

**Motivation des absorptions d'entreprises :**  
**synergies, agence ou orgueil ?**  
**Le cas des grandes entreprises non cotées en Belgique de 2000 à 2002**

Mpasinas Antonios (PAI)<sup>1</sup>,  
Colot Olivier<sup>2</sup>,  
Centre de Recherche Warocqué  
Faculté Warocqué / Université de Mons-Hainaut

Mots clés : fusion, acquisition, cession, gouvernance, efficience

Résumé

Le but de notre recherche est d'analyser les entreprises absorbées pour essayer de comprendre pourquoi les dirigeants des entreprises acquéreuses choisissent cette entreprise plutôt qu'une autre. Trois motivations principales ont été étudiées dans la littérature économique : la synergie, l'agence et l'orgueil. Pour analyser les indicateurs comptables des grandes entreprises ayant été absorbées, nous avons choisi de les comparer à des entreprises témoins qui n'ont pas été absorbées. Nous avons ainsi élaboré un échantillon de contrôle qui a servi de référence pour les comparaisons. De manière générale, nous pouvons dire que sur la base de nos résultats, les acquéreurs visent des cibles aux atouts commerciaux et financiers marqués, ce qui pourrait plaider en faveur d'opérations conduites avec la volonté pour l'acquéreur de réaliser des synergies.

Summary

The aim of our research is to analyze the absorbed companies and try to understand why the managers of the acquerors companies choose this target company rather than another. Three principal motivations were studied in the economic literature: synergy, agency and hubris. To analyze the accounting indicators of the large companies having been absorbed, we chose to compare them with pilot companies which were not absorbed. We thus worked out a control sample which was used as reference for the comparisons. In a general way, we can say that on the basis of our result, the acquerors choose targets with a good level of commercials and financials indicators, which could imply that the acquerors will make synergies.

---

<sup>1</sup> Email : [Toni.Mpasinas@umh.ac.be](mailto:Toni.Mpasinas@umh.ac.be) ; tel : 065/37.32.79 ; <sup>2</sup> [Olivier.Colot@umh.ac.be](mailto:Olivier.Colot@umh.ac.be) ; tel : 065/37.32.80

## Motivation des absorptions d'entreprises : synergies, agence ou orgueil ?

### Le cas des grandes entreprises non cotées en Belgique de 2000 à 2002

#### Introduction

La gouvernance d'entreprise est un thème largement débattu depuis quelques années. En Europe, plusieurs pays ont même mis en place des commissions dans le but d'y instaurer un code de bonne conduite que les dirigeants d'entreprises devront suivre afin de maximiser le bien être des actionnaires. En Belgique, une commission est actuellement au travail pour effectuer ce même genre de manuel de bonne conduite. Ces résultats devraient être publiés dans les mois à venir.

Ce gain de force est expliqué par le fait qu'il peut exister une scission entre la propriété et le contrôle. Ce thème fut déjà débattu dans les années 30 par Berle et Means, mais c'est dans les années 80 que ce courant de recherche a vu prendre une ampleur phénoménale. Dans les années 70, Jensen et Meckling ont étudié les relations d'agence qui existent entre les dirigeants et les propriétaires de l'entreprise. L'ouverture du capital crée alors une relation d'agence et donc une divergence d'intérêts. Par conséquent, le dirigeant ne va plus gérer l'entreprise de manière efficiente.

Ils en ont tiré la théorie de l'agence, qui servira de cadre théorique pour beaucoup de chercheurs et ce dans un grand nombre de domaines.

D'après Charreaux [1997], *« l'existence d'un problème d'agence est donc associé à l'incertitude, à l'imparfaite observabilité des efforts de l'agent et aux coûts d'établissements et d'exécutions des contrats ... D'autre part, ce problème d'incertitude s'accompagne le plus souvent d'un problème d'observabilité et d'asymétrie informationnelle. »*

Avec l'émergence actuelle du « Corporate Governance », il ne s'agit donc plus seulement de créer de la valeur, mais également de maximiser celle-ci pour les actionnaires. Ce principe vient des USA où les dirigeants font de la maximisation de la valeur actionnariale un de leur plus grand objectif.

En raison de la notoriété internationale du code Cadbury élaboré en Grande-Bretagne par Sir Adrian Cadbury, sa définition du « Corporate Governance » est celle qui est admise par tous :

« Le « Corporate Governance » est le système suivant lequel les sociétés sont dirigées et contrôlées. »

Charreaux [1993, 1997] définit le Gouvernement d'Entreprise en tant que « *moyen de résoudre les conflits qui existent entre les dirigeants, actionnaires et créanciers et qui naissent de différences d'objectifs et des asymétries d'informations qui entraînent des phénomènes de risque moral (le principal ne peut évaluer totalement l'effort fourni par l'agent) et de sélection adverse (le principal n'a pas une connaissance précise des caractéristiques du bien ou du service sur lequel porte le contrat avec l'agent).* »

### Question de recherche

Différents mécanismes de contrôle sont mis en place pour contrôler les décisions des dirigeants. Nous allons dans notre cas nous préoccuper d'un mécanisme externe : le rachat d'une entreprise. En effet, si une entreprise est bon marché ou si elle est gérée par des dirigeants incompetents par exemple, elle est susceptible de se voir racheter par une autre.

Le but de notre recherche est d'analyser les entreprises absorbées pour essayer de comprendre pourquoi les dirigeants des entreprises acquéreuses choisissent cette entreprise plutôt qu'une autre. En effet, on peut se demander la raison d'un tel choix étant donné que la littérature sur les rachats d'entreprises montre que de manière générale, les actionnaires des acquéreurs sont les perdants du rapprochement alors que les actionnaires de la cible ressortent gagnants.

Tableau 1 : Taux de rentabilité anormaux moyens sur le marché américain

	<b>1973-79</b>	<b>1980-89</b>	<b>1990-98</b>
<b>Cible</b>	16%	16%	15,9%
<b>Acquéreur</b>	- 0,3%	- 0,4%	- 1%
<b>Cible + Acquéreur</b>	1,5%	2,6%	1,4%

Source : Andrade, Mitchell et Stafford [2001]

Par ce papier, nous allons essayer de répondre à la question suivante : est-ce que le choix de l'entreprise cible est dicté par des motivations spécifiques ? En effet, nous sommes à même de nous demander pourquoi le dirigeant de l'entreprise acquéreuse prend une décision de rachat alors qu'en moyenne, cela est destructeur de valeur, du moins à court terme. Cela nous amène

à nous intéresser aux différents types de motivation d'un rachat que nous allons expliciter dans la section suivante.

