

Évolution des résultats et de la structure financière des entreprises en 2003

David Vivet

Introduction

Chaque année, dans la Revue économique du quatrième trimestre, la Banque nationale présente les évolutions survenues au sein des comptes annuels des sociétés non financières. À l'automne, la Centrale des bilans dispose en effet d'un échantillon déjà représentatif des comptes annuels relatifs à l'année précédente. Les conclusions tirées sur la base de cet échantillon peuvent donc être étendues de manière relativement fiable à l'ensemble de la population.

Historiquement, cet article a essentiellement consisté en une étude des évolutions survenues au sein du compte de résultats des entreprises. Au cours des dernières années, cette étude s'est vue progressivement complétée par une analyse financière et micro-économique, non seulement du compte de résultats, mais aussi du bilan et de l'annexe des comptes annuels. Cette évolution trouve cette année un prolongement supplémentaire : pour la première fois, en effet, les résultats d'un modèle interne de prévision de défaillance d'entreprises sont présentés. En décelant les risques financiers de manière précoce, ce modèle apporte un éclairage renouvelé sur la réalité financière des entreprises belges.

Le présent article contient trois parties. La première partie décrit la méthodologie et l'échantillon utilisés. La deuxième partie propose une extrapolation de l'évolution des principaux postes du compte de résultats. La troisième partie, enfin, contient une analyse financière des sociétés belges ; cette analyse est complétée par l'interprétation des résultats du modèle de défaillance.

1. Méthodologie et échantillon constant

1.1 Caractéristiques des données utilisées et construction de l'échantillon constant

Depuis la fin des années septante, la Centrale des bilans collecte chaque année les données relatives aux comptes des sociétés non financières. À cette fin, les entreprises sont tenues de remettre leurs comptes annuels au moyen d'un formulaire normalisé, au plus tard sept mois après la clôture de l'exercice comptable. Les données font ensuite l'objet de corrections éventuelles afin de satisfaire aux normes de qualité requises, à la suite de quoi une première analyse est possible, à partir de septembre. Chaque année cependant, la nature des données disponibles pour le dernier exercice étudié, en l'occurrence 2003, soulève deux questions d'ordre méthodologique.

D'une part, la population des comptes annuels relatifs à 2003 est incomplète. Cette situation provient du fait que de nombreux comptes annuels sont déposés avec retard ou ne satisfont pas aux contrôles arithmétiques et logiques de la Centrale des bilans. En ce qui concerne l'exercice 2002, par exemple, la proportion de comptes non déposés ou inexploitable à la date du 31 août 2003 s'élevait à 28 p.c.⁽¹⁾, soit près de 75.000 comptes. Étant donné que ces problèmes touchent surtout des entreprises de petite taille, ces comptes manquants représentaient 12 p.c. de la valeur ajoutée de l'ensemble des sociétés

(1) Pour mémoire, à la date du 31 décembre 2003, cette proportion ne s'élevait plus qu'à 5 p.c.

TABEAU 1 PROFIL FINANCIER DES ENTREPRISES EN FONCTION DU DÉLAI DE DÉPÔT DES COMPTES ANNUELS ⁽¹⁾
(2002, médianes)

	Comptes annuels déposés avant le 31 août 2003	Comptes annuels déposés après le 31 août 2003
Liquidité au sens large . . .	1,22	1,11
Degré d'indépendance financière	30,62	23,23
Rentabilité nette des capitaux propres	5,37	4,44

Source : BNB.

(1) Les ratios financiers sont définis à l'annexe 2. Leur portée est par ailleurs précisée dans la troisième partie de l'article.

non financières, soit une proportion moindre mais non négligeable cependant ⁽¹⁾.

D'autre part, les entreprises dont les comptes annuels sont disponibles avec retard se trouvent dans une situation financière structurellement moins favorable que les autres. Le tableau 1 témoigne, pour l'exercice comptable 2002, des écarts significatifs qui existent entre les entreprises selon le moment de dépôt des comptes annuels : les entreprises qui ont déposé leurs comptes après le 31 août 2003 sont significativement moins liquides, moins solvables et moins rentables ⁽²⁾. Selon toute vraisemblance, les données actuellement disponibles pour 2003 renvoient donc une image trop optimiste de la réalité.

En raison de ce double biais qui les affecte, les données de 2003 ne sont pas directement comparables à celles des années précédentes. Afin d'assurer la comparabilité, on utilise la méthode dite de l'échantillon constant. L'échantillon constant 2002-2003 se compose des entreprises qui ont déposé des comptes annuels tant pour 2002 que pour 2003, et qui répondent aux conditions suivantes :

- les deux comptes annuels se rapportent à un exercice comptable d'une durée de douze mois ;
- les deux comptes annuels ont satisfait aux exigences de qualité de la Centrale des bilans ;
- les comptes annuels relatifs à l'exercice 2002 ont été déposés avant le 31 août 2003 ;
- les comptes annuels relatifs à l'exercice 2003 ont été déposés avant le 31 août 2004.

La méthode consiste à extrapoler les résultats de 2003 sur la base des évolutions constatées au sein de l'échantillon constant : les chiffres de 2003 sont obtenus en appliquant aux chiffres définitifs de 2002 les taux de variation enregistrés dans l'échantillon. On part donc de l'hypothèse que les évolutions observées dans l'échantillon constant sont représentatives des évolutions qui se sont produites dans l'ensemble de la population. Comme cela a été vérifié dans les éditions précédentes de l'article, les estimations ainsi obtenues peuvent être qualifiées de satisfaisantes, dans la mesure où elles donnent dans la très grande majorité des cas une bonne représentation de la direction et de l'ampleur des mouvements réels.

1.2 Regroupements selon la taille et la branche d'activité des sociétés

Les entreprises non financières forment une population hétérogène au sein de laquelle des évolutions très divergentes peuvent être constatées. Les tendances dégagées par l'analyse des résultats globaux doivent donc être affinées par une étude selon la taille et la branche d'activité des entreprises. D'une part, le mode de financement et, plus largement, la situation financière des entreprises sont généralement différents selon qu'elles sont de grande ou de petite taille. D'autre part, les entreprises sont soumises à des évolutions conjoncturelles spécifiques à chaque branche d'activité, qui se reflètent généralement dans l'évolution des comptes annuels.

La distinction en fonction de la taille est basée sur les critères énoncés par le Code des sociétés. Sont considérées comme grandes au regard du Code des sociétés :

- les entreprises dont la moyenne annuelle du nombre de travailleurs occupés excède 100 personnes ou
- les entreprises qui dépassent plus d'une des limites suivantes :
 - moyenne annuelle du nombre de travailleurs occupés : 50 ;
 - chiffre d'affaires annuel, hors TVA : 6.250.000 euros ;
 - total du bilan : 3.125.000 euros ⁽³⁾.

Les entreprises qui ne dépassent pas ces critères, c'est-à-dire les PME, ont la possibilité d'établir leurs comptes annuels selon un schéma abrégé, contrairement aux grandes entreprises qui, elles, sont dans l'obligation

(1) Il faut noter au surplus que, chaque année, un certain nombre de sociétés ne déposent pas de comptes annuels, en dépit de l'obligation légale. Par la force des choses, les proportions mentionnées ne tiennent pas compte de ces sociétés.

(2) Le délai de dépôt des comptes annuels fait d'ailleurs partie des variables explicatives du modèle de prévision de défaillance présenté plus loin : plus une entreprise dépose ses comptes annuels tardivement, plus le risque de défaillance estimé par le modèle est élevé.

(3) Des précisions sur ces critères peuvent être trouvées à l'article 15 du Code des sociétés.

de remplir un schéma complet. Toutes les PME ne font cependant pas usage de la facilité qui leur est accordée. Cette situation a pour conséquence que la population des comptes annuels déposés selon le schéma complet contient les comptes annuels non seulement des grandes entreprises, mais aussi d'un nombre important de PME. En 2002, par exemple, parmi les 16.000 schémas complets déposés, on dénombrait ainsi près de 7.500 comptes relatifs à des PME, soit 47 p.c. Le type de schéma utilisé ne permet donc pas une division rigoureuse des entreprises en fonction de leur taille. Pour cette raison, depuis 2001, la distinction n'est plus fondée sur le type de schéma déposé, mais sur le strict respect des critères du Code des sociétés. Les PME qui déposent un schéma complet sont ainsi classées non plus dans la population des grandes entreprises, mais dans celle des PME⁽¹⁾.

La distinction en fonction de la branche d'activité est, quant à elle, basée sur la nomenclature d'activité NACE-BEL, utilisée dans la plupart des statistiques comportant une ventilation par branche en Belgique. La composition des branches d'activité étudiées est présentée à l'annexe 1.

1.3 Représentativité de l'échantillon constant

L'échantillon constant 2002-2003 est présenté au tableau 2. Il contient 134.493 entreprises, soit 57 p.c. du nombre total de comptes annuels déposés en 2002. Conformément aux années précédentes, le taux de représentativité mesuré par rapport au total du bilan est quant à lui nettement supérieur, puisqu'il approche de 81 p.c. Ceci s'explique par la représentativité classiquement plus satisfaisante pour les grandes entreprises que pour les PME. Au sein de l'échantillon 2002-2003, le taux de couverture des grandes entreprises est ainsi supérieur de 17,5 points sur le plan du nombre d'entreprises et de 22,3 points sur le plan du total du bilan. Les grandes entreprises présentent en effet une tendance naturelle à remettre leurs comptes annuels dans un délai plus court; elles font au surplus l'objet d'une attention particulière de la Centrale des bilans, qui veille à obtenir le plus rapidement possible un niveau élevé de représentativité en termes de valeur ajoutée. Par ailleurs, en raison essentiellement de la prépondérance des grandes entreprises, l'industrie manufacturière présente un taux de couverture supérieur à celui des branches non manufacturières. Enfin, il faut noter que la représentativité de l'échantillon constant s'est sensiblement accrue depuis deux ans. L'origine de cette amélioration réside dans les dispositions

TABLEAU 2 COMPOSITION ET REPRÉSENTATIVITÉ DE L'ÉCHANTILLON CONSTANT 2002-2003

	Sociétés de l'échantillon 2002-2003	Ensemble des sociétés non financières en 2002	Représentativité de l'échantillon, en p.c.
Nombre d'entreprises . . .	134.493	235.880	57,0
Grandes entreprises	6.378	8.627	73,9
PME	128.115	227.253	56,4
Industrie manufacturière . .	13.596	21.828	62,3
Branches non manufacturières	120.897	214.052	56,5
Total du bilan (millions d'euros) ⁽¹⁾ . . .	676.713	838.213	80,7
Grandes entreprises	578.941	682.117	84,9
PME	97.772	156.096	62,6
Industrie manufacturière . .	162.337	184.024	88,2
Branches non manufacturières	514.376	654.189	78,6

Source : BNB.

