



Voluntary information during takeover bids: From the disclosure decision to its influence on shareholders

Emmanuelle Negre

► To cite this version:

Emmanuelle Negre. Voluntary information during takeover bids: From the disclosure decision to its influence on shareholders. Business administration. Université Toulouse 1 Capitole, 2014. English. ⟨NNT : ⟩. ⟨tel-01111499⟩

HAL Id: tel-01111499

<https://hal.science/tel-01111499v1>

Submitted on 30 Jan 2015

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



HAL Authorization



THÈSE

En vue de l'obtention du

DOCTORAT DE L'UNIVERSITÉ DE TOULOUSE

Délivré par : Université Toulouse 1 Capitole

Présentée et soutenue par Emmanuelle NEGRE

Le mardi 8 juillet 2014

Informations volontaires lors des OPA/OPE : de la décision de diffusion à leur influence sur les actionnaires

École doctorale et discipline ou spécialité : Ecole Doctorale Sciences de Gestion, Comptabilité

Unité de recherche : Laboratoire Gouvernance et Contrôle Organisationnel

Directrice de Thèse :

Madame Isabelle MARTINEZ

Professeur à l'Université Toulouse III Paul Sabatier

Rapporteurs :

Monsieur Cédric LESAGE

Professeur à l'Ecole des Hautes Etudes Commerciales de Paris

Monsieur Michel MAGNAN

Professeur à l'École de Gestion John Molson de l'Université Concordia

Suffragants :

Monsieur Bruno AMANN

Professeur à l'Université Toulouse III Paul Sabatier

Monsieur Stéphane ONNEE

Professeur à l'Université Orléans

Monsieur Sébastien POUGET

Professeur à l'Université Toulouse 1 Capitole

« L'Université n'entend ni approuver, ni désapprouver les opinions particulières du candidat ».

« La chose la plus importante en communication, c'est d'entendre ce qui n'est pas dit » (Peter Drucker).

Remerciements

Mes premiers remerciements vont tout naturellement à ma directrice de thèse le Professeur Isabelle Martinez qui a été pour moi la directrice que tout doctorant souhaiterait avoir. Je la remercie infiniment pour son soutien, ses conseils et sa disponibilité qui m'ont permis de mener à bien cette recherche. Cela a été très agréable de travailler à ses côtés tout au long de ces années de thèse. Je tiens à lui témoigner ici de ma profonde reconnaissance.

Je remercie ensuite très sincèrement les professeurs Cédric Lesage et Michel Magnan qui me font l'honneur d'être les rapporteurs de ce travail doctoral. J'adresse également de vifs remerciements aux professeurs Bruno Amann, Stéphane Onnée et Sébastien Pouget pour avoir accepté de participer à ce jury de thèse.

J'exprime ensuite toute ma gratitude à l'ensemble des professeurs et doctorants membres du Laboratoire Gouvernance et Contrôle Organisationnel de l'Université de Toulouse III Paul Sabatier. Je tiens à remercier plus particulièrement le professeur Bruno Amann, directeur du laboratoire, pour m'avoir permis de participer à de nombreuses manifestations scientifiques et de réaliser ma thèse dans de très bonnes conditions. Je remercie aussi plus spécialement Rahma Chekkar pour son soutien et l'ensemble des échanges que nous avons pu avoir sur la thèse et la communication. Elle a grandement contribué à l'évolution de mon travail doctoral.

J'adresse également de vifs remerciements à l'équipe Comptabilité-Contrôle du Centre de Recherche en Management de l'Institut d'Administration des Entreprises de Toulouse ainsi qu'à l'ensemble des membres du pôle contrôle de gestion, comptabilité, audit de la Toulouse Business School. Un merci particulier aux professeurs Michèle Saboly, Constant Djama, Christophe Godowski, Jennifer Boutant, Christophe Lejard, Simon Alcouffe, Anne Rivière et Marie Boitier pour leurs remarques constructives lors des divers ateliers doctoraux et séminaires auxquels j'ai eu l'occasion de participer. Merci également au personnel administratif de l'Université de Toulouse 1 Capitole et en particulier à Alexandre Maini pour sa disponibilité et sa gentillesse.

Mes remerciements vont ensuite à la FNEGE pour son soutien financier dans le cadre du programme CEFAG. Participer à ce programme a été pour moi une expérience très enrichissante, tant sur le plan scientifique que sur le plan humain. Merci donc au Professeur Cédric Lesage pour sa direction du programme, aux intervenants aux séminaires et à mes camarades de promotion, et en particulier à Nathalie Bénet et Lucrèce Mattei. Je tiens

également à remercier l'Association Francophone de Comptabilité pour m'avoir sélectionnée pour participer au Consortium Doctoral de l'Association Américaine de Comptabilité en juin 2012.

Ma reconnaissance et ma gratitude vont également au Professeur Niamh Brennan pour son accueil lors de mon séjour de recherche à la Quinn School of Business de l'University College Dublin. Je la remercie sincèrement d'avoir contribué à l'évolution de ce travail de par ses relectures de mes différents travaux, mais aussi grâce à nos fructueuses discussions.

A titre maintenant plus amical, je souhaite remercier l'ensemble des doctorants de l'Ecole Doctorale Sciences de Gestion de l'Université de Toulouse 1 Capitole. Un merci particulier à mes collègues doctorants les plus proches Guillaume Dumas et Marie-Anne Verdier dont le soutien a été déterminant pour l'aboutissement de ce travail. Nous avons partagé ensemble tous les bons moments de la thèse, mais aussi les phases de doutes et de remises en questions. Notre complicité m'a beaucoup aidée au cours de ces années, je les en remercie donc profondément.

Enfin, ce travail n'aurait bien entendu pu aboutir sans le soutien inconditionnel de mes proches. Merci donc infiniment à ma famille et mes amis d'avoir été pour moi comme une bouffée d'oxygène durant ces années parfois difficiles. Je remercie en particulier mes parents pour m'avoir soutenue et encouragée en toutes circonstances et bien évidemment ma sœur Stéphanie pour son affection.

D'une manière générale, je remercie tous ceux qui ont contribué de près ou de loin à la réalisation de ce travail de thèse.

Sommaire

Introduction générale.....	1
1. La communication au cœur des OPA/OPE	3
2. Une prise de conscience règlementaire.....	4
3. Des développements académiques peu nombreux	6
4. Présentation générale de la thèse	9
Chapitre introductif : Trois articles autour de la diffusion volontaire d’informations lors d’OPA/OPE.....	15
1. Définition des concepts clés de la recherche	15
1.1 Qu’est-ce qu’une OPA/OPE ?.....	15
1.2 La diffusion d’informations	19
2. Présentation des questions de recherche.....	24
2.1 Première question de recherche	24
2.2 Deuxième question de recherche	25
2.3 Troisième question de recherche.....	27
3. Cadre théorique.....	28
3.1 Logique informative.....	31
3.2 Logique opportuniste	39
3.3 Application au contexte des OPA/OPE	43
4. Choix méthodologiques	49
4.1 Support de diffusion étudié : les communiqués de presse	49
4.2 Diversité des méthodes de recherche utilisées	51
5. Structure et plan de la thèse	54
5.1 Structure de la thèse	54
5.2 Plan de la thèse.....	55

Bibliographie	58
Chapter I: Factors influencing synergy disclosures by target companies during takeover bids: Evidence from France	74
Abstract.....	74
Résumé long en français.....	75
1. Introduction	80
2. Background.....	86
2.1 The French regulatory environment.....	86
2.2 Theoretical perspective	88
3. Factors influencing voluntary disclosures by target companies	89
3.1 Hypotheses on the influence of contextual factors	89
3.2 Control variables: the “traditional” factors influencing voluntary disclosure	96
4. Methodology.....	98
4.1 Sample description.....	98
4.2 Definition of variables and explanatory model.....	100
5. Results	104
5.1 Differences between disclosing and non-disclosing target companies.....	104
5.2 Determinants of the target firm’s synergy disclosure	107
5.3 Marginal effects	110
6. Complementary analysis.....	112
7. Discussion and conclusion.....	116
7.1 Comparison with previous research findings.....	116
7.2 Opportunistic/strategic vs. informative motivations for disclosures	118
7.3 Suggestions for future research.....	119
References	121
Appendix	128

Chapter II: A lexical analysis of voluntary press releases issued during takeover bids 130

Résumé court	130
Résumé long en français	132
1. Introduction	136
2. Review of the literature on disclosures of information during takeovers.....	139
2.1 Study of the determinants of voluntary disclosures	139
2.2 Study of the consequences of disclosures	141
3. Methodology.....	145
3.1 Choice of the Alceste software and its analysis method.....	145
3.2 Constitution of the corpus of press releases.....	147
3.3 Definition of “star words”	152
4. Results	153
4.1 Descriptive analysis of press releases	153
4.2 The lexical worlds of the corpus	155
4.3 Analysis of similarities and contrasts between classes: the results of the FCA.....	159
5. Discussion.....	161
5.1 Identifying the disclosure profiles.....	161
5.2 Contributions, limitations and avenues for further research	164
6. Conclusion	167
References	168
Appendix	172

Chapter III: Are shareholders influenced by target company disclosure and impression management strategies during hostile takeover bids? 176

Abstract	176
Résumé long en français.....	177
1. Introduction	181

2. Background and literature review	185
2.1 What is impression management?.....	185
2.2 User reactions to impression management in a corporate reporting context	186
2.3 User reactions to impression management in non-routine situations	188
3. Hypotheses.....	191
4. Methodology.....	194
4.1 Experimental design.....	194
4.2 Research instrument.....	197
4.3 Dependent and independent variables	199
4.4 Participants.....	201
5. Results	204
5.1 Manipulation and other checks	204
5.2 Test of hypotheses.....	204
5.3 Additional analyses and discussion	208
6. Conclusion	213
References	215
Appendix	221
Conclusion générale	230
1. Synthèse des résultats obtenus.....	230
2. Contributions, limites et voies de recherche.....	235
Bibliographie	241
Liste des tableaux	244
Liste des figures	246
Liste des annexes.....	247
Liste des acronymes	248
Table des matières	249

Introduction générale

Les Offres Publiques d'Achat et/ou d'Echange (OPA/OPE) constituent l'un des phénomènes les plus importants de la sphère financière. En témoigne, les montants colossaux qui sont consacrés à ces opérations. Selon le 3^{ème} observatoire des offres publiques réalisé par le cabinet Ricol Lasteyrie¹, les opérations qui se sont déroulées en 2011 sur le marché français ont donné lieu à des achats d'actions à hauteur de 7,7 milliards d'euros. Si la crise est venue quelque peu freiner le nombre d'OPA/OPE en raison notamment d'un accès plus difficile aux crédits bancaires, elle a aussi, en fragilisant certaines entreprises, augmenté le nombre de cibles potentielles et ainsi offert des opportunités majeures en matière d'acquisitions. Pour preuve, si le nombre d'opérations a reculé de près de 32,5% en 2009 par rapport à 2008, l'année 2010 se caractérise quant à elle par un regain d'activité dans ce domaine².

Les OPA/OPE constituent des événements majeurs dans la vie des entreprises (ex. Brennan 1999 ; Ahern et Sosyura 2014). Elles génèrent d'importants bouleversements en termes de contrôle du capital et de structure de l'équipe dirigeante de la cible, mais aussi plus généralement des changements substantiels dans la gestion ou encore le secteur d'activité. Elles ont à ce titre suscité l'intérêt de chercheurs appartenant à différentes disciplines des sciences de gestion telles que la comptabilité, la finance ou encore la stratégie. Au cœur des recherches antérieures sur le thème des OPA/OPE se trouve la question des motivations et des conséquences de telles opérations, notamment en termes de création de valeur (ex. Andrade et al. 2001).

Le caractère public de ces transactions fait qu'elles attirent l'attention de tous, et particulièrement des médias (Schneider et Dunbar 1992 ; Vaara et Tienari 2002). Il est ainsi

¹ Disponible sur <http://www.ricol-lasteyrie.fr>

² Source : 1^{er} observatoire des offres publiques réalisé par le cabinet Ricol Lasteyrie en 2010.

fréquent que les OPA/OPE se retrouvent à la Une de la presse financière, notamment lorsqu'elles tournent à l'affrontement entre entreprises initiatrice et cible. C'est ainsi que l'OPA hostile d'Axel Springer sur le groupe SeLoger.com, lancée en septembre 2010, a donné lieu à la publication de 50 articles de presse dans les quotidiens français sur les six mois suivant le dépôt de l'offre³. Ces articles comportent des titres pour le moins accrocheurs : « *Bataille boursière à plus de 550 millions d'euros en vue pour SeLoger.com* »⁴ ou encore « *Axel Springer engage un bras de fer pour prendre le contrôle de SeLoger.com* »⁵. S'agissant des offres amicales, c'est la métaphore du mariage (Demers et al. 2003) qui ne manque pas d'être relayée par les médias, notamment lors du rapprochement entre NYSE et Euronext : « *Feu vert des autorités boursières au mariage NYSE-Euronext* »⁶. Les enjeux socio-économiques et politiques qui sous-tendent ces opérations sont parfois tels que la classe politique n'hésite pas non plus à intervenir, comme par exemple lors des rumeurs d'OPA hostile de PepsiCo sur Danone en 2005.

La première section de cette introduction générale montre la place prépondérante occupée par la communication lors d'OPA/OPE. La prise de conscience réglementaire relative à l'information émise dans un tel contexte est décrite dans une deuxième section. La troisième section témoigne des développements académiques relatifs à cette problématique. Enfin, la quatrième section consiste en une présentation générale de la thèse.

³ Les données concernant le nombre d'articles de presse publiés dans les quotidiens français ont été collectées à partir d'une recherche sur la base de données Factiva.

⁴ Les Echos, 13 septembre 2010.

⁵ Les Echos, 29 septembre 2010.

⁶ Le Figaro, 6 décembre 2006.

1. La communication au cœur des OPA/OPE

Il est probable que l'engouement généré par les OPA/OPE résulte des importantes actions de communication qui sont mises en place par les entreprises impliquées dans de telles opérations. En effet, les entreprises initiatrice et/ou cible d'OPA/OPE n'hésitent pas à déployer des budgets considérables en matière de communication et à s'entourer des meilleurs spécialistes dans le domaine (ex. agences de communication). On se souvient par exemple de la guerre publicitaire à 150 millions de francs que se sont livrées la BNP et la Société Générale en 1999⁷. Elles n'hésitent pas non plus à recourir à des moyens de communication de masse (presse, radio, télévision, etc.). En témoigne, la création d'un blog intitulé « *Eric Jacquet pour IMS* » par Eric Jacquet, Président Directeur Général (PDG) de Jacquet Metals, lors de l'OPE hostile sur IMS. Enfin, une implication indéniable des dirigeants dans le processus de communication est à noter, ces derniers se prêtant bien volontiers au jeu des *interviews*. A titre d'illustration, nous pouvons citer la forte exposition médiatique de Guy Dollé, PDG d'Arcelor, lors de l'offre hostile lancée par Mittal Steel en 2006.

Ainsi, les OPA/OPE de type hostile, c'est-à-dire celles pour lesquelles il n'y a pas eu accord des dirigeants de la cible, ne donnent pas seulement lieu à une bataille boursière, mais aussi à une véritable bataille de communication entre les deux protagonistes. Les auteurs parlent à cet effet de « *guerre verbale* »⁸ (Sudarsanam 1995, p. 228) ou encore de « *un prêt pour un rendu* »⁹ (Brennan et al. 2010, p. 266). Outre l'affrontement entre la BNP et la Société Générale en 1999, une des batailles de communication emblématiques demeure celle qui a opposé Sanofi-Synthélabo à Aventis en 2004. Pour contre-attaquer la volonté d'acquisition de Sanofi-Synthélabo, Aventis a mis en avant, au sein de ses communications, le

⁷ La Société Générale avait d'ailleurs été contrainte de cesser la parution d'une campagne de communication jugée « discriminatoire » par le tribunal de commerce de Paris.

⁸ Notre traduction de l'expression suivante : « *verbal warfare* ».

⁹ Notre traduction de l'expression suivante : « *tit-for-tat* ».

caractère dangereux du « *médicament* » proposé par Sanofi-Synthélabo, c'est à dire l'OPA. Ce « *médicament* » présenterait en effet un certain nombre de « *contre-indications* » en termes de croissance et d'emploi. En réponse, Sanofi-Synthélabo n'a pas manqué de justifier son action : « *Construire un leader de la santé. Avec nous ça devient possible* » ou encore « *Avoir durablement une croissance supérieure au marché. Avec nous ça devient possible* ». Cette guerre publicitaire, dont on se souvient encore aujourd'hui, a marqué les esprits et montre la place prépondérante occupée par la communication lors d'événements de type OPA/OPE.