### **Motivation de l'offre**

Trois motivations principales ont été étudiées dans la littérature économique : la synergie, l'agence et l'orgueil.

La motivation de synergie suggère que le rachat est réalisé car il existe un gain résultant de la fusion des ressources des deux entités. On recense plusieurs types de synergies : synergies industrielles et commerciales ; synergies financières.

Concernant la motivation reliée à l'agence, le rachat est réalisé dans le but d'augmenter le bien-être des dirigeants de l'entreprise absorbante. Enfin, la troisième motivation, l'orgueil, est souvent mise en cause lorsque le dirigeant évalue de manière erronée la valeur de l'entreprise cible et s'engage dans un rachat alors qu'il n'existe aucune synergie.

Selon Bradley, Dessai et Kim [1983, 1988], Jensen et Ruback [1983], Healy et Palepu et Ruback [1992], la motivation principale d'un regroupement qui ressort de leurs études est les gains de synergie entre l'entreprise absorbante et la cible.

Cependant, les gains ne sont pas partagés de manière similaire : on peut voir que la plupart des gains seront empochés par l'entreprise absorbée [Bradley, Dessai et Kim 1988, Jensen et Ruback 1983].

Dans ce cas, on s'attend à ce que les dirigeants des deux entreprises désirent maximiser la valeur de leurs actionnaires et n'engagent le processus de rapprochement uniquement si l'ensemble des actionnaires bénéficie du rapprochement. Les rendements à la fois de l'entreprise absorbante et absorbée seront positifs. Cependant, étant donné le pouvoir de négociation de l'entreprise cible, il existe une relation positive entre le gain total et la part du gain qui ira aux actionnaires de la cible.

Malatesta [1983] a trouvé que les fusions étaient des transactions créatrices de valeur pour la cible et destructrices de valeur pour l'entreprise absorbante et conclut ainsi que la motivation des rachats est l'agence.

Un grand nombre d'économistes ont suggéré que c'est la motivation managériale qui pouvait expliquer les rachats d'entreprises.

Amihud et Lev (1999) suggèrent que les dirigeants se lancent dans des opérations de rapprochement pour réduire leur risque de capital-humain à travers la diversification. Jensen

[1986], a quant à lui, montré que les dirigeants étaient capables d'entreprendre des rachats uniquement dans le but d'augmenter la taille de l'entreprise et dans ce sens, augmenter son espace discrétionnaire.

Shleifer et Vishny [1989] ont montré que les dirigeants de l'entreprise absorbante vont choisir des cibles pour lesquelles ils seront les dirigeants les plus adéquats. De ce fait, ils pourront retirer une plus grande compensation de leurs actionnaires et augmenter leurs sécurités d'emplois.

On peut donc conclure que plus il y a des problèmes d'agence, plus le rendement des actionnaires de la cible sera élevé par rapport aux gains totaux.

Un autre courant de recherche a exploré l'hypothèse de « hubris ». Selon Roll [1986], la motivation trouve son origine dans l'erreur du dirigeant dans l'évaluation de la valeur de l'entreprise cible. Selon Varaiya [1986] et Varaiya et Ferris [1987], les dirigeants de l'entreprise absorbante ne suivent pas de stratégie spécifique pour éviter de surpayer la cible lors d'un rachat. De plus, Kohers et Ang [2000] ont montré que les dirigeants des entreprises qui paient la prime de contrôle après que l'entreprise cible ait atteint les buts prédéterminés, réalisent moins souvent d'erreurs dans le calcul du gain et ont donc ainsi de meilleurs rendements que les autres entreprises absorbantes.

Berkovitch, Narayanan [1993] montrent que l'hypothèse de synergie implique une corrélation positive entre les gains de la cible et les gains totaux, l'hypothèse d'agence implique une corrélation négative et l'hypothèse d'orgueil n'implique aucune corrélation.

Ils ont trouvé, qu'en moyenne, les OPA produisent des gains totaux positifs (75% des cas). Pour les cas où les gains totaux sont positifs, la corrélation entre les gains de la cible et totaux est positive, et indique que la motivation principale est la synergie.

Quand les gains totaux sont négatifs, la corrélation est négative, ce qui montre que la motivation est l'agence. Ils ont également montré que dans le cas de gains totaux positifs et d'offres multiples, les gains totaux diminuent. Cela montre que dans cet échantillon, les offres multiples sont motivées par l'agence plutôt que par la synergie.

### **L'approche comptable**

Suffit-il d'analyser les cours de bourse pour apprécier la valeur créée par l'entreprise ? Sous l'hypothèse d'efficience des marchés financiers, le cours de l'action reflète en permanence la

valeur de l'entreprise. La valeur créée ou détruite sera alors facile à déterminer sur la base de la rentabilité boursière. En effet, celle-ci mesure la variation relative du prix de l'action.

Si la valeur créée est simple à déterminer lorsque l'entreprise est cotée, elle est en revanche beaucoup plus difficile à calculer lorsque l'entreprise n'est pas cotée en bourse car se référer à un prix de marché est impossible. Nous souhaitons montrer que les comptes annuels peuvent constituer un bon substitut au prix du marché.

Selon Dumontier [1999], les comptes annuels peuvent également fournir de bonnes indications sur la valeur créée. Sous l'hypothèse de complétude et de perfection des marchés<sup>2</sup>, la valeur de l'entreprise est égale à sa situation nette, c'est-à-dire à la valeur comptable de ses fonds propres. L'évolution du résultat permet de voir immédiatement la valeur créée ou détruite par l'entreprise. Cependant, les hypothèses qui permettent ce raisonnement sont fortement réductrices. En effet, la fiscalité et les frais de transaction affectent l'évaluation des actifs de l'entreprise. En outre, les résultats et donc les dividendes ne sont pas connus à l'avance puisque l'avenir est incertain. Les espérances mathématiques des dividendes alimentent les modèles d'évaluation mais ce n'est pas plus simple d'obtenir des données fiables d'anticipation de dividendes.

