

Introduction

La théorie du signal, fondée par Stephen Ross qui a initié en 1977 les principaux travaux dans ce domaine, a été développée pour pallier les insuffisances de la théorie des marchés à l'équilibre. Elle part du constat que l'information n'est pas partagée par tous au même moment et que l'asymétrie d'information est la règle. Celle-ci peut avoir des conséquences néfastes conduisant à des valorisations trop basses ou à une politique d'investissement sous optimale.

Deux idées simples sont donc à la base de la théorie des signaux :

- ◆ la même information n'est pas partagée par tous : ainsi, les dirigeants d'une société peuvent disposer de renseignements que n'ont pas les investisseurs ;
- ◆ même si elle était partagée par tous, la même information ne serait pas perçue de la même manière, ce que la vie courante confirme fréquemment.

Les variables financières manipulées par les dirigeants pour signaler la valeur réelle de leur entreprise peuvent être de différente nature, notamment la part des capitaux propres détenus par les dirigeants, le niveau d'endettement et la politique de dividende. Ce sont bien évidemment les **modèles de signalisation** basés sur les dividendes, sur l'augmentation de capital et sur l'endettement qui seront présentés ici.

I:Asymétrie de l'information, signalisation et financement optimal de la firme

Le fait que les dirigeants soient mieux informés que les actionnaires minoritaires fait de la théorie de signalisation un cas particulier des conflits d'agence inhérents aux modes d'organisation de la décision de financement.

Les imperfections et l'asymétrie de l'information au profil de l'entreprise rendent conflictuels rapports entre les dirigeants et les investisseurs sur le marché financier.

Selon cette théorie, la politique d'endettement constitue un bon signal à cause du risque de faillite qui lui est associé et qui pénalise les entreprises qui s'endettent plus que de raison. Cela veut dire que celles-ci doivent recourir moins à l'endettement ? La réponse est non, car le marché analysera cette décision comme révélatrice d'une absence de perspectives de croissance de l'entreprise.

1.1. Cadre général de la problématique de signalisation :

Son objectif principal est de clarifier les mécanismes qui conditionnent le fonctionnement de ces marchés sous l'hypothèse d'une imparfaite circulation de l'information entre les différents acteurs du marché financier.

Il n'en reste pas moins que cette théorie n'est pas réservée exclusivement aux **problèmes de financement**. L'une de ses premières applications trouve son origine dans un marché de biens et services, en l'occurrence celui des voitures d'occasion. L'analyse par la signalisation peut s'étendre à d'autres domaines notamment celui de l'assurance et des autres opérations financières.

1.2. Effets de l'asymétrie d'information: Sélection adverse et aléa moral :

L'asymétrie d'information présente deux effets à savoir :

- la sélection adverse, ou anti-sélection : en raison de l'information asymétrique, les plus mauvais produits sont sélectionnés, et au fur et à mesure, les échanges peuvent disparaître.
- l'aléa moral : un individu est opportuniste et on ne peut pas vérifier s'il fait ce sur quoi il s'était engagé.

2. Signalisation financière:définitions et objectifs :

Les dirigeants supposés mieux informés sur les opportunités d'investissement et sur leur rentabilité, cherchent à transmettre une information, sous forme de signal, sur les véritables caractéristiques de leur entreprise à des acteurs extérieurs tels que les actionnaires et les créanciers .L'enjeu de cette activité de signalisation comporte deux aspects qui diffèrent selon la nature de la firme :

-Les dirigeants d'une entreprise de bonne qualité vont publier des informations qui permettront aux acteurs externes de la distinguer d'une autre entreprise de moindre qualité.

-D'un autre coté,les mauvaises firmes auraient intérêt à communiquer à leur environnement des informations lui faisant croire qu'elles sont bonnes au risque

de supporter certaines pénalités si le marché réalise qu'ils ont divulgué de mauvaises informations.

Ainsi, on pourra opérer une bonne discrimination entre les firmes en fonctions de leurs véritables qualités.

Spence (1974) distingue entre deux types de signaux :

-Des signaux non coûteux qui consistent pour le vendeur à accorder une série d'options permettant à l'acheteur de connaître la qualité du produit offert et, éventuellement, contracter avec lui.