Il semble que les actions de communication mises en place lors d'OPA/OPE, à l'instar de celles que nous venons de décrire, aient largement contribué à une prise de conscience des régulateurs concernant la nécessité d'encadrer l'information diffusée dans ce contexte.

2. Une prise de conscience réglementaire

L'Autorité des Marchés Financiers (AMF)¹⁰ a amorcé des réflexions sur le thème de l'information en période d'OPA/OPE depuis déjà plusieurs années.

A l'époque de la toute première OPE hostile en France (offre de BSN sur Saint-Gobain en 1968), ces opérations étaient très peu règlementées. Comme le rappelle Gabrysiak (1969), le prix proposé aux actionnaires de l'entreprise visée n'était justifié que lorsque celui-ci s'éloignait de façon notable du cours de bourse. Par ailleurs, l'autorité boursière de l'époque (COB) n'a à aucun moment apposé de visa à cette opération et il n'y a pas eu non plus d'actions spécifiques de surveillance sur le marché (un groupe inconnu a même pu acquérir 35% du capital de Saint-Gobain). Cette opération, et surtout l'ampleur de la riposte de la

¹⁰ La Commission des Opérations de Bourse (COB) et le Conseil des Marchés Financiers (CMF) ont fusionné en 2003 pour devenir l'AMF (loi n°2003-706 du 1^{er} août 2003).

compagnie Saint-Gobain¹¹, a mis en lumière la nécessité d'une réforme des OPA/OPE et déjà le principal point mentionné concernait l'information aux actionnaires. Il est ainsi apparu crucial aux régulateurs, qui seront désormais chargés de contrôler l'information émise lors de telles opérations, de prohiber la diffusion d'informations inexactes, ainsi que de rendre obligatoire la diffusion de certaines informations telles que la part du capital de la cible détenue par l'initiatrice et celle détenue par les dirigeants de la cible.

En 1977, une recommandation a été émise par la COB sur le thème de l'information aux actionnaires lors d'opérations boursières de type OPA/OPE. Cette recommandation souligne que les actionnaires des sociétés concernées « *doivent être informés le plus complètement et le plus clairement possible sur les motifs, les modalités et les conséquences de telles opérations, pour qu'ils puissent en comprendre toute la portée, en apprécier le caractère équitable, et se prononcer en connaissance de cause* » (p. 3)¹².

En outre, les virulentes batailles de communication opposant entreprises initiatrice et cible ont bien souvent donné lieu à une réaction immédiate de la part de l'AMF. Ainsi, les débordements en termes de communication lors d'offres hostiles ont parfois été tels que les instances réglementaires ont été obligées de rappeler à l'ordre les protagonistes. En témoigne le courrier adressé par le président de la COB à la BNP et à la Société Générale en cours d'offre et destiné à leur remémorer que : (i) les dirigeants doivent faire preuve « *d'une vigilance particulière dans leurs déclarations* »¹³ et (ii) les données chiffrées doivent être fondées (rapport annuel de la COB 1999).

¹¹ Les actions de communication mises en œuvre par Saint-Gobain (ex. réunions d'informations, journées portes ouvertes, etc.) ont été recensées par Chekkar (2007).

¹² Recommandations concernant l'information des actionnaires et la rémunération des apports en nature dans les opérations de fusion, scission ou apport partiel d'actif, bulletin mensuel de la COB (juillet-août 1977). Disponible sur : <http://www.amf-france.org>.

¹³ Article 6 du règlement n° 89-03 de la COB / article 231-36 du Règlement Général (RG) de l'AMF.

Ainsi, l'information en période d'OPA/OPE est peu à peu devenue une préoccupation centrale des régulateurs. C'est ainsi que la directive OPA¹⁴, visant à instaurer des règles communes à toute l'Union Européenne en matière d'offres publiques, a été adoptée en avril 2004. L'un des objectifs principaux de cette directive est d'accroître la transparence des opérations. Plus spécifiquement, les personnes auxquelles l'offre s'adresse doivent pouvoir disposer des informations nécessaires à une prise de décision fondée. Enfin plus récemment, en 2009, l'AMF a décidé de mettre en garde les investisseurs contre les campagnes de communication mises en œuvre dans ce contexte en soulignant leur caractère commercial voire promotionnel¹⁵. Ainsi, il semble que celles-ci n'aient pas comme seul et unique objectif d'informer le public sur les caractéristiques de l'offre, ce qui amène la question des motivations à la diffusion d'informations dans un tel contexte.

Voyons à présent si la recherche académique s'est fait l'écho de cette prise de conscience réglementaire.

3. Des développements académiques peu nombreux

Malgré l'intérêt manifeste des régulateurs pour la problématique de l'information en période d'OPA/OPE, celle-ci demeure à ce jour peu abordée dans la littérature académique. Pourtant, la diffusion volontaire d'informations est devenue un thème récurrent dans les recherches en sciences de gestion et en comptabilité financière notamment. Si la plupart des études cherchent à expliquer les différences de niveaux de publication volontaire dans les rapports annuels par une étude des déterminants (ex. Firth 1979 ; Cooke 1989 ; Meek et al. 1995 ; Raffournier 1995 ; Depoers 2000b), d'autres moyens de communication ont aussi été investigués tels que les conférences téléphoniques (ex. Tasker 1998 ; Frankel et al. 1999 ;

¹⁴ Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil concernant les Offres Publiques d'Acquisition.

¹⁵ AMF, S'informer sur les OPA, octobre 2009 (<http://www.scribd.com/doc/49017716/Reglement-OPA-AMF>).

Brown et al. 2004) ou encore les sites Web des entreprises (ex. Ettredge et al. 2002 ; Trabelsi et al. 2008 ; Cormier et al. 2009 ; Cormier et al. 2010). Plus récemment, un nouveau champ de recherche a vu le jour portant sur la diffusion volontaire d'informations lors d'événements particuliers : introductions en bourse (ex. Clarkson et al. 1992 ; Bukh et al. 2005 ; Cazavan-Jeny et Jeanjean 2007 ; Singh et Van der Zahn 2008), augmentations de capital ou rachats d'actions (ex. Lang et Lundholm 2000 ; Jo et Kim 2007 ; Brockman et al. 2008). Les OPA/OPE restent quant à elles assez largement inexplorées. Pour Albouy (2005, p. 214), c'est pourtant dans ces « *moments forts de la vie de l'entreprise* » que les dirigeants vont mettre en place des stratégies visant à « *attirer et/ou fidéliser* » les actionnaires : ils peuvent leur raconter des « *histoires* » ou encore manipuler les résultats comptables.

Dans le contexte des OPA/OPE amicales, il semble que les dirigeants utilisent leur discrétion managériale pour influencer les résultats comptables publiés et *in fine* modifier la présentation de la situation financière de l'entreprise. Ainsi, Missonier-Piera et Ben-Amar (2007) et Ben-Amar et Missonier-Piera (2008) montrent une gestion des résultats à la baisse de la part des entreprises cibles au cours de l'année qui précède le lancement de l'opération, l'objectif étant de faciliter la transaction en diminuant le prix des titres. Du côté des entreprises acquéreuses, les résultats des travaux antérieurs ne sont pas homogènes (Heron et Lie 2002 ; Louis 2004), certains documentant une gestion à la hausse des résultats, d'autres une absence de gestion des résultats.

Dans le contexte des OPA/OPE hostiles, une gestion à la hausse des résultats par les entreprises cibles sur la période qui suit l'annonce de l'opération vise à convaincre les actionnaires de rejeter l'offre en leur montrant : (i) que les dirigeants s'acquittent bien de leur tâche de direction et (ii) que le prix proposé est trop faible compte tenu des performances actuelles de la cible. Cependant, les études empiriques menées sur le sujet (ex. Easterwood 1998 ; Eddey et Taylor 1999) ne parviennent pas à valider cette hypothèse de gestion à la

hausse des résultats. Une explication avancée par André et al. (2003) concerne le *timing* des opérations hostiles. Il peut s'avérer difficile pour les cibles d'anticiper le lancement de telles opérations, puisqu'elles n'en prennent parfois connaissance qu'au moment de leur dépôt à l'AMF.

Bien que plusieurs auteurs se soient intéressés à la gestion des résultats dans le cadre d'OPA/OPE, les études sur la diffusion volontaire d'informations dans ce contexte demeurent, à ce jour, peu nombreuses. Elles se résument pour l'essentiel aux travaux de Brennan (1999 ; 2000) portant sur les prévisions de résultats diffusées respectivement par les cibles et les acquéreuses. Il s'avère que les entreprises britanniques diffusent volontairement des prévisions de résultats lors d'OPA/OPE alors que de telles diffusions restent, au quotidien, relativement rares. C'est donc qu'il y a des motivations spécifiques à la diffusion volontaire d'informations dans ce contexte. A l'instar de la manipulation des résultats comptables, des stratégies de diffusion peuvent être mises en œuvre par les entreprises initiatrice et/ou cible afin de faciliter la réussite d'une opération amicale. S'agissant de réagir à une opération hostile, s'il semble trop tard pour que les dirigeants des cibles opèrent une gestion des résultats à la hausse, ils leur restent néanmoins la possibilité de mettre en place des stratégies de diffusion d'informations. Des telles stratégies peuvent être adoptées par les cibles aussi bien pour obtenir une amélioration des termes de la transaction (ex. Cooke et al. 1998) que pour convaincre les actionnaires de rejeter l'offre.

Ainsi, si plusieurs dispositifs se sont développés pour faire échouer les OPA/OPE hostiles (ex. recours à un chevalier blanc, procès, acquisitions et désinvestissements), les cibles peuvent choisir de mettre en place, à côté de ces dispositifs « techniques », des stratégies de diffusion d'informations visant à mobiliser les actionnaires, et plus généralement les parties prenantes, à l'encontre du projet d'offre de l'acquéreuse (ex. Malaval et Décaudin 2005). Certains auteurs étudient même la diffusion volontaire d'informations en tant que mécanisme

de défense à part entière (Sudarsanam 1995 ; Schoenberg et Thornton 2006). Ils montrent que les prévisions de résultats constituent un des mécanismes de défense les plus fréquemment adoptés au Royaume-Uni, mais sont en revanche plus dubitatifs quant à leur efficacité.

Il ressort de ces études que les enjeux qui sous-tendent la diffusion volontaire d'informations lors d'OPA/OPE sont des enjeux majeurs. Des stratégies en la matière peuvent en effet être mises en œuvre par les dirigeants notamment afin de convaincre les actionnaires d'accepter ou de rejeter l'opération. Or, de la décision des actionnaires, dépend le résultat de l'offre et celui-ci peut avoir d'importantes conséquences à long terme, aussi bien en termes de richesse des actionnaires que de structure du secteur d'activité concerné (Botsari et Meeks 2008).

4. Présentation générale de la thèse

La prise de conscience réglementaire concernant la nécessité d'encadrer l'information émise en période d'OPA/OPE a progressivement amené la constitution d'un cadre général à la diffusion d'informations lors de telles opérations. Cependant, les importantes actions de communication mises en œuvre dans ce contexte révèlent que, dans certaines circonstances, les entreprises initiatrice et/ou cible n'hésitent pas à aller au-delà de ce cadre et à mettre en place des stratégies de diffusion volontaire d'informations. Celles-ci sont fortement intéressantes à étudier en raison des discrétions laissées aux dirigeants en la matière (Jérôme 2013) et des enjeux majeurs qui sous-tendent une telle diffusion. Pourtant, les recherches académiques sur ce thème demeurent, à ce jour, peu nombreuses. Ces différents constats nous ont amené à articuler ce travail doctoral autour de trois questions de recherche sur lesquelles nous reviendrons plus longuement au sein du chapitre introductif. Celles-ci se déclinent comme suit :

(i) Quels sont les facteurs incitatifs à la diffusion volontaires d'informations des entreprises cibles d'OPA/OPE ?

(ii) Quelles sont les stratégies discursives adoptées par les entreprises acquéreuses et/ou cibles lors d'OPA/OPE ?

(iii) Les stratégies de diffusion d'informations et de gestion des impressions adoptées par les cibles d'OPA/OPE hostiles influencent-elles les perceptions et décisions des actionnaires ?

La thèse est constituée de trois articles qui font chacun l'objet d'un chapitre spécifique (chapitres I, II et III) et qui visent à répondre aux trois questions de recherche précédemment énoncées¹⁶. Loin d'être déconnectés les uns des autres, ces trois articles permettent en réalité d'examiner différentes étapes du processus de diffusion d'informations dans ce contexte. Ils sont articulés autour d'un même objet de recherche – la diffusion volontaire d'informations lors d'OPA/OPE - qui nous semble nécessaire de définir au préalable. Ainsi, ce compte-rendu de recherche débute par un **chapitre introductif** qui, outre la définition des concepts clés de la recherche, précise les questions de recherche, le cadre théorique mobilisé et les choix méthodologiques effectués. Finalement, la structure de ce travail est explicitée et le plan suivi dans le reste de la thèse est annoncé.

Dans le **chapitre I**, nous nous intéressons à la décision de diffusion volontaire d'informations lors d'OPA/OPE. Etant à l'origine du processus de diffusion d'informations, cette étape est considérée comme un préalable nécessaire à toute diffusion (Williams 2008), ce qui justifie d'autant plus que l'on s'y intéresse. En s'inscrivant dans les théories de l'agence (Jensen et Meckling 1976) et du signal (Akerlof 1970 ; Ross 1977), il s'agit d'expliquer pourquoi certaines entreprises cibles d'OPA/OPE décident de diffuser volontairement des informations, alors que d'autres préfèrent au contraire s'en tenir aux strictes obligations. En d'autres termes, notre interrogation concerne les facteurs incitatifs à la

¹⁶ Les trois articles sont rédigés en langue anglaise et chacun a fait l'objet d'un *copy editing*.

diffusion volontaire d'informations dans un tel contexte. Une distinction entre facteurs contextuels et déterminants « classiques » de la diffusion est opérée. En prenant le cas de l'information sur les synergies attendues de l'opération, nous montrons que la décision de diffusion des cibles d'OPA/OPE résulte principalement de l'influence de facteurs contextuels. Une étude empirique menée sur un échantillon d'opérations visées par l'AMF sur la période 1999-2011 révèle en effet que la décision de diffusion est liée d'une part à la complexité de l'offre et d'autre part à la probabilité de réussite de l'opération. En revanche, les déterminants « classiques » de type variables de gouvernance et variables structurelles jouent un rôle moindre dès lors que l'on s'intéresse à la diffusion volontaire d'informations en contextes spécifiques.

Au-delà de la décision de diffusion elle-même, ce qui est important c'est aussi la façon dont les entreprises énoncent les informations (vocabulaire employé). En effet, une analyse exhaustive des motivations des entreprises émettrices ne peut se faire sans l'examen attentif de ce vocabulaire (ex. Martinez et Saboly 2005 ; Henry 2008). L'idée sous-jacente est que le vocabulaire employé témoigne de stratégies discursives spécifiques reflétant les motivations des émettrices. Le **chapitre II** se propose donc d'étudier les stratégies discursives adoptées par les entreprises acquéreuse et/ou cible d'OPA/OPE. Une analyse lexicale de 129 communiqués de presse volontairement diffusés dans le cadre d'opérations visées par l'AMF sur la période 2006-2011 est effectuée à l'aide du logiciel ALCESTE (Reinert 1983 ; 1990). Cette analyse nous permet d'identifier différents profils de diffusion croisant l'émetteur, le type d'offre et la période de diffusion avec le vocabulaire employé dans les communiqués. A chaque profil correspond ainsi une stratégie discursive spécifique reflétant les motivations des entreprises émettrices.

Enfin, au terme du processus de diffusion, se trouvent les destinataires de l'information. Dans le cadre d'OPA/OPE, il s'agit principalement des actionnaires de la cible à qui revient la

décision ultime d'accepter ou de rejeter l'opération proposée, et de qui dépend donc le résultat de l'offre. Plusieurs auteurs ont avancé qu'une stratégie de diffusion d'informations bien conçue, en permettant d'obtenir le soutien des actionnaires, pourrait influencer leur décision et donc *in fine* le résultat de l'opération (ex. Sirower et Lipin 2003). Afin de vérifier cette assertion qui n'a, à notre connaissance, pas fait l'objet d'examen empirique préalable, une perspective de gestion des impressions est adoptée. Etant donné l'impact économique des OPA/OPE, tant sur la richesse des actionnaires que sur la structure du secteur d'activité concerné (Botsari et Meeks 2008), il nous a semblé indispensable de nous interroger, au sein du **chapitre III**, sur l'influence potentielle des stratégies de diffusion d'informations et de gestion des impressions des cibles d'offres hostiles sur les perceptions et décisions des actionnaires. Pour ce faire, une expérimentation, à laquelle 165 étudiants en Master 1 et 2 Comptabilité-Contrôle ont participé en tant que substituts aux actionnaires individuels, est menée. Les résultats montrent que les stratégies de diffusion et de gestion des impressions adoptées par les cibles d'offres hostiles modifient la perception de l'offre par les actionnaires et *in fine* leur décision d'accepter ou de rejeter l'opération.