Enfin, différentes études [Beaver 1968, Desrochers 1991, Rippington & Taffler 1995, Gajewskij & Quere 1998] ont montré qu'une réaction des cours se produit lors de publications d'informations comptables telles que l'annonce du résultat, du chiffre d'affaires trimestriel, etc. Ces variations de cours montrent que les investisseurs se basent sur les valeurs comptables pour ajuster la valeur de l'entreprise. Si ces données comptables peuvent fournir de bonnes indications sur la valeur, il devrait également être possible, comme le suppose la littérature sur le Corporate control, de repérer des niveaux d'activités, de rentabilité ou de taille sur base d'indicateurs comptables qui augmentent les probabilités que l'entreprise fasse l'objet d'un rachat. La difficulté pour l'analyste financier consiste à sélectionner les indicateurs comptables les plus pertinents. Palepu [1986] a montré que la plupart des études antérieures ayant mis en évidence des facteurs et ayant un bon taux de prédiction étaient entachées d'erreurs statistiques.

---

<sup>2</sup> Nous supposons qu'il n'y a pas de frais de transaction, que la fiscalité traite identiquement tous les agents, qu'il n'y a pas d'opportunités d'arbitrage et que tous les actifs négociés librement à un prix directement observable, c'est-à-dire qu'il soit égal à la valeur actuelle des flux futurs.

Pour Bricout et Colin-Sedillot [1993], l'entreprise cible est souvent une entreprise de grande taille, très peu endettée et disposant de fonds propres importants. Par contre, ces entreprises cibles ne sont pas très rentables. Ceci peut s'expliquer par le fait qu'une entreprise peu rentable est moins chère à acquérir qu'une entreprise performante. En outre, selon la théorie managériale, il peut être intéressant d'acquérir une entreprise réalisant de mauvais résultats si ceux-ci sont la conséquence d'une gestion inefficace. L'entreprise acquéreuse pourra par la suite améliorer la gestion de l'entreprise rachetée par la mise en place d'une nouvelle équipe de dirigeants [Jensen 1988].

Barnes [2000] n'est pas arrivé aux mêmes conclusions. Dans son étude portant sur des entreprises anglo-saxonnes cotées ayant fait l'objet d'un rachat, il met en évidence certaines caractéristiques des entreprises cibles. Les entreprises qui font le plus souvent l'objet d'un rachat sont celles ayant un haut taux de rentabilité commerciale mais une faible croissance du chiffre d'affaires. Cette étude montre aussi que les entreprises cibles sont souvent des entreprises de grande taille et se trouvant dans le même secteur industriel que l'entreprise acquéreur. Sur base de ses résultats, Barnes conclut que ce sont les évolutions du chiffre d'affaires et de la rentabilité qui font l'objet d'une attention particulière lors de la période d'analyse.

Le choix de l'entreprise cible est fonction des objectifs poursuivis par l'entreprise acquéreuse. Par exemple si elle cherche à accroître sa part de marché ou exploiter des synergies pour réduire les coûts de production, elle investira dans son secteur. Si, par contre, elle cherche à redéployer son activité vers des marchés porteurs, elle investira dans un secteur à forte croissance.

Dès lors, ces décisions de prise de contrôle peuvent être représentées comme un choix en deux étapes. En effet, tout d'abord l'entreprise acquéreuse choisit le secteur dans lequel elle va se positionner. Ensuite, elle choisit l'entreprise cible sur la base de certains critères tels les performances de cette entreprise en ce qui concerne la rentabilité, l'évolution du chiffre d'affaires, le niveau d'endettement, etc. Ces critères convergent tous dans le même sens : celui de la performance. Dans le cadre conceptuel de l'IASC, le mot « résultat » a été remplacé par le mot « performance » : l'objectif des états financiers est de fournir des informations sur la situation financière, la performance et les modifications de la situation

financière qui soit utile à une large gamme d'utilisateurs lorsqu'ils prennent des décisions économiques. Mais que signifie ce concept de performance ? La performance correspond à la réalisation d'une action et à sa mise en œuvre [Gallimard 1988]. En audit, les principaux facteurs qui permettent de déterminer la performance sont la profitabilité, la rentabilité, la productivité et le rendement des actifs [Richard 1989].

L'évaluation de la performance est donc tributaire de la sélection des mesures de performances appropriées. Cette étude compare des ratios provenant de données comptables de manière à voir leur capacité à prédire une future proposition de rachat.

Pour analyser le marché belge des absorptions, deux grandes sources de données chiffrées sont à notre disposition, les données boursières et les données comptables. Etant donné que les entreprises belges ayant été absorbées entre les années 2000 et 2002 sont pour la grande majorité des entreprises non cotées, nous avons utilisé les données comptables et ce, malgré les nombreuses réserves que leur usage impose. Cependant, ces données sont disponibles, accessibles et homogènes. Comme inconvénients, nous retiendrons que ces données sont le reflet d'une situation passée et les risques de manipulation. Enfin, les valeurs comptables peuvent également s'écarter des valeurs économiques qui offrent davantage d'intérêts dans le contexte des absorptions [Dumontier 1999]. La liste des indicateurs comptables retenus se trouve en annexe.

### **Population étudiée**

Nous avons constitué notre échantillon sur base de toutes les entreprises belges absorbées pour la période allant de 2000 à 2002 et répertoriées dans la base de données BelFirst (édition de décembre 2002) qui reprend tous les comptes annuels des entreprises belges. Pour effectuer notre recherche, nous avons voulu nous focaliser sur les grandes entreprises afin d'avoir des résultats plus significatifs. En effet, en incorporant les PME, les résultats peuvent être biaisés par des chiffres qui ne reflètent pas réellement la réalité économique des entreprises. De plus, comme l'indique Palepu [1992], le critère de taille est important car plus l'entreprise est grande et moins elle aura de chance de se faire absorber.

La population visée par notre recherche est ainsi constituée des grandes entreprises belges ayant été absorbées par une autre entreprise pendant les années 2000, 2001 et 2002. Afin de



respecter les critères normalement retenus pour les grandes entreprises, nous avons décidé de définir une grande entreprise comme une entreprise qui dépasse plus d'un des critères suivants :

- Personnel occupé : 50
- Chiffre d'affaires annuel hors TVA : 6.250.000 €
- Total du bilan : 3.125.000 €

Compte tenu de l'ensemble de ces critères, nous obtenons une population composée de 74 entreprises. Un descriptif détaillé de cette population d'entreprises se trouve en annexe.