(1) Pour les sociétés de l'échantillon constant, le total du bilan pris en compte est celui de 2002.

de la loi programme du 8 avril 2003, qui a introduit des amendes administratives en cas de dépôt tardif des comptes annuels. Ces amendes sont entrées en vigueur à partir des comptes annuels clôturés le 31 décembre 2002 et ont eu une incidence certaine sur les délais de dépôt.

2. Évolution des principales composantes du compte de résultats

2.1 Contexte conjoncturel et évolution des principales composantes du compte de résultats

L'évolution de l'activité en Belgique a de nouveau été hésitante en 2003, jusqu'au début du deuxième semestre. Au total, le PIB a augmenté de 1,3 p.c. en termes réels, après avoir enregistré une progression de 0,7 et 0,9 p.c. respectivement en 2001 et en 2002. Une aussi longue période de faible croissance n'avait plus été observée depuis le début des années quatre-vingt. Contrairement à l'année précédente, les dépenses des ménages ont constitué un important facteur de soutien de la croissance, tandis que la formation brute de capital fixe des entreprises s'est à nouveau contractée. Dans le même temps, la contribution des exportations nettes de biens et services à la croissance est quant à elle devenue négative, du fait de l'accélération marquée des importations. Par rapport à la

(1) Pour plus de détails sur ce reclassement, voir l'article publié dans la Revue économique du 4^e trimestre 2003.

TABLEAU 3 PRINCIPALES COMPOSANTES DU COMPTE DE RÉSULTATS

	Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente					Millions d'euros	Pourcentages de la valeur ajoutée
	1999	2000	2001	2002	2003 e	2003 e	2003 e
Valeur ajoutée	3,9	7,6	2,1	1,5	3,4	129.716	100,0
Frais de personnel	(-) 5,0	6,0	3,9	3,2	1,5	77.277	59,6
Amortissements, réductions de valeur et provisions	(-) 3,6	10,2	5,2	-2,0	-4,3	24.102	18,6
Autres charges d'exploitation	(-) -2,7	11,4	7,8	-2,2	5,0	7.175	5,5
<i>Total des charges d'exploitation</i>	<i>4,2</i>	<i>7,3</i>	<i>4,4</i>	<i>1,6</i>	<i>0,4</i>	<i>108.554</i>	<i>83,7</i>
Résultat net d'exploitation	2,7	8,7	-10,6	0,7	22,6	21.162	16,3
Produits financiers	(+) 10,8	38,6	5,4	24,5	6,8	50.041	38,6
Charges financières	(-) 6,9	33,1	4,6	38,8	3,1	44.346	34,2
<i>Résultat financier</i>	<i>44,2</i>	<i>73,7</i>	<i>9,4</i>	<i>-42,2</i>	<i>47,6</i>	<i>5.695</i>	<i>4,4</i>
Résultat courant	7,9	19,5	-5,8	-11,3	27,2	26.857	20,7
Résultat exceptionnel ⁽¹⁾	(+) -	-	-	-	-	3.814	2,9
Résultat net avant impôts	19,7	4,3	-10,1	-26,9	66,3	30.671	23,6
Impôts sur le résultat	(-) 10,4	11,5	-0,2	-4,9	7,3	6.606	5,1
Résultat net après impôts	22,5	2,3	-13,1	-34,5	95,8	24.065	18,6

Source : BNB.

(1) Le calcul d'un pourcentage de variation n'a guère de sens pour cet agrégat, qui ne se prête pas à une estimation fiable.

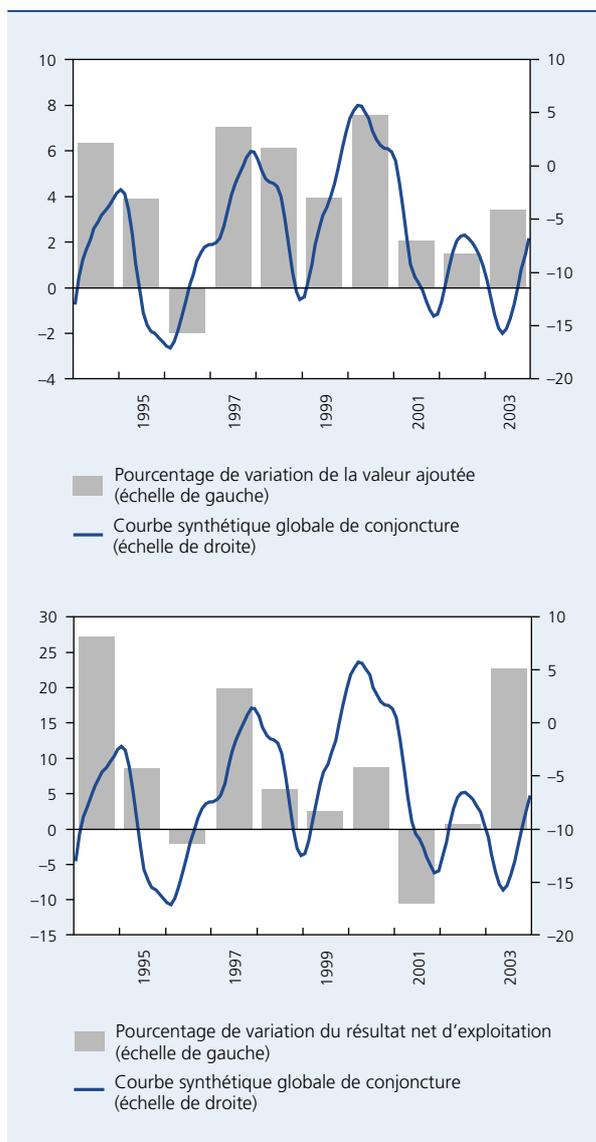
zone euro dans son ensemble, la Belgique a relativement bien résisté; les deux zones ont toutefois affiché des profils conjoncturels similaires, à savoir une quasi-stagnation de l'activité au premier semestre et une reprise notable à partir du troisième trimestre.

Dans ce contexte, la valeur ajoutée totale créée par les entreprises non financières, c'est-à-dire la différence entre le produit des ventes et les coûts des biens et services fournis par des tiers, a atteint près de 130 milliards d'euros (à prix courants) en 2003. Entre 2002 et 2003, la valeur ajoutée totale a ainsi augmenté de 3,4 p.c., soit le meilleur résultat depuis trois ans.

La valeur ajoutée créée par une entreprise lui permet de couvrir ses charges d'exploitation et, pour l'excédent, de dégager un résultat net d'exploitation. Celui-ci représente le revenu résultant de l'activité commerciale et industrielle de l'entreprise. Les frais de personnel constituent la majeure partie des charges d'exploitation: en 2003, ils représentaient près de 60 p.c. de la valeur ajoutée. Par rapport à 2002, ils ont augmenté au rythme très modéré de 1,5 p.c., soit le plus faible accroissement depuis 1996. Après les frais de personnel, les amortissements, qui

représentaient 17,5 p.c. de la valeur ajoutée en 2003, sont de loin les charges d'exploitation les plus importantes. En 2003, ils se sont contractés pour la deuxième année consécutive, reflétant la compression des investissements des entreprises. Largement influencé par l'évolution des frais de personnel et des amortissements, le total des charges d'exploitation a en conséquence pratiquement stagné, avec une croissance de seulement 0,4 p.c.

Au contraire des années précédentes, la croissance de la valeur ajoutée a donc largement excédé la croissance des coûts d'exploitation. À la suite de ces évolutions contrastées, le résultat net d'exploitation de l'ensemble des sociétés non financières a augmenté de près de 23 p.c., pour atteindre 21,2 milliards d'euros. Une progression d'ampleur comparable n'avait plus été constatée depuis 1997. Les évolutions de la valeur ajoutée et du résultat net d'exploitation peuvent par ailleurs être comparées à l'évolution de l'indicateur de conjoncture (graphique 1). Ces trois grandeurs suivent traditionnellement des tendances parallèles. Ceci s'est à nouveau vérifié en 2003: le redressement important et général de la confiance des chefs d'entreprise, qui s'est manifesté à partir du troisième trimestre de 2003 (et qui s'est poursuivi en 2004), est à

GRAPHIQUE 1 VALEUR AJOUTÉE, RÉSULTAT NET
D'EXPLOITATION ET INDICATEUR DE
CONJONCTURE

Source : BNB.

mettre en relation avec le renforcement de la croissance de la valeur ajoutée et du résultat net d'exploitation.

Conformément à la tendance globale de la dernière décennie, les produits financiers ont progressé plus rapidement que les charges financières⁽¹⁾. Le résultat financier a de ce fait enregistré une nouvelle augmentation, pour atteindre près de 5,7 milliards d'euros. Le résultat exceptionnel s'est élevé, quant à lui, à 3,8 milliards d'euros, et provient pour l'essentiel d'une considérable plus-value sur actifs immobilisés réalisée dans la branche des télécommunications. Enfin, les sociétés, en raison de leur meilleure rentabilité,

ont payé davantage d'impôts sur le résultat en 2003, après deux années de baisse. Après agrégation de toutes les composantes du compte de résultats, les sociétés non financières ont réalisé un bénéfice net après impôts de 24 milliards d'euros, en croissance de 96 p.c. par rapport à 2002. S'il est confirmé par les données définitives, ce quasi-doublement du bénéfice, qui intervient, il est vrai, après deux années de forte diminution, constituerait un record historique.

2.2 Résultats par branche d'activité

Dans l'industrie manufacturière, la croissance de la valeur ajoutée a atteint 2,5 p.c. en 2003 (tableau 4). Pour la dixième année consécutive, elle a été inférieure à la croissance observée dans les branches non manufacturières. Cette croissance modérée s'explique notamment par le renchérissement de l'euro vis-à-vis du dollar, qui a pénalisé les industries orientées vers l'exportation, ainsi que par l'intensité de la concurrence internationale, en particulier celle des pays à bas coûts. Les branches qui ont le plus pesé sur cette tendance sont la chimie, où la croissance a été faible, et les fabrications métalliques, où l'activité s'est à nouveau contractée. L'industrie agro-alimentaire est une des rares branches à avoir présenté une croissance significative, en raison de la bonne tenue des ventes de détail de produits alimentaires.

Au contraire de la valeur ajoutée, le résultat net d'exploitation de l'industrie manufacturière a, comme en 2001, fortement progressé, avec une croissance de 15 p.c. Ce résultat a surtout été permis par une quasi-stagnation des frais de personnel, dont l'origine est à trouver dans les pertes d'emploi et les restructurations qui ont touché la plupart des branches. Dans une moindre mesure, la faible croissance (1,4 p.c.) des amortissements a également contribué à la progression du résultat d'exploitation. Enfin, la situation préoccupante dans laquelle se trouvent l'industrie textile et l'industrie du bois, deux branches manufacturières de taille moyenne, est à signaler. À la suite d'une nouvelle et sensible contraction de l'activité, l'année 2003 a été marquée dans ces deux branches par une détérioration sévère du résultat d'exploitation. En particulier, l'industrie textile a subi de multiples restructurations au cours des deux dernières années.

