au cours du temps (par exemple, la situation maritale si l'intérêt porte sur la première naissance), raison pour laquelle, on ajoute un indice t à chacune des caractéristiques. Dans le cas où le temps est considéré continu, la modélisation du rôle joué par les caractéristiques individuelles s'appuie le plus souvent sur l'hypothèse de proportionnalité des risques. Cette hypothèse revient à supposer que le risque des individus qui possèdent une caractéristique donnée est multiplié par une constante, en comparaison avec

les individus qui ne possèdent pas cette caractéristique.

L'hypothèse de risque proportionnel pose problème en temps discret, puisque la probabilité conditionnelle de connaître l'événement au temps t ne peut être supérieure à 1, contrairement au risque tel que celui-ci est analysé en temps continu. Un modèle à risque proportionnel pourrait donc aboutir à l'estimation de coefficients tels que la probabilité conditionnelle pourrait devenir supérieure à 1. En revanche, la transformation logit de $P(t)$ (c.-à-d. le logarithme du rapport entre $P(t, x_t)$ et $[1-P(t, x_t)]$), va varier entre moins et plus l'infini. Il devient alors intéressant de développer une modélisation du rôle joué par les caractéristiques des individus selon un modèle logit.

Dans le cas présent du modèle logit à temps discret, la probabilité à estimer n'est pas seulement une fonction des différentes caractéristiques des individus, mais aussi une fonction du temps, raison pour laquelle on peut symboliser cette probabilité par $P(t, x_t)$. Par similarité avec le modèle précédent, une première écriture du modèle logit à temps discret sera (Allison, 1982) :

$$\log \left(\frac{P(t, x_t)}{1 - P(t, x_t)} \right) = a + bx_t$$

Ce modèle revient à considérer que le rapport de la probabilité conditionnelle de connaître l'événement sur la probabilité de ne pas le connaître est, à chaque instant, une fonction linéaire des caractéristiques en présence, ces caractéristiques pouvant varier avec le temps, plus une constante. Il faut remarquer qu'en fonction des situations, la probabilité conditionnelle de connaître un événement peut varier au cours du temps et suivre plusieurs modèles (Gompertz, Weibull et Piecewise). La fonction étudiée évolue alors. Cela dépend des situations analysées (Yamaguchi, 1991).

En synthèse, afin de valider nos hypothèses de recherches, nous avons exploité le logiciel StataSE afin de traiter les régressions logistiques en panel relatives à notre modèle.

3.1.4 Variables de contrôle utilisées

Afin de vérifier la pertinence de notre modèle d'analyse, nous avons introduit plusieurs variables de contrôle. En effet, comme le montrent Zollo et Meier (2008 : 73), la performance des fusions acquisitions est par nature extrêmement complexe. La *différence de métier* est la variable de contrôle la plus commune (Rumelt, 1974). C'est une variable binaire, représentant les possibles sources de synergies (Gupta et Gerchak, 2002). La *motivation stratégique* calculée sur une échelle de 1 à 4 (horizontale, verticale, concentrique et conglomérale) permet de mesurer la cohérence stratégique de l'acquisition (Capron et al., 2001). La *différence pays*

est une variable binaire qui représente le caractère international d'une acquisition, c'est une source de synergie, mais aussi une mesure de complexité de l'intégration (Seth et al., 2002). Le *prix d'acquisition* (mesuré par le logarithme du prix d'acquisition) et la *taille relative* (mesurée par le rapport entre la firme achetée et la firme acheteuse) sont exploitées pour mesurer une complexité d'intégration (Buono et Bowdich, 1989). La *méthode de paiement* est une variable souvent étudiée dans l'analyse de la performance des fusions acquisitions (André et al., 2004). Dans le cadre d'une étude sur les désinvestissements, la méthode de paiement donne deux informations : les entreprises payant leur acquisition en «cash» augmenteront leur endettement, mais c'est aussi un indicateur de la santé financière de la firme (dans les deux cas, ce sont des variables interprétées comme des causes possibles de désinvestissement). Dans la même logique, la *prime d'acquisition* (codée selon une variable continue exprimée en pourcentage) représente le rapport entre le prix d'achat et la valeur de la firme. Celle-ci est souvent supérieure à 100%. Cette prime peut jouer un rôle important, car elle a des conséquences financières sur l'entreprise acheteuse. En effet, une prime trop forte augmentera le ratio d'endettement de la firme acheteuse et pourra la contraindre à procéder à des restructurations financières pour diminuer son endettement (Lang et al., 1995).