### **Méthodologie**

Pour analyser les indicateurs comptables des grandes entreprises ayant été absorbées, nous avons choisi de les comparer à des entreprises témoins qui n'ont pas été absorbées. Nous avons ainsi élaboré un échantillon de contrôle qui a servi de référence pour les comparaisons. Cette technique de pairage des entreprises ne fait pas l'objet d'un consensus en matière statistique. L'échantillon de contrôle doit-il être composé d'entreprises prélevées au hasard dans la population des grandes entreprises n'ayant pas été absorbées ou des grandes entreprises n'ayant pas été absorbées et dont le profil général correspond à celui des entreprises qu'elles appairent ? D'une part, les grandes entreprises absorbées ne sont pas toujours présentes en même proportion dans la population des entreprises, ce qui implique que l'équi-répartition des deux types d'entreprises ne permet pas des résultats représentatifs. D'autre part, le contenu informatif d'un échantillon tiré aléatoirement ne permet pas non plus d'obtenir des résultats pertinents suite au petit nombre de grandes entreprises absorbées. Cet inconvénient de la technique du tirage aléatoire simple nous a contraint à adopter une autre méthode de construction de l'échantillon.

#### **a) Constitution de l'échantillon de contrôle**

Avec cette technique du pairage, nous avons ainsi confronté les entreprises absorbées à des entreprises aussi similaires que possible sauf qu'elles n'ont pas été absorbées. Pour procéder à l'appairage, Thiétart [1999] conseille de choisir des « *critères jugés pertinents, de manière à s'assurer que l'effet mesuré provient de la (ou des ) variables(s) étudiée(s) et non de la*

*différence de composition d'échantillons.* »<sup>3</sup> En nous référant à d'autres études empiriques [Derijke & Ooghe 1983, Caby 1994, Comblé 1994, Sapusek 1998, Heldenberg 1999] utilisant cette méthode (mais non liées à la problématique des entreprises absorbées), nous avons constaté que l'activité économique et la taille font l'unanimité. La prise en compte du secteur d'activité permet d'éliminer les différences sectorielles. En effet, certains indicateurs comptables (ratios) sont sensibles au secteur d'activité. Selon une étude de sensibilité sur 146 ratios par rapport au secteur d'activité, Ooghe et Van Wymeersch [1990] montrent que les ratios de structure et de rotation sont influencés par le secteur d'activité à l'inverse des ratios de rentabilité. En tenant compte de l'appartenance sectorielle, les indicateurs ne devront pas être pondérés par leurs valeurs sectorielles pour éliminer les éventuels effets sectoriels non désirés.

Nous avons combiné ce critère avec celui de la taille. Comblé<sup>4</sup> a montré que l'interaction des critères de taille et d'activité permet d'obtenir des résultats plus sûrs dans une perspective de comparaison. En ce qui concerne le choix du critère de taille, nous nous sommes référés au total bilantaire. Ce critère est une des trois références de taille des entreprises dans la loi comptable belge. L'échantillon de contrôle sera déterminé comme suit :

- secteur d'activité : code NACEBEL à 4 chiffres ;
- taille : le total de l'actif ne peut pas varier de plus ou moins 20 %.

Ces deux critères sont appliqués sur les données de l'année qui précède l'opération d'absorption car l'année où celle-ci a lieu est éliminée à cause des effets qu'elle pourrait induire. Lorsque plusieurs entreprises correspondaient au profil recherché, nous avons retenu celle qui avait le total du bilan le plus proche. Si aucune entreprise ne correspondait à ces critères, nous avons assoupli le mode de sélection. Ainsi, nous sommes remontés au code NACEBEL à trois chiffres pour trois entreprises et au code NACEBEL à deux chiffres pour une entreprise. La liste des entreprises absorbées associées aux entreprises servant de référence se trouve annexe.

Enfin, il est évident que les exercices comptables pris en considération pour chaque entreprise jumelée seront les mêmes que ceux des entreprises avec lesquelles ils sont appariés.

---

<sup>3</sup> THIETART R.-A. [1999], p. 198.

<sup>4</sup> COMBLE K. [1994], pp. 271-272.

## b) Test de comparaison

La population des entreprises absorbées est comparée à l'échantillon de contrôle. Nous avons effectué un test de moyenne servant à comparer des observations. L'hypothèse à tester est que ces différences sont nulles avec comme hypothèse alternative l'existence de différences. Cette méthode ne suppose pas la normalité des distributions [Afnor 1988]. Ceci est intéressant car de nombreux ratios ne sont pas distribués normalement.<sup>5</sup> Le test de comparaison est en réalité effectué sur la moyenne des différences entre valeurs appariées. Dès lors, il est conseillé d'éliminer les différences aberrantes. En effet, une trop grande différence pourrait être due à un élément isolé, indépendant des caractéristiques des sociétés absorbées. Nous avons utilisé le test de Cochran pour éliminer ces différences. Pour chaque indicateur retenu, nous avons calculé les différences des paires d'entreprises (appelées  $D_i$ ). Ensuite, à partir des valeurs  $D_i$ , nous avons calculé des valeurs  $G_i$  correspondant au rapport des  $D_i^2$  de chaque paire sur la somme des  $D_i^2$  de l'ensemble des paires pour un indicateur. Nous avons éliminé les valeurs  $D_i$  auxquelles correspond un  $G_i > 0,12$ .

Chacune des entreprises absorbées est étudiée pendant les deux années qui précèdent l'absorption. L'année de l'absorption est volontairement éliminée pour éviter les différences qui surviendraient pour des raisons calendaires.

## Résultats

Notre étude sur les différences de moyenne fait ressortir de manière significative les trois ratios suivants : la marge nette sur ventes, le taux de valeur ajoutée et les cash flows sur fonds propres. Les autres ratios, que nous avons sélectionnés et dont la liste figure en annexe, ne nous permettent pas d'établir des conclusions car il n'existe pas de différences statistiquement significatives au seuil de 10 % entre les entreprises absorbées et leurs paires. Nous allons donc nous focaliser sur les ratios significatifs pour essayer d'expliquer les différences existantes entre les deux sous échantillons.

---

<sup>5</sup> OOGHE H. & VAN WYMEERSCH C. (1990), p. 392.