Pour finir, la **conclusion générale** synthétise les résultats obtenus et expose les contributions, limites et voies de recherche générales. La figure 1 présente de façon schématique la structure générale de la thèse.

Figure 1: Plan de la thèse

INTRODUCTION GENERALE
CHAPITRE INTRODUCTIF <ol style="list-style-type: none">1. Définition des concepts clés de la recherche2. Présentation des questions de recherche3. Cadre théorique4. Choix méthodologiques5. Structure et plan de la thèse
CHAPITRE I Les facteurs incitatifs à la diffusion volontaire d'informations sur les synergies par les cibles d'OPA/OPE : le cas français <ol style="list-style-type: none">1. Introduction2. Cadre d'analyse3. Facteurs incitatifs à la diffusion volontaire d'informations des cibles4. Méthodologie5. Résultats6. Analyse complémentaire7. Discussion et conclusion
CHAPITRE II Une analyse lexicale des communiqués de presse volontaires émis lors des OPA/OPE <ol style="list-style-type: none">1. Introduction2. Revue de la littérature sur la diffusion d'informations lors des prises de contrôle3. Méthodologie4. Résultats5. Discussion6. Conclusion
CHAPITRE III Les actionnaires sont-ils influencés par les stratégies de diffusion et de gestion des impressions des cibles d'OPA/OPE hostiles ? <ol style="list-style-type: none">1. Introduction2. Cadre d'analyse et revue de la littérature3. Hypothèses4. Méthodologie5. Résultats6. Conclusion
CONCLUSION GENERALE <ol style="list-style-type: none">1. Synthèse des résultats obtenus2. Contributions, limites et voies de recherche

Chapitre introductif : Trois articles autour de la diffusion volontaire d'informations lors d'OPA/OPE

Ce chapitre introductif vise à définir un socle commun aux trois articles constituant la thèse. Ces trois articles s'articulent autour d'un même objet de recherche : la diffusion volontaire d'informations lors d'OPA/OPE. Les concepts clés de la recherche sont définis dans une première section. Les trois questions de recherche sont présentées dans une deuxième section. La troisième section précise le cadre théorique général dans lequel s'inscrit ce travail de recherche. La quatrième section décrit les choix méthodologiques opérés. Enfin, la structure et le plan suivi dans le reste de la thèse sont annoncés dans une cinquième section.

1. Définition des concepts clés de la recherche

Après avoir précisé ce qu'il faut entendre par OPA/OPE (1.1), nous définissons les concepts autour de la diffusion d'informations (1.2).

1.1 Qu'est-ce qu'une OPA/OPE ?

Les OPA/OPE font parties de la famille des prises de contrôle. Une prise de contrôle implique le transfert du contrôle d'une entreprise d'un groupe d'actionnaires à un autre. Fama et Jensen (1983a ; 1983b) définissent ce transfert comme le droit de gérer les ressources de l'entreprise, c'est-à-dire celui d'embaucher, de licencier, mais aussi de déterminer la rémunération des dirigeants de l'entreprise. D'un point de vue juridique, on s'appuie sur la notion de contrôle exclusif, définie par l'IAS 27 comme « *le pouvoir de diriger les politiques financières et opérationnelles d'une entreprise afin de tirer avantage de ses activités* », pour

distinguer de telles opérations. Selon Husson (1987), il existe deux principales techniques de prises de contrôle : les batailles de procurations (« *proxy fights* ») et l'acquisition sur le marché du nombre de titres nécessaires à l'obtention ultérieure de la majorité des sièges du conseil d'administration (CA). Une telle acquisition peut se faire par une fusion, par la négociation d'un bloc de contrôle ou encore via une OPA/OPE.

Selon la directive 2004/25/CE, une OPA/OPE est « *une offre publique faite aux détenteurs des titres d'une société pour acquérir tout ou partie desdits titres, que l'offre soit obligatoire ou volontaire, à condition qu'elle suive ou ait pour objectif l'acquisition du contrôle de la société visée selon le droit national* ». Il s'agit plus généralement d'une opération par laquelle une société (initiatrice ou acquéreuse¹⁷) annonce publiquement aux actionnaires d'une société cible qu'elle s'engage à acquérir leurs titres contre une somme en espèces (OPA), contre des titres (OPE) voire les deux (offre publique mixte).

Notons que, dans la définition d'une OPA/OPE proposée par la directive 2004/25/CE, une distinction est opérée entre offres publiques obligatoires et offres publiques volontaires. Dès lors qu'une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, vient à détenir, directement ou indirectement, plus de 30% des titres de capital ou des droits de vote d'une société (un tiers avant la Loi de Régulation Bancaire et Financière du 22 octobre 2010¹⁸), elle est tenue de déposer un projet d'offre auprès de l'AMF (art. 234-2 du RG de l'AMF). Cette procédure obligatoire qui n'a, à notre connaissance, pas d'équivalent aux Etats-Unis, a pour objectif d'empêcher toute prise de contrôle rampante.

¹⁷ Nous utiliserons ces deux termes pour désigner l'entreprise qui est à l'origine de l'offre.

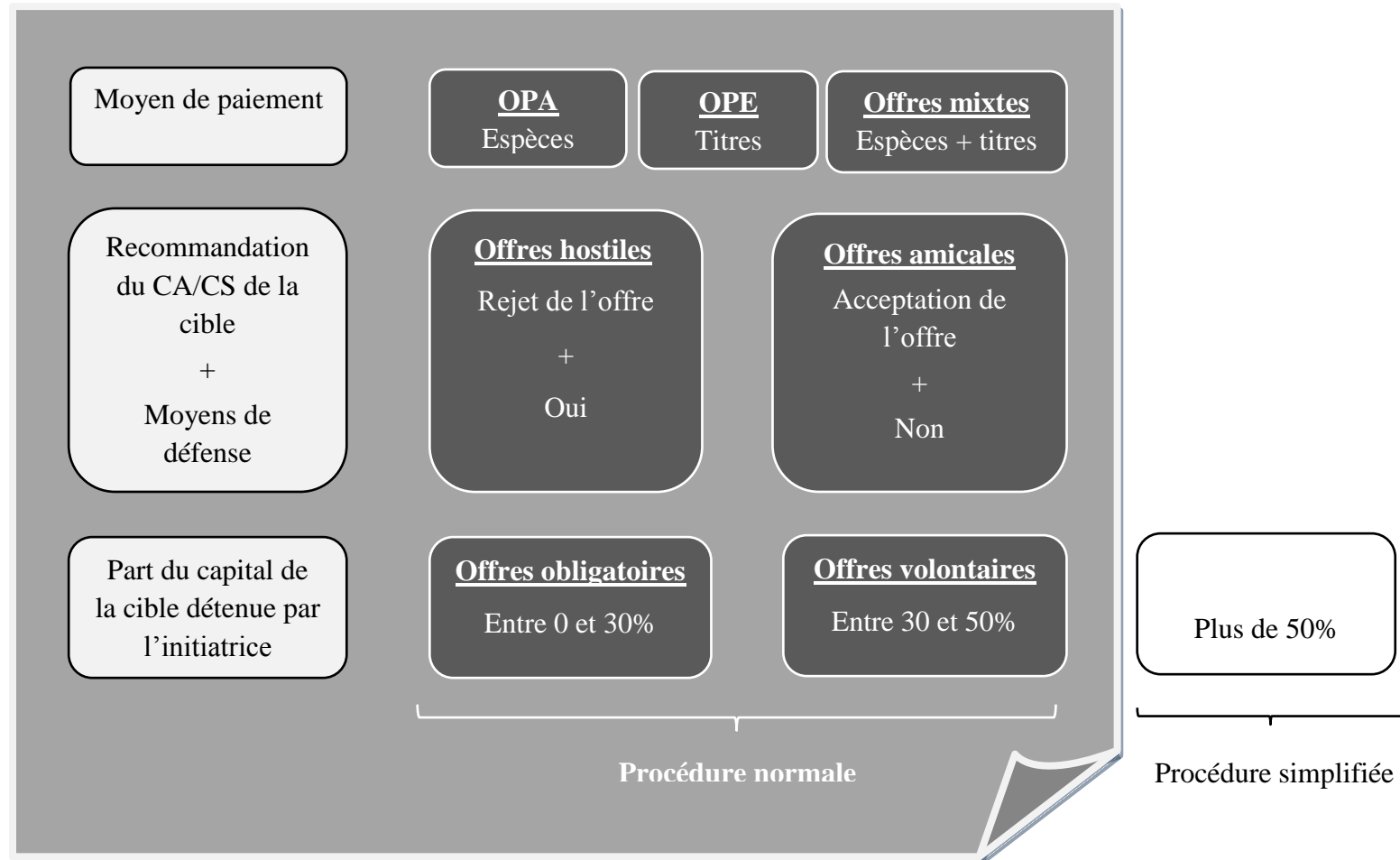
¹⁸ La Loi de Régulation Bancaire et Financière a entraîné une modification du RG de l'AMF publiée le 1^{er} février 2011 au Journal Officiel.

Il convient également de distinguer les offres publiques amicales des offres publiques hostiles. Selon Morck et al. (1989), les offres hostiles sont le plus souvent disciplinaires¹⁹, alors que les offres amicales sont plutôt à but synergique. Cependant, pour Martin et McConnell (1991), le type d'offre ne suffit pas pour distinguer les offres disciplinaires de celles non disciplinaires. Ainsi, dans la littérature, une offre est la plupart du temps considérée comme hostile dès lors qu'elle n'a pas été recommandée par le CA ou Conseil de Surveillance (CS) de la cible (ex. Franks et Mayer 1996 ; Powell 1997). L'opposition des dirigeants peut être liée à un prix d'offre jugé insuffisant ou encore aux restructurations envisagées par la société initiatrice (Franks et Mayer 1996). Cependant, pour Schwert (2000), un tel critère n'est pas suffisant pour distinguer offres amicales et offres hostiles. En effet, ce qui caractérise une offre hostile, c'est aussi la nature et l'intensité de la résistance de la cible (Sudarsanam 1995). Ainsi, dans le cadre de cette recherche, une offre a été considérée comme hostile si (i) le CA ou CS de la cible a recommandé aux actionnaires de rejeter l'offre et (ii) un ou plusieurs mécanismes de défense ont été mis en œuvre par la cible (Shivdasani 1993).

Cette recherche porte plus précisément sur les OPA/OPE ayant pour but de prendre le contrôle d'une société cible. Autrement dit, les Offres Publiques d'Achat et/ou d'Echange Simplifiées (OPAS/OPES), qui visent à augmenter une participation ou à fermer le capital d'une société cible, ne sont pas prises en compte dans nos travaux. En effet, dans le cadre de la procédure simplifiée, l'acquéreuse détient déjà la majorité du capital de cible au moment où elle décide de lancer l'opération, le besoin de convaincre les actionnaires n'est donc pas le même et les efforts de communication devraient être moindres. La figure 2 synthétise les différents types d'OPA/OPE existants et précise celles étudiées dans le cadre de cette recherche.

¹⁹ Une prise de contrôle disciplinaire vise à remplacer une équipe dirigeante inefficace par une plus efficace (Jensen 1988).

Figure 2 : Typologie des OPA/OPE



OPA/OPE étudiées dans le cadre de cette recherche

1.2 La diffusion d'informations

Les concepts de diffusion d'informations (1.2.1), diffusion volontaire d'informations (1.2.2) et processus de diffusion volontaire d'informations (1.2.3) sont successivement définis.

1.2.1 Etymologie et définitions

Le vocable « diffusion » a été retenu dans le cadre de cette thèse car il s'agit, à notre connaissance, de la traduction la plus proche du terme anglo-saxon « *disclosure* »²⁰. D'autres termes tels que « communication », « divulgation » ou encore « publication » auraient néanmoins pu être utilisés. L'étude de l'étymologie de ces différents termes a cependant permis de mettre en évidence qu'ils renvoient à des notions quelque peu distinctes. Ainsi, le concept de relation semble être au cœur même de la communication. Le verbe communiquer a été emprunté au latin *communicare* qui signifie d'abord « mettre en commun » (XIV^{ème} siècle) puis « entrer en relations ». En permettant à l'entreprise d'entretenir son image, la communication financière s'intégrerait dans sa stratégie, ce qui laisse à penser qu'elle s'inscrit plutôt dans une logique de long terme (Chekhar 2007). Or, cette recherche s'intéresse à l'information diffusée lors d'événements particuliers de la vie d'une entreprise (les OPA/OPE). Quant à l'expression divulgation, elle a été empruntée au latin *divulgatio* qui signifie « action de révéler ». Révéler, c'est faire connaître quelque chose qui était soit inconnu soit secret, ce qui confère une dimension confidentielle à l'information et apparaît donc quelque peu restrictif. Enfin, la publication se limite aux informations transmises par le biais de supports écrits. Or, la plupart des entreprises dépassent aujourd'hui ce type de supports pour intégrer désormais les voies orales (ex. conférences téléphoniques).

²⁰ Le terme *reporting* est tout de même utilisé ponctuellement dans ce manuscrit.

Williams (2008, p. 237) définit la diffusion d'informations comme « *le fait de rendre publique intentionnellement une information – financière, sociale ou environnementale, obligatoire ou volontaire, qualitative ou quantitative – qui est susceptible d'influencer la performance économique de l'entreprise et la prise de décision stratégique de ses parties prenantes interne et externe* »²¹. Autrement dit, il s'agit de « [...] *rendre publiques certaines informations spécifiques à l'entreprise qui étaient jusqu'alors connues seulement de personnes internes à l'entreprise* » (Owusu-Ansah 1997, p. 488)²².

1.2.2 Caractère volontaire de la diffusion d'informations

Par diffusion volontaire d'informations, il faut entendre la diffusion d'informations non requise par les lois ou les règlements en vigueur (ex. Lev 1992). Pour Depoers (2000a), les obligations de publication permettent d'une part de faire la distinction entre informations volontaires et obligatoires et, d'autre part, de délimiter l'espace discrétionnaire du dirigeant. Meek et al. (1995, p. 555) soulignent que la diffusion volontaire d'informations est un « *choix laissé à la discrétion des dirigeants d'entreprises afin de leur permettre de fournir des informations de nature comptable ou de toute autre nature qui pourraient s'avérer utiles à la prise de décision des utilisateurs de ces informations* »²³. Ainsi, la plupart des auteurs définissent ce qui relève d'une diffusion volontaire d'informations par opposition aux informations obligatoires et insistent sur la latitude dont disposent les dirigeants en la matière.

²⁰ Notre traduction de la citation suivante : « *any purposeful public release of information—financial, social or environmental, required or voluntary, qualitative or quantitative—that is likely to have an impact on the company's competitive performance and on the strategic decision making of its internal and external audiences* »

²² Notre traduction de la citation suivante : « [...] *making certain firm-specific information public which hitherto was known only to the insiders* ».

²³ Notre traduction de la citation suivante : « *Voluntary disclosures [...] represent free choices on the part of company managements to provide accounting and other information deemed relevant to the decision needs of users of their annual reports* ».

Pourtier (2004) complète ces précédentes définitions en précisant qu'un caractère volontaire peut être conféré aux informations dès lors que : (i) le contenu dépasse une norme imposée, y déroge ou n'est tout simplement pas prévu par les textes ; (ii) la séquence chronologique est modifiée (publications anticipées, retardées ou plus fréquentes) ; (iii) le vecteur choisi pour la publication se rajoute aux moyens traditionnels. Les informations de type volontaire seraient donc principalement diffusées dans les communiqués de presse, lors de réunions avec les analystes financiers ou encore sur les sites internet des sociétés (Martinez 2008).

Selon Lev (1992), la diffusion volontaire d'information demeure l'une des rares activités pratiquées directement par les dirigeants, de nombreuses activités étant désormais déléguées à des subordonnés. Les informations de type volontaire présentent donc un intérêt particulier de par les discrétions laissées aux dirigeants en la matière (Jérôme 2013). La diffusion volontaire d'informations relève en effet d'une démarche délibérée, d'une attitude volontariste des dirigeants (Chekkar 2007). Il est alors intéressant d'examiner les raisons qui incitent les dirigeants à diffuser volontairement des informations. La discrétion managériale est en revanche nettement moindre dans le cas de l'information obligatoire, même si nous reconnaissons que celle-ci peut faire l'objet de manipulations. De plus, si la liste des informations obligatoires est finie, celle des informations volontaires est, au contraire, infinie (Pourtier 2004). Les pratiques de diffusion volontaire sont alors riches et variées, ce qui justifie d'autant plus notre choix de nous concentrer sur l'aspect volontaire de la diffusion d'informations. Ainsi, la présente recherche s'inscrit pleinement dans le courant de recherche en comptabilité financière connu sous le terme « *voluntary disclosure* » (diffusion volontaire).