4 ANALYSE DES RÉSULTATS

Avant tout, nous avons procédé à des tests VIF sur nos variables explicatives et de contrôle. Aucun des tests n'a révélé la présence de colinéarité. Les résultats sont les suivants :

	Modèle 0	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4
Expérience métier 91-94		***.458		**.375	
Expérience pays 91-94		-.153		-.201	
Expérience totale 91-94		-.0967		-.018	
Expérience métier 91-94q			***.071		**.058
Expérience pays 91-94q			-.021		*-.031
Expérience totale 91-94q			*-.007		-.002
Expérience métier 95-04				.147	
Expérience pays 95-04				.128	
Expérience totale 95-04				***-.143	
Expérience métier 95-04q					**.020
Expérience pays 95-04q					***.014
Expérience totale 95-04q					***-.011
Prime offerte	-.496	-.591	-.616	-.583	-.630
Motivation stratégique	-.154	-.134	-.085	-.134	-.123
Différence de métier	***1.392	**1.100	***1.164	**1.119	***1.248
Prix (ln)	-.101	-.088	-.085	-.076	-.068
Méthode de paiement	-.461	-.305	-.289	-.359	-.517
Taille relative	*.427	*.444	*.439	*.434	*.456
Différence de pays	.142	.138	.141	.080	-.097
Constante	-1.391	-1.556	-1.757	-1.710	-1.820
N Obs (N)	1034 (134)	1034 (134)	1034 (134)	1034 (134)	1034 (134)
Prob > Chi2 (modèle)	0.0040	0.0007	0.0007	0.0004	0.0020

Tableau : Résultats des régressions logistiques en panel sur les cinq modèles (de 0 à 4). Les coefficients sont présentés avec la significativité de chacune des variables (* = 10 % ; ** = 5* ; *** = 1 %).

Notre première analyse s'est portée uniquement sur les variables de contrôle (modèle 0).

Celui-ci est significatif à moins de 1% ($\text{Prob} > \text{Chi}^2 = 0.0040$). Nos résultats montrent un impact positif fortement significatif (inférieur à 1 %) de la différence de métier entre l'entreprise acheteur et l'entreprise achetée et un impact positif faiblement significatif (à 10 %) de la taille relative. Les autres variables de contrôle n'ont pas d'impact sur la probabilité de désinvestissement (même si le signe de leur coefficient est cohérent avec la littérature à l'exception de la fixation du prix qui est inverse des résultats vus dans notre analyse de la littérature, leur pouvoir explicatif n'est cependant pas significatif). De plus, même si la variable n'est pas significative, nous pouvons voir que la motivation stratégique est reliée à la différence de métier (en effet, dans notre codification, au plus le chiffre de la motivation stratégique augmente, au plus nous nous éloignons du métier de l'entreprise).

Ainsi, pour notre modèle 0, variables de contrôlent expriment l'idée suivante : les acquisitions réalisées dans des métiers différents et dont la taille relative est importante ont plus de chance d'être désinvesties que des acquisitions opérées dans le même métier et avec une faible taille relative. En synthèse, le schéma suivant présente nos résultats pour le modèle 0 de notre analyse.

Pour notre modèle 1, nous pouvons voir que la qualité du modèle s'améliore entre le modèle 0 et le modèle 1 (la probabilité $> \text{chi}^2$ passe de 0,004 à 0,0007). Seules deux variables explicatives sont significatives : L'expérience métier entre 91 et 94 (significatif à 5%) et l'expérience totale entre 95 et 2004 (significatif à 5%). Deux variables de contrôles sont significatives : la différence métier (à 5 %) et la taille relative. L'introduction d'une variable d'interaction (l'interaction entre l'expérience métier et l'expérience pays) ne modifie pas la qualité du modèle.