Tableau 2 : Test des moyennes

**Paired Samples Test**

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Liquidité sens large n-1	6,194E-02	,8803	,1037	-,1449	,2688	,597	71	,552
Liquidité sens large Entr. n-2	-5,0704E-03	,7164	8,502E-02	-,1746	,1645	-,060	70	,953
Degré global endettement n-1	,4377	28,0920	3,3819	-6,3108	7,1861	,129	68	,897
Degré global endettement. n-2	,9531	29,0103	3,4674	-5,9641	7,8704	,275	69	,784
Degré indépend. Fin. n-1	-1,6994	26,2500	3,1833	-8,0533	4,6544	-,534	67	,595
Degré indépend. Fin. n-2	-2,2051	27,2480	3,2803	-8,7508	4,3406	-,672	68	,504
Marge nette sur vente n-1	-,1437	11,4196	1,3649	-2,8666	2,5792	-,105	69	,916
<b>Marge nette sur vente n-2</b>	<b>2,1228</b>	<b>10,2636</b>	<b>1,2356</b>	<b>-,3428</b>	<b>4,5883</b>	<b>1,718</b>	<b>68</b>	<b>,090</b>
Rent.actif tot. apr.amort., n-1	1,7125	17,8808	2,0928	-2,4594	5,8844	,818	72	,416
Rent.actif tot. apr.amort., n-2	1,8486	16,5410	1,9360	-2,0107	5,7079	,955	72	,343
Rentab. fonds prop. apr.impôts, n-1	-2,9510	119,5440	14,3914	-31,6686	25,7666	-,205	68	,838
Rentab. fonds prop. apr.impôts, n-2	5,2735	88,1222	10,8471	-16,3897	26,9366	,486	65	,628
<b>Cash flow/ fonds prop., n-1</b>	<b>23,4600</b>	<b>99,9135</b>	<b>12,2064</b>	<b>-,9108</b>	<b>47,8308</b>	<b>1,922</b>	<b>66</b>	<b>,059</b>
<b>Cash flow/ fonds prop., n-2</b>	<b>22,5367</b>	<b>92,7643</b>	<b>11,4185</b>	<b>-,2676</b>	<b>45,3410</b>	<b>1,974</b>	<b>65</b>	<b>,053</b>
Résultat net par action, n-1	203,5672	1687,0625	206,1075	-207,9397	615,0741	,988	66	,327
Résultat net par action, n-2	306,6154	1880,0091	233,1864	-159,2281	772,4588	1,315	64	,193
<b>Taux de VA, n-1</b>	<b>7,0975</b>	<b>23,2110</b>	<b>2,8147</b>	<b>1,4792</b>	<b>12,7158</b>	<b>2,522</b>	<b>67</b>	<b>,014</b>
<b>Taux de VA, n-2</b>	<b>6,2507</b>	<b>25,0391</b>	<b>2,9716</b>	<b>,3240</b>	<b>12,1774</b>	<b>2,103</b>	<b>70</b>	<b>,039</b>
Résultat Net / CA, n-1	,7147	8,5999	1,0429	-1,3669	2,7963	,685	67	,496
Résultat Net / CA, n-2	,5332	9,6301	1,1678	-1,7978	2,8642	,457	67	,649
Marge brute sur ventes, n-1	-,7243	11,0533	1,3307	-3,3796	1,9309	-,544	68	,588
Marge brute sur ventes, n-2	1,3804	13,1312	1,5695	-1,7506	4,5114	,880	69	,382
Liquidité sens strict n-1	3,247E-02	1,1243	,1316	-,2299	,2948	,247	72	,806
Liquidité sens strict n-2	-3,1127E-02	,7074	8,396E-02	-,1986	,1363	-,371	70	,712
Degré endett LT, n-1	2,5349	37,0474	4,4280	-6,2988	11,3685	,572	69	,569
Degré endett LT, n-2	1,6289	36,1501	4,3208	-6,9908	10,2486	,377	69	,707

**Légende** : Mean correspond à la moyenne des écarts entre chaque entreprise absorbée et entreprise pairée pour chaque indicateur. t correspond au t de Student ; df correspond au degré de liberté ; Sig correspond à la signification du test

Un premier constat nous permet de voir que ces indicateurs comptables sont plus grands dans le cas des entreprises absorbées que pour les paires. C'est dans cette optique que nous allons maintenant établir des conclusions.

Pour le taux de valeur ajoutée, nous pouvons voir que la moyenne est positive et statistiquement significative au seuil de 5% et ce pour les deux années qui précèdent l'acquisition. Même si nous ne pouvons pas conclure à la bonne santé générale des entreprises absorbées, nous pouvons néanmoins dire qu'elles créent plus de valeur. En outre, sur la base des données comptables, nous constatons une évolution moyenne de 32 % sur les quatre années qui précèdent l'absorption, soit une progression d'environ 10 % par an.

Concernant la marge nette sur ventes, nous remarquons qu'elle est positive et statistiquement significative au seuil des 10%. Nous pouvons dire que l'entreprise absorbée va générer une rentabilité commerciale supérieure deux années avant l'absorption. Cependant, cette conclusion ne peut pas être transposée à l'année précédant l'absorption car les chiffres ne font pas ressortir de différences statistiquement significatives. Afin de compléter notre analyse, nous avons observé l'évolution des composantes de cet indicateur sur les quatre années qui précèdent l'absorption : chiffre d'affaires, coût des ventes, résultat d'exploitation. Le chiffre d'affaires et le coût des ventes sont en constante progression, ils augmentent chacun de 17,5 % en moyenne sur quatre ans. Le résultat exploitation, quant à lui, diminue de 9 % l'année qui précède l'absorption mais en moyenne, il augmente de 36,8 % sur quatre ans. Ces chiffres nous montrent qu'en moyenne, les entreprises absorbées ont une activité en pleine croissance.

Concernant le ratio cash flow sur fonds propres, nous observons également pour les deux années qui précèdent l'absorption une moyenne positive et statistiquement significative au seuil de 10%. Comme nous pouvons le voir, les entreprises absorbées sont plus enclines à générer des cash flows si on considère les fonds propres fixes. Néanmoins, nous avons analysé l'évolution des cash flows et des capitaux propres sur les quatre années qui précèdent l'absorption. Nous avons ainsi constaté qu'ils évoluent de manière identique, soit une augmentation de 49 % pour les capitaux propres et de 47 % pour les cash flows. Pour voir s'il existe des différences significatives avec les entreprises pairées au niveau des composantes de cet indicateur, nous avons également effectué un test de moyenne sur ceux-ci. Cependant, nous n'avons pas obtenu de résultats significatifs.

Tableau 3 : Test des moyennes

**Paired Samples Test**

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Fonds propres n-1	-1943,93	21083,75	2467,67	-6863,13	2975,27	-,788	72	,433
Fonds propres n-2	-1735,74	16887,54	1990,22	-5704,11	2232,64	-,872	71	,386
Cash flow n-1	-118,99	7372,13	874,91	-1863,94	1625,97	-,136	70	,892
Cash flow n-2	714,97	6084,63	717,08	-714,85	2144,79	,997	71	,322

Nous n’observons aucune différence significative en ce qui concerne les ratios suivant : liquidité au sens large, liquidité au sens stricte, degré global d’endettement, degré d’indépendance financière, rentabilité totale après amortissement, rentabilité des fonds propres, résultat net par action, résultat net/ chiffres d’affaires et marge brute sur ventes.