(1) La croissance plus rapide des produits financiers s'explique principalement par la part de plus en plus importante prise par les actifs financiers dans le bilan des entreprises. Par actifs financiers, on entend les immobilisations financières ainsi que les actifs circulants porteurs d'intérêts (dont les placements de trésorerie et les valeurs disponibles).

TABLEAU 4 VALEUR AJOUTÉE ET RÉSULTAT NET D'EXPLOITATION PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ

(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	Valeur ajoutée		Résultat net d'exploitation		p.m. Importance, en p.c., des branches dans la valeur ajoutée totale en 2003
	2002	2003 e	2002	2003 e	
Industrie manufacturière	1,1	2,5	15,2	15,0	33,9
dont :					
Industries agricoles et alimentaires	4,9	5,1	33,8	31,2	4,5
Textiles, vêtements et chaussures	-0,8	-11,4	1,1	-41,3	1,6
Bois	-20,3	-4,8	-61,6	-77,1	0,4
Papier, édition et imprimerie	1,1	-0,4	8,5	17,8	2,6
Chimie	4,3	0,8	33,5	11,5	9,0
Métallurgie et travail des métaux	2,8	0,2	51,3	51,7	4,5
Fabrications métalliques	-4,4	-1,3	-2,3	11,4	6,8
Branches non manufacturières	1,7	3,9	-5,2	26,5	66,1
dont :					
Commerce de détail	9,2	8,7	4,2	34,3	8,5
Commerce de gros	-3,1	9,0	-24,9	19,8	12,8
Horeca	5,3	0,9	-3,1	-18,5	1,7
Transports	0,6	3,9	-76,0	3,1	7,4
Postes et télécommunications	4,5	4,7	85,9	59,2	5,3
Activités immobilières	4,1	2,9	-3,8	5,9	3,0
Services aux entreprises	2,7	2,7	11,8	14,5	12,0
Énergie et eau ⁽¹⁾	-0,6	-17,3	0,9	31,3	3,8
Construction	-0,1	3,2	-10,0	9,8	6,3

Source : BNB.

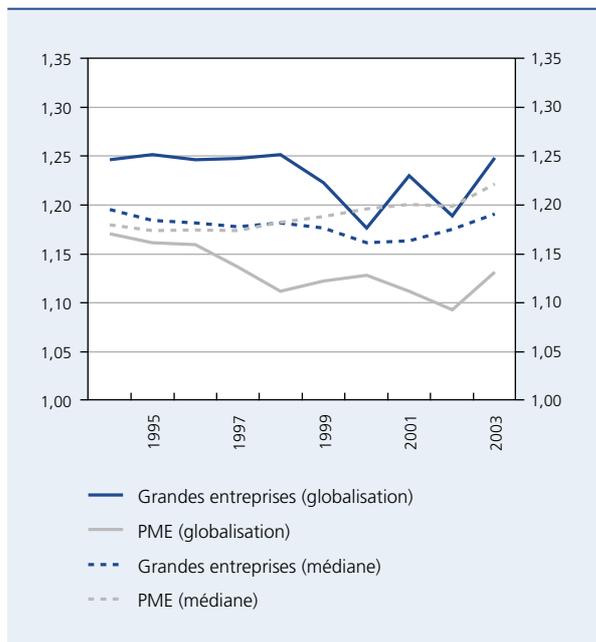
(1) L'importante diminution de la valeur ajoutée enregistrée en 2003 dans la branche énergie et eau est due au secteur de l'électricité : en vertu de la loi du 11 avril 2003, les sociétés Electrabel et SPE ont en effet transféré à la société Synatom la gestion des provisions constituées pour le démantèlement des centrales nucléaires. Synatom faisant partie de l'industrie manufacturière et n'appartenant donc pas à la branche énergie et eau, la diminution de valeur ajoutée liée à ce transfert n'a pas été directement compensée dans la branche.

Dans les branches non manufacturières, l'accroissement de la valeur ajoutée, en nette accélération par rapport à 2001 et 2002, a atteint près de 4 p.c. Ce renforcement est attribuable en partie au commerce et aux télécommunications, qui ont bénéficié entre autres du raffermissement de la consommation des ménages. La construction a elle aussi contribué à cette évolution : après avoir stagné en 2002, l'activité de la branche s'est redressée en 2003 à la suite de la reprise des investissements en logement, en particulier dans le domaine de la rénovation.

Alors qu'il s'était contracté en 2002, le résultat d'exploitation des branches non manufacturières a, quant à lui, crû de plus de 26 p.c. Il s'agit de la progression la plus prononcée depuis plus de dix ans. Outre la croissance de la valeur ajoutée, cette évolution s'explique surtout par le net recul des amortissements dans plusieurs branches, dont les services aux entreprises, les transports

et les postes et télécommunications. Dans l'ensemble, le recul des charges d'amortissement a atteint plus de 7 p.c. ; cette situation traduit la faiblesse des efforts d'investissement tant en 2002 qu'en 2003 (cf. ci-dessous). L'évolution des frais de personnel, qui ont progressé de 2,1 p.c., soit un rythme inférieur à celui de la valeur ajoutée, a elle aussi contribué à l'expansion du résultat net d'exploitation. Enfin, dans plusieurs branches, à savoir le commerce de gros, les transports, les activités immobilières et la construction, 2003 a été synonyme d'un retour à la croissance du résultat d'exploitation. Seul l'Horeca, dont le résultat d'exploitation a reculé pour la troisième année consécutive, ne s'est pas redressé, en raison surtout du manque de dynamisme de son activité.

GRAPHIQUE 2 LIQUIDITÉ AU SENS LARGE



Source : BNB.

3. Évolution de la situation financière des entreprises

L'analyse financière qui suit s'appuie sur la théorie d'interprétation des comptes annuels, à laquelle un certain nombre de ratios sont en particulier empruntés⁽¹⁾.

Les ratios financiers sont présentés à la fois sous forme de globalisation et de médiane. La globalisation d'un ratio consiste en la division de la somme des numérateurs par la somme des dénominateurs de toutes les sociétés. La médiane, quant à elle, est la valeur centrale d'une distribution ordonnée: pour un ratio donné, 50 p.c. des sociétés ont un ratio supérieur au ratio médian et, partant, 50 p.c. des sociétés ont un ratio inférieur. Répondant à des préoccupations différentes, les deux mesures sont complémentaires. En tenant compte de chaque entreprise selon son poids réel dans le numérateur et le dénominateur, la globalisation reflète surtout la situation des plus grandes entreprises. En indiquant la situation de l'entreprise centrale, la médiane reflète au contraire l'évolution

(1) Les notions abordées ne pouvant être rappelées en détail dans le cadre de cet article, le lecteur est invité au besoin à se référer aux ouvrages de référence en la matière. Pour l'analyse des comptes annuels en Belgique, voir notamment: Institut des Réviseurs d'Entreprises (1994), Lurkin P., Descendre N. et Lievens D. (1990) et Ooghe H. et Van Wymeersch C. (2003).

(2) En tant que mesure micro-économique, la médiane a été préférée à la moyenne simple. Dans le cadre de l'analyse des sociétés non financières, la médiane présente en effet l'avantage d'être plus robuste que la moyenne, dans la mesure où elle n'est pratiquement pas affectée par les variations accidentelles d'un petit nombre d'observations.

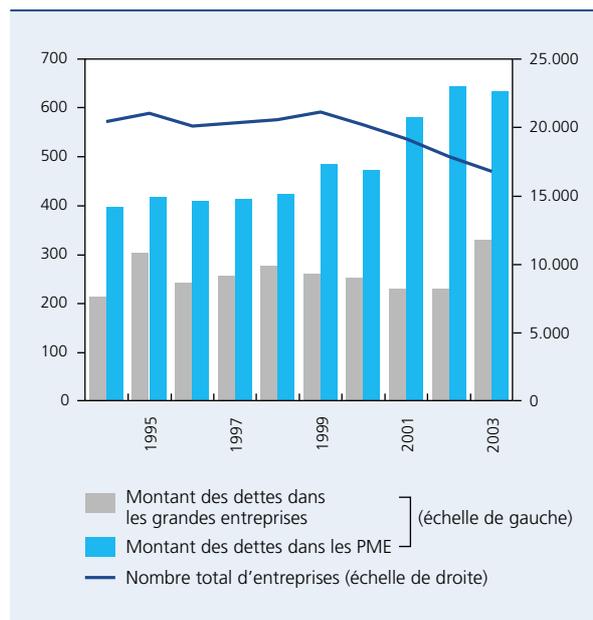
de l'ensemble de la population: la médiane est en effet influencée de manière égale par chacune des entreprises étudiées, quelle que soit son importance⁽²⁾.

3.1 Liquidité

La liquidité concerne la capacité des entreprises à mobiliser les moyens de trésorerie nécessaires pour faire face à leurs engagements à court terme. Elle est traditionnellement évaluée au moyen du ratio de liquidité au sens large. Ce dernier, dérivé de la notion de fonds de roulement net, compare le total des actifs réalisables et disponibles (stocks, créances à un an au plus, placements de trésorerie, valeurs disponibles et comptes de régularisation) au passif à court terme (dettes à un an au plus et comptes de régularisation). Plus la liquidité au sens large est élevée, plus l'entreprise est en mesure de faire face à ses engagements à court terme. En particulier, quand le ratio est supérieur à l'unité, le fonds de roulement net est positif.

En 2003, le ratio globalisé a atteint 1,25 pour les grandes entreprises et 1,13 pour les PME (graphique 2). Dans les deux catégories d'entreprises, après s'être contractée en 2002, la liquidité s'est améliorée en 2003, signe d'un meilleur équilibre des échéances bilantaires. Le ratio médian observe quant à lui une très grande stabilité pour

GRAPHIQUE 3 DETTES ÉCHUES ENVERS LE FISC ET L'ONSS
(millions d'euros, sauf mention contraire)



Source : BNB.