Nous pouvons observer qu'entre le modèle 1 et le modèle 2, la qualité du modèle reste constante (la probabilité $> \text{chi}^2$ reste à 0,0007). Notre modèle 2 montre que cinq variables explicatives sont significatives : l'expérience métier 91-04 quadratique (à 5 %), l'expérience pays 91-94 quadratique (à 10 %), l'expérience métier 95-04 quadratique (à 5%), l'expérience pays 95-04 quadratique (à 1 %) et l'expérience totale 95-04 quadratique (à 5 %). Deux variables de contrôle sont significatives : la différence de métier (à 1 %) et la taille relative (à 10 %).

Ainsi, à partir d'un seuil d'acquisitions, les variables explicatives ont les influences suivantes (afin de retrouver la variation en pourcentage de la probabilité, nous appliquons à chaque coefficient la formule : $[\exp(\text{coefficient})-1] \times 100$ en %) :

- Au plus l'entreprise étudiée se portera acquéreur de cibles dans un métier différent du sien de 1991 à 1994, au plus elle aura une probabilité forte de se séparer d'une entreprise

acquise en 1994. Plus précisément, chaque acquisition nouvelle dans un métier différent augmente la probabilité de désinvestissement de 5,97 % ;

- Au plus l'entreprise se portera acquéreur de cibles internationales de 1991 à 1994, au moins elle aura une probabilité forte de se séparer d'une entreprise acquise en 1994. Chaque acquisition supplémentaire à l'international diminue la probabilité de revente de 3,05 % ;
- Au plus l'entreprise se portera acquéreur de cibles dans un métier différent du sien de 1995 à 2004, au plus elle aura une probabilité forte de désinvestir une entreprise acquise en 1994. Chaque acquisition supplémentaire augmente de 2,02 % la probabilité de revente ;
- Au plus l'entreprise se portera acquéreur de cibles à l'international de 1995 à 2004, au plus elle aura une probabilité forte de désinvestir une entreprise acquise en 1994. Chaque acquisition supplémentaire augmente la probabilité de revente de 1,41 % ;
- Au plus l'entreprise se portera acquéreur de cibles en général de 1995 à 2004 au moins elle aura une probabilité forte de désinvestir une entreprise acquise en 1994. Chaque acquisition supplémentaire diminue de 1,09 % la probabilité de revente.

Deux variables de contrôle, liées au contexte de l'acquisition jouent un rôle modérateur dans notre analyse :

- Au plus la taille relative entre l'entreprise acheteuse et sa cible, acquise en 1994, est importante, au plus la probabilité de désinvestir la cible ultérieurement est forte. En effet, une prise de contrôle d'une firme dans un métier différent multiplie par 2,48 les chances de désinvestissement ;
- S'il y a une différence de métier entre l'entreprise acheteuse et l'entreprise achetée en 1994, alors la probabilité de désinvestissement de la firme achetée sera forte. Une fusion entre égaux augmente la probabilité de revente de 57,77 %.

En synthèse, le schéma suivant présente l'impact des variables de contrôle et des variables explicatives sur la probabilité de désinvestissement :

Schéma : Représentation de l'impact de l'expérience quadratique pré acquisition et post acquisition sur la probabilité de désinvestissement (modèle 4)

5 DISCUSSION DES RÉSULTATS ET LIMITES DE L'ÉTUDE

5.1 DISCUSSION

Nous avons exploré dans cette communication l'impact de l'expérience en acquisitions de l'entreprise acheteuse sur la probabilité de désinvestissement d'une entreprise précédemment acquise. Nous avons testé l'idée théorique selon laquelle l'augmentation du stock d'expérience en acquisitions diminuait la probabilité de désinvestissement. Trois types d'expériences ont été testés : l'expérience totale, l'expérience métier et l'expérience à l'international. Deux périodes ont été analysées : l'expérience pré acquisition et l'expérience accumulée entre l'acquisition et le désinvestissement des entreprises étudiées dans notre échantillon.