1.2.3 Processus de diffusion volontaire d'informations

Le processus de diffusion d'informations a été modélisé par Gibbins et al. (1990)²⁴. Au cœur de cette modélisation, se situe la notion de position de communication. Celle-ci est influencée par les faits à communiquer, mais aussi par des antécédents externes (facteurs institutionnels et de marché) et internes (ex. histoire de l'entreprise, personnalité du dirigeant). Différents *outputs* de communication (ex. format, contenu, délais, répétition) définissent la position de communication.

Une modélisation de ce processus a également été proposée par Michaïlesco (2000). Quatre principales étapes sont mises en évidence par l'auteur : (i) élaboration de la stratégie de communication ; (ii) production de l'information ; (iii) communication externe et (iv) apprentissage généré par le retour sur communication. Cependant, les destinataires de l'information sont absents de cette schématisation. De plus, Chekkar (2007) souligne que celle-ci ne tient pas suffisamment compte de l'ensemble des interactions entre les différents acteurs. Une représentation du système de communication financière a été suggérée par Chekkar et Onnée (2006). Cette représentation met en exergue que des acteurs intermédiaires (ex. intermédiaires financiers, leaders d'opinions) tendent à s'immiscer dans le processus de communication de l'entreprise avec ses parties prenantes. Pour conclure et de façon simplifiée, le processus de diffusion d'informations peut selon Williams (2008, p. 243) se définir en trois mots : « *décider, diffuser et rendre compte* »²⁵.

Ainsi, le processus de communication tel qu'il a été schématisé dans les recherches en comptabilité financière met en avant l'importance de la décision de diffusion et des facteurs influençant cette décision. Si le contenu de l'information diffusée est abordé, les destinataires de l'information ainsi que l'(les) effet(s) de la diffusion sur ces derniers ne semble(nt) pas

²⁴ Ce modèle a été complété par Rivière (2010) qui propose l'ajout d'une position de communication qualifiée de nomadisme.

²⁵ Notre traduction de la citation suivante « *determine, disclose and document* ».

suffisamment pris en compte. Cela est surprenant au regard de la façon dont le processus de diffusion d'informations a été représenté dans les travaux réalisés en sciences de la communication.

Pour Laswell (1927), la communication peut se définir en cinq questions : « *Qui ? Dit quoi ? A qui ? Par quel canal ? Avec quels effets ?* ». Même si la définition de la communication proposée par Laswell (1927) peut sembler quelque peu mécanique voire simpliste, Décaudin (2000) affirme qu'elle peut servir de cadre d'analyse à la communication d'entreprises. Les destinataires apparaissent aussi dans le modèle de transmission de l'information proposé par Shannon et Weaver (1949). Dans ce modèle, une source d'informations fournit à un émetteur une quantité donnée d'informations qui va la transformer en signal. Ce signal est d'abord en partie brouillée par du bruit, puis capté par un récepteur qui va transmettre le message au destinataire. Bien que critiqué, ce modèle a souvent été à la base des modèles développés par la suite (ex. modèle de Jakobson en 1960) dans le domaine des sciences de la communication.

De ces définitions, il ressort que la prise en compte du destinataire et l'analyse des effets de la diffusion d'informations sont nécessaires pour étudier le processus de diffusion dans son ensemble. Cette notion de processus et les différentes étapes qui le composent ont guidé nos choix concernant les questions de recherche abordées dans chacun des trois articles constituant la thèse.

2. Présentation des questions de recherche

2.1 Première question de recherche

Il existe une abondante littérature sur le thème des déterminants de la diffusion volontaire d'informations (ex. Ahmed et Courtis 1999 ; Chavent et al. 2006). Pour Healy et Palepu (2001), la question des facteurs incitatifs à la diffusion d'informations par les dirigeants est cruciale. Répondre à une telle question est en effet indispensable pour expliquer les décisions de diffusion des entreprises (Archambault et Archambault 2003). Autrement dit, il s'agit d'examiner pourquoi certaines entreprises diffusent volontairement des informations que d'autres préfèrent, au contraire, conserver. Selon Meek et al. (1995), les études de déterminants sont utiles à la fois pour les entreprises, les utilisateurs de l'information et les régulateurs. En outre, si l'on considère que les obligations de diffusion concernent des informations que les entreprises ne sont pas prêtes à diffuser spontanément, tout facteur ayant une influence négative sur la diffusion volontaire d'informations pourra être pris en compte lors de l'élaboration des réglementations futures (Raffournier 1995).

Ces études se focalisent bien souvent sur la diffusion d'informations au sein des rapports annuels (ex. Firth 1979; Cooke 1989 ; Depoers 2000b), c'est-à-dire dans un contexte général de *reporting*. Cependant, depuis quelques années, un nouveau champ de recherche se développe dans la littérature comptable et financière : la diffusion d'informations en contextes spécifiques. Plusieurs événements particuliers de la vie des entreprises ont ainsi été étudiés : introductions en bourse (ex. Clarkson et al. 1992 ; Bukh et al. 2005 ; Cazavan-Jeny et Jeanjean 2007), augmentations de capital ou rachats d'actions (ex. Lang et Lundholm 2000 ; Jo et Kim 2007 ; Brockman et al. 2008). Les OPA/OPE demeurent néanmoins à ce jour assez largement inexplorées. Brennan (1999) montre que les entreprises britanniques diffusent des prévisions de résultats lors de ces opérations alors que de telles diffusions restent, au quotidien,

relativement rares. Cela pose de fait la question des facteurs incitatifs à la diffusion volontaire d'informations dans un tel contexte. Pour Singh et Van der Zahn (2008), expliquer les décisions de diffusion en contextes spécifiques nécessite d'aller au-delà des déterminants « classiques » mis en évidence dans la littérature. L'incidence de facteurs contextuels se doit d'être examinée pour mieux cerner ce qui incite les entreprises à diffuser volontairement des informations dans ce contexte.

La première question de recherche est ainsi formulée comme suit :

Quels sont les facteurs incitatifs à la diffusion volontaires d'informations des entreprises cibles d'OPA/OPE ?

Le chapitre I apporte une réponse à cette première question de recherche.

2.2 Deuxième question de recherche

Si les recherches relatives à la décision de diffusion permettent de cerner les raisons qui incitent les entreprises à diffuser volontairement des informations, il n'en reste pas moins que la diffusion d'informations est considérée dans ces études comme une « boîte noire ». Les informations diffusées sont en effet bien souvent appréhendées par une variable binaire ou un score de diffusion ne tenant pas compte du vocabulaire employé. L'analyse de ce vocabulaire est cependant nécessaire pour mettre à jour les motivations des entreprises émettrices.

Pour preuve, Henry (2008) met en évidence que des mots à connotation positive sont utilisés par les entreprises dans leurs communiqués sur les résultats dans un objectif de promotion, c'est-à-dire afin d'influencer positivement la perception qu'ont les lecteurs de la performance de l'entreprise. L'importance du vocabulaire utilisé dans les communiqués de presse a également été soulignée par Martinez et Saboly (2005). Selon ces auteurs, le choix du vocabulaire contribue à une « *mise en scène* » de l'information et celle-ci témoigne des

motivations à la communication des entreprises émettrices. Leur étude porte plus précisément sur le discours utilisé par les entreprises cotées françaises dans leurs communiqués d'annonces d'alertes aux résultats. L'examen approfondi de ces communiqués révèle que les alertes aux résultats ne découlent pas toujours d'une logique de transparence, celles-ci intervenant parfois lorsque les difficultés sont déjà installées et/ou observables dans les états financiers. Dans le cadre de politiques de réduction des coûts, Olganier-Rivière (2007) souligne que les discours visent à convaincre les parties prenantes de la validité des plans de restructurations et de la légitimité des actions envisagées. Enfin, le cas retracé par Albouy (2005) de l'offre hostile lancée par Sanofi-Synthélabo sur Aventis montre que le discours utilisé lors d'OPA/OPE est loin d'être essentiellement technique, un recours à des figures de style telles que les métaphores est même visible.

Ainsi, dès lors que l'on s'intéresse à la diffusion d'informations et plus particulièrement aux motivations des entreprises émettrices, il semble nécessaire d'étudier plus en détail les communications en examinant les stratégies discursives mises en œuvre. L'idée est que le vocabulaire employé témoigne de stratégies discursives spécifiques reflétant les motivations des émettrices. Notre objectif est d'identifier à travers l'analyse du vocabulaire employé dans les communiqués, des profils de diffusion qui témoignent de ces stratégies discursives et de leurs motivations sous-jacentes. Ces profils croisent vocabulaire employé dans les communiqués avec le type d'offre, d'émetteur et la période de diffusion.

La deuxième question de recherche posée est ainsi la suivante :

Quelles sont les stratégies discursives adoptées par les entreprises acquéreuses et/ ou cibles lors d'OPA/OPE ?
--

La réponse à cette deuxième question de recherche fait l'objet du chapitre II.

2.3 Troisième question de recherche

La question des conséquences de la diffusion d'informations a aussi été largement abordée dans la littérature académique sur le thème du *reporting* (ex. Healy et Palepu 2001 ; Brammer et Pravelin 2006). Pour Verrechia (2001), il s'agit d'une question de première importance. En effet, en l'absence de motivations économiques à la diffusion, il peut s'avérer difficile de justifier que l'on s'intéresse, par exemple, à son contenu. Selon Richardson et al. (1999), la diffusion d'informations peut avoir trois types d'effets principaux : (i) diminution des coûts de transaction ; (ii) réduction de la prime de risque exigée par les investisseurs et (iii) modification de leurs choix d'investissement.

Il semble particulièrement pertinent de s'intéresser à l'influence de la diffusion d'informations sur les perceptions et décisions des actionnaires de la cible lors d'OPA/OPE. Ces actionnaires sont en effet ceux à qui revient la décision ultime d'accepter ou de rejeter l'opération. Il est donc crucial pour une entreprise visée par une OPA/OPE hostile d'obtenir leur soutien. Pour Lemoine et Onnée (2003, p. 27) « *les actionnaires individuels fidèles à l'entreprise, en refusant de céder leurs titres, apparaissent ainsi comme de précieux alliés pour l'équipe dirigeante* ». Des efforts de communication considérables sont alors déployés par les dirigeants de la cible pour convaincre du bien-fondé de leur recommandation de rejet de l'offre (Cooke et al. 1998 ; Brennan et al. 2010).

Si plusieurs auteurs tels que Sirower et Lipin (2003) ont avancé qu'une stratégie de diffusion d'informations bien conçue en permettant d'obtenir le soutien des actionnaires pourrait influencer leur décision et donc *in fine* le résultat des opérations, peu d'études ont cherché à valider empiriquement une telle affirmation. Cela est surprenant étant donné l'impact économique des OPA/OPE tant sur la richesse des actionnaires que sur la

structure du secteur d'activité concerné (Botsari et Meeks 2008), d'où la question de recherche suivante :

Les stratégies de diffusion d'informations et de gestion des impressions adoptées par les cibles d'OPA/OPE hostiles influencent-elles les perceptions et décisions des actionnaires ?

Une réponse à cette troisième question de recherche est apportée dans le chapitre III.

Pour conclure, les trois questions de recherche auxquelles nous tentons ici de répondre se situent à différentes étapes du processus de diffusion d'informations, elles sont donc relativement complémentaires. De façon très simplificatrice, il s'agit d'examiner pourquoi les entreprises communiquent, ainsi que ce qu'elles disent et avec quel(s) effet(s) afin de fournir une vue d'ensemble de la diffusion d'informations lors d'OPA/OPE.

3. Cadre théorique

La présente recherche s'inscrit dans une approche positive de la comptabilité (Watts et Zimmerman 1978) que l'on a tendance à opposer à l'approche normative (ex. Jeanjean et Ramirez 2008). Les études conduites dans une approche positive se focalisent sur « *ce qui est* », alors que celles relevant d'une approche normative s'intéressent à « *ce qui devrait être* » (Casta 2009, p. 1394). Les recherches positives en comptabilité visent plus précisément à expliquer « *pourquoi la comptabilité est ce qu'elle est, pourquoi les comptables font ce qu'ils font, et quels effets ces phénomènes ont sur les gens et sur l'allocation des ressources* » (Jensen 1976, p. 13)²⁶. Un parallèle avec la présente recherche peut parfaitement être établi puisque nous cherchons à expliquer (i) pourquoi les entreprises impliquées dans une OPA/OPE diffusent volontairement des informations et (ii) quels sont les effets de cette

²⁶ Traduction de la citation suivante : “*why accounting is what it is, why accountants do what they do, and what effects these phenomena have on people and resource utilization*”.

diffusion sur les perceptions et décisions des actionnaires. Ainsi, notre travail doctoral s'inscrit pleinement dans une approche positive de la comptabilité.

Différentes théories ont été mobilisées au sein des recherches antérieures sur la diffusion volontaire d'informations. Celles-ci peuvent être regroupées en deux catégories selon qu'elles relèvent d'une approche économique ou d'une approche socio-politique (Xiao et al. 2004 ; Clarkson et al. 2008). S'agissant de l'approche économique, les deux théories les plus souvent utilisées pour aborder la diffusion volontaire d'informations sont la théorie de l'agence et la théorie du signal (Xiao et al. 2004)²⁷. Quant à l'approche socio-politique, elle inclut des perspectives en lien avec (i) la théorie des parties prenantes ; (ii) la théorie de la légitimité et (iii) l'économie politique (Gray et al. 1995).

La différence majeure entre ces deux approches provient de leur façon d'appréhender l'organisation. Dans le cas de l'approche socio-politique, l'organisation est fortement ancrée dans l'environnement institutionnel dans lequel elle évolue (Tolbert et Zucker 1983). Des informations vont être volontairement diffusées dans un objectif de maintien de la position de l'organisation au sein de cet environnement. Merkl-Davies et Brennan (2007) soulignent qu'une telle approche est plutôt adoptée lorsque (i) la problématique traitée est d'ordre sociétale et (ii) le public visé par la diffusion volontaire d'informations est la société dans son ensemble. Cela ne correspond pas à notre objet de recherche. Plusieurs auteurs soulignent en effet que les principaux destinataires de l'information diffusée lors d'OPA/OPE sont les actionnaires de la cible (ex. Newman 1983 ; Brennan 1999) puisque c'est à eux à qui revient la décision ultime d'accepter ou non l'offre proposée. Ainsi, nous retenons dans le cadre de ce travail doctoral une approche économique de la diffusion volontaire d'informations.

Dans une approche économique, deux logiques sous-tendent la diffusion volontaire d'informations : une logique informative et une logique opportuniste (Merkl-Davies et

²⁷ L'ancrage économique de la théorie de l'agence a par ailleurs été souligné par Eisenhardt (1989).

Brennan 2007). Dans une logique informative, la diffusion volontaire d'informations permet d'améliorer la prise de décision des actionnaires, ou plus généralement des investisseurs, en leur fournissant des informations pertinentes, par exemple sur les flux futurs générés par l'entreprise (Holthausen 1990). Suivant cette logique, le marché percevrait négativement un *reporting* de mauvaise qualité, ce qui aurait une conséquence négative sur le prix des actions. Etant donné le lien entre rémunération des dirigeants et prix des actions, les dirigeants devraient privilégier la diffusion d'informations utiles à la prise de décision (ex. Baginski et al. 2000). Dans cette configuration, la réduction de l'asymétrie informationnelle est donc tout aussi bien dans l'intérêt des dirigeants que dans celui des actionnaires.

Dans une logique opportuniste, les dirigeants peuvent être tentés d'exploiter l'asymétrie d'informations avec les actionnaires à leur avantage en diffusant des informations volontaires qui vont fournir une image erronée de l'entreprise et de ses performances aux actionnaires. Suivant cette logique, lorsque les dirigeants altèrent la qualité du *reporting*, cela peut temporairement influencer les perceptions et/ou décisions des actionnaires. Afin d'atteindre des objectifs qui leur sont propres, les dirigeants vont alors diffuser des informations visant à « tromper » les actionnaires, ce qui peut conduire à une mauvaise allocation des capitaux par ces derniers (Merkel-Davies et Brennan 2007). C'est souvent dans des situations où l'action du dirigeant risque d'être remise en cause, ou du moins perçue négativement, par les actionnaires qu'une telle diffusion a lieu (ex. en cas de faibles performances). Dans une logique opportuniste, la diffusion volontaire d'informations se fait donc au détriment des actionnaires et il y a là une distinction majeure avec la logique informative. Cela est conforme à définition de l'opportunisme de Watts et Zimmerman (1990) selon laquelle les comportements des dirigeants peuvent être qualifiés d'opportunistes si et seulement si l'atteinte de leurs objectifs personnels vient diminuer la richesse des autres parties au contrat.