TABLEAU 5 DETTES ÉCHUES ENVERS LE FISC ET L'ONSS, PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ

	Pourcentage d'entreprises concernées		Montant des dettes en p.c. du total du bilan	
	2002	2003	2002	2003
Industrie manufacturière	7,3	7,1	0,06	0,07
dont :				
Industries agricoles et alimentaires	7,0	6,2	0,06	0,08
Textiles, vêtements et chaussures	6,6	6,0	0,09	0,13
Bois	8,3	8,2	0,23	0,28
Papier, édition et imprimerie	7,3	7,1	0,12	0,16
Chimie	5,4	5,4	0,01	0,01
Métallurgie et travail des métaux	8,1	8,7	0,13	0,17
Fabrications métalliques	7,6	7,7	0,09	0,09
Branches non manufacturières	7,0	6,5	0,12	0,13
dont :				
Commerce de détail	8,2	7,9	0,25	0,27
Commerce de gros	6,4	5,8	0,29	0,29
Horeca	11,7	11,3	0,46	0,49
Transports	7,1	7,0	0,18	0,44
Postes et télécommunications	10,7	9,7	0,01	0,00
Activités immobilières	3,6	3,0	0,15	0,10
Services aux entreprises	6,3	5,8	0,03	0,04
Énergie et eau	8,1	9,0	0,01	0,02
Construction	7,9	7,8	0,38	0,40

Source : BNB.

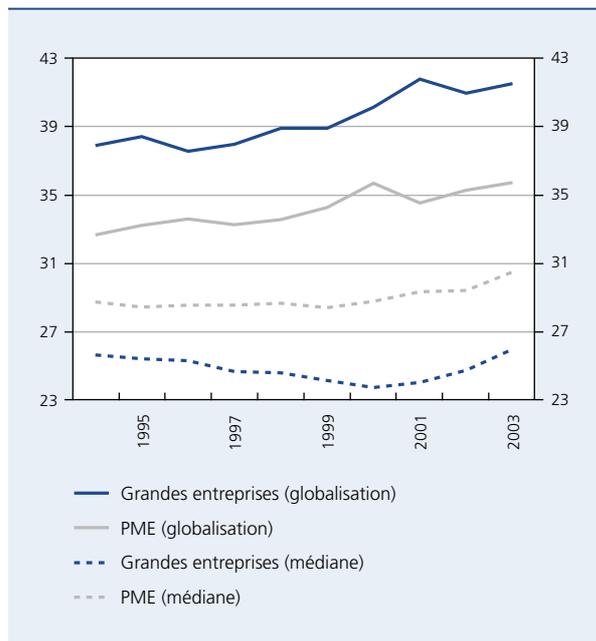
les deux catégories d'entreprises; tout au plus constate-t-on une légère tendance à l'amélioration depuis quelques années. Si le graphique 2 donne une image sereine de la liquidité des sociétés belges, il faut cependant remarquer que 39 p.c. des entreprises présentent une liquidité au sens large inférieure à l'unité et, par conséquent, un fonds de roulement net négatif.

La situation des sociétés présentant une liquidité précaire peut être appréhendée par l'examen des dettes échues envers le fisc et l'ONSS, dont on peut trouver la mention dans l'annexe des comptes annuels. Les retards de paiement envers ces deux créanciers privilégiés sont en effet le plus souvent synonymes d'une crise de trésorerie aiguë pour une entreprise; ils servent d'ailleurs de « clignotants » aux services d'enquête des tribunaux de commerce dans le cadre de leur mission de dépistage des entreprises en difficulté⁽¹⁾. Les dettes échues envers le fisc et l'ONSS constituent en outre un des éléments centraux du modèle de prévision de défaillance d'entreprises qui est présenté dans la suite de l'article.

En 2003, plus de 16.500 sociétés (dont 95 p.c. de PME) ont fait état de dettes échues envers le fisc et l'ONSS, pour un montant total de 1,1 milliard d'euros (graphique 3). Ces dettes ont suivi une évolution contrastée. D'un côté, le nombre d'entreprises touchées est en constante diminution depuis 1999. Il faut lire dans ce mouvement l'effet des mesures de prévention mises en œuvre par les tribunaux de commerce depuis plusieurs années. D'un autre côté, le volume total des dettes échues a fortement crû dans les PME en 2001 et en 2002, sous l'effet de la conjoncture économique défavorable. Cette croissance a toutefois fait place à un tassement en 2003, certaines entreprises concernées parvenant à s'assainir ou, au contraire, étant victimes d'une défaillance. En ce qui concerne les grandes entreprises, le rebond de 2003 est le fait d'une seule entreprise, active dans le transport de personnes.

(1) Pour un relevé exhaustif des « clignotants » de défaillance économique, voir De Boitselier J. (2003).

GRAPHIQUE 4 DEGRÉ D'INDÉPENDANCE FINANCIÈRE
(pourcentages)



Source : BNB.

Le tableau 5 détaille l'état des dettes échues envers le fisc et l'ONSS par branche d'activité. Si les branches manufacturières comptent une proportion d'entreprises concernées comparable à celle des branches non manufacturières, le montant des dettes rapporté au total bilantaire est supérieur dans ces dernières, où les PME représentent une part plus importante de l'activité. Si l'on tient compte des deux critères, les branches les plus touchées en 2003 sont la construction, l'industrie du bois, l'Horeca, le commerce et les transports, tandis que la chimie, l'énergie, l'immobilier et les services aux entreprises sont relativement épargnés.

3.2 Solvabilité

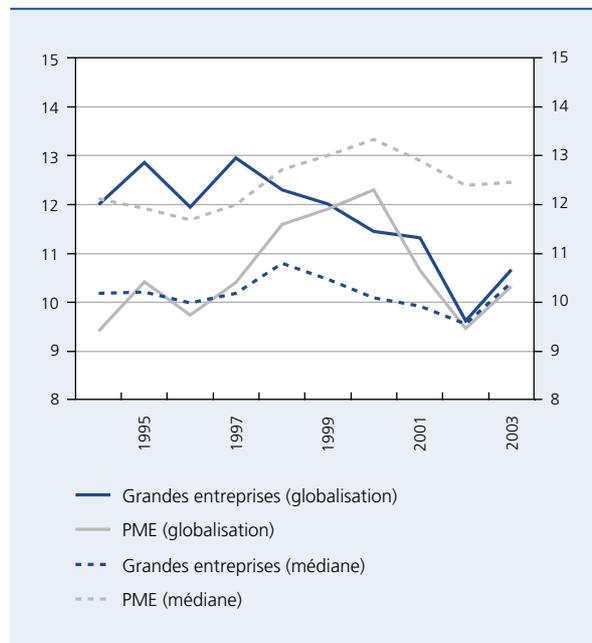
La solvabilité concerne la capacité des entreprises à honorer l'ensemble de leurs engagements, à court et à long terme. Dans le cadre de cet article, elle est examinée au travers du degré d'indépendance financière, de la couverture des fonds de tiers par le *cash-flow* et des charges d'intérêts des dettes financières.

Le degré d'indépendance financière est égal au rapport entre les capitaux propres et le total du passif. Quand le ratio est élevé, l'entreprise est indépendante des fonds de tiers, ce qui a deux conséquences positives: d'abord,

les charges financières sont faibles et pèsent donc peu sur le résultat; ensuite, si nécessaire, de nouvelles dettes peuvent être contractées facilement et dans de bonnes conditions. Le degré d'indépendance financière peut également être interprété comme une mesure du risque financier de l'entreprise, la rémunération des tiers étant fixe, contrairement aux résultats de l'entreprise, qui fluctuent dans le temps.

En 2003, l'indépendance financière globalisée a atteint 41,5 p.c. pour les grandes entreprises et 35,7 p.c. pour les PME, pour lesquelles elle est traditionnellement inférieure (graphique 4). Dans les deux catégories d'entreprises, le ratio a enregistré une tendance à la hausse durant la dernière décennie, qui a abouti à une amélioration de quelque trois points. Le ratio médian a également enregistré une légère croissance au cours des dernières années, qui s'est confirmée en 2003. Comme c'est le cas en matière de liquidité, l'image saine et stable renvoyée par la globalisation et la médiane ignore les disparités qui existent entre les entreprises. C'est ainsi par exemple que plus de 15 p.c. des sociétés belges présentent une indépendance financière négative, ce qui signifie que les pertes reportées excèdent le capital investi par les actionnaires.

GRAPHIQUE 5 DEGRÉ DE COUVERTURE DES FONDS DE TIERS
PAR LE CASH-FLOW
(pourcentages)



Source : BNB.

TABEAU 6 DEGRÉ D'INDÉPENDANCE FINANCIÈRE ET DEGRÉ DE COUVERTURE DES FONDS DE TIERS PAR LE CASH-FLOW, PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ
(pourcentages)

	Degré d'indépendance financière ⁽¹⁾			Degré de couverture des fonds de tiers ⁽¹⁾		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Industrie manufacturière	34,7	33,1	34,9	12,9	12,2	12,9
dont :						
Industries agricoles et alimentaires	31,5	25,4	25,8	7,6	11,0	10,0
Textiles, vêtements et chaussures	36,1	39,3	39,9	13,1	16,3	8,7
Bois	36,0	33,3	32,7	15,7	11,5	9,1
Papier, édition et imprimerie	33,4	32,4	31,4	25,6	10,2	17,6
Chimie	40,8	39,7	47,2	16,2	16,3	18,4
Métallurgie et travail des métaux	36,8	36,5	35,0	11,5	7,4	9,7
Fabrications métalliques	28,7	27,2	28,3	11,3	13,0	10,9
Branches non manufacturières	42,0	41,8	42,1	10,6	8,7	9,9
dont :						
Commerce de détail	28,9	31,0	29,7	7,8	8,1	7,8
Commerce de gros	31,1	31,4	31,7	7,6	6,8	8,7
Horeca	22,8	22,4	24,6	11,3	8,5	10,1
Transports	31,0	28,5	27,2	7,5	8,2	6,8
Postes et télécommunications	23,9	21,9	32,2	19,3	20,2	33,2
Activités immobilières	35,8	35,3	37,2	5,9	5,8	6,7
Services aux entreprises	53,4	53,5	53,4	10,6	6,1	6,6
Énergie et eau	56,9	53,3	51,4	31,6	27,4	20,9
Construction	24,7	25,2	26,8	9,7	9,2	10,4

Source : BNB.
(1) Globalisation.

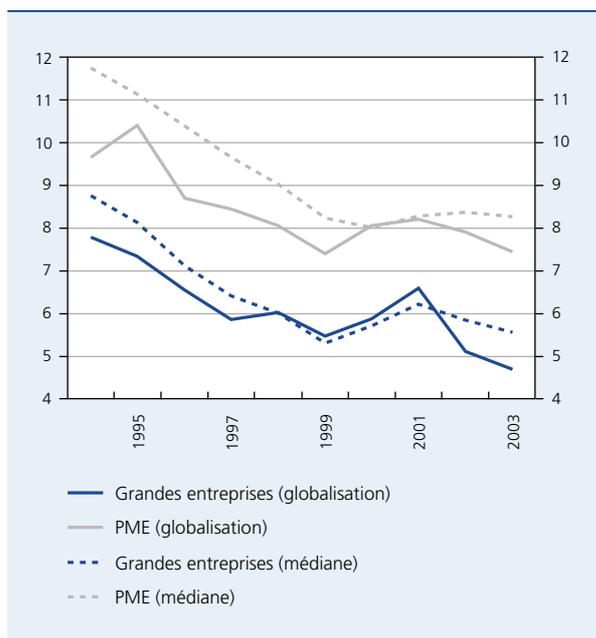
Le degré d'indépendance financière et sa réciproque, le degré d'endettement, donnent une image de l'équilibre général des masses bilantaires. Si cette image est nécessaire à la construction du diagnostic de solvabilité, elle n'est pas suffisante, car elle ne permet pas d'évaluer la capacité de l'entreprise à rembourser ses dettes ni le niveau des charges que celles-ci entraînent. Ces deux notions sont abordées ci-dessous.