Notre étude n'a, dans aucun des modèles que nous avons étudiés, trouvé de relations significatives entre l'expérience totale pré acquisition accumulée et la probabilité de désinvestissement d'une acquisition passée (seul le modèle 2 trouve une relation significative à 10 %, ce qui est médiocre). Nos hypothèses 1 et 1a sont donc invalidées. Par contre, nos modèles 3 et 4 trouvent une relation significative entre l'expérience post acquisition et la probabilité de désinvestissement. Dans les deux cas, nous observons une diminution de la probabilité de désinvestissement à mesure que l'expérience totale augmente. Nos hypothèses 2 et 2a sont donc validées. Cependant, le pouvoir explicatif de notre modèle 4 est supérieur à notre modèle 3 ($\text{prob} > \chi^2$ est de 0,002 contre 0,0037). Donc, comme le montrent Halebian et Finkelstein (1999), un certain seuil d'expérience est nécessaire pour que l'impact soit réel sur le désinvestissement. Ceci peut aussi se remarquer dans le poids des coefficients. Dans les deux cas, ceux-ci sont faibles. Ainsi, dans notre modèle 3, chaque acquisition supplémentaire diminue de 13% la probabilité de désinvestissement là où dans notre modèle 4, chaque acquisition la diminue de 1,09% (soit 12 fois moins). Cependant, la qualité du modèle 4 est quasiment deux fois supérieure à celle du modèle 3. Ainsi, le phénomène expliqué est-il mieux décrit par notre modèle 4 que notre modèle 3.

Dans la même logique, l'expérience pré acquisition est dans les deux cas significative mais l'expérience quadratique décrit mieux le phénomène étudié. L'expérience post acquisition n'est, elle, validée que pour notre modèle 4 et au niveau quadratique. Notre hypothèse 3 n'est que partiellement validée. Notre hypothèse 3a est, quant à elle, validée.

Enfin, pour l'expérience à l'internationale, celle-ci n'est pas significative dans notre modèle 3 et dans notre modèle 4, celle-ci est faiblement significative dans la période pré acquisition et

fortement significative dans la période post acquisition. Notre hypothèse 4 n'est pas validée et notre hypothèse 4a est partiellement validée.

L'expérience en acquisition a une influence sur la probabilité de désinvestissement, notamment sous sa forme quadratique. Nous avons pu observer que l'expérience totale post acquisition diminuait la probabilité de désinvestissement quand l'expérience métier elle augmentait cette probabilité. Nous n'avons pas pu observer le rôle que joue l'expérience brute pré acquisition et nous n'avons pu que partiellement observer cet effet pour l'expérience pays. Il faut aussi remarquer que les conditions de l'acquisition jouent un rôle central puisqu'une différence de métier entre l'acheteur et l'acheté ainsi qu'une taille relative importante augmenteront de manière très importante la probabilité de désinvestissement.

Nous avons pu mesurer dans nos observations que la forme quadratique de notre modèle enrichissait ce dernier, le rendait plus précis et améliorait la significativité des variables. Un retour sur les théories de l'apprentissage organisationnel montre que l'expérience en fusion acquisition représente un apprentissage très spécifique et sujet à une certaine inertie organisationnelle (Levinthal, March, 1993 ; Haleblian et al., 2006). Les acheteurs auront intérêts à faire des acquisitions supplémentaires à partir du moment où elles en tirent une expérience positive, c'est-à-dire que ces acquisitions sont associées à une performance.