L'asymétrie d'informations entre dirigeants et actionnaires figure donc à la base de ces deux logiques. Il s'agit soit de réduire l'asymétrie d'informations (logique informative) soit d'exploiter cette asymétrie d'informations (logique opportuniste), avec des conséquences différentes en termes de maximisation de l'utilité des actionnaires. Les logiques informative et opportuniste de la diffusion volontaire d'informations sont successivement présentées. Puis, une application au contexte des OPA/OPE est proposée.

3.1 Logique informative

Deux théories sont utilisées pour étudier la diffusion volontaire d'informations dans une logique informative : la théorie du signal et la théorie de l'agence. Dans une perspective de signal (3.1.1), la diffusion volontaire d'informations va permettre aux dirigeants des « bonnes » entreprises de se distinguer des « mauvaises ». Il s'ensuit une réduction de l'asymétrie informationnelle et une meilleure allocation des capitaux par les investisseurs. Dans une perspective d'agence (3.1.2), la réduction de l'asymétrie d'informations va limiter les conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires et donc les coûts d'agence qui en découlent. Cela sera favorable à la valeur de la firme et donc aux actionnaires, mais aussi aux dirigeants dont le capital financier et humain est investi dans l'entreprise.

Dans les deux cas, la diffusion volontaire d'informations permet une réduction de l'asymétrie informationnelle entre dirigeants et actionnaires. Notons que même si l'élément central du cadre d'analyse posé par la théorie de l'agence « *se situe dans la relation d'agence et dans les conflits d'intérêt qui lui sont liés* », l'asymétrie informationnelle entre les dirigeants et les actionnaires apparaît aussi être une des caractéristiques importantes de ce cadre d'analyse (Charreaux 1997, p. 1903). Cela participe à la compatibilité de la théorie de l'agence et de la théorie du signal (3.1.3).

3.1.1 Signal

Les fondements de la théorie du signal sont tout d'abord exposés (3.1.1.a). Puis, les études sur la diffusion volontaire d'informations en tant que signal de la qualité de l'entreprise sont présentées (3.1.1.b).

3.1.1.a Fondements

L'asymétrie d'informations entre vendeurs et acheteurs sur la qualité d'un bien peut altérer le bon fonctionnement du marché concerné. En effet, les acheteurs ne connaissant pas la qualité réelle du bien, n'acceptent de payer que le prix d'un bien de qualité moyenne. Les biens de bonne qualité ne seront ainsi acquis qu'à un prix inférieur à leur vraie valeur, comme l'a montré Akerlof (1970) dans le cas du marché des voitures d'occasion. Cela peut *in fine* amener les « bonnes » entreprises à se retirer du marché : c'est le phénomène d'anti-sélection. Il en résulte que les dirigeants des « bonnes » entreprises ont tout intérêt à diffuser des informations leur permettant de se distinguer des « mauvaises ». Le problème est que les dirigeants des « mauvaises » entreprises peuvent être tentés d'émettre les mêmes informations pour faire croire qu'ils appartiennent également au groupe des « bonnes » entreprises. Pour éviter un tel phénomène, il faut rendre l'envoi de signaux coûteux (Spence 1973) et pénaliser la diffusion de fausses informations.

Appliquons cela au cas du marché financier. Les dirigeants, qui sont le plus souvent les mieux informés sur l'entreprise qu'ils gèrent, ont tout intérêt à envoyer des signaux en direction du marché dans le but de faire connaître la « vraie » valeur de leur entreprise et ainsi de diminuer l'incertitude liée aux flux futurs de l'entreprise. L'objectif sous-jacent est de permettre aux investisseurs sur le marché financier de formuler correctement leurs anticipations et d'allouer efficacement leurs capitaux, et ainsi d'éviter le phénomène d'anti-

sélection. Deux types de signaux peuvent être utilisés par les dirigeants : la politique financière de l'entreprise et la diffusion volontaire d'informations.

La politique financière de l'entreprise, dont le niveau d'endettement (Ross 1977) et la distribution de dividendes (Bhattacharya 1979), constitue le premier type de signal à disposition des dirigeants. L'endettement est un signal de bonne situation financière de l'entreprise dans la mesure où seules les entreprises performantes seront en mesure d'honorer leurs engagements. De la même façon, les dividendes renseignent les actionnaires sur les flux futurs de l'entreprise attendus par les dirigeants, étant donnée l'asymétrie informationnelle existante sur la rentabilité des projets d'investissement.

La diffusion volontaire d'informations constitue le second type de signal à disposition des dirigeants. Elle permet plus précisément aux dirigeants des « bonnes » entreprises de se distinguer des « mauvaises » en renseignant les investisseurs sur la qualité de l'entreprise. Ce second type de signal fait l'objet des développements ci-après car il se situe au cœur de notre objet de recherche.

3.1.1.b Diffusion volontaire d'informations et signal

La diffusion volontaire d'informations peut être utilisée par les dirigeants pour signaler aux investisseurs la qualité de leur entreprise. Elle permet de réduire l'asymétrie d'informations et les incertitudes quant aux flux futurs générés par l'entreprise. Afin d'évaluer au mieux les titres proposés, les investisseurs ont par exemple besoin d'informations qui ne soient pas uniquement tournées vers le passé. C'est ainsi que les premiers travaux menés sur la diffusion d'informations en tant que signal de la qualité de l'entreprise se sont focalisés sur la diffusion volontaire de prévisions de résultats. Dans une perspective de signal, les prévisions de résultats diffusées devraient être majoritairement de bonnes nouvelles (Milgrom 1981). Penman (1980) et Miller (2002) montrent, en ce sens, que les entreprises qui diffusent volontairement des prévisions ont de bonnes perspectives futures, alors que celles qui évitent

ce type de diffusion ont de moins bonnes perspectives. Ainsi, le marché réagit positivement à la diffusion de prévisions de résultats en raison de leur contenu favorable. Lev et Penman (1990) nuancent cependant ces affirmations en montrant que les entreprises qui ne diffusent pas d'informations ne présentent pas nécessairement de « mauvaises » perspectives. De plus, la réaction positive du marché obtenue par Penman (1980) peut s'expliquer par d'autres facteurs que le contenu favorable des prévisions, comme par exemple la capacité des dirigeants à anticiper les changements relatifs à l'environnement économique de leur entreprise (Trueman 1986).

Bien évidemment, les entreprises qui présentent de bonnes performances peuvent signaler leur supériorité en diffusant d'autres types d'informations (ex. informations sur le capital immatériel). Elles peuvent également se distinguer dans leur façon de présenter l'information ou encore de par le langage utilisé au sein des communications. Dans cette lignée, Smith et Taffler (1992) et Rutherford (2003) soulignent que les entreprises qui ont de bonnes performances devraient diffuser l'information de façon claire et lisible, alors que l'information diffusée par celles qui ont de moins bonnes performances devrait être plus confuse. Enfin, Davis et al. (2012) montrent que l'adoption d'un langage optimiste par les dirigeants va de pair avec de bonnes performances futures, conférant ainsi au langage un rôle de signal.

3.1.2 Coûts d'agence

Les fondements de la théorie de l'agence sont tout d'abord exposés (3.1.2.a). Puis, le lien entre diffusion volontaire d'informations et coûts d'agence est discuté (3.1.2.b).

3.1.2.a Fondements

Berle et Means (1932) sont les premiers à constater au sein des grandes firmes américaines une séparation entre la fonction de propriété exercée par les actionnaires et la fonction de

contrôle pratiquée par les dirigeants. Jensen et Meckling (1976) vont par la suite apposer le terme de « *relation d'agence* » pour définir le contrat reliant le principal (actionnaire) et l'agent (dirigeant), le principal ayant recours au service de l'agent pour accomplir en son nom une tâche. L'entreprise est ainsi assimilée à un « *nœud de contrats* » ou de « *relations d'agence* » associant notamment les dirigeants et actionnaires.

La relation d'agence implique une certaine délégation de pouvoir du principal au profit de l'agent. Etant au cœur de l'entreprise, les dirigeants sont amenés à disposer d'informations que ne possèdent pas les actionnaires, ces derniers étant plus rarement impliqués dans le quotidien de l'entreprise. Il s'ensuit une asymétrie informationnelle entre ces deux parties pouvant conduire les dirigeants à maximiser davantage leur propre utilité (conservation de leur emploi et maintien de leur rémunération), que celle des actionnaires de l'entreprise qu'ils dirigent (maximisation de leur richesse), cela compte tenu de l'hypothèse de rationalité de l'agent.

Les conflits d'intérêts résultent donc des décisions de gestion potentiellement prises par les dirigeants au détriment des actionnaires. Les dirigeants peuvent en effet être tentés d'augmenter de façon excessive leurs rémunérations et avantages en nature, notamment lorsqu'ils ne détiennent qu'une faible proportion du capital de l'entreprise (Jensen et Meckling 1976). Bien avant eux, Smith (1776) avait fait remarquer que : « *Les directeurs de ces sortes de compagnies (les sociétés par actions) étant les régisseurs de l'argent d'autrui plutôt que de leur propre argent, on ne peut guère s'attendre à ce qu'ils y apportent cette vigilance exacte et soucieuse que des associés apportent souvent dans le maniement de leurs fonds* » (p. 401)²⁸.

²⁸ Traduction de la citation suivante : “*The directors of such (joint-stock) companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own*”.

Les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants trouvent également leur origine dans des divergences en termes d'aversion au risque et d'horizon temporel. Les dirigeants, soucieux de conserver leur emploi, ont tendance à s'engager dans des investissements moins risqués que ceux qui auraient été effectués par les actionnaires eux-mêmes. De même, les dirigeants peuvent être tentés d'écarter des projets de long terme dont les retombées auront lieu après leur mandat, alors que les actionnaires pouvant avoir une durée de vie illimitée dans l'entreprise sont plus enclins à accepter ce type de projet.

Face à ces conflits d'intérêts, les actionnaires vont mettre en place, au niveau interne, des dispositifs leur permettant de contrôler l'action des dirigeants. Ces dispositifs incluent le CA, le contrôle direct par les actionnaires et la mise en place d'un système de rémunération variable des dirigeants. De tels dispositifs vont engendrer des « *coûts d'agence* » (Jensen et Meckling 1976) : (i) coûts de surveillance engagés par le principal pour contrôler l'action de l'agent, (ii) coûts de dédouanement supportés par l'agent pour montrer au principal qu'il œuvre bien dans l'intérêt de celui-ci et (iii) perte résiduelle (ou coût d'opportunité) puisque la valeur de l'entreprise est inférieure à ce qu'elle aurait dû être compte tenu des deux coûts précédents.

3.1.2.b Diffusion volontaire d'informations et coûts d'agence

Selon Depoers (2000b), la théorie de l'agence est le cadre théorique qui a été le plus fréquemment mobilisé dans les études relatives à la diffusion volontaire d'informations. En réduisant l'asymétrie informationnelle entre dirigeants et actionnaires, la diffusion volontaire va limiter les conflits d'intérêts entre ces deux parties et finalement réduire les coûts d'agence qui en découlent. Ces coûts d'agence influencent négativement la valeur de la firme et sont donc défavorables (i) à la richesse des actionnaires et (ii) aux dirigeants dont le capital financier et humain est investi dans l'entreprise (Baginski et al. 2000). Les dirigeants ont donc un intérêt personnel à minimiser les coûts d'agence (Jensen et Meckling 1976) par le biais de

la diffusion d'informations (Leftwich et al. 1981), minimisation des coûts d'agence qui sera *in fine* favorable à la richesse des actionnaires.

Les dirigeants sont plus précisément incités à diffuser volontairement des informations pour se dédouaner si l'augmentation de la valeur de la firme liée à la diminution des coûts d'agence est supérieure aux avantages en nature perdus du fait de cette divulgation. Etant donnée la concurrence existant sur le marché de l'emploi, la diffusion volontaire peut aussi être un moyen, pour les dirigeants, de révéler de l'information sur leurs compétences. En d'autres termes, il s'agit de mettre en valeur leurs actions si les performances réalisées sont satisfaisantes ou, dans le cas contraire, de justifier leurs actions. Dans une perspective d'agence, les dirigeants vont donc également diffuser des informations volontaires pour annoncer de mauvaises nouvelles. L'objectif sous-jacent est alors de se justifier afin d'éviter une diminution de la valeur de leur capital humain sur le marché du travail et/ou que leur entreprise ne fasse l'objet d'une prise de contrôle disciplinaire (Healy et Palepu 2001).

Il existe de nombreux travaux visant à expliquer les différences de niveaux de publication volontaire dans les rapports annuels par une étude des déterminants (ex. Cooke 1989 ; Meek et al. 1995 ; Raffournier 1995 ; Depoers 2000b). Au sein de ces études, les déterminants testés sont fréquemment issus de la théorie de l'agence. La taille et l'endettement peuvent par exemple être considérés comme représentatifs des coûts d'agence. Plus ils augmentent et plus les entreprises sont incitées à diffuser volontairement des informations afin de réduire ces coûts. Les coûts d'agence sont également une fonction croissante de la dispersion du capital. Une relation positive entre dispersion du capital et niveau de publication volontaire dans les rapports annuels a été documentée par Chau et Gray (2002).

Ainsi, dans une logique informative, la diffusion volontaire d'informations peut être étudiée dans le cadre de la théorie du signal et de la théorie de l'agence. La compatibilité entre ces deux théories est discutée dans la sous-section suivante.

3.1.3 Compatibilité des théories

Morris (1987) indique que la théorie du signal et la théorie de l'agence sont utilisées dans la littérature en comptabilité pour aborder des questions de recherche similaires. Sur la base de ce constat, l'auteur s'interroge sur la compatibilité de ces deux théories. Il étudie notamment les conditions nécessaires et suffisantes sous-jacentes à chacune d'entre elles et effectue un certain nombre de rapprochements.

Tout d'abord, il apparaît que la rationalité des individus est une condition suffisante commune aux deux théories. Dans un cas comme dans l'autre, les individus sont supposés rationnels, c'est-à-dire qu'ils vont chercher à maximiser leur richesse. Ensuite, l'asymétrie d'informations est une condition nécessaire à la théorie du signal puisqu'en son absence, le besoin d'émettre des signaux est nul. S'agissant de la théorie de l'agence, on retiendra comme condition nécessaire la séparation de la propriété et du contrôle. Or, la séparation de ces deux fonctions implique, comme nous l'avons vu précédemment, une asymétrie d'informations.

Enfin, l'auteur souligne que plusieurs dispositifs visant à aligner les intérêts des dirigeants et des actionnaires (ex. dividendes et rémunération variable des dirigeants) sont aussi considérés dans la littérature comme des mécanismes de signal. Prenons par exemple le cas des dividendes. Ces derniers permettent de limiter l'espace discrétionnaire des dirigeants et constituent en ce sens un dispositif de contrôle. Or, dans le modèle proposé par Battacharya (1979 ; 1980), les dividendes sont employés comme signal sur les flux de liquidités qui seront dégagés par l'entreprise dans le futur.

Ainsi, il ressort que la théorie du signal et la théorie de l'agence sont compatibles et peuvent être mobilisées conjointement au sein de notre travail de recherche. La diffusion volontaire d'informations peut aussi être effectuée dans une logique opportuniste. Cela fait l'objet de la section suivante.

3.2 Logique opportuniste

La diffusion volontaire d'informations dans une logique opportuniste trouve son fondement dans les conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires et peut, en ce sens, s'ancrer dans la théorie de l'agence (3.2.1). Elle relève de la gestion des impressions (3.2.2).

3.2.1 Conflits d'intérêts : source de distorsion de l'information ?

Selon Merkl-Davies et Brennan (2007), la diffusion volontaire d'informations peut aussi se faire dans une logique opportuniste. Lorsque les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants sont particulièrement forts, ces derniers peuvent être tentés d'exploiter à leur avantage l'asymétrie informationnelle avec les actionnaires et ainsi diffuser des informations volontaires qui vont leur fournir une image erronée de l'entreprise et de ses performances. Il s'agit pour les dirigeants d'atteindre des objectifs qui leur sont propres en diffusant des informations destinées à « tromper » les actionnaires. Une telle diffusion relève d'une logique opportuniste puisqu'elle peut conduire à une mauvaise allocation des ressources par les actionnaires (Healy et Wahlen 1999). Elle découle de la relation d'agence entre dirigeants et actionnaires et des conflits d'intérêts caractérisant cette relation (García Osma et Guillamón-Saorín 2011), d'où un ancrage potentiel des études sur la diffusion d'informations dans une logique opportuniste au sein de la théorie de l'agence²⁹.