-Des signaux coûteux pour le vendeur d'un produit de qualité surtout dans la mesure où les réactions des acheteurs potentiels sont imprévisibles.

En finance, d'entreprise plus particulièrement, on recense différents types de signaux dont nous citons principalement le niveau d'endettement, la politique de dividende ou encore le degré de diversification du portefeuille du dirigeant.

II. La théorie de signal :

La théorie financière de la signalisation a pour objet d'analyser les problèmes dus à l'imperfection et à l'asymétrie de l'information qui peuvent caractériser les marchés financiers. Sa finalité est de dégager les solutions qui améliorent le fonctionnement des marchés et réduisent ou suppriment les inefficiences dans les processus de décisions des agents.

1. L'utilisation de la théorie des signaux en finance d'entreprise :

Dans l'approche de Ross, les dirigeants ont un accès privilégié à l'information sur les flux futurs anticipés. Ils doivent donc émettre des signaux sans ambiguïté sur les perspectives de l'entreprise s'ils ont une incitation à le faire. Pour

examiner comment le processus d'incitation fonctionne, supposons que les gestionnaires ne peuvent pas négocier les actions de leur propre entreprise (sous peine de se voir reprocher un délit d'initié). Entre autres, ceci les empêche d'émettre de mauvais signaux sur l'entreprise, tels qu'annoncer de mauvaises nouvelles et ensuite vendre à découvert les titres de la société.

III : théorie du signal et décisions financières

une entreprise peut se signaler par le pourcentage de capital détenu par l'actionnaire-dirigeant : celui-ci témoigne de la fiabilité des projets d'investissement. Dans le modèle de Ross [1977], le signal est représenté par la structure financière choisie par les dirigeants de l'entreprise. La valeur de l'entreprise augmente avec le niveau de l'endettement. Puisque les dirigeants

veulent éviter la faillite, c'est-à-dire maximiser leur intéressement, l'endettement peut être traduit comme signal de bonne gestion et donc de bonne performance de l'entreprise.

Il a été clairement établi sur le plan empirique qu'un accroissement des capitaux propres émis par l'entreprise fait baisser le prix de ses actions et qu'une diminution de la dette tend à rehausser le prix des actions. De plus, pour les transactions impliquant des titres plus complexes (telles que les actions à dividendes prioritaires ou les dettes convertibles), ou par la vente et l'achat simultané des titres de différentes natures (tels que la souscription d'un emprunt pour financer le rachat d'actions)

On peut voir que plus le titre émis » ressemblera » à des capitaux propres, plus l'effet sur le cours de l'action sera négatif. Ces différentes constatations peuvent être expliquées à l'aide de la théorie de signal

Pour cerner donc davantage la théorie des signaux, nous tenterons d'élucider son incidence sur les décisions financières de l'entreprise à savoir :

1. L'autofinancement
2. l'endettement
3. L'augmentation du capital.
4. La politique de dividende.
5. L'investissement

1. L'autofinancement et signalisation :

Il est un principe assez répandu que l'entreprise opte pour l'autofinancement comme source de financement. Cette position entend subvenir, ce n'est un fait

hasard, à l'intérêt de tous les partenaires de l'entreprise (dirigeants, créanciers et actionnaires). Toutefois, l'autofinancement est tributaire du mode de gestion adopté au sein de l'entreprise. L'autofinancement fait transmettre plusieurs signaux aux différentes parties prenantes de l'entreprise

Nous allons donc voir comment ces stakeholders perçoivent cette décision de financement

a- Actionnaires et créanciers :

Les actionnaires perçoivent, « a priori », l'autofinancement favorablement du fait qu'il leur signale une augmentation de la valeur de leurs actions. Quant aux créanciers, agréer l'autofinancement dédouane la garantie de remboursement de leurs créances antérieurement consenties à l'entreprise .La structure financière n'étant pas uniquement constituée de capitaux propres mais également de dettes.