Notre recherche pose la question de l'intérêt de l'intégration d'une variable d'expérience post acquisition. En effet, les articles analysés dans la littérature et qui traitent de l'expérience l'abordent sous l'angle pré acquisition, postulant que la firme à un instant t possède « en puissance » une part du devenir de son acquisition et donc qu'une entreprise faiblement expérimentée aura plus de chance de se séparer d'une firme, car beaucoup d'erreurs seront imputables à son inexpérience et donc à l'incapacité de créer de la valeur. Cependant, dans notre recherche, l'apport de cette expérience post acquisition n'apporte pas de modifications profondes quant à la précision de notre modèle. Plusieurs hypothèses se font jour à la lumière de ce résultat : l'expérience post acquisition est traitée et codée comme l'expérience pré acquisition. Hors, celles-ci n'ont pas la même utilité dans notre analyse : la première a plus une portée stratégique et pose l'idée que l'évolution du nombre d'entreprises acquises par l'entreprise modifie sa stratégie et questionne le devenir d'une acquisition réalisée dans le passé (doit-on la garder ? notre métier n'a-t-il pas évolué ? etc.) L'expérience pré acquisition questionne la structuration des processus d'acquisition et d'intégration à un instant t . Celle-ci à une portée plus organisationnelle.

A priori, rares sont les recherches qui ont traité d'un sujet similaire sous l'angle du désinvestissement. La majeure partie des études qui s'intéressent à l'expérience étudient

l'impact sur la performance (Haleblian et al., 2006 ; Zollo et Singh, 2004). Meschi et Metais (2007) ont abordé cette thématique sur un échantillon d'acquisitions réalisées par des entreprises françaises. Contrairement à notre recherche, leur période d'observation pré acquisition est plus longue. Par contre, ils n'ont pas traité de l'expérience post acquisition mais ont subdivisé leur échantillon en deux catégories : les cessions échec (à court terme) et les cessions stratégiques (à long terme), ce qui rejoint notre idée qu'avec le temps, l'accumulation d'acquisitions fait évoluer la stratégie de la firme.

5.2 LIMITES DE NOTRE ÉTUDE

Cet article présente un certain nombre de limites qui nous incitent à rester prudents quant à l'interprétation et la généralisation des résultats. Ces limites nous poussent également à envisager des prolongements à cette recherche. En effet, chaque recherche quantitative pose la question de la taille de l'échantillon. Cette limite n'est que partielle. S'il est vrai que l'augmentation de l'échantillon améliore le degré de précision des résultats, la pratique en régression logistique propose de manière empirique de valider un modèle comportant x variables sur un échantillon comportant 10 fois plus d'individus que de variables.

Plus que la taille de l'échantillon, il faudrait parler de la qualité de celui-ci. Ici, les résultats peuvent être qualifiés de « bruts ». Ils sont tous secteurs confondus. Hors, la logique sectorielle n'est pas la même entre le secteur bancaire où les acquisitions se réalisent en réseau et sont souvent suivies de restructurations (qui ne sont pas, dans notre étude, comptabilisées comme des désinvestissements) et dans le secteur industriel où les désinvestissements sont réalisés en général à plus long terme et pour des raisons stratégiques différentes (endettement, évolution de la segmentation stratégique), etc. Dans le même ordre d'idée, il conviendrait de coder le cas particulier des groupes d'investissements (private equity) dont la finalité est de désinvestir en réalisant une plus value. Cependant, dans notre échantillon, nous n'avons qu'une entreprise de ce type (le fond de pension KKR), les autres investissements de ce type pouvant plus être qualifiés de Management Buy Out ou de L.B.O. par des investisseurs privés. Dans des recherches futures, il conviendra cependant d'affiner le codage par type d'activité. Berger et Ofek (1999) ou Schlingemann et al. (2002), par exemple, retirent de leur échantillon toute firme dont l'activité est immobilière ou financière pour des raisons d'homogénéité des mesures (la taille est mesurée dans le secteur bancaire par le Produit Net Bancaire) ou, comme il a été précédemment expliqué, pour des raisons de métiers (dans l'immobilier par exemple).