En mesurant la part des dettes que l'entreprise pourrait rembourser en affectant à cette fin la totalité du *cash-flow* de l'exercice, le degré de couverture des fonds de tiers par le *cash-flow* indique le potentiel de remboursement de l'entreprise⁽¹⁾. L'inverse du ratio donne le nombre d'années qui seraient nécessaires au remboursement de la totalité des dettes, à *cash-flow* constant. L'information fournie par ce ratio complète celle du ratio d'indépendance financière, un niveau élevé d'endettement pouvant être relativisé par une capacité élevée de remboursement, et réciproquement.

Après plusieurs années de chute, la couverture des fonds de tiers globalisée s'est redressée en 2003, tant dans les grandes entreprises que dans les PME, pour atteindre 10,7 dans les premières et 10,3 dans les dernières. Ces niveaux restent relativement faibles par rapport à ceux enregistrés à la fin des années nonante : si les entreprises ont progressivement gagné en indépendance financière, cela n'a pas été le cas en matière de capacité de remboursement. Le tableau 6 est révélateur des différences qui existent entre les branches d'activité. Alors que l'industrie manufacturière est plus endettée que les branches non manufacturières, elle est également plus apte à rembourser ses dettes. Si l'on considère les deux critères, les branches d'activité les plus solvables en 2003 sont l'énergie et l'eau ainsi que la chimie. Certaines branches se trouvent

(1) Le terme anglais *cash-flow* est aujourd'hui communément utilisé pour désigner le flux net de liquidités engendré par l'entreprise, c'est-à-dire la différence entre les produits encaissés et les charges décaissées. Le *cash-flow*, qui représente ainsi la capacité d'autofinancement de l'entreprise, est d'une importance fondamentale pour le développement de celle-ci : au moyen du *cash-flow*, l'entreprise peut notamment distribuer des dividendes, rembourser ses dettes ou encore financer de nouveaux investissements.

GRAPHIQUE 6 CHARGES D'INTÉRÊTS MOYENNES DES DETTES FINANCIÈRES
(pourcentages)



Source : BNB.

par ailleurs dans une situation contrastée, comme les postes et télécommunications (indépendance financière faible, capacité de remboursement élevée) ou les services aux entreprises (indépendance financière élevée, capacité de remboursement faible).

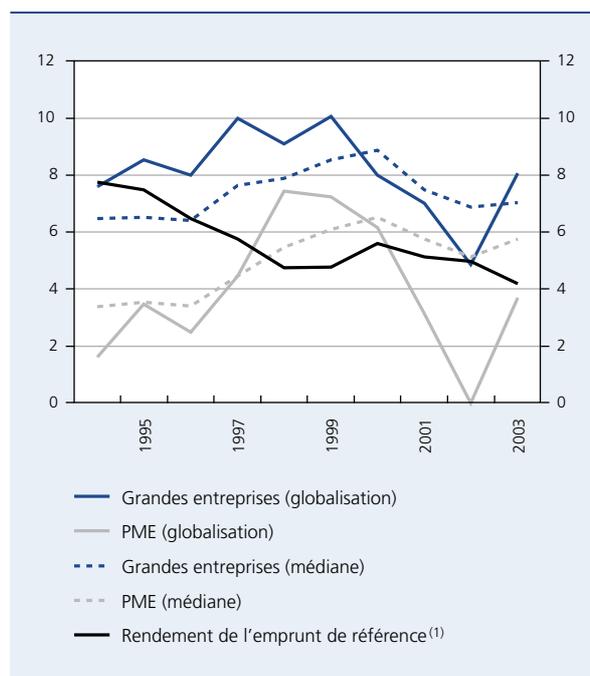
Les charges d'intérêts moyennes des dettes financières permettent quant à elles d'évaluer le coût du recours aux sources de financement externes. En 2003, ces charges se sont élevées à 4,7 p.c. pour les grandes entreprises et à 7,5 p.c. pour les PME, en termes globalisés (graphique 6). Pour les deux catégories d'entreprises, le mouvement baissier entamé en 2002 s'est poursuivi en 2003, à la suite d'un nouveau repli des taux d'intérêt du marché. Dans une perspective de long terme, l'endettement est devenu nettement moins coûteux : entre 1994 et 2003, les charges d'intérêts moyennes se sont réduites de 3,1 points pour les grandes entreprises et de 2,2 points pour les PME. Par ailleurs, les charges d'intérêts supportées par les grandes entreprises sont structurellement moins élevées que celles des PME. En effet, à mode de financement identique, ces dernières doivent généralement payer une prime de risque en raison d'un profil financier jugé moins solide par les prêteurs. Les PME ont en outre davantage recours aux crédits de caisse, qui sont une forme de crédit plus onéreuse. L'écart entre les deux catégories d'entreprises varie peu dans le temps et a atteint 2,7 points en 2003.

3.3 Rentabilité

La rentabilité concerne la capacité des entreprises à générer des bénéfices. Elle peut notamment être évaluée au moyen de la rentabilité nette des capitaux propres. Cette dernière, également connue sous l'appellation de *return on equity* (ROE), divise le résultat net après impôts par les capitaux propres. Ce ratio indique donc le rendement dont bénéficient les actionnaires, après déduction de tous les frais et impôts. Sur une période suffisamment longue, la rentabilité des capitaux propres doit excéder le rendement d'un placement sans risque, afin de ménager aux actionnaires une prime compensant le risque supérieur auquel ils sont exposés (prime de risque).

En 2003, la rentabilité globalisée des capitaux propres s'est élevée à 8,1 p.c. pour les grandes entreprises et à 3,7 p.c. pour les PME (graphique 7). Comme le montre son évolution, ce ratio témoigne d'une sensibilité certaine à la situation conjoncturelle. À la récession de 1993 avait ainsi succédé, jusqu'à la fin des années nonante, une phase d'amélioration progressive de la rentabilité. De 2000 à 2002, à la suite du ralentissement de l'économie, le ratio a subi une forte érosion dans les grandes entreprises, et même un effondrement dans les PME, où la rentabilité a

GRAPHIQUE 7 RENTABILITÉ NETTE DES CAPITAUX PROPRES ET RENDEMENT DE L'EMPRUNT DE RÉFÉRENCE
(pourcentages)



Source : BNB.

(1) Taux de rendement moyen des OLO à 10 ans.

TABEAU 7 RENTABILITÉ NETTE DES CAPITAUX PROPRES APRÈS IMPÔTS, PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ
(pourcentages)

	Grandes entreprises ⁽¹⁾			PME ⁽¹⁾		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Industrie manufacturière	6,2	6,5	9,3	3,8	2,4	4,8
dont :						
Industries agricoles et alimentaires	-0,2	12,6	12,0	3,5	4,3	5,1
Textiles, vêtements et chaussures	10,2	12,0	-0,7	3,3	0,0	0,0
Bois	11,6	2,4	-14,8	3,2	1,9	3,3
Papier, édition et imprimerie	38,2	5,4	21,4	2,0	-0,5	2,6
Chimie	6,5	8,4	9,9	3,2	1,8	8,3
Métallurgie et travail des métaux	2,9	-7,6	-2,2	6,6	5,6	5,7
Fabrications métalliques	-1,8	-6,4	6,6	2,7	-1,5	3,1
Branches non manufacturières	7,2	4,5	7,8	3,1	-0,3	3,5
dont :						
Commerce de détail	1,6	5,0	4,7	2,9	5,2	6,0
Commerce de gros	5,9	0,4	4,2	5,9	6,9	7,3
Horeca	10,9	-4,2	-2,7	-3,8	-3,5	5,0
Transports	-3,2	-10,7	-1,9	10,7	3,6	2,6
Postes et télécommunications	13,4	12,8	41,7	-944,3	-73,3	6,2
Activités immobilières	5,8	6,5	6,6	2,5	1,6	3,1
Services aux entreprises	6,3	3,7	4,0	1,0	-2,6	-0,9
Énergie et eau	16,7	15,2	17,4	10,1	7,7	7,0
Construction	10,0	6,0	8,5	7,4	5,7	7,1

Source : BNB.
(1) Globalisation.

été nulle en 2002. Dans un contexte conjoncturel encore hésitant mais marqué par une reprise notable à partir du troisième trimestre, la rentabilité a nettement rebondi en 2003. Ce rebond s'explique essentiellement par la maîtrise des charges d'exploitation (frais de personnel et amortissements) et des charges financières.

La rentabilité globalisée des grandes entreprises peut être comparée au rendement offert par les emprunts d'État. En 2002, pour la première fois depuis 1994, la rentabilité des grandes entreprises était retombée à un niveau inférieur au rendement de référence des OLO, qui a pourtant suivi une tendance baissière sur l'ensemble de la dernière décennie. En 2003, le rebond de la rentabilité, conjugué à une nouvelle diminution du rendement des emprunts d'État, a procuré une prime de risque à nouveau substantielle aux actionnaires. Du point de vue de l'investisseur, le choix d'un placement en actions est donc redevenu intéressant. Cette comparaison est naturellement à considérer avec précaution, dans la mesure où, d'une part, les actions et les emprunts d'État sont des instruments

financiers différents et où, d'autre part, de nombreuses grandes entreprises ne font pas l'objet d'une cotation boursière.