**Conclusions**

De manière générale, nous pouvons dire que sur la base de nos résultats, les entreprises absorbées ne sont pas en mauvaise santé financière par rapport à leurs paires étant donné que les ratios de rentabilité ne sont pas statistiquement différents. Nous pouvons donc dire que les dirigeants des entreprises qui effectuent l’absorption ne se focalisent pas sur des entreprises qui vont mal mais plutôt sur des entreprises en bonne santé.

Les ratios qui ressortent statistiquement significatifs pour notre étude confirment également ce point de vue, voir même l’accentue. En effet, le taux de valeur ajoutée, le ratio cash flow sur fonds propres et la marge nette sur ventes jouent en faveur de l’entreprise absorbée. Ceci conforte donc le fait que les dirigeants vont décider d’acheter une entreprise en bonne santé qui devrait donc rapporter de l’argent. Sur la base de notre étude, nous pouvons dire que la motivation qui paraît la plus adéquate est celle de synergie. On peut imaginer que l’acquéreur a la volonté de réaliser des synergies commerciales. En effet, il absorbe une entreprise qui présente une efficacité commerciale forte (supériorité des cibles en termes de marge nette sur ventes) et un potentiel créatif important (prédominance des taux de valeur ajoutée des cibles). L’acquéreur, en prenant le contrôle de la cible, est naturellement intéressé par la rentabilité financière de son opération. Ici aussi, les résultats confirment que les cibles offrent une bonne capacité à générer du cash relativement à la hauteur des fonds propres investis. Il semble donc

que les acquéreurs visent des cibles aux atouts commerciaux et financiers marqués, ce qui pourrait plaider en faveur d'opérations conduites avec la volonté pour l'acquéreur de réaliser des synergies. Mais les données testées sont issues des comptes annuels et dès lors reflètent une situation passée. Cela implique que l'acquéreur postule que les capacités passées de la cible en termes d'efficacité commerciale et de rentabilité financière seront maintenues après absorption.

L'hypothèse d'orgueil pourrait y trouver des indices de confirmation. L'acquéreur orgueilleux pense que sa prise de contrôle ne modifiera pas les atouts comparatifs de sa cible. Et si l'absorption changeait la donne ? Et si l'acquéreur n'était pas capable de maintenir les avantages de la firme qu'il absorbe ? Ces questions pourraient faire l'objet d'une recherche ultérieure qui comparerait les indicateurs révélés par nos tests en période pré-opératoire avec ceux de la période qui suit l'absorption.

### **Bibliographie**

AFNOR (1988), « Statistique : vocabulaire, estimation et tests statistiques », Tome 1, Paris, p. 366.

AMIHUD, LEV (1999), "Does Corporate Ownership Structure Affect Its Strategy Towards Diversification?" *Strategic Management Journal*, 20, pp. 1063-1069.

ANDRADE et al (2001), « New evidence and perspectives on mergers. », *Journal of Economic Perspectives*, Summer 2001, pp. 103-120.

BARNES Paul (2000), « The identification of UK takeover targets using published historical cost accounting data », *International review of financial analysis*, 9-2, pp. 147-162.

BEAVER W. (1968), « The information content of annual earnings announcements », *Empirical research in accounting, supplement to the Journal of accounting research*, pp. 67-92.

BERKOVITCH, NARAYANAN (1993), « Motives for takeovers : an empirical investigation », *The journal of financial and quantitative analysis*, Vol.28, Issue 3, pp. 347-362.

BERLE A. & MEANS G. (1932), « The modern corporation and private property », 1ère édition, New-York, Harcourt, Brace and World.

BRADLEY, DESSAI et KIM (1983), « The rationale behind interfirm tender offers : information or synergy », *Journal of financial economics*, 11, pp. 183-206.

BRADLEY, DESSAI et KIM (1988), “Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms”, *Journal of Financial Economics*, Volume 21, 1, Pages 3-40.

BRICOUT Jean-Luc & COLIN-SEDILLOT Béatrice (1993), « La croissance externe des entreprises à la fin des années 80 », *Economie et statistique*, n°268-269, 13 pages.

CABY J. (1994), « Motivations et efficacité des offres publiques d’achat et d’échange en France de 1970 à 1990 », Thèse de doctorat, Université de Nancy II, 676 pages.

CHARREAUX G. (1993), « Théorie financière et stratégie financière », *Revue Française de Gestion*, n°92, pp.46-63.

CHARREAUX G. (1997), « Gouvernement de l’entreprise », in *Encyclopédie de gestion, Economica*, sous la direction de Joffre et Simon, pp.1652-1662.

COMBLE K. (1994), « Restructurations financières par leveraged management buy-out (LMBO). Approche du marché belge et impact sur les performances des entreprises », Thèse de doctorat, Université de Mons-Hainaut, 468 pages.

DERIJKE G. & OOGHE H. (1983), « A comparison of financial structure between public and private firms in Belgium », *Tijdschrift voor economie en management*, Vol. 28, n°4, pp. 489-507.

DESROCHERS J. (1991), « Bénéfice annuel et réaction boursière au Canada », *Finéco*, automne, pp. 61-79.



DUMONTIER P. (1999), « Information comptable et création de valeur : le cours de bourse ne suffit pas », Revue française de gestion, n°122, Janvier-Février, pp. 99-105.

GAJEWSKI J.F. & QUERE B. (1998), « A differential analysis of the stock market reaction to the publication of interim and final accounting figures : evidence from the french case », cahier de recherche du CERAG, Université Pierre Mendès, France, Grenoble.

GALLIMARD / CNRS (1988), « Trésor de la langue française ».

HEALY, PALEPU et RUBACK (1992), « Does corporate performance improve after mergers ? » Journal of financial economics, Vol.31, pp.135-176.

HELDENBERGH A. (1999), « Les motivations et l'efficacité des opérations stratégiques d'OPA sur le marché belge », Thèse de doctorat, Université de Mons-Hainaut, 475 pages.

JENSEN M. (1988), « Takeovers : their causes and consequences », Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, n°1, pp. 21-48.

JENSEN et MECKLING (1976), « Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure », Journal of Financial Economics, Vol. 3, pp. 305-360.