Une autre limite réside dans la construction de la problématique. Nous avons avancé que les

conditions d'acquisition de l'opération, ainsi que l'expérience pré et post acquisition pouvaient contenir les sources d'un désinvestissement futur. Nous aurions pu opérationnaliser beaucoup plus de variables afin de tester notre modèle (degrés d'hostilité de l'opération, expérience préalable de l'acheteur, prime d'acquisition, etc.). Principalement, il est fondamental de coder l'évolution de l'endettement de la firme vendeuse au moment du désinvestissement (mesuré par le ratio de couverture ou par le ratio Dette/Actif). Schlingemann et al. (2002) ont montré que le ratio Dette/Actif était statistiquement significatif chez les firmes qui désinvestissaient.

Nous n'avons pas traité de la qualité des modèles étudiés : nous n'avons utilisé que la probabilité > chi-deux afin de mesurer la validité du construit. Or, à l'instar des analyses VIF, il existe toute une série de tests en régression logistique qui permettent d'évaluer la qualité du modèle étudié. Nous avons procédé à l'étude de ces tests sur une régression logistique simple sur les variables indépendantes et de contrôle (test lroc sous Stata, test de Test de Hosmer et Lemeshow (test lfit sous STATA), qualité de la prédiction (test estat classification, all sous STATA) et analyse de la déviance par rapport à la probabilité. Les résultats sont surprenants : ils mettent en évidence une meilleure qualité de prédiction de l'analyse des variables indépendantes quand elles ne sont pas sous leur forme quadratique. Cela nous a aussi permis d'isoler deux observations (la 112 et la 119) qui avaient un impact trop fort sur le modèle étudié. Enfin, la qualité de prédiction fut dans tous les cas excellente (entre 71 et 75 % selon les cas). Cependant, toutes ces analyses doivent faire l'objet d'une étude et d'une discussion supplémentaire.

Nous aurions pu aussi traiter différemment certaines variables. Concernant le code SIC, nous aurions pu recoder les variables opérationnalisées. Le code SIC a par exemple était codé selon une variable binaire en utilisant la formule de Rumelt (1974) en prenant pour différence de métier toute différence supérieure à 100 (différence sur deux chiffres). Certaines études codent la différence de métier sur 4 chiffres (toute différence inférieure à 10) et sur plusieurs niveaux d'écart de code SIC (de 1 à 4 par exemple en fonction de la différence de métier). La différence de métier doit être aussi mis en perspective avec la motivation stratégique de l'acquisition : était-elle horizontale, verticale, concentrique, conglomérale ? Cet aspect mérite un codage supplémentaire afin d'affiner nos résultats.

De même, la taille relative pourrait être codée non pas comme une variable continue, mais comme une échelle (très faible, faible, moyen, etc.). Plusieurs méthodes ont été utilisées pour calculer la différence de taille. Schlingemann et al. (2002) utilisent toute une série de caractéristiques pour mesurer la taille de l'entreprise afin d'en évaluer l'impact sur les

stratégies de recentrage des firmes : Ventes totales, Valeur de marché des capitaux propres, investissement, cash flow et dividendes... Enfin, certains auteurs ont mis en perspective la taille relative de l'entreprise avec le degré de diversification de l'entreprise (Rajan et al., 2000). Cette idée est intéressante, car elle peut souligner une opportunité de cession d'un segment de l'entreprise afin d'obtenir un flux de liquidité redéployable vers une activité où les opportunités d'investissement sont plus intéressantes.

Nous souhaitons aussi coder dans des recherches futures une expérience basée sur la taille relative des acquisitions. En effet, les entreprises ne vont pas acquérir la même expérience en achetant toute une série de petites unités et des structures de tailles équivalentes à la leur (Baum, Ingam, 1997).

Enfin, notre étude s'arrête en 2004. Or, les années suivantes ont été des années records pour les fusions acquisitions aux Etats-Unis et il serait pertinent de prolonger notre recherche jusqu'en 2007 afin de mieux cerner le caractère stratégique des désinvestissements (Meschi, Métais, 2008).