Ces études se focalisent pour la plupart sur la manipulation des perceptions des *outsiders* en cas de faibles performances. De telles performances sont en effet génératrices de forts conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants en raison : (i) d'une baisse potentielle des dividendes versés aux actionnaires (De Angelo et De Angelo 1990) et (ii) des risques encourus par les dirigeants en termes d'emploi et de réputation (ex. Gilson 1989). Ainsi, si les

²⁹ D'autres auteurs ont adopté une perspective néo-institutionnelle (ex. Bansal et Clelland 2004). Dans cette perspective, les stratégies adoptées en la matière par les dirigeants visent à répondre aux pressions exercées par les parties prenantes.

actionnaires ont intérêt à ce que les projets générateurs de faibles performances s'arrêtent, les dirigeants peuvent eux être tentés de les prolonger afin de sauvegarder leur réputation et leur emploi (Harrison et Harrell 1993). Cela explique les stratégies de diffusion d'informations observables en cas de faibles performances.

Abrahamson et Park (1994) montrent par exemple que les dirigeants ont tendance à adopter, dans leurs lettres aux actionnaires, des stratégies de diffusion visant à dissimuler de faibles performances. Plusieurs études révèlent ensuite que de mauvaises performances sont plutôt attribuées à des facteurs externes, non contrôlables par les dirigeants (ex. Staw et al. 1983 ; Salancik et Meindl 1984 ; Clatworthy et Jones 2003). En cas de performances en déclin, les dirigeants ont tendance à se focaliser davantage sur le futur (Clatworthy et Jones 2006) et à adopter un ton optimiste lorsqu'ils énoncent des informations prospectives (Schleicher et Walker 2010). Enfin, Subramanian et al. (1993) montrent que l'information diffusée en cas de faibles performances est moins lisible que celle diffusée en cas de bonnes performances. Ces résultats sont corroborés par l'étude de Li (2008).

Ainsi, si certaines études se focalisent sur la distorsion de l'information en cas de forts conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires, d'autres adoptent une perspective de gestion des impressions. La gestion des impressions est plus vaste que la distorsion de l'information puisqu'elle inclut notamment la façon dont l'information est présentée. La section suivante est consacrée à la gestion des impressions.

3.2.2 Gestion des impressions

La première sous-section est consacrée à la présentation des travaux de Goffman qui sont à l'origine de la gestion des impressions. La deuxième sous-section précise ce qu'il faut entendre par gestion des impressions.

3.2.2.a A l'origine de la gestion des impressions : les travaux de Goffman (1973a ; 1973b)

La gestion des impressions trouve son origine dans les travaux de Goffman (1973a ; 1973b). Dans ces ouvrages, l'auteur examine « *de quelle façon une personne, dans les situations les plus banales, se présente elle-même et présente son activité aux autres, par quels moyens elle oriente et gouverne l'impression qu'elle produit sur eux* » (p. 9). Autrement dit, l'individu agit « *de façon à donner, intentionnellement ou non, une expression de lui-même, et les autres à leur tour doivent en retirer une certaine impression* » (p. 12).

Une perspective de représentation théâtrale est adoptée, c'est-à-dire que le monde est assimilé à la scène d'un théâtre et les interactions sociales à des « *représentations* ». L'individu est quant à lui présenté comme un « *acteur* » qui opère une « *représentation* » devant un « *public* », c'est-à-dire qu'il va présenter avec son « *équipe* » une définition donnée d'une situation. L'objectif permanent de l'« *équipe* » va alors être de maintenir la définition de la situation proposée par la « *représentation* ». Selon Goffman (1973a), ce schéma est applicable à n'importe quelle organisation réelle, toute organisation pouvant être étudiée du point de vue de la maîtrise des impressions. L'auteur distingue la « *région antérieure* » qui est le lieu où la « *représentation* » est donnée, de la « *région postérieure* » où l'on va préparer la « *représentation* ». C'est dans la « *région antérieure* » qu'apparaissent les faits accentués qui vont favoriser la production de l'impression. Finalement, l'interaction peut être perçue comme un dialogue entre deux équipes : l'équipe des acteurs et celle des spectateurs (c.à.d. le public). Soutenir, devant les autres, une définition donnée d'une situation soulève donc des problèmes d'ordre dynamique. Il est ainsi difficile d'étudier la représentation d'un acteur sans se pencher sur les impressions qu'en retire le public.

La métaphore du théâtre peut parfaitement être appliquée au monde de l'entreprise. Dans ce cadre, les dirigeants peuvent être perçus comme des « *acteurs* » qui vont présenter une définition donnée de la situation financière de l'entreprise aux actionnaires. Ces derniers constituent ainsi le « *public* » devant qui est effectuée la « *représentation* » et dont ils vont

retirer des impressions concernant l'entreprise. La représentation soulevant des problèmes d'ordre dynamique (Goffman 1973a), il nous a semblé important d'adopter au sein de ce travail doctoral un double positionnement dirigeants/actionnaires. Précisons maintenant ce qu'il faut entendre par gestion des impressions.

3.2.2.b Définitions

Les premières définitions de la gestion des impressions apparaissent dans la littérature en psychologie au début des années 1980. La gestion des impressions est tout d'abord définie par Schlenker (1980, p. 6) comme « *la tentative consciente ou inconsciente de contrôler les images qui sont projetées dans les interactions sociales réelles ou imaginées* »³⁰. Pour Tedeschi et Riess (1981, p. 3) (cité par Arndt et Bigelow (2000, p. 496)), la gestion des impressions désigne « *tout comportement dont l'objectif est de contrôler ou manipuler les attributions et les impressions que les autres ont de cette personne* »³¹. Enfin, selon Leary et Kowalski (1990, p. 34), il s'agit du « *processus par lequel les individus tentent de contrôler les impressions que les autres ont d'eux* »³².

La gestion des impressions a ensuite été développée dans un contexte organisationnel avec notamment les travaux de Caldwell et O'Reilly (1982) et de Gardner et Martinko (1988). Dans ce contexte, la gestion des impressions renvoie à « *toute action délibérément conçue et menée afin d'influencer les perceptions de l'organisation d'une audience* »³³ (Elsbach et al. 1998, p. 68). Plus récemment et davantage en lien avec notre objet de recherche, Godfrey et al. (2003, p. 96) indiquent qu'il y a gestion des impressions lorsque les dirigeants

³⁰ Notre traduction de la citation suivante : "*the conscious or unconscious attempt to control images that are projected in real or imagined social interactions*".

³¹ Notre traduction de la citation suivante : "*any behavior that has the purpose of controlling or manipulating the attributions and impressions formed of that person by others*".

³² Notre traduction de la citation suivante : "*the process by which individuals attempt to control the impressions others form of them*".

³³ Notre traduction de la citation suivante : "*Organizational impression management refers to any action purposefully designed and carried out to influence an audience's perceptions of an organization*".

« sélectionnent l'information à diffuser et la présentent d'une façon qui déforme la perception qu'ont les lecteurs des réalisations de l'entreprise »³⁴. Ainsi, en contrôlant ce qui est diffusé et comment, les dirigeants chercheraient en réalité à influencer les perceptions des parties prenantes (Bansal et Kistruck 2006), l'objectif sous-jacent étant d'être perçus favorablement (Hooghiemstra 2000). Yuthas et al. (2002, p. 142) parlent à cet effet d'utilisation stratégique de la diffusion d'informations.

Dans le domaine de la comptabilité, une influence significative de l'étude de Merkl-Davies et Brennan (2007) se doit d'être soulignée. Les auteurs proposent une typologie des stratégies de gestion des impressions existantes et recensent les principales recherches relatives à chacune d'entre elles. Les différentes stratégies mentionnées sont : (i) la manipulation de la facilité de lecture, (ii) la manipulation rhétorique, (iii) la manipulation thématique, (iv) la manipulation visuelle et structurelle, (v) les comparaisons de performance et (vi) le choix des chiffres comptables. Enfin, Brennan et al. (2009) proposent la construction d'un score de gestion des impressions qui sera par la suite utilisé par García Osma et Guillaumon-Saorín (2011). Ce score capture différentes stratégies de gestion des impressions et mêle informations qualitatives et quantitatives.

Maintenant que les deux logiques qui sous-tendent la diffusion volontaire d'informations ont été présentées, une application au contexte des OPA/OPE est proposée.

3.3 Application au contexte des OPA/OPE

La diffusion d'informations lors d'OPA/OPE peut aussi se faire dans une logique informative ou opportuniste.

³⁴ Notre traduction de la citation suivante : *"it (impression management) occurs when management selects the information to display and presents that information in a manner that is intended to distort readers' perceptions of corporate achievements"*.

3.3.1 Logique informative

Dans une logique informative, la diffusion volontaire d'informations par l'entreprise cible vise une réduction de l'asymétrie d'informations entre : (i) les dirigeants et actionnaires de la cible et (ii) les dirigeants de la cible et ceux de l'acquéreuse. De la même façon, il s'agit pour l'entreprise acquéreuse de diminuer l'asymétrie d'informations entre (i) les dirigeants et actionnaires de l'acquéreuse et (ii) les dirigeants de l'acquéreuse et les dirigeants et actionnaires de la cible.

3.3.1.a Signal

Dans une perspective de signal, la diffusion volontaire d'informations va permettre aux dirigeants des entreprises acquéreuses et/ou cibles d'envoyer aux actionnaires de la cible un signal sur la qualité du *deal* (Brennan 1995) et ainsi de distinguer l'opération proposée des opérations à faible valeur ajoutée. Le but est alors de susciter l'adhésion des actionnaires au projet de rapprochement (cas des offres amicales). Les prévisions de résultats et informations sur les synergies constituent des exemples de signaux sur la qualité du deal (ex. Durtordoir et al. 2014).

Un signal de même type peut être envoyé par l'acquéreuse à ses actionnaires. Selon Durtordoir et al. (2014), il s'agit alors pour les dirigeants de l'acquéreuse de montrer à leurs actionnaires qu'elles ne surpayent pas la cible par excès d'optimisme (Roll 1986). Dans le cadre d'opérations financées par échange d'actions, les dirigeants peuvent aussi utiliser la diffusion volontaire d'informations pour prouver aux actionnaires que l'opération ne vise pas seulement à tirer profit de la surévaluation des actions, mais que celle-ci est pertinente du point de vue stratégique³⁵.

³⁵ Plusieurs études ont en effet montré que le moyen de paiement en actions envoie un signal négatif au marché puisqu'il est plutôt le fait d'acquéreuses surévaluées (Travlos 1987 ; Shleifer et Vishny 2003 ; Rhodes-Kropf et Viswanathan 2004 ; Dong et al. 2006).

S'agissant des opérations hostiles, la diffusion d'informations va permettre aux dirigeants de la cible de signaler à l'acquéreuse qu'ils ont l'intention de se défendre et de résister à l'offre. Cela a notamment été souligné par Brennan (1999) dans le cas de la diffusion volontaire de prévisions de résultats.

3.3.1.b Coûts d'agence

Pour évaluer une offre, les actionnaires de la cible ne disposent que de l'information publique, alors que les dirigeants de la cible, qui sont au cœur de l'entreprise, disposent à la fois d'informations privées et publiques (Cooke et al. 1998). Hors contextes spécifiques, les dirigeants peuvent être tentés de tirer profit de cette asymétrie d'informations afin de s'approprier des avantages, pécuniaires ou non, appelés bénéfices privés. En contexte d'OPA/OPE, étant donné le risque important de perte d'emploi encouru par les dirigeants de la cible (Walkling et Long 1984 ; Agrawal et Walkling 1994), ces derniers ont tout intérêt à « sacrifier » une partie de leurs bénéfices privés afin de conserver leur emploi. Il en résulte une diffusion volontaire d'informations visant à réduire l'asymétrie d'informations entre dirigeants et actionnaires de la cible.

En contexte d'OPA/OPE amicales, une deuxième relation d'agence est à noter entre les dirigeants des entreprises acquéreuse et cible. Une perspective possible est d'intégrer le modèle d'agence dyadique développé par Charreaux (1999) sur la base de la théorie de l'agence (Jensen et Meckling 1976) pour analyser cette relation. Son application au contexte des fusions-acquisitions a été préconisée par Pochet (2000). Dans ce modèle, la relation d'agence classique est remplacée par une relation de coopération entre deux parties (les dirigeants des entreprises acquéreuse et cible) qui ont décidé de collaborer à un projet commun (le rapprochement). L'objectif de cette coopération est de procéder à l'évaluation des partenaires. Dans le cadre de cette évaluation, Pochet (2000) souligne qu'il y a asymétrie d'informations entre les deux dirigeants et conflits d'intérêts. L'asymétrie d'informations

résulte du fait que chacune des entreprises impliquées possède davantage d'informations sur elle-même, mais que l'entreprise acquéreuse peut disposer de plus d'informations sur la cible que n'en dispose cette dernière sur l'acquéreuse (ou inversement). Les conflits d'intérêts sont liés au partage « *de la rente générée par le regroupement d'entités complémentaires* » (Pochet 2000, p. 188), chacun des dirigeants essayant d'en obtenir la plus grande part. Dans ce contexte, la diffusion volontaire d'informations peut permettre aux entreprises concernées de « garantir » les informations diffusées lors de la phase de négociation.

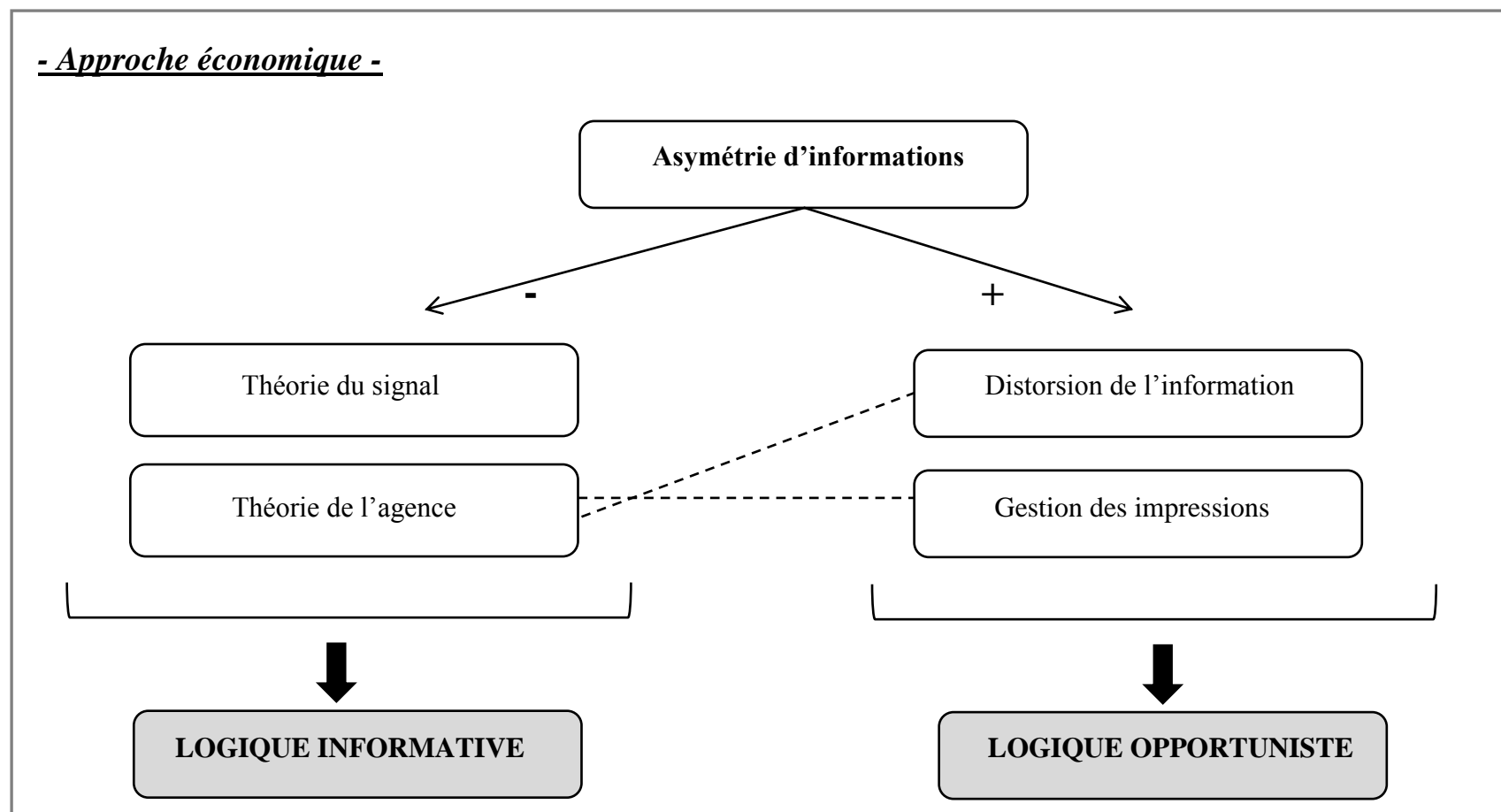
3.3.2 Logique opportuniste

Nous avons vu précédemment que lorsque les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants étaient particulièrement forts (ex. en cas de faibles performances), cela pouvait donner lieu à une diffusion d'informations dans un objectif opportuniste. Les OPA/OPE sont également des événements qui viennent exacerber les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants de la cible (Harford 2003). Selon la proportion de capital qu'ils détiennent, les dirigeants peuvent en effet être plus soucieux de la conservation de leur emploi, du montant de leurs indemnités de départ ou encore de la conservation du contrôle de la cible que du prix qui va être payé aux actionnaires. Plus encore, ils peuvent s'opposer à une opération qui serait dans l'intérêt des actionnaires (Buchholtz et Ribbens 1994 ; Henry 2005), si aucun poste ne leur est proposé par l'acquéreuse. Il faut dire que la probabilité que les dirigeants de la cible perdent leur emploi à la suite d'une OPA/OPE est assez importante, particulièrement dans le cas d'offres hostiles (Franks et Mayer 1996 ; Kini et al. 2004) et/ou de faibles performances avant l'offre (Martin et McConnell 1991). De plus, il semble qu'ils aient des difficultés à retrouver un poste équivalent sur les trois années suivant l'offre (Agrawal et Walkling 1994). Ainsi, la diffusion d'informations peut s'inscrire dans le cadre d'une stratégie d'enracinement du dirigeant de la cible.