Toujours est-il que l'intérêt des créanciers et des actionnaires pour ce mode de financement dépend fortement de la rigueur de gestion des dirigeants : lorsqu'une entreprise devient plus risquée, c'est à dire défailante, il y a transfert de valeur des créanciers vers les actionnaires. A l'inverse lorsque l'entreprise fait preuve de solvabilité des dettes, il se produit l'inverse, un transfert des actionnaires vers les créanciers. Ces derniers voient leurs créances valorisées grâce aux flux drainés par l'autofinancement au détriment des actionnaires.

b- Dirigeants et actionnaires :

En assurant son développement exclusivement par autofinancement, l'entreprise n'aura pas besoin de recourir ni aux marchés financiers (nouveaux actionnaires et obligataires) ni à ses anciens actionnaires

Ces derniers approuveront l'autofinancement tant qu'il leur procure un accroissement des plus-values sur les actions antérieurement détenues qui sont induites par une bonne gestion.

Les dirigeants y gagneront un degré de liberté supplémentaire, ils favoriseront eux aussi un recours à l'autofinancement. Mais si la gestion de l'équipe dirigeante est médiocre la « sanction du marché » sera tôt ou tard traduite par une baisse du cours des actions.

En résumé, l'autofinancement bénéficie d'une préférence particulière auprès des partenaires de l'entreprise. Cependant il est très risqué de part la rupture qui peut entraîner entre l'entreprise, le marché financier d'une part et la mobilité des capitaux d'autres parts

2- L'endettement et la signalisation

Aujourd'hui, les exigences de création de valeur rendent les fonds propres coûteux. L'entreprise aujourd'hui recherche l'endettement pour freiner les coûts inhérents à cette création de valeur : on s'endette pour faire face à la cherté des fonds propres.

La théorie des signaux s'attache à montrer notamment que la valeur de l'entreprise est positivement corrélée à la hausse de l'endettement. En effet, l'endettement augmentant les risques, il a un pouvoir d'incitation à la

performance : les dirigeants sont contraints pour limiter les risques de faillite de maximiser les profits et la valeur de l'entreprise

La théorie du signal soutient que le choix entre la dette et le capital n'est pas neutre, il est utilisé comme "mécanisme de signalisation" de la qualité de l'entreprise dans un environnement d'information asymétrique (Ross 1977). En présence du risque moral ou de la sélection adverse, une entreprise performante recourt intensivement aux fonds externes pour signaler sa qualité pour le marché.

L'explication de la théorie des signaux aux conflits d'intérêts créés par le recours à l'endettement est le suivant :

a- Dirigeants et actionnaires :

D'après le modèle présenté par Ross (1977), le niveau d'endettement est un signal diffusé par le dirigeant pour faciliter l'identification du type d'entreprise qu'il dirige. A partir d'un système d'incitations sous la forme d'un intéressement contraignant le dirigeant à émettre un signal crédible, ce modèle démontre que le niveau d'endettement distingue efficacement les firmes selon la qualité de leurs projets d'investissement. Puisque le gain maximal susceptible d'être retiré de l'émission d'un mauvais signal est inférieur à la pénalité encourue, à savoir la liquidation, seules les entreprises de bonne qualité peuvent utiliser le niveau d'endettement pour se signaler vis-à-vis des investisseurs externes. Ce système d'incitation à la base du raisonnement implique donc une corrélation positive entre la qualité de l'entreprise, matérialisée par l'existence de projets d'investissements rentables, et le niveau d'endettement de cette dernière. Par conséquent, les entreprises les plus rentables devraient se caractériser par un endettement plus important.

Les dirigeants disposent d'une information supérieure à celle détenue par les actionnaires (pourvoyeurs de fonds). Ceci s'explique par le fait que les dirigeants savent dans quel état du monde se situe l'entreprise. Dans cette perspective, tout signal, émis par les dirigeants, tend à faire croire que les flux seront meilleurs que prévus, pour les actionnaires, ou que le risque de solvabilité est moindre

Pour les actionnaires, un accroissement de l'endettement est synonyme de capitaux propres risqués du fait du droit de jouissance dont peuvent obtenir les créanciers.

b - Dirigeants et créanciers :

Toute modification de la politique financière entraîne une modification de la perception des créanciers pour l'entreprise et constitue donc un signal pour le marché. Des dirigeants qui s'endettent communiquent à leurs créanciers (banques) que la performance de leur entreprise leur permettra de payer des charges financières et de rembourser cet endettement sans difficulté.