Globalement, au cours des trois dernières années, la rentabilité de l'industrie manufacturière a été supérieure à celle des branches non manufacturières, tant pour les grandes entreprises que pour les PME (tableau 7). En 2003, en ce qui concerne les grandes entreprises, les branches les plus rentables de l'économie belge ont été les télécommunications, l'électricité, le papier et l'industrie agro-alimentaire. Le rendement proposé par les deux premières branches s'est d'ailleurs maintenu à des niveaux élevés tout au long de la période de faible conjoncture traversée par l'économie belge. À l'opposé, dans cinq branches, la rentabilité des grandes entreprises a été négative en 2003, à savoir le textile, le bois, la métallurgie, l'Horeca et les transports. En ce qui concerne les PME, la très mauvaise performance enregistrée en 2002 pour l'ensemble des branches non manufacturières s'explique par de très lourdes pertes dans les télécommunications ainsi que dans les services

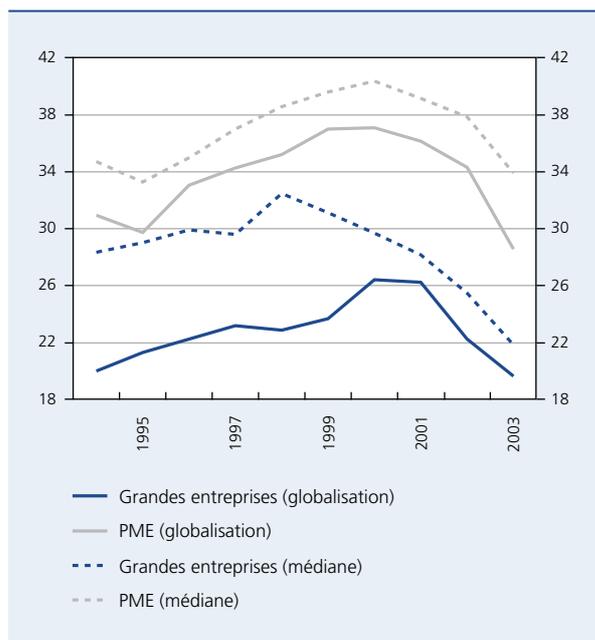
aux entreprises (en particulier les activités informatiques et la consultance technique).

3.4 Investissement

Les efforts déployés par les entreprises en matière d'investissement peuvent être évalués au moyen du taux d'investissement, qui est égal au rapport entre les acquisitions d'immobilisations corporelles et la valeur ajoutée de l'exercice. En 2003, le taux d'investissement globalisé a atteint 19,7 p.c. pour les grandes entreprises et 28,6 p.c. pour les PME (graphique 8); ces valeurs s'inscrivent dans la tendance baissière des dernières années, qui s'est manifestée dans la plupart des branches de l'économie belge. Après avoir culminé en 2000, le taux d'investissement n'avait plus été aussi faible depuis le milieu des années nonante. De leur côté, les ratios médians ont également poursuivi leur chute: l'ensemble des entreprises belges est traversé par un mouvement de fond de contraction des investissements.

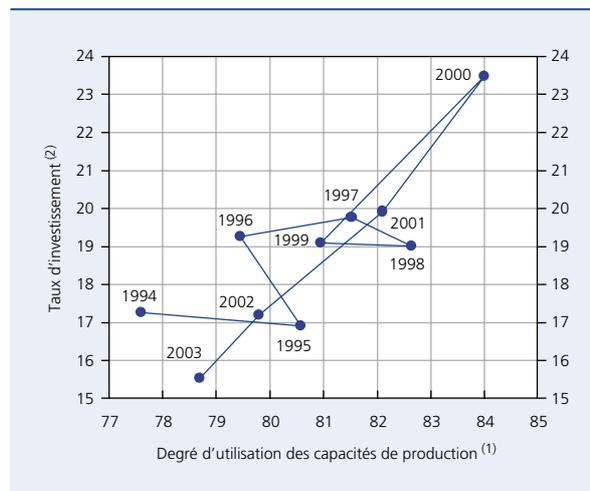
Dans l'industrie manufacturière, le taux d'investissement peut être mis en relation avec le degré d'utilisation des capacités de production. Ce dernier constitue en effet l'un des déterminants fondamentaux de l'investissement. Le graphique 9, qui présente le chemin commun aux deux variables depuis 1994, témoigne de la relation positive qui

GRAPHIQUE 8 TAUX D'INVESTISSEMENT
(pourcentages)



Source : BNB.

GRAPHIQUE 9 TAUX D'INVESTISSEMENT ET DEGRÉ D'UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE



Source : BNB.

(1) Moyenne annuelle.

(2) Globalisation de l'ensemble des sociétés manufacturières.

existe entre celles-ci. Après un sommet atteint en 2000, elles ont subi une correction sévère et conjuguée depuis lors, pour atteindre en 2003 leur niveau le plus bas depuis le milieu des années nonante.

Les entreprises investissent dans le domaine des immobilisations corporelles, mais aussi des immobilisations incorporelles. À cet égard, l'annexe des comptes annuel permet d'évaluer l'implication des entreprises en matière de recherche et de développement⁽¹⁾. Une telle évaluation n'est pas négligeable: il est communément admis que les activités de recherche et de développement accroissent le potentiel de croissance des entreprises et donc de l'économie dans son ensemble⁽²⁾.

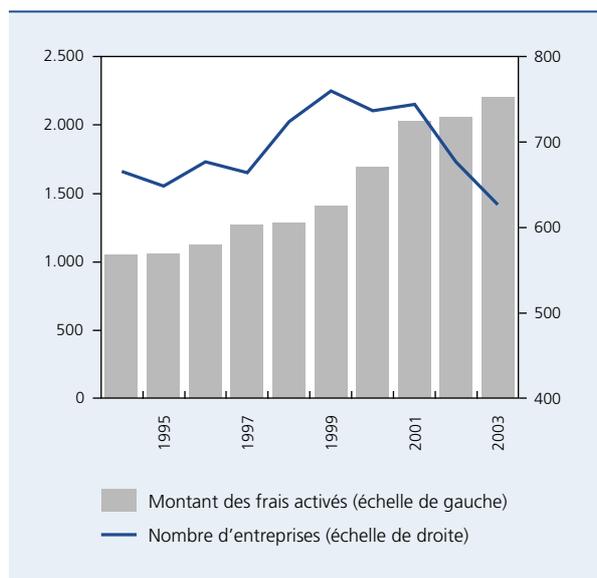
En 2003, quelque 630 sociétés non financières ont réalisé des dépenses en recherche et développement, pour un montant total de plus de 2,2 milliards d'euros (graphique 10). Les dix sociétés investissant le plus en la matière représentent trois quarts de ce montant. Sous l'impulsion de l'industrie pharmaceutique (et accessoirement des industries technologiques), ces dépenses ont crû à un rythme très soutenu jusqu'en 2001. Après s'être stabilisées en 2002, elles ont à nouveau progressé en 2003.

(1) L'information n'est disponible que pour les entreprises déposant un schéma complet. Par frais de recherche et de développement, il faut entendre les frais de recherche, de fabrication et de mise au point de prototypes, de produits, d'inventions et de savoir-faire, utiles aux activités futures de la société (arrêté royal du 30 janvier 2001 portant exécution du Code des sociétés, art. 15).

(2) Sur la relation entre innovation et potentiel de croissance, voir par exemple Van Cayseele P., Peeters C., Webers H. et Van Herck J. (2001), qui proposent une analyse empirique basée sur les comptes annuels des sociétés belges.

GRAPHIQUE 10 FRAIS DE RECHERCHE ET DE DÉVELOPPEMENT ACTIVÉS⁽¹⁾

(millions d'euros, sauf mention contraire)



Source : BNB.

(1) Acquisitions de l'exercice, y compris la production immobilisée.

Dans le même temps, le nombre d'entreprises impliquées s'est une nouvelle fois contracté, de multiples entreprises ne souhaitant ou n'étant plus en mesure d'investir dans l'innovation, étant donné le contexte économique des dernières années.

3.5 Risques financiers

3.5.1 Développement d'un modèle de prévision de défaillance d'entreprises

Afin d'évaluer les risques financiers encourus par les entreprises, la Banque nationale a développé un modèle interne de prévision de défaillance d'entreprises. Une synthèse de la méthodologie a été publiée dans la Revue économique du 1^{er} trimestre 2004⁽¹⁾. Le modèle développé par la Banque utilise les informations disponibles au sein des comptes annuels déposés auprès de la Centrale des bilans. Il analyse, sur la base des comptes annuels d'une année déterminée, les différences de profil financier entre deux types d'entreprises : les entreprises non défaillantes et les entreprises défaillantes au cours des trois années suivantes. La définition choisie pour la défaillance est fondée sur un critère juridique : est considérée comme défaillante toute entreprise tombant en situation de faillite ou de concordat judiciaire, les autres entreprises étant considérées comme non défaillantes.

Le modèle a été développé pour la population des entreprises déposant un schéma complet et a été appliqué, dans le cadre de cet article, aux entreprises employant plus de cinq travailleurs. La technique économétrique utilisée est la régression logistique. L'intérêt fondamental du modèle est de synthétiser tous les aspects de la situation financière d'une entreprise en une seule valeur : le score de risque L. La plupart des variables explicatives ont été construites sous la forme de ratios financiers ; des variables non financières, telles que l'âge, la taille ou encore le délai de dépôt des comptes annuels, ont également été testées. Plusieurs modèles concurrents ont été estimés sur un échantillon d'entreprises, puis validés sur l'ensemble des comptes annuels déposés entre 1991 et 1998.

Le modèle retenu en définitive, qui contient huit variables explicatives, est présenté au tableau 8. Les coefficients mesurent la variation du score de risque L quand la variable à laquelle ils sont attachés varie d'une unité, toutes choses restant égales par ailleurs. Par exemple, si le ratio (*cash-flow*/fonds de tiers) augmente de 0,1, le score L diminue de 0,29. Plus le score L est élevé, plus le modèle considère l'entreprise comme à risque. Le tableau montre que les signes des coefficients sont conformes à l'intuition : quand la liquidité, la solvabilité ou la rentabilité augmentent, le risque diminue et réciproquement. Outre les coefficients traditionnels, le tableau mentionne également les coefficients standardisés, qui indiquent le pouvoir explicatif de chaque variable : plus un coefficient standardisé est élevé en valeur absolue, plus la variable à laquelle il est attaché a une contribution importante dans l'explication du risque⁽²⁾. Les variables du modèle sont d'ailleurs présentées dans l'ordre de cette contribution.

La majorité des variables du modèle sont liées aux questions de liquidité et de solvabilité. Ceci est intimement lié aux lois sur la faillite et le concordat judiciaire, dont la problématique centrale se rapporte à la cessation de paiement. En ce qui concerne la liquidité, il est à relever que les dettes échues envers le fisc et l'ONSS constituent la variable prépondérante du modèle. L'intérêt de cette variable dans le diagnostic de liquidité a été mis en évidence plus haut. En matière de solvabilité, la couverture des fonds de tiers par le *cash-flow* (variable 2) a un pouvoir explicatif nettement supérieur à celui du degré d'indépendance financière (variable 8) ; conformément

(1) Voir Coppens F., Hermesse A. et Vivet D. (2004).