Dans cette lignée, plusieurs études se sont intéressées à la gestion des résultats par les dirigeants de la cible en tant que réaction opportuniste à l'annonce d'une opération hostile (Easterwood 1998 ; Eddey et Taylor 1999). La gestion à la hausse des résultats par la cible vise à montrer que les termes de l'offre sont inadéquats étant données les performances de la cible. Les termes de l'offre peuvent également être contestés par le biais de la diffusion de prévisions de résultats (Brennan 1999). Westwick (1972) montre que les cibles sont moins précises que les acquéreuses lorsqu'elles émettent de telles prévisions. Enfin, Cooke et al. (1998) met en évidence que la diffusion d'informations lors d'OPA/OPE hostiles ne réduit pas l'asymétrie d'informations et revêt donc un caractère opportuniste. Cela est confirmé par Brennan et al. (2010) qui montrent que les cibles ont recours de façon intensive à des stratégies de gestion des impressions lorsqu'elles diffusent des informations.

Ainsi, selon l'approche économique, la diffusion volontaire d'informations peut se faire dans une logique informative ou opportuniste. Il s'agit pour les dirigeants de réduire l'asymétrie d'informations avec les actionnaires (logique informative) ou, au contraire, d'exploiter l'asymétrie d'informations à des fins personnelles (logique opportuniste), avec des conséquences différentes en termes de maximisation de l'utilité des actionnaires. La figure 3 résume l'ancrage théorique de la thèse.

Figure 3: Ancrage théorique de la thèse



4. Choix méthodologiques

L'étude des communiqués de presse est tout d'abord justifiée (4.1), puis les différentes méthodes de recherche utilisées dans la thèse sont présentées (4.2).

4.1 Support de diffusion étudié : les communiqués de presse

Les principaux documents obligatoires en cas d'OPA/OPE sont : (i) la note d'informations de l'acquéreuse et la note en réponse de la cible³⁶ et (ii) les documents « autres informations » relatifs aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables des sociétés concernées. Le contenu de la note d'information et de la note en réponse a été précisé dans l'instruction n°2006-07 de l'AMF relative aux offres publiques d'acquisition. Les principaux éléments qui doivent figurer dans la note d'informations sont : (i) l'identité de l'initiateur ; (ii) la teneur de son offre (ex. prix ou parité proposés) ; (iii) ses intentions pour les douze mois à venir ; (iv) les accords relatifs à l'offre et (v) l'avis du CA ou CS sur les conséquences de l'offre pour l'initiateur, ses actionnaires et salariés. La note en réponse de la cible doit notamment mentionner les points suivants : (i) une actualisation des éléments susceptibles d'avoir des conséquences en cas d'offre publique ; (ii) le rapport de l'expert indépendant ; (iii) l'avis motivé du CA ou CS concernant l'intérêt ou le risque que présente l'offre pour la société visée, ses actionnaires et salariés ; (iv) les observations du comité d'entreprise et (v) les intentions des membres des organes sociaux.

Newman (1983) constate que les actionnaires individuels semblent se tourner vers d'autres supports de diffusion que les notes d'informations, comme par exemple les communiqués de

³⁶ Lorsqu'une attestation d'équité sur les conditions financières de l'offre provenant d'un expert indépendant n'est pas requise (cf. article 261-1 du RG de l'AMF), la note d'informations peut être établie conjointement par les entreprises initiatrice et cible.

presse, lorsqu'il s'agit d'accepter ou non l'offre proposée. La principale raison mentionnée par l'auteur est liée à la longueur et à la complexité des documents obligatoires. Au cours de ces dernières années, les régulateurs se sont en effet prononcés, à plusieurs reprises, en faveur d'un recentrage de la note d'informations et de la note en réponse autour de la description des termes de l'offre³⁷, accentuant ainsi le côté « technique » de ces documents. Cela nous a incités à procéder à l'analyse des communiqués de presse diffusés lors d'OPA/OPE, une telle analyse a d'ailleurs été recommandée par Brennan et al. (2010) étant donnée la fréquence de leur diffusion dans ce contexte.

En outre, le choix des communiqués de presse se justifie pour plusieurs raisons. Tout d'abord, ils sont largement repris dans les médias et bénéficient ainsi d'une audience très large (Maat 2007). Dans le contexte des prises de contrôle hostiles, Ohl et al. (1995) montrent que c'est plus particulièrement les communiqués des cibles et leur point de vue sur l'offre qui sont relayés par la presse. Pour García Osma et Guillamón-Saorín (2011), les communiqués de presse présentent l'avantage de faciliter une diffusion rapide de l'information à un public large. Autrement dit, ils constituent un support de communication permettant aux entreprises de communiquer en temps opportun des informations à une cible donnée (Files et al. 2009). Dans le contexte des OPA/OPE, il s'agit ainsi pour les entreprises émettrices de réagir rapidement à des événements qui surviennent en cours d'offre (ex. dépôt d'une offre en surenchère ou concurrente). Les avancées technologiques récentes font qu'ils sont aujourd'hui facilement accessibles par les investisseurs (Guillamón-Saorín et Sousa 2010). Ils peuvent notamment figurer au sein de canaux de diffusion (Lang et Lundholm 2000) ou encore sur les sites Web des entreprises. Ensuite, les communiqués sont rédigés dans un langage particulièrement expressif (Aerts et Cormier 2009), ce qui devrait renforcer le caractère

³⁷ Directives Transparence, Prospectus, OPA : Un nouveau cadre pour la communication financière des sociétés cotées, conférence de l'AMF, 26 septembre 2006.

OPA et expertise indépendante, conférence IMA (Institute of Management Accountants), 17 septembre 2008.

persuasif du message envoyé aux actionnaires, ou plus généralement aux parties prenantes. Enfin, ils restent encore trop peu étudiés notamment dans le contexte européen (Brennan et al. 2009).

4.2 Diversité des méthodes de recherche utilisées

Les trois méthodes de recherche mobilisées dans la thèse sont successivement présentées et justifiées.

4.2.1 Modèle économétrique

Le premier article vise à analyser les facteurs incitatifs à la diffusion volontaire d'informations des entreprises cibles d'OPA/OPE. L'analyse des données s'est effectuée en trois temps. D'abord, étant donné que l'échantillon constitué porte sur une période d'étude relativement longue (1999-2011), il semble intéressant de débiter l'analyse par des statistiques descriptives concernant les opérations réalisées sur le marché français. Ensuite, nous comparons en fonction des facteurs étudiés deux groupes d'entreprises cibles : celles qui diffusent volontairement des informations sur les synergies et celles qui ne le font pas. Une telle comparaison a été effectuée via des tests du Chi-deux ou des tests de comparaisons de moyennes (tests de Student et tests de Wilcoxon) selon la nature de la variable représentative de chaque facteur. Finalement, la variable à expliquer (décision de diffusion) étant dichotomique, l'étude des déterminants a été réalisée via une régression logistique (modèle logit). Les effets marginaux³⁸ ont été calculés afin de statuer quant à la signification économique des résultats obtenus.

³⁸ Commande mfx sur stata 10.

4.2.2 Analyse lexicale

L'idée de base de l'analyse lexicale est de rendre compte du discours de l'énonciateur en substituant à l'étude d'un corpus de textes celle de l'ensemble des mots qui le composent (Gavard-Perret et Moscarola 1998). Autrement dit, il s'agit de répondre à la question « *de quoi parle-t-on ?* » (Fallery et Rodhain 2007, p. 2) en découvrant l'information essentielle contenue dans un ensemble de textes. L'objectif est plus précisément d'identifier, à partir de statistiques lexicales (Lebart et Salem 1994), des proximités entre différents textes et de les caractériser en fonction de leur vocabulaire le plus représentatif.

L'analyse lexicale a été privilégiée par rapport à une analyse de contenu manuelle pour plusieurs raisons. D'abord, l'analyse lexicale permet d'étudier les textes à analyser sans *a priori*, c'est-à-dire en n'ayant aucun présupposé concernant leur contenu (Moscarola et al. 2002). Cette méthodologie est adaptée ici étant donnée la quasi-absence de littérature sur la diffusion volontaire d'informations lors d'OPA/OPE. Ensuite, par rapport à une analyse de contenu manuelle, l'analyse lexicale présente des avantages en termes de fiabilité, comparabilité et stabilité des résultats obtenus (Morris 1994). Les logiciels d'analyse lexicale fonctionnent en effet à partir de statistiques qui permettent « *de regarder plus objectivement et plus rigoureusement le contenu* » (Gavard-Perret et Helme-Guizon 2008, p. 265), le chercheur intervenant principalement dans la phase d'interprétation des résultats.

L'analyse lexicale a été conduite à l'aide du logiciel ALCESTE (Reinert 1983 ; 1990) qui est un logiciel à la fois complet et polyvalent (Duyck 2001). Plusieurs études en sciences de gestion ont eu recours à ce logiciel : par exemple pour analyser le discours dans les lettres du président (Duyck 2002 ; Chekkar et Onnée 2006 ; Platet-Pierrot et Giordano-Spring 2011), dans les prospectus d'introduction en bourse (Chahine et Mathieu 2003) ou encore ceux prononcés à l'occasion de remises de médailles du travail (Floquet 2012). Par rapport à d'autres logiciels d'analyse lexicale tels Spad-T et Sphinx Lexica, ALCESTE permet

d'obtenir des « *typologies plus facilement exploitables et interprétables* » (Helme-Guizon et Gavard-Perret 2004, p. 88), ce qui le rend particulièrement adapté à notre objectif d'identification de profils de diffusion.

4.2.3 Expérimentation

Selon Merkl-Davies et Brennan (2007), l'influence de la diffusion d'information sur les investisseurs peut être examinée soit par le biais d'une étude de réactions sur les marchés financiers, soit par recours à l'expérimentation. Afin de répondre à notre troisième question de recherche, nous avons choisi de mettre en œuvre une expérimentation³⁹. Ce choix se justifie pour au moins trois raisons. D'abord, il s'agit d'une méthode pertinente pour analyser les perceptions des individus (Rivière-Giordano 2007). Ensuite, isoler l'effet de la diffusion d'informations sur le rendement des actions peut s'avérer particulièrement difficile en contexte d'OPA/OPE en raison des nombreux événements susceptibles de survenir en cours d'offre (Brennan 2000). Enfin, l'étude de l'influence de particularités linguistiques des textes, comme par exemple les répétitions ou les renforcements, ne peut se faire qu'en maintenant au maximum constant leur contenu informationnel par une approche expérimentale (Tan et al. 2014). Autrement dit, les avantages de l'expérimentation que sont l'observabilité et le contrôle (Pouget 2001) vont permettre de s'assurer d'une certaine fiabilité des mesures des variables observées (Brandouy 2002).

L'expérimentation est cependant une méthode de recherche difficile à mettre en œuvre. Selon Lesage (2000), elle requiert le respect de conditions très strictes, aussi bien lors de l'élaboration du protocole expérimental qu'au moment de l'interprétation des résultats. En outre, le chercheur doit introduire les bonnes simplifications, s'assurer du contrôle des

³⁹ Une expérimentation est « *une recherche effectuée dans un environnement re(créer) par le chercheur et qui lui permet de manipuler une ou plusieurs variables tandis qu'il contrôle les autres ou réduit leur variation au minimum* » (Jolibert et Jourdan 2011, p. 154).

facteurs, mais aussi expliciter le plus possible le protocole. Ces suggestions seront prises en compte lors de la description et de la justification du protocole suivi dans le cadre de cette recherche (chapitre III).

5. Structure et plan de la thèse

Dans cette section, nous précisons la structure de la thèse en trois articles (5.1), puis le plan suivi dans le reste de la thèse est présenté (5.2).

5.1 Structure de la thèse

Cette thèse s'articule autour de trois articles. Chacune des questions de recherche présentées dans la deuxième section de ce chapitre introductif donne lieu à un article et nécessite la mise en œuvre d'une méthode de recherche spécifique. Nous nous sommes attachées à définir un socle commun aux trois articles afin d'assurer une certaine unité de la recherche. D'abord, les trois articles présentent un objet de recherche commun : la diffusion volontaire d'informations lors d'OPA/OPE. Cet objet d'étude est cependant abordé sous trois angles d'analyse différents. Le processus de diffusion d'information comprend en effet plusieurs phases, et chaque article correspond à une phase distincte de ce processus. Cela permet d'appréhender le processus de diffusion d'information lors d'OPA/OPE dans sa globalité.

Par ailleurs, chacun des trois articles découle du précédent et semble être un préalable nécessaire à l'autre. Ainsi, selon Jérôme (2013, p. 39), l'étude de la décision de diffusion est « *un préalable à toutes les analyses qui se penchent sur le contenu de l'information diffusée car il faut que l'organisation émette d'abord des données* ». Ensuite, si les deux premiers articles visent à se placer du point de vue des émetteurs de l'information, le troisième article

se positionne du point de vue des destinataires. Ce positionnement n'est en réalité pas si éloigné. Pour preuve, une analyse des conséquences de la diffusion ne serait pas possible sans avoir au préalable cerné ce qui incite les entreprises à diffuser volontairement des informations (Jérôme 2013). D'ailleurs, il n'est pas rare que les articles figurant dans les revues comptables internationales sur le thème de la diffusion volontaire d'informations présentent à la fois une étude des déterminants et une étude des conséquences de cette diffusion.

Enfin, le lien entre les trois articles est également assuré par le support de diffusion investigué : les communiqués de presse.