Ils signalent au marché que cette entreprise va dégager suffisamment de trésorerie pour supporter ces frais financiers et des flux de remboursement. Ce signal comporte sa propre sanction s'il est erroné.

Exemples de signaux de la politique d'endettement :

➤ La signalisation par le degré d'implication du dirigeant :

Leland et Pyle (1977) montrent que l'implication financière du propriétaire-dirigeant dans le financement des projets d'investissement de l'entreprise est un signal permettant de juger de la qualité de ces deniers. Puisque les créanciers ignorent la rentabilité attendue des projets d'investissement en raison des asymétries d'information, ils formulent une anticipation de celle-ci en se basant sur l'implication financière de leur investisseur, le dirigeant. A ce titre, la structure de propriété et la forme juridique de l'entreprise apparaissent comme des critères d'évaluation du degré d'engagement du dirigeant. Si la propriété de l'entreprise est fortement concentrée, l'implication du propriétaire-dirigeant dans le financement de l'investissement revêt pour les créanciers un caractère signalétique plus fort que dans le cas d'un actionnariat diffus. Cette logique est renforcée si la richesse personnelle du propriétaire-dirigeant est elle-même concentrée dans l'entreprise et/ou si sa responsabilité vis-à-vis des dettes est illimitée. Ce raisonnement est particulièrement pertinent dans le cas des petites et moyennes entreprises pour lesquelles le degré d'engagement du dirigeant s'avère révélateur pour les apporteurs de capitaux externes.

➤ La signalisation par l'exigence de garanties :

L'exigence de garanties peut aussi constituer un mauvais signal. En effet, Rajan et Winton (1995) considèrent qu'une augmentation des garanties exigées par la banque constitue un mauvais signal sur l'entreprise pour les autres prêteurs vu que la banque a généralement plus d'incitation à exiger des garanties lorsque les potentialités de profit futur de l'entreprise sont faibles ou qu'elle est à risque élevé.

➤ La signalisation par l'émission d'un emprunt obligataire :

Réussir à lever des fonds par émission d'un emprunt obligataire est un signal révélateur de la bonne qualité de l'entreprise. L'idée que le financement sur le marché obligataire permet d'améliorer la notoriété des entreprises a été confirmée par Santos et Winton (2005) qui concluent que grâce à leurs bonnes notoriétés, les entreprises ayant émis un emprunt obligataire dans le passé, bénéficient de faibles taux d'intérêt chargés sur les prêts bancaires même en période de récession économique.

➤ La signalisation par un taux d'intérêt élevé :

L'engagement de l'entreprise à payer des taux d'intérêt élevés constitue un signal de confiance émis par les dirigeants de l'entreprise. Ce signal traduit une bonne santé de l'entreprise ainsi que des perspectives de croissance intéressantes.

➤ La signalisation par maturité de la dette :

En présence d'asymétrie d'information, la maturité de la dette peut être utilisée pour signaler la qualité de l'entreprise. Les entreprises de meilleure qualité et les plus rentables s'endetteraient à court terme et ce malgré les coûts liés à cette opération.

.

Cependant, les risques de défaillance et de liquidation peuvent présenter une certaine limite à l'utilisation de la dette à court terme comme signal. En effet, ce choix de financement peut augmenter le risque de défaut de l'entreprise et

engendrer un processus de liquidation précoce faute d'obtenir un refinancement de la dette à l'échéance. Les entreprises les moins rentables ont un risque de défaut plus élevé et sont plus exposées au problème de refinancement et donc au risque de liquidation.

3. L'augmentation du capital et signalisation

L'augmentation de capital porte en elle les signes d'une situation de transparence entre les dirigeants et les actionnaires, en ce sens qu'elle réduit l'asymétrie d'information entre les partenaires (actionnaires et créanciers). (Dirigeants et actionnaires) (Anciens actionnaires / nouveaux actionnaires)

Cette réduction se matérialise par la publication d'une série d'informations sur la santé financière et la rentabilité des investissements financiers relatifs à cette augmentation de capital

a) Actionnaires / créanciers :

En cas de difficultés l'augmentation de capital se traduit par un transfert de valeur des créanciers aux actionnaires puisque leurs créances se revalorisent grâce à l'argent des actionnaires. A l'inverse, la recapitalisation couplée à une gestion efficace se traduit, par une augmentation de la valeur des capitaux propres et réduit par la même occasion le risque de défaillance et revalorise les dettes. Les créanciers courent ainsi moins de risques.