(2) Les coefficients standardisés sont obtenus au moyen d'une régression contenant les mêmes variables explicatives, mais standardisées. Pour une variable donnée X_i , la variable standardisée X_i^* est égale à $\frac{X_i - \bar{X}}{S_x}$, avec \bar{X} la moyenne de la variable et S_x son écart-type. Les variables standardisées ont deux propriétés intéressantes : leur moyenne est toujours égale à zéro et leur écart-type vaut toujours 1. Les coefficients qui leur sont attachés mesurent ainsi l'effet des variations en termes d'écart-type, et présentent donc l'avantage d'être indépendants de l'unité de mesure des variables. De ce fait, les impacts respectifs de ces dernières sont directement comparables.

TABLEAU 8 MODÈLE DE PRÉVISION DE DÉFAILLANCE D'ENTREPRISES

	Coefficients	Variables	Coefficients standardisés
L =	-1,3		
	+27,1	Dettes échues envers le fisc et l'ONSS/Actif total	(+1,24)
	-2,9	Cash-flow/Fonds de tiers	(-0,66)
	-3,4	Bénéfice brut avant impôts et charges des dettes/Actif total	(-0,60)
	+2,3	Dettes envers les établissements de crédit/Dettes à un an au plus	(+0,47)
	+17,1	Charges des dettes/Actif total	(+0,34)
	+0,5	Délai de dépôt des comptes annuels (nombre de jours)	(+0,20)
	-0,2	Actifs circulants liquides/Capitaux de tiers à court terme	(-0,19)
	-0,4	Fonds propres/Actif total	(-0,17)

Source : BNB.

à l'intuition, le modèle intègre donc la logique selon laquelle il est moins grave d'être endetté que de ne pas pouvoir rembourser ses dettes. Le modèle contient également une variable de rentabilité (variable 3), dimension qui joue naturellement un rôle dans la santé financière des entreprises. Enfin, une variable non financière, le délai de dépôt des comptes annuels, est incluse : plus une entreprise met du temps à déposer ses comptes, plus elle est considérée comme à risque. Le modèle inflige de la sorte une pénalité aux entreprises qui manquent de transparence et de ponctualité.

3.5.2 Classes de risque

Sur la base du score de risque estimé pour chaque entreprise et des événements de défaillance déjà connus, des classes de risque ont été définies. Ces classes regroupent les entreprises en zones de risque homogènes du point de vue du pourcentage d'entreprises réellement défaillantes. Quatre classes correspondant à des intervalles du score L ont ainsi été créées :

- classe 1 : $L < -0,84$: entreprises saines, dont la probabilité de défaillance dans les trois ans est pratiquement nulle ;
- classe 2 : $-0,84 \leq L < 0,21$: entreprises neutres, dont la probabilité de défaillance dans les trois ans est comparable à la moyenne ;
- classe 3 : $0,21 \leq L < 1,10$: entreprises en difficulté, dont la probabilité de défaillance dans les trois ans est de 3 à 4 fois supérieure à la moyenne ;
- classe 4 : $1,10 \leq L$: entreprises en grande difficulté, dont la probabilité de défaillance dans les trois ans est de plus de 10 fois supérieure à la moyenne.

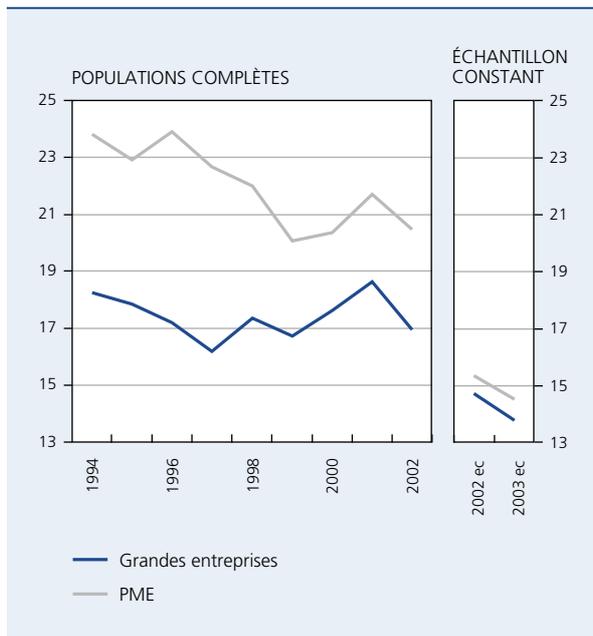
Cette classification des entreprises doit être utilisée avec prudence. D'une part, une proportion très faible (entre 1,5 et 2 p.c. selon les années) des entreprises étudiées tombe effectivement en faillite ou en concordat judiciaire. La classification doit être considérée *ipso facto* comme une indication de la santé financière plutôt que comme une prédiction de faillite au sens propre : les entreprises se trouvant dans les classes 3 et 4 ne sont pas nécessairement destinées à faire faillite mais sont par contre en proie à de sérieux problèmes financiers. Hormis une faillite, ces difficultés sont susceptibles d'aboutir à des retards de remboursement de dettes ou de paiement des fournisseurs, à des licenciements, à une restructuration ou encore à un abandon de l'activité. Il faut au surplus relever qu'un certain nombre d'entreprises belges en difficulté font partie de groupes multinationaux prêts à les soutenir financièrement, au moins temporairement. D'autre part, la classification ne constitue qu'une évaluation partielle de la situation économique des entreprises, dans la mesure où elle n'est basée que sur l'analyse des comptes annuels. D'autres aspects importants, tels que la qualité des dirigeants, le contexte concurrentiel et conjoncturel ainsi que les perspectives de développement ne sont donc pas pris en compte⁽¹⁾. La classification doit donc être considérée comme un jugement strictement financier porté sur les entreprises à un moment donné.

3.5.3 Évolution des risques financiers

Comme cela a été souligné dans la première partie de l'article, les comptes annuels déposés tardivement sont issus de sociétés dont le profil financier est globalement moins favorable. Ces retards de dépôt sont particulièrement

(1) La prise en compte de telles variables qualitatives est d'ailleurs difficilement envisageable dans le cadre de l'étude statistique de plusieurs milliers d'entreprises.

GRAPHIQUE 11 POURCENTAGE DE SOCIÉTÉS EN CLASSES 3 ET 4



Source : BNB.

prégnants dans les entreprises figurant dans les classes 3 et 4, qui sont de ce fait nettement sous-représentées dans les comptes annuels actuellement disponibles pour l'exercice 2003. Des tests réalisés sur les années précédentes montrent que l'évolution des risques constatée au sein de l'échantillon constant n'est pas systématiquement représentative des tendances réelles, surtout pour les PME. C'est pour cette raison que, dans les paragraphes qui suivent, le niveau des risques n'est commenté que jusqu'en 2002. Afin de donner une première image des dernières tendances, les évolutions survenues dans l'échantillon constant sont également présentées, mais de manière distincte. Ces difficultés d'estimation sont à relativiser dans une certaine mesure: le modèle estimant les risques de défaillance à trois ans, la situation de 2002 couvre la période 2003-2005.

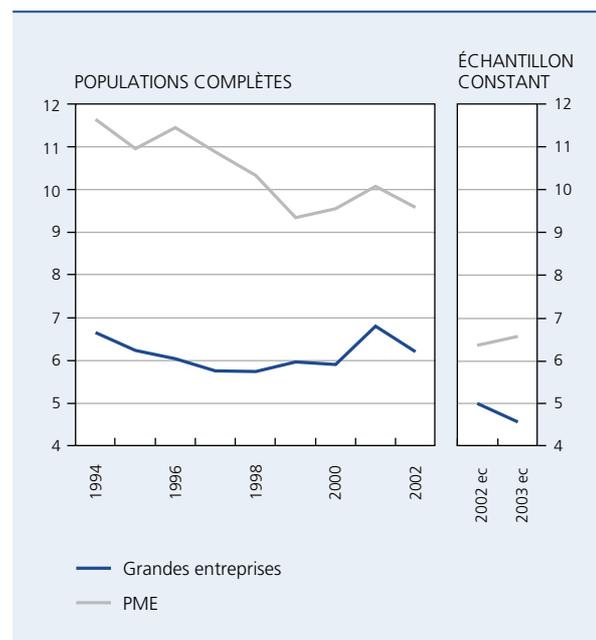
En 2002, le pourcentage d'entreprises se trouvant dans les classes 3 et 4 s'élevait à un peu moins de 17 p.c. pour les grandes entreprises et à 20,5 p.c. pour les PME (graphique 11). Une entreprise belge sur cinq éprouve donc de sérieuses difficultés financières. Ces entreprises occupent au total 217.000 travailleurs, dont 85.000 en classe 4. Après avoir sensiblement augmenté en 2000 et en 2001, les risques ont reflué en 2002, tant dans les grandes entreprises que dans les PME. Cette tendance s'est poursuivie en 2003 au sein des sociétés de l'échantillon constant. À long terme, les deux catégories

d'entreprises ont suivi des évolutions quelque peu divergentes: alors que la vulnérabilité des PME a sensiblement décliné depuis 1994, celle des grandes entreprises est restée assez stable.

Conformément aux statistiques de faillite, la proportion d'entreprises présentant un profil vulnérable est structurellement plus élevée pour les PME que pour les grandes entreprises. En outre, comme le montre le graphique 12, cette différence provient presque exclusivement de la proportion d'entreprises en grande difficulté (classe 4). En effet, alors que, en 2002 par exemple, 6,2 p.c. des grandes entreprises étaient en grande difficulté, cette proportion atteignait 9,6 p.c. pour les PME. Par ailleurs, dans l'échantillon constant, la part des PME en classe 4 s'est légèrement accrue en 2003, contrairement à celle des grandes entreprises, qui a poursuivi le mouvement baissier initié en 2002.

Dans l'ensemble, le risque financier des branches non manufacturières est structurellement supérieur à celui de l'industrie manufacturière, tant sur le plan de la proportion d'entreprises en classes 3 et 4 que sur le plan de la proportion d'emplois concernés (tableau 9). Si leur niveau de risque est différent, les deux groupes d'entreprises ont toutefois suivi les mêmes tendances ces dernières années, à savoir un renchérissement graduel des risques jusqu'en 2001, suivi d'un recul en 2002.

GRAPHIQUE 12 POURCENTAGE DE SOCIÉTÉS EN CLASSE 4



Source : BNB.