JENSEN et RUBACK (1983), "The market for corporate control – The scientific evidence", Journal of Financial Economics, 11, 5-50.

OOGHE H. & VAN WYMEERSCH C. (1990), « Traité d'analyse financière », tomes 1, PUN, 4<sup>ème</sup> édition, p. 395.

PALEPU K. G. (1986), « Predicting takeover targets : a methodological and empirical analysis », Journal of Accounting and Economics, n°8, pp. 3-35.

RICHARD J. (1989), « Audit des performances des entreprises », la Villeguérin Editions, Paris, 624 pages.

RIPPINGTON F. & TAFFLER R. (1995), « The information content of firm financial disclosures », Journal of business finance and accounting, mars, pp. 345-362.

ROLL (1986), « The Hubris hypothesis of corporate takeovers », Journal of Business, Vol.59, pp.197-216.

SAPUSEK A. (1998), « Fundamental performance of initial public offerings : empirical evidence from Germany », Congrès international de l’AFFI, Lille, 42 pages.

SHLEIFER et VISHNY (1989), « Alternative mechanisms for corporate control », The american economic review, Vol.79, Issue 4, pp.842-852.

THIETART R.-A. (1999), « Méthodes de recherche en management », Dunod, Paris, p. 198.

VARAIYA (1986), « An empirical investigation of the bidding firm’s gains from corporate takeovers », In A.H. Chen (éd), Research in Finance, 6, JAI Press, Greenwich, CT., pp.149-178.

VARAIYA et FERRIS (1987), « Overpaying in corporate takeovers: the winner’s curse », Financial analysts journal, pp.64-70.

## Annexes

### Définition des indicateurs

<b>Indicateur</b>	<b>Libellé</b>	<b>Code comptable</b>
Liquidité au sens large (current ratio)	Actif circulant restreint / Fonds de tiers à court terme	$\frac{ 29/58  -  29 }{ 42/48  +  492/3 }$
Liquidité au sens strict (acid test)	Créances à un an au plus + Placements de trésorerie + Disponible / Dettes à un an au plus	$\frac{ 40/41  +  50/53  +  54/58 }{ 42/48 }$
Marge brute des ventes	Résultat d’exploitation avant charges non décaissées / Ventes	$\frac{ 70/74  -  60/64  +  630  + ( 631/4 ) + ( 635/7 )}{ 70  +  74  -  740 }$
Marge nette des ventes	Résultat d’exploitation après charges non décaissées / Ventes	$\frac{ 70/74  -  60/64  +  9125 }{ 70  +  74  -  740 }$
ROA (Rentabilité actif total)	EBIT / Actif total	$\frac{ 70/67  -  67/70  +  9134  +  680  -  780  +  650  +  653  -  9126 }{ 20/58 }$

ROE (Rentabilité des fonds propres)	Résultat de l'exercice / Fonds propres	$\frac{ 70/67 - 67/70 }{\langle 10/15 \rangle}$
Degré d'endettement global	Fonds de tiers / Actif total	$\frac{ 16 + 17/49 }{ 20/58 }$
Degré d'endettement à long terme	Fonds de tiers à long terme / Capitaux permanents	$\frac{ 16 + 17 }{\langle 10/15 \rangle +  16  +  17 }$
Degré d'indépendance financière	Fonds propres / Actif total	$\frac{\langle 10/15 \rangle}{ 20/58 }$
Taux de VA	(Produits d'exploitation – achats) / Ventes	$\frac{ 70/74 - 740 - 60 - 61 }{ 70/74 - 740 }$
Cash Flow / Fonds propres	Cash Flow / Fonds propres	$\frac{( 70/67 - 67/70 )+ 630 - 760 + 660 }{\langle 10/15 \rangle}$
Résultat net par action	Résultat de l'exercice / Nombre d'actions	$\frac{ 70/67 - 67/70 }{actions}$
Rentabilité économique	Résultat net / Chiffre d'affaires	$\frac{ 70/67 - 67/70 }{ 70 }$

#### Entreprises absorbées entre 2000 et 2002 et entreprises pairées

	<b>Entreprises absorbées entre 2000 et 2002</b>	<b>Entreprises pairées</b>
1	EXXONMOBIL PETROLEUM & CHEMICAL	DEXIA
2	GIB IMMO	BEFIMMO
3	MAATSCHAPPIJ VOOR BOUW- EN GRONDWERKEN	DREDGING INTERNATIONAL
4	WANG GLOBAL BELGIUM	HEWLETT-PACKARD BELGIUM
5	IMPERIAL TUFTING COMPANY	BEAULIEU WIELSBEKE
6	PROCTER EN GAMBLE BELGIUM	NOVARTIS PHARMA
7	VLAAMSE DIGITALE DIENSTEN MAATSCHAPPIJ	TVI
8	BRASSERIE BELLE-VUE - BROUWERIJ BELLE-VUE	BROUWERIJ HAACHT
9	SCANA-NOLIKO	PROCTER AND GAMBLE DISTRIBUTION COMPANY (EUROPE)
10	SMITHKLINE BEECHAM	JANSSEN-CILAG
11	AIRPORT PARC INTERNATIONAL	MANHATTAN CENTER BRUSSELS
12	DANZAS LOGISTICS SOLUTIONS	CONTI-LINES
13	ALSTOM SYSTEMS ET SERVICES	INSTROMET INTERNATIONAL
14	IDECO	GOLFKARTON SOENEN-DETILLEUX
15	ELF OIL BELGIUM	CASTROL
16	MARLUX	ECHO
17	SONEVILLE	VLAR VERBRANDING
18	FRANS MAAS	ECU-LINE
19	HAM-KIP	VOLYS STAR
20	HANDELSMAATSCHAPPIJ A. LOMMAERT	DISTEEL COLD
21	XIRCOM EUROPE	NRG BELGIUM
22	MORE GROUP BELGIUM	MEDIA +
23	HOECHST MARION ROUSSEL	ELI LILLY BENELUX
24	ENTREPRISE JEAN LAMESCH	WATCO ECOSERVICE