L'augmentation de capital engendre une réduction de la valeur de l'action. Cette diminution du cours s'explique par la loi de l'offre et de la demande. En fait, une offre excédentaire par rapport à la demande du titre draine avec elle une décote de l'action en question.

b) Dirigeants / actionnaires :

L'augmentation du capital révèle à la sphère financière que, à priori, que les dirigeants seront amenés à conduire une gestion minimisant l'intérêt des actionnaires

Mais la réalité est tout autre. Les dirigeants vendent des perspectives qu'ils n'arrivent pas à maîtriser, du coup le cours du titre se surévalue. L'équipe dirigeante profite alors de la surévaluation pour combler le manque en trésorerie dû aux flux d'exploitations faible que prévus

c) Anciens actionnaires / nouveaux actionnaires

L'augmentation de capital a pour signification une baisse du taux de contrôle des anciens actionnaires. Ceci dû à l'introduction de participations nouvelles au sein du capital de l'entreprise. Cette baisse, appelées dilution se calculant comme suit :

$$\frac{\text{Nombre d'actions nouvelles}}{\text{Nombre d'actions nouvelles} + \text{nombre d'actions anciennes}}$$

Pour effet d'inciter les anciens actionnaires à augmenter leur participation dans le même ordre que l'augmentation de capital prévue pour en garder le contrôle initial. Bien évidemment, cela suppose que les anciennes actions soient attachées de droits de souscription. Ce droit confère à son détenteur le privilège de

souscrire aux actions de l'entreprise en cas d'augmentation de capital pour en garder le contrôle.

4 .Les dividendes et signalisation

Les dividendes constituent-ils un signal suffisant pour révéler l'information privée au marché au même titre que les états financiers et comptables de l'entreprise ?

Les conflits d'intérêt entre les dirigeants, les actionnaires et les obligataires expliquent-ils les montants des dividendes distribués?

Ross (1977), Bhattacharya (1979), Hakansson (1982) ont utilisé la théorie du signal pour expliquer la politique du dividende. Dans la mesure où les dirigeants disposent d'une meilleure information sur les résultats de la société, le dividende est utilisé pour signaler l'état de la situation financière future de la société. L'idée est confirmée partiellement dans les travaux empiriques d'Asquith et Mullins (1986) et Ofer et Siegel (1987). Ces travaux montrent d'une part un impact positif sur les cours à la suite de l'annonce d'une distribution de dividendes et d'autre part, une corrélation positive entre les changements non anticipés des dividendes et les changements dans les prévisions des bénéfices effectuées par les analystes financiers.

Dans le modèle de signal de Bhattacharya (1979), les dirigeants sont considérés comme des informés, insiders, puisqu'ils connaissent la situation réelle de la société. Ils distribuent des dividendes et ne procèdent pas à des opérations de rachat d'actions. Le dividende distribué maximise la richesse des actionnaires. Les investisseurs évaluent correctement la société dans un marché concurrentiel.

Lorsque les résultats de la société sont insuffisants pour la distribution du dividende "promis", la société peut emprunter pour distribuer les dividendes.

Toutefois, elle est pénalisée puisqu'elle subit un coût pour l'opération d'emprunt.

D'un point de vue technique, le coût de transaction est asymétrique dans la mesure où l'excès de résultat de l'entreprise par rapport au dividende "promis" ne génère aucun revenu alors que l'insuffisance du résultat implique un coût. En plus de ce coût de transaction asymétrique, le modèle de signal de Bhattacharya reflète l'impôt personnel (proportionnel) sur les dividendes, puisqu'un taux d'imposition élevé est associé à un dividende "optimal" moins important.