TABLEAU 9 RISQUES FINANCIERS PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ

	Pourcentage d'entreprises en classes 3 et 4			Pourcentage d'emplois concernés		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Industrie manufacturière	18,1	19,5	18,9	12,7	13,7	13,0
dont :						
Industries agricoles et alimentaires	21,1	20,6	18,4	16,1	20,9	12,2
Textiles, vêtements et chaussures	23,9	27,3	26,9	18,0	23,3	18,7
Bois	24,2	24,5	22,1	21,1	25,5	22,0
Papier, édition et imprimerie	14,0	18,6	15,9	12,6	14,5	9,9
Chimie	15,5	18,4	15,7	13,2	8,9	7,6
Métallurgie et travail des métaux	13,9	14,2	16,4	10,7	10,8	14,2
Fabrications métalliques	18,6	18,5	19,3	8,4	10,1	13,2
Branches non manufacturières	20,3	21,6	20,0	14,9	17,4	14,8
dont :						
Commerce de détail	23,5	24,6	22,8	15,1	23,4	15,1
Commerce de gros	24,4	25,8	22,8	20,0	21,1	17,6
Horeca	27,9	29,1	28,1	15,3	19,1	19,3
Transports	12,5	12,7	11,4	12,2	9,1	6,7
Postes et télécommunications	29,5	30,0	27,6	3,4	4,2	2,3
Activités immobilières	22,0	23,1	24,0	22,0	22,0	23,5
Services aux entreprises	19,4	21,0	20,0	20,3	23,2	22,7
Énergie et eau	4,7	11,6	2,2	0,1	2,4	0,2
Construction	16,3	17,8	16,9	13,8	13,8	13,0

Source : BNB.

Eu égard aux éléments collectés dans les autres parties de cet article, il n'est pas étonnant de constater que le textile et le bois sont, d'assez loin, les deux branches manufacturières les plus vulnérables. En 2001, près d'un quart des entreprises et des emplois de ces branches présentait un risque de défaillance. Si cette proportion s'est quelque peu réduite en 2002, elle n'en reste pas moins très élevée. Contrairement aux autres branches de l'économie belge, la métallurgie au sens large a, quant à elle, observé un nouvel accroissement du risque en 2002, surtout pour les PME. Enfin, la chimie ainsi que le papier, l'édition et l'imprimerie, sont les branches manufacturières affichant la meilleure santé financière.

Dans les branches non manufacturières, alors que l'énergie et l'eau ainsi que les transports sont des branches saines, les risques de défaillance dans le commerce, l'Horeca, l'immobilier et les services aux entreprises sont particulièrement élevés. Dans les services aux entreprises, parmi les grandes entreprises se trouvant dans les classes 3 et 4, on recense notamment des sociétés de sélection et de fourniture de personnel, qui ont singulièrement

souffert de la conjoncture incertaine des dernières années, ainsi que des sociétés de service informatique, qui ont quant à elles subi la chute généralisée de l'engouement pour les technologies de l'information et de la communication. Le tableau met aussi en évidence les spécificités des télécommunications: dans cette branche très concentrée, à côté des grandes entreprises dominantes et saines, de nombreuses entreprises de taille relativement restreinte sont en (grande) difficulté; il s'agit généralement d'entreprises arrivées assez récemment sur le marché et présentant une rentabilité jusqu'à présent médiocre ainsi qu'un taux d'endettement élevé, lié notamment à d'importants investissements consentis pour leur installation.

Conclusion

L'évolution de l'activité en Belgique a de nouveau été hésitante en 2003, jusqu'au début du deuxième semestre. Au total, le PIB a augmenté de 1,3 p.c. en termes réels, après avoir enregistré une progression de 0,7 et

0,9 p.c. respectivement en 2001 et en 2002. Une aussi longue période de faible croissance n'avait plus été observée depuis le début des années quatre-vingt. Dans ce contexte, la valeur ajoutée totale créée par les sociétés non financières a augmenté de 3,4 p.c. en termes nominaux, ce qui constitue le meilleur résultat depuis trois ans. Parallèlement, les charges d'exploitation ont quasiment stagné, sous l'effet de la croissance très modérée des frais de personnel (qui est notamment due à la diminution de l'emploi dans l'industrie) et de la nouvelle contraction des amortissements (qui reflète la faiblesse des efforts d'investissement des entreprises tant en 2002 qu'en 2003). À l'inverse de ce qui s'était produit au cours des années précédentes, la croissance de la valeur ajoutée a donc largement excédé la croissance des charges d'exploitation. En conséquence de ces évolutions contrastées, le résultat net d'exploitation de l'ensemble des sociétés a augmenté de près de 23 p.c., pour atteindre 21,2 milliards d'euros. Une progression d'ampleur comparable n'avait plus été observée depuis 1997. Quant aux résultats financiers et exceptionnels, ils ont une nouvelle fois été largement positifs. Après agrégation de toutes les composantes du compte de résultats, les sociétés non financières ont réalisé un bénéfice net après impôts de 24 milliards d'euros, en hausse de 96 p.c. par rapport à 2002. S'il est confirmé par les données définitives, ce quasi-doublé du bénéfice, qui intervient, il est vrai, après deux années de forte diminution, constituerait un record historique.

La situation financière des sociétés s'est globalement améliorée en 2003, après avoir sensiblement pâti du climat conjoncturel morose qui avait prévalu en 2001 et en 2002. En matière de solvabilité, outre la nouvelle et légère progression de l'indépendance financière, la capacité des entreprises à rembourser leurs dettes s'est

redressée, après plusieurs années de diminution. Le coût de l'endettement, évalué au travers des charges d'intérêts des dettes financières, a par ailleurs poursuivi le mouvement baissier entamé en 2002, à la suite d'un nouveau repli des taux d'intérêt du marché. Quant à la rentabilité, alors qu'elle avait subi, de 2000 à 2002, une forte érosion dans les grandes entreprises et même un effondrement dans les PME, elle a très nettement rebondi en 2003. Ce rebond trouve sa principale origine dans la maîtrise des charges d'exploitation (frais de personnel et amortissements) et des charges financières.

Enfin, pour la première fois ont été présentés les résultats d'un modèle de prévision de défaillance. En permettant notamment de positionner les sociétés dans des classes de risque, celui-ci apporte un éclairage renouvelé sur la réalité financière des entreprises belges. La proportion d'entreprises en difficulté s'élève à 17 p.c. pour les grandes entreprises et à 20,5 p.c. pour les PME. Ces entreprises emploient 217.000 travailleurs, dont 85.000 dans la classe de risque la plus vulnérable. Après avoir sensiblement augmenté en 2000 et 2001, les risques de défaillance ont reflué en 2002, tant dans les grandes entreprises que dans les PME. Cette tendance à l'assainissement s'est poursuivie en 2003 au sein des sociétés de l'échantillon constant, surtout pour les grandes entreprises. Dans l'ensemble, le risque financier des branches non manufacturières est structurellement supérieur à celui de l'industrie manufacturière, tant sur le plan de la proportion d'entreprises en difficulté que sur le plan de la proportion d'emplois concernés. Les branches les plus saines sont la chimie, les transports, l'énergie et l'eau, tandis que les branches les plus vulnérables sont le textile, le bois, le commerce, l'Horeca, l'immobilier et les services aux entreprises.

Références

Coppens F., Hermesse A. et Vivet D. (2004), «The ICT Sector in Belgium», Economic Review 1 – 2004, National Bank of Belgium, Brussels.

De Boitselier J. (2003), «De economische knipperlichten», Standaard Uitgeverij, Antwerpen.

Institut des réviseurs d'entreprises (1994), «Interpréter les comptes annuels: analyse par la méthode des ratios», IRE, Bruxelles.

Lurkin P., Descendre N. et Lievens D. (1990), «États financiers – analyse et interprétation», De Boeck-Wesmael, Bruxelles.

Ooghe H. et Van Wymeersch C. (2003), «Handboek financiële analyse van de onderneming», Intersentia, Antwerpen.

Van Cayseele P., Peeters C., Webers H. et Van Herck J. (2001), «De groeikracht van de economie», Universitaire Pers Leuven.

Annexe 1 : Regroupements sectoriels

	Référence NACE-BEL
Industrie manufacturière	15-37
dont :	
Industries agricoles et alimentaires	15-16
Textiles, vêtements et chaussures	17-19
Bois	20
Papier, édition et imprimerie	21-22
Chimie	24-25
Métallurgie et travail des métaux	27-28
Fabrications métalliques	29-35
Branches non manufacturières	01-14 et 40-95
dont :	
Commerce de détail	50-52
Commerce de gros	51
Horeca	55
Transports	60-63
Postes et télécommunications	64
Activités immobilières	70
Services aux entreprises	72-74 ⁽¹⁾
Énergie et eau	40-41
Construction	45

(1) Sauf 74151 (gestion de holdings).

Annexe 2 : Définition des ratios financiers

	Rubriques attribuées dans le schéma	
	complet ⁽¹⁾	abrégé
1. LIQUIDITÉ AU SENS LARGE		
Numérateur (N)	3 + 40/41 + 50/53 + 54/58 + 490/1	3 + 40/41 + 50/53 + 54/58 + 490/1
Dénominateur (D)	42/48 + 492/3	42/48 + 492/3
Ratio = N/D		
2. DEGRÉ D'INDÉPENDANCE FINANCIÈRE		
Numérateur (N)	10/15	10/15
Dénominateur (D)	10/49	10/49
Ratio = N/D*100		
3. DEGRÉ DE COUVERTURE DES FONDS DE TIERS PAR LE CASH-FLOW		
Numérateur (N)	70/67 + 67/70 + 630 + 631/4 + 6501 + 635/7 + 651 + 6560 + 6561 + 660 + 661 + 662 - 760 - 761 - 762 + 663 - 9125 - 780 - 680	70/67 + 67/70 + 8079 + 8279 + 631/4 + 635/7 + 656 + 8475 + 8089 + 8289 + 8485 - 9125 - 780 - 680
Dénominateur (D)	16 + 17/49	16 + 17/49
Ratio = N/D*100		
Condition de calcul du ratio:		
Exercice comptable de 12 mois		
4. CHARGES D'INTÉRÊTS MOYENNES DES DETTES FINANCIÈRES		
Numérateur (N)	650	- 65 - 9125 - 9126
Dénominateur (D)	170/4 + 42 + 43	170/4 + 42 + 43
Ratio = N/D*100		
Condition de calcul du ratio:		
Exercice comptable de 12 mois		
5. RENTABILITÉ NETTE DES CAPITAUX PROPRES		
Numérateur (N)	70/67 + 67/70	70/67 + 67/70
Dénominateur (D)	10/15	10/15
Ratio = N/D*100		
Condition de calcul du ratio:		
Exercice comptable de 12 mois		
10/15 > 0 ⁽²⁾		
6. TAUX D'INVESTISSEMENT		
Numérateur (N)	8169 + 8229 - 8299	8169 + 8229 - 8299
Dénominateur (D)	70/74 - 740 - 60 - 61	70/61 + 61/70
Ratio = N/D*100		
Condition de calcul du ratio:		
70/74 - 740 - 60 - 61 > 0 (schéma complet) ⁽²⁾		
70/61 + 61/70 > 0 (schéma abrégé) ⁽²⁾		

(1) Dans lequel le compte de résultats est présenté sous la forme de liste.

(2) Condition valable pour le calcul de la médiane mais pas pour la globalisation.