6 BIBLIOGRAPHIE

- André, P., Kooli, M., L'Her, J.F. (2004), The Long-Run Performance of Mergers and Acquisitions: Evidence from the Canadian Stock Market, *Financial Management*, 33(4), 27-43
- Allison, P. D. (1982), Discrete-Time Methods for the Analysis of Event Histories, *Sociological Methodology*, (13), 61-98
- Baker, G. et Smith, G. (1998), *The New Financial Capitalists*, Cambridge University Press
- Batsch, L. (2003), Le Recentrage : une revue des approches financières, *Finance Contrôle Stratégie*, 6(2), 43-65
- 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*, 45(4), 766-801
- Berger, P. G. et Ofek, E. (1999), Causes and consequences of corporate refocusing programs, *Review of Financial Studies*, 12, 311-345
- Bergh, D. D. et Lawless, M. W. (1998), Portfolio Restructuring and Limits to Hierarchical Governance: The Effects of Environmental Uncertainty and Diversification Strategy, *Organization Science*, 9(1), 87-102
- Brauer, M. (2006), What have we acquired and what should we acquire in divestiture research? A review and research agenda, *Journal of Management*, 32, 751-785
- Buono, A. F. et Bowditch, J. L. (1989), *The human side of mergers and acquisitions-Managing collisions between people, cultures, and organizations*, San Francisco: Jossey-Bass Publishers
- Capron, L., Will, M. et Swaminathan, A. (2001), Asset Divestiture Following Horizontal Acquisitions: A Dynamic View, *Strategic Management Journal*, 22(9), 817-844
- Cohen, W. et Levinthal, D. (1990), Absorptive capacity: A new perspective on learning and innovation, *Administrative Science Quarterly*, 35(1), 128-152
- Comment, R. et Jarrell, G. A. (1995), Corporate focus and stock return, *Journal of Financial Economics*, 37(1), 67-87
- Davis, G. F., Diekmann K. A. et Tinsley C. H. (1994), The Decline and Fall of the Conglomerate Firm in the 1980s: The Deinstitutionalization of an Organizational Form, *American Sociological Review*, 59(4), 547-570
- Epple, D., Argote L. et Devadas, R. (1991), Organizational Learning Curves: A Method for Investigating Intra-plant Transfer of Knowledge Acquired Through Learning By Doing, *Organization Science*, 2(1), 58-70
- Fiol, M. C. et Lyles, M. (1985), Organizational learning, *Academy of Management Review*, 10(4), 803-813
- Girod, M. (1995), La mémoire organisationnelle, *Revue Française de Gestion*, sept-oct., 30-42
- Gupta, D. et Gerchak, Y. (2002), Quantifying Operational Synergies in a Merger/Acquisition, *Management Science*, 48(4), 517-533
- Koenig, G. (1994), L'apprentissage organisationnel : repérage des lieux, *Revue Française de Gestion*, 97, 76-83
- Haleblian, J. et Finkelstein, S. (1999), The Influence of Organizational Acquisition Experience

on Acquisition Performance: A Behavioral Learning Perspective, *Administrative Science Quarterly*, 44(1), 29-56

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*, 49(2), 357-370

Huber, G. (1991), Organizational learning: the contributing processes and the literatures, *Organization Science*, 2(1), 88-115

Ingram, P., et Baum, J. A. C. (1997), Opportunity and constraint: Organization's learning from the operating and competitive experience of industries, *Strategic Management Journal*, 18, 75-98

Kaplan, S. N. et Weisbach, M. S. (1992), The success of acquisitions: Evidence from divestitures, *Journal of Finance*, 47(1), 107-138

Lang, L. H. P., Poulsen, A. et Stulz, R. M. (1995), Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion, *Journal of Financial Economics*, 37(1), 3-37

Levitt, B. et March, J. (1988), Organizational learning, In W.R. Schott, W. R. et Short, J. F. (Eds.), *Annual Review of Sociology*, vol.14: 319-340. Palo Alto, CA: Annual Reviews