25	BEMIS TECHNOLOGIES	AURORA PRODUCTIONS
26	SGS - VAN BREE	ECU-LINE
27	GREEN FLAG FOODS -DE KORENBLOEM - NIKITA	EUGENE HUYGEBART N.V.
28	NUTRICIA DRINKS	BRU - CHEVRON
29	CAP GEMINI ERNST & YOUNG BELGIUM	BEAVER SOFTWARE
30	FORTIS INVESTMENT MANAGEMENT BELGIUM	WEGHSTEEN & DRIEGE
31	METROPOLIS	SOCIETE D'EXPLOITATION ANVERSOISE
32	INITIAL EUROBLAN	GUIMARD CENTRE
33	WATCO LIMBURG	INTERCOMMUNALE VUILVERWIJDERING EN -VERWERKING VOOR OOSTENDE
34	SCANA	CONSERVEN PICOLO - VAN DE POEL EN CO
35	BONAR PHORMIUM	BELFORT INTERNATIONAL
36	BEKOTEC	EUROCLEAN
37	WATCO-WEST CONTAINERDIENST	BIFFA ANTWERP PRETREATMENT CENTER
38	JOLY	LARECO-BORNEM
39	SONEVILLE WEST	SIOMAB
40	HENRI GERNAY	VIATEL BELGIUM
41	PREPRESS - ADVERTISING BELGIUM	DB INVEST
42	BARON SECURITY	GEDILO - I.K. EXTERNE PREVENTIEDIENST
43	BEGAUX IMTECH	MODULAR LIGHTING INSTRUMENTS
44	SYCRON	MAGNETIC DATA BELGIUM
45	ETABLISSEMENTS LEON CORNEZ DELACRE	KLAPS - BETON
46	PRONTO	VELDA
47	APPLICATION OF CLEANING TECHNIQUES ON SOILS	GROND RECYCLAGE CENTRUM KALLO
48	SCHATTEN	ATELIERS TOUSSAINT NYSSENNE
49	HOLLANDIA	VLEKI
50	CERAC 80	VYNCKE-ENERGIETECHNIEK
51	GENERAL MAINTENANCE SERVICE	COILPROFIL
52	GEDIMO	VIDEO SQUARE
53	P.A.G.E. MUNICIPAL	INTERCOMMUNALE VUILVERWIJDERING EN -VERWERKING VOOR ROESELARE
54	ETABLISSEMENTS BONNAVE-DUBAR	GALCO
55	VOYAGES TOURING CLUB	NOUVELLES FRONTIERES
56	D.B.M. - COLOR	LITTO-COLOR
57	ETS A. EN L. VERHAEGEN	MATRASSENFABRIEK VAN LANDSCHOOT
58	ADECCO PEOPLE SERVICES	VIEW-INTERIM
59	RIESELBERG	WELLENFOAM
60	ATOS	ERUDICT
61	CMG ADMIRAL	COMPUTER SUPPORT
62	SUNVIC	GRONTMIJ BELGROMA
63	JAME WALKER BENELUX	AIR TRADE CENTRE BELGIUM
64	A.Z.	NORD-ECLAIR BELGE
65	AUTODISTRIBUTION ROSVELDS	SIDEM
66	LAUER SERVICES	VAN ROEY ENGINEERING AND SERVICES
67	SMURFIT BELGIUM	CORNE
68	BONAR FIBRILLO	CALLIN
69	BAKKERIJ QUINTENS	BACKAMBACHT
70	IBS-PROGET	GITEK
71	SKF BELGIUM	WIFAC

72	EUROCLEAN WALLONIE	SGS EUROPEAN WASTE CARE EN SERVICES
73	GEDAS	INDUSTRY PROJECT AND ENGINEERING SYSTEMS
74	MONO INDUSTRIES	ABA OF BELGIUM SA

### Descriptif des entreprises absorbées

Secteur d'activité	Entreprises absorbées	%
Industries alimentaires (NACE BEL : 15)	7	9,46
Industries textiles (NACE BEL : 17)	2	2,70
Industries du papier, de l'imprimerie (NACE BEL : 21 et 22)	4	5,41
Industrie du caoutchouc et des plastiques (NACE BEL : 25)	2	2,70
Fabrication d'autres produits minéraux non métalliques (NACE BEL : 26)	2	2,70
Travail des métaux (NACE BEL : 28)	2	2,70
Fabrication de machines et équipements (NACE BEL : 29 à 36)	5	6,76
Construction (NACE BEL : 45)	4	5,41
Commerce de réparation de véhicule, vente de carburant (NACE BEL : 50)	1	1,35
Commerce de gros et de détail (NACE BEL : 51 et 52)	14	18,92
Transports (NACE BEL : 61 et 63)	5	6,76
Activités immobilières (NACE BEL : 70)	1	1,35
Activités informatiques (NACE BEL : 72)	4	5,41
Auxiliaires financiers (NACE BEL : 67)	1	1,35
Autres services fournis aux entreprises (NACE BEL : 74)	10	13,51
Activités associatives diverses (NACE BEL : 90 à 92)	9	12,16
Services aux personnes (NACE BEL : 93)	1	1,35
<b>Total</b>	<b>74</b>	<b>100</b>

Forme juridique	Entreprises absorbées	%
SA	69	93,24
SPRL	4	5,41
SC	1	1,35
<b>Total</b>	<b>74</b>	<b>100</b>

Province	Entreprises absorbées	%
Anvers	15	20,27
Bruxelles-capitale	16	21,62
Brabant wallon	1	1,35
Brabant flamand	10	13,51
Flandre occidentale	5	6,76
Flandre orientale	7	9,46
Hainaut	5	6,76
Liège	6	8,11
Limbourg	6	8,11
Luxembourg	1	1,35
Namur	2	2,70
<b>Total</b>	<b>74</b>	<b>100</b>

<b>Chiffre d'affaires (en euros)</b>	<b>Entreprises absorbées</b>	<b>%</b>
Jusque 10.000.000	11	14,86
Entre 10.000.001 et 20.000.000	22	29,73
Entre 20.000.001 et 50.000.000	23	31,08
Entre 50.000.001 et 100.000.000	11	14,86
Plus de 100.000.001	7	9,46
<b>Total</b>	<b>74</b>	<b>100</b>

<b>Effectif</b>	<b>Entreprises absorbées</b>	<b>%</b>
Jusque 99	29	39,19
Entre 100 et 199	28	37,84
Entre 200 et 499	14	18,92
Plus de 500	3	4,05
<b>Total</b>	<b>74</b>	<b>100</b>

<b>Total du bilan (en euros)</b>	<b>Entreprises absorbées</b>	<b>%</b>
Jusque 10.000.000	26	35,14
Entre 10.000.001 et 50.000.000	35	47,30
Plus de 50.000.001	13	17,57
<b>Total</b>	<b>74</b>	<b>100</b>