Le modèle de John et Williams (1985) utilise les dividendes pour signaler la valeur de la société. Si la demande de trésorerie au sein de la société est supérieure à l'autofinancement, les dirigeants distribuent des dividendes. Ce dernier révèle aux investisseurs la valeur de la société, donnée par la valeur actualisée de ses cash-flows anticipés. Dans ce modèle d'équilibre avec signal, le coût de "dissuasion" est l'impôt proportionnel sur les dividendes. Ce coût doit être suffisamment dissuasif pour obliger les dirigeants à communiquer l'information réelle sur la société.

Lors de la distribution des dividendes, certaines sociétés décident d'émettre en même temps des actions. Ces dividendes peuvent augmenter le cours boursier du titre et profitent aux actionnaires existants dans la perspective où la société décide de vendre des actions à des nouveaux investisseurs.

Dans l'équilibre de signal de John et Williams (1985), les sociétés disposant d'une "bonne" information relative à la situation réelle de l'activité, distribuent d'une façon optimale plus de dividendes. Toutes choses étant égales par ailleurs,

elles reçoivent des prix plus élevés pour la vente de leurs actions. Dans ce modèle et celui de Bhattacharya, le dividende est coûteux par rapport au rachat d'actions puisque le taux d'imposition du dividende est supposé être supérieur à celui de la plus-value. Ces deux modèles expliquent aussi la réaction "positive" du cours boursier consécutive à l'annonce d'un paiement du dividende. L'annonce d'une augmentation du montant du dividende à distribuer en cours d'année, (par rapport à l'année précédente), conduit généralement à une hausse du cours du titre.

Easterbrook (1984) montre que le dividende contribue à la résolution partielle des problèmes d'agence. Dans son modèle, les actionnaires ne peuvent exercer un contrôle effectif sur les dirigeants, que lorsque ceux-ci achètent des actions dans la société. En effet, lorsque les dirigeants détiennent des parts dans la société, ils sont incités à agir dans l'intérêt des actionnaires

5. L'investissement et signalisation :

Les sociétés peuvent signaler au marché financier qu'elles sont en "bonne santé" en agissant sur le montant alloué à l'investissement dans des projets rentables. Le modèle de Miller et Rock (1985) est fondé sur les hypothèses suivantes :

- les investisseurs n'observent pas les résultats des sociétés;
- les sociétés disposent d'opportunités d'investissement identiques;
- les sociétés empruntent au taux d'intérêt sans risque;
- les taux d'imposition des dividendes et de la plus-value sont identiques, pour tous les individus.

Cette dernière hypothèse implique que le dividende et le rachat d'obligations sont des substituts parfaits. En conséquence, les dirigeants peuvent se signaler en distribuant de la trésorerie, en réalisant un équilibre entre les emplois et les

ressources et en modulant l'investissement en fonction des paiements effectués. En particulier, les dirigeants des sociétés ayant des cash-flows importants peuvent distribuer relativement plus de trésorerie et consacrent un faible montant à l'investissement. Si les sociétés disposant d'un résultat faible imitent les autres sociétés, un équilibre de signal s'établit dans lequel la distribution de trésorerie révèle au marché les résultats. Dans ce modèle, certaines sociétés n'adoptent pas des projets ayant une valeur actualisée nette positive; c'est le problème du sous-investissement.

John et Kalay (1985) étudient un autre aspect du signal avec l'investissement. En pratique, les émissions obligataires comportent souvent des clauses restrictives sur la distribution des dividendes et le rachat des actions qui obligent la société à conserver un niveau minimum d'investissement. Les dirigeants des sociétés ayant des projets rentables peuvent choisir de limiter davantage la distribution des dividendes et le rachat des actions par comparaison aux dirigeants des sociétés ayant moins d'opportunités d'investissement. Comme cette restriction est plus coûteuse pour les sociétés qui disposent de moins d'opportunités d'investissement, cette situation conduit à un équilibre de signal. Dans cet équilibre, les dirigeants révèlent au marché la valeur réelle de la société, en effectuant des restrictions sur les dividendes et les opérations de rachat d'actions.

La multiplicité des éléments utilisés comme signaux conduit aux questions suivantes.

Pourquoi les dirigeants des entreprises utilisent-ils un "élément" plutôt qu'un autre pour signaler l'état réel de la société ?

Pourquoi certaines entreprises utilisent-elles le dividende et d'autres l'investissement pour signaler la valeur de la société?