Li, J. (1995), Foreign entry and survival: Effects of strategic choices on performance in international markets, *Strategic Management Journal*, 16(5), 333-351

March, J. G. (1991), Exploration and exploitation in organizational learning, *Organization Science*, 2(1), 71-87

Mata, J. et Portugal, P. (2000), Closure and divestiture by foreign entrants: the impact of entry and post-entry strategies, *Strategic Management Journal*, 21(5), 549-562

Meschi, P.X. et Metais, E. (2007), Expérience, oubli organisationnel et motifs de désinvestissement des acquisitions internationales, *Finance Contrôle Stratégie*, 10(4), 73-109

Montgomery, C.A. et Wislon, V. .A. (1986), Mergers that Last: a Predictable Pattern?, *Strategic Management Journal*, 7(1), 91-97

Nelson, R. R. et Winter, S. G. (1982), *An evolutionary theory of economic change*, Harvard University Press, Boston, 1996, 437p.

Nonaka, I. et Takeuchi, H. (1995), The knowledge creating company: how Japanese companies create the dynamics of innovation, Oxford University Press, New York, 283p.

Pentland, B. T. et Feldman, M. S. (2002), Organizational Routines As A Unit Of Analysis, *Working Paper*, 293C, 35 p.

Porter, M. E. (1987). From competitive advantage to corporate strategy, *Harvard Business Review*, 65(3), 43-59

Rajan, R., Servaes, H. et Zingales, L. (2000), The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment, *Journal of Finance*, 55(1), 35-80

Ravenscraft, D. J. et Scherer, F. M. (1987), *Mergers, Sell-offs and Economic Efficiency*, Brookings Institution, Washington, D.C.

Rumelt, R. P. (1974), *Strategy, Structure and Economic Performance*, Division of Research, Harvard Business School, Boston, MA.

Sanders, W. G. (2001), Behavioral responses of CEOs to stock ownership and stock option pay, *Academy of Management Journal*, 44(3), 477-492

- Schlingemann, F. P. Stulz, R. M. et Walkling, R. A. (2002), Divestitures and the liquidity of the market for corporate assets, *Journal of Financial Economics*, 64(1), 117-144
- 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*, 23(10), 921-940
- Shaver, J. M., Mitchell M. 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*, 18(10), 811-824
- Shrivastava, P. (1986), Postmerger Integration, *Journal of Business Strategy*, 7(1), 65-76
- Singh, H. et Zollo, M. (1998), The Impact of Knowledge Codification, Experience Trajectories and Integration Strategies on the Performance of Corporate Acquisitions, *Working Papers -- Financial Institutions Center at The Wharton School*, 24, 43 p.
- Szulanski, G. (1999), Appropriability and the challenge of scope: BancOne routinizes replication. *Working paper*, Wharton School, University of Pennsylvania
- Taylor, M. L. (1988), *Divesting Business Units: Making the Decision and Making It Work*, Lexington Books, Lexington, MA.
- Vermeulen, F. et Barkema, H. (2001), Learning through acquisitions, *Academy of Management Journal*, 44(3), 457-476
- Weston, J. F. (1989), Divestitures: Mistakes or Learning, *Journal of Applied Corporate Finance*, 2(2), 68-76
- Weston, J. F., Chung, S. C. et Hoag, S. E. (1990), *Merger, restructuring and corporate control*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall
- Yamaguchi, K. (1991), *Event History Analysis*, Applied Social Research Methods Series. Newbury Park: Sage Publications, Vol. 28
- Zaheer, S. et Mosakowski, E. (1997), The dynamics of the liability of foreignness: a global study of survival in financial services, *Strategic Management Journal*, 18(6), 439-464
- Zollo, M. et Meier, D. (2008), What is M&A performance ?, *Academy of Management Perspective*, 22(3), 55-77
- Zollo, M., Reuer, J. J. et Singh H. (2002), Interorganizational Routines and Performance in Strategic Alliances, *Organization Science*, 13(6), 701-713
- 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*, 25(13), 1233-1256