Si les dirigeants cherchent à maximiser la richesse des actionnaires, les dividendes existent dans l'équilibre de signal, uniquement, lorsqu'ils révèlent au marché une information privée crédible à un coût inférieur à celui du signal par l'investissement seulement. L'utilisation du dividende et de l'investissement pour signaler efficacement la qualité de la société est étudiée par John et Williams (1987). Le modèle proposé montre qu'une société dans un stade de maturité, peut rejeter d'une façon irrationnelle un projet ayant une valeur actualisée nette (VAN) positive, alors qu'une société en phase de croissance, peut adopter un projet ayant une valeur actuelle négative.

L'annonce d'un dividende plus élevé augmente les cours des sociétés lorsque l'investissement est constant. En revanche, lorsque le dividende est constant, l'annonce d'une émission d'actions fait baisser les cours d'une société en phase de maturité et augmente les cours d'une société en phase de croissance. Ce résultat est confirmé empiriquement sur le marché américain dans l'étude de Asquith et Mullins (1983).

Lang et Litzenberger (1989) utilisent le Q de Tobin comme variable qui approxime le problème de surinvestissement et trouvent des résultats qui confirment beaucoup plus l'hypothèse de free-cash flow que celle de signal par les cash-flows. Leur étude montre la présence d'un écart entre les réactions des cours des sociétés qui surinvestissent par rapport aux autres sociétés. En utilisant les prévisions des analystes financiers, Lang et Litzenberger (1989) concluent que les dividendes n'offrent aucune information concernant l'état futur des cash-flows des sociétés.

D'autres études testant la validité de l'hypothèse du free-cash-flow contre celle du signal par les cash-flows se sont particulièrement intéressées aux effets des opportunités d'investissement et du signal sur la réaction des cours boursiers.

Toutefois, les résultats sont mitigés puisque certaines études confirment la première hypothèse et d'autres soutiennent la seconde. L'étude de Yoon et Starks (1995) montre que l'information relative à la politique d'investissement n'est pas révélée au marché au moment de l'annonce du dividende. Elle montre également qu'une hausse (baisse) du dividende est accompagnée par une augmentation (réduction) de l'investissement dans la période de trois années consécutives à l'annonce du dividende. L'étude trouve également que les changements de dividende sont accompagnés d'une révision des anticipations des bénéfices des analystes financiers. Ces résultats sont beaucoup plus en concordance avec l'hypothèse de signal par les cash-flows que celle du free-cash flow dans l'explication de la réaction des cours boursiers à l'annonce des changements de dividendes.

Conclusion

La théorie du signal, fondée par Stephen Ross qui a initié en 1977 les principaux travaux dans ce domaine, a été développée pour pallier les insuffisances de la théorie des marchés à l'équilibre. Elle part du constat que l'information n'est pas partagée par tous au même moment et que l'asymétrie d'information est la règle. Celle-ci peut avoir des conséquences néfastes conduisant à des valorisations trop basses ou à une politique d'investissement sous-optimale.

Deux idées simples sont donc à la base de la théorie des signaux :

- “ la même information n'est pas partagée par tous : ainsi, les dirigeants d'une société peuvent disposer de renseignements que n'ont pas les investisseurs ;
- “ même si elle était partagée par tous, la même information ne serait pas perçue

de la même manière, ce que la vie courante confirme fréquemment. Il n'est donc pas raisonnable de croire que l'information est à tout instant équitablement partagée, c'est-à-dire symétrique. Bien au contraire, l'asymétrie de l'information est une règle générale. L'asymétrie d'information peut en effet conduire à ce que les investisseurs sous-évaluent une entreprise qui, de ce fait, hésitera à faire une augmentation de capital car les dirigeants percevront son cours comme trop faible. Dès lors, des opportunités d'investissements très rentables seront peut-être perdues faute de financement, ou les actionnaires actuels seront dilués dans de mauvaises conditions financières si l'entreprise procède malgré tout à l'augmentation de capital.

Ainsi, toute décision financière ne doit pas être prise en fonction des seuls critères financiers mais les dirigeants doivent se préoccuper également de convaincre les marchés que c'est une bonne décision. D'où la nécessité d'une politique de communication.