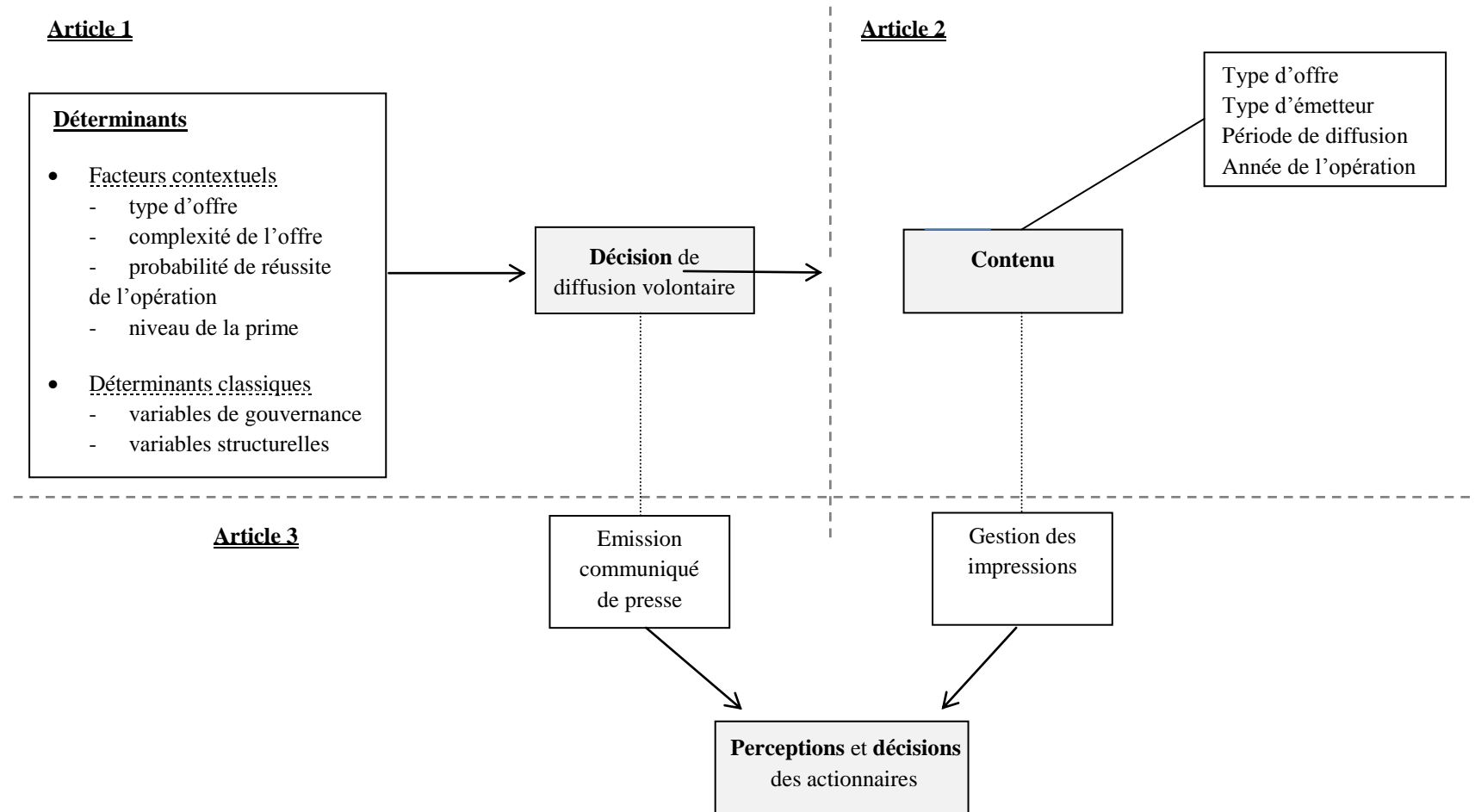
5.2 Plan de la thèse

Chacun des trois articles donne lieu à un chapitre spécifique de cette thèse. L'étude des facteurs incitatifs à la diffusion volontaire d'informations des entreprises cibles d'OPA/OPE fait l'objet du premier chapitre. Le deuxième chapitre consiste en une analyse lexicale des communiqués de presse volontairement diffusés par les entreprises acquéreuse et/ou cible lors d'OPA/OPE. Enfin, le troisième chapitre s'intéresse à l'influence des stratégies de diffusion d'informations et de gestion des impressions des cibles d'OPA/OPE hostiles sur les perceptions et décisions des actionnaires. L'ordre de présentation des articles correspond à la chronologie des différentes étapes du processus de diffusion d'informations (cf. section 1). D'abord l'entreprise décide si elle souhaite diffuser volontairement des informations ou non, puis elle fixe le contenu de cette diffusion qui sera ensuite traité par le(s) destinataire(s). La figure 4 illustre l'articulation des trois articles constituant la thèse autour du processus de diffusion d'informations.

Chaque article possède sa propre structure, en raison notamment des différentes méthodes de recherche mises en œuvre. Cependant, de façon assez classique, on retrouve dans la

structure de chaque article les principales étapes que sont : la revue de la littérature, la méthodologie et les résultats. Chaque article a nécessité la mobilisation d'une littérature qui lui est propre. Nous avons cherché à limiter au maximum les redondances. Seuls les travaux majeurs sur le thème de la diffusion d'informations lors des OPA/OPE (ex. Brennan 1999 ; 2000) sont cités plusieurs fois.

Figure 4: Articulation des trois articles autour du processus de diffusion d'informations



Bibliographie

- Abrahamson, E., Park, C. (1994). Concealment of negative organizational outcomes: An agency theory perspective. *Academy of Management Journal* 37 (5): 1302-1334.
- Aerts, W., Cormier, D. (2009). Media legitimacy and corporate environmental communication. *Accounting, Organizations and Society* 34 (1): 1-27.
- Agrawal, A., Walkling, R. A. (1994). Executive careers and compensation surrounding takeover bids. *The Journal of Finance* 49: 985-1014.
- Ahern, K. R., Sosyura, D. (2014). Who writes the news? Corporate press releases during merger negotiations. *The Journal of Finance* 69 (1): 241-291.
- Ahmed, K., Courtis, J. K. (1999). Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: A meta-analysis. *British Accounting Review* 31 (1): 35-61.
- Akerlof, G. A. (1970). The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics* 84 (3): 488-500.
- Albouy, M. (2005). Les histoires racontées aux actionnaires. *Revue Française de Gestion* 159 (6): 213-231.
- Andrade, G., Mitchell, M., Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives* 15 (2): 103-120.
- André, P., Ben-Amar, W., Laurin, C. (2003). Regroupements d'entreprises et gestion des bénéfices. *La Revue du Financier* 139: 18-26.
- Archambault, J. J., Archambault, M. E. (2003). A multinational test of determinants of corporate disclosure. *The International Journal of Accounting* 38 (2): 173-194.
- Arndt, M., Bigelow, B. (2000). Presenting structural innovation in an institutional environment: Hospitals' use of impression management. *Administrative Science Quarterly* 45: 494-522.
- Baginski, S. P., Hassell, J. M., Hillison, W. A. (2000). Voluntary causal disclosures: Tendencies and capital market reaction. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 15 (4): 371-389.

- Bansal, P., Clelland, I. (2004). Talking trash: Legitimacy, impression management and unsystematic risk in the context of the natural environment. *Academy of Management Journal* 47 (1): 93-103.
- Bansal, P., Kistruck, G. (2006). Seeing is (not) believing: Managing the impressions of the firm's commitment to the natural environment. *Journal of Business Ethics* 67 (2): 165-180.
- Ben-Amar, W., Missonier-Piera, F. (2008). Earnings management by friendly takeover targets. *International Journal of Managerial Finance* 4 (3): 232-243.
- Berle, A. A. J., Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: MacMillan.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. *The Bell Journal of Economics* 10 (1): 259-270.
- Bhattacharya, S. (1980). Nondissipative signaling structures and dividend policy. *The Quarterly Journal of Economics* 95 (1): 1-24.
- Botsari, A., Meeks, G. (2008). Do acquirers manage earnings prior to a share for share bid? *Journal of Business Finance & Accounting* 35 (5&6): 633–670.
- Brammer, S., Pavelin, S. (2006). Voluntary environmental disclosures by large UK companies. *Journal of Business Finance & Accounting* 33 (7&8): 1168-1188.
- Brandouy, O. (2002). L’expérience de laboratoire en Science de Gestion : un point méthodologique. In *Questions de méthodes en Sciences de Gestion (Ed, Mourgues N.)*. Paris: Editions Management et Société, 91-120.
- Brennan, N. (1995). *Disclosure of profit forecasts during takeover bids*. Doctorat en Sciences de Gestion, Warwick: Université Warwick.
- Brennan, N. (1999). Voluntary disclosure of profit forecasts by target companies in takeover bids. *Journal of Business Finance & Accounting* 26 (7&8): 883-917.
- Brennan, N. (2000). An empirical examination of forecast disclosure by bidding companies. *Accounting and Business Research* 30 (3): 175-194.

- Brennan, N. M., Daly, C. A., Harrington, C. S. (2010). Rhetoric, argument and impression management in hostile takeover defence documents. *British Accounting Review* 42 (4): 253-268.
- Brennan, N. M., Guillamon-Saorin, E., Pierce, A. (2009). Impression management: Developing and illustrating a scheme of analysis for narrative disclosures – A methodological note. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 22 (5): 789-832.
- Brockman, P., Khurana, I. K., Martin, X. (2008). Voluntary disclosures around share repurchases. *Journal of Financial Economics* 89 (1): 175-191.
- Brown, S., Hillegeist, S. A., Lo, K. (2004). Conference calls and information asymmetry. *Journal of Accounting and Economics* 37 (3): 343-366.
- Buchholtz, A., Ribbens, B. (1994). Role of chief executive officers in takeover resistance: Effects of CEO incentives and individual characteristics. *Academy of Management Journal* 37 (3): 554-579.
- Bukh, P. N., Nielsen, C., Gormsen, P., Mouritsen, J. (2005). Disclosure of information on intellectual capital in Danish IPO prospectuses. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 18 (6): 713-732.
- Caldwell, D. F., O'Reilly, C. A. (1982). Responses to failure: The effects of choice and responsibility on impression management. *Academy of Management Journal* 25 (1): 121-136.
- Casta, J.-F. (2009). Théorie positive de la comptabilité. In *Encyclopédie de la comptabilité, du contrôle de gestion et de l'audit* (Ed, Colasse, B.). Paris: Economica, 1393-1402.
- Cazavan-Jeny, A., Jeanjean, T. (2007). Levels of voluntary disclosure in IPO prospectuses: An empirical analysis. *Review of Accounting and Finance* 6 (2): 131-149.
- Chahine, S., Mathieu, J.-P. (2003). Valorisation stratégique par contextes de valeur : le cas des introductions sur le Nouveau marché. *Finance Contrôle Stratégie* 6 (2): 91-114.
- Charreaux, G. (1997). Théorie financière. In *Encyclopédie des Marchés Financiers* (Ed, Simon Y.). Paris: Economica, 1897-1910.
- Charreaux, G. (1999). La théorie positive de l'agence : lectures et relectures... In *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXIème siècle*. Paris: Economica, 61-141.

- Chau, G. K., Gray, S. J. (2002). Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore. *The International Journal of Accounting* 37 (2): 247-265.
- Chavent, M., Ding, Y., Fu, L., Stolowy, H., Wang, H. (2006). Disclosure and determinants studies: An extension using the divisive clustering method (DIV). *European Accounting Review* 15 (2): 181-218.
- Chekkar, R. (2007). *L'émergence de la communication financière dans les sociétés françaises cotées contribution à l'analyse de la relation entre l'entreprise et ses investisseurs le cas Saint-Gobain*. Doctorat en Sciences de Gestion, Orléans: Université Orléans.
- Chekkar, R., Onnée, S. (2006). Les discours managériaux dans le processus de communication financière : une analyse longitudinale du cas Saint-Gobain. *Entreprises et histoire* 42 (1): 1-18.
- Clarkson, P. M., Dontoh, A., Richardson, G., Sefcik, S. E. (1992). The voluntary inclusion of earnings forecasts in IPO prospectuses. *Contemporary Accounting Research* 8 (2): 601-626.
- Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D., Vasvari, F. P. (2008). Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis. *Accounting, Organizations and Society* 33 (4&5): 303-327.
- Clatworthy, M. A., Jones, M. J. (2003). Financial reporting of good news and bad news: Evidence from accounting narratives. *Accounting and Business Research* 33 (3): 171-185.
- Clatworthy, M. A., Jones, M. J. (2006). Differential patterns of textual characteristics and company performance in the chairman's statement. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 19 (4): 493-511.
- Cooke, T. E. (1989). Voluntary corporate disclosure by Swedish companies. *Journal of International Financial Management & Accounting* 1 (2): 171-195.
- Cooke, T. E., Luther, R. G., Pearson, B. R. (1998). The information content of defence documents in UK hostile take-over bids. *Journal of Business Finance & Accounting* 25 (1&2): 115-143.
- Cormier, D., Aerts, W., Ledoux, M.-J., Magnan, M. (2010). Web-based disclosure about value creation processes: A monitoring perspective. *ABACUS* 46 (3): 320-347.

- Cormier, D., Ledoux, M.-J., Magnan, M. (2009). The use of Web sites as a disclosure platform for corporate performance. *International Journal of Accounting Information Systems* 10 (1): 1-24.
- Davis, A. K., Piger, J. M., Sedor, L. M. (2012). Beyond the numbers: Measuring the information content of earnings press release language. *Contemporary Accounting Research* 29 (3): 845-868.
- De Angelo, H., De Angelo, L. (1990). Dividend policy and financial distress: An empirical investigation of troubled NYSE firms. *The Journal of Finance* 45 (5): 1415–1431.
- Décaudin, J.-M. (2000). Théories de la communication. In *Encyclopédie de gestion* (Eds, Joffre, P., Simon, Y.). Paris: Economica.
- Demers, C., Giroux, N., Chreim, S. (2003). Merger and acquisition announcements as corporate wedding narratives. *Journal of Organizational Change Management* 16 (2): 223-242.
- Depoers, F. (2000a). L'offre volontaire d'information des sociétés cotées : concept et mesure. *Comptabilité – Contrôle - Audit* 6 (2): 115-129.
- Depoers, F. (2000b). A cost-benefit study of voluntary disclosure: Some empirical evidence from French listed companies. *European Accounting Review* 9 (2): 245-263.
- Dong, M., Hirshleifer, D., Richardson, S., Teoh S. H. (2006). Does investor misvaluation drive the takeover market? *The Journal of Finance* 61 (2): 725-762.
- Dutordoir, M., Roosenboom, P., Vasconcelos, M. (2014). Synergy disclosures in mergers and acquisitions. *International Review of Financial Analysis* 31: 88-100.
- Duyck, J.-Y. (2001). Ordinateur et méthodes qualitatives en Gestion : une application aux questions ouvertes. *La Revue des Sciences de Gestion* 187 (2): 53-71.
- Duyck, J.-Y. (2002). Crise économique et discours : quelques réflexions autour du mot du président. *Gestion 2000* 6: 111-129.
- Easterwood, C. M. (1998). Takeovers and incentives for earnings management: An empirical analysis. *Journal of Applied Business Research* 14 (1): 29-47.
- Eddey, P. H., Taylor, S. L. (1999). Director's recommendations on takeover bids and the management of earnings: Evidence from Australian takeovers. *ABACUS* 35 (1): 29-45.

- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review* 14 (1): 57-74.
- Elsbach, K. L., Sutton, R. I., Principe, K. E. (1998). Averting expected challenges through anticipatory impression management: A study of hospital billing. *Organization Science* 9 (1): 68-86.
- Ettredge, M., Richardson, V. J., Scholz, S. (2002). Dissemination of information for investors at corporate Web sites. *Journal of Accounting and Public Policy* 21 (4&5): 357-369.
- Fallery, B., Rodhain, F. (2007). *Quatre approches pour l'analyse de données textuelles : lexicale linguistique, cognitive, thématique*. 16ème Conférence Internationale de Management Stratégique, Montréal.
- Fama, E. F., Jensen, M. C. (1983a). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26 (2): 301-325.
- Fama, E. F., Jensen, M. C. (1983b). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics* 26 (2): 327-349.
- Files, F., Swanson, E. P., Tse, S. (2009). Stealth disclosure of accounting restatements. *The Accounting Review* 84 (5): 1495-1520.
- Firth, M. (1979). The impact of size, stock market listing, and auditors on voluntary disclosure in corporate annual reports. *Accounting and Business Research* 9 (36): 273-280.
- Floquet, M. (2012). *Évolution de la diffusion d'information comptable et financière aux salariés et représentants des salariés de 1884 à 1982. Le cas de trois entreprises sidérurgiques françaises*. Doctorat en Sciences de Gestion, Orléans: Université Orléans.
- Frankel, R., Johnson, M., Skinner, D. J. (1999). An empirical examination of conference calls as a voluntary disclosure medium. *Journal of Accounting Research* 37 (1): 133–150.
- Franks, J., Mayer, C. (1996). Hostile takeovers and the correction of managerial failure. *Journal of Financial Economics* 40: 163-181.
- Gabrysiak, M. (1969). *Comment l'audace vient au capitalisme – Saint-Gobain/BSN*. Paris: Fayard.

- Garcia-Osma, B., Guillamon-Saorin, E. (2011). Corporate governance and impression management in annual results press releases. *Accounting, Organizations and Society* 36 (4&5): 187-208.
- Gardner, W. L., Martinko, M. J. (1988). Impression management in organizations. *Journal of Management* 14 (2): 321-338.
- Gavard-Perret, M. L., Helme-Guizon, A. (2008). Choisir parmi les techniques spécifiques d'analyse qualitative. In *Méthodologie de la recherche* (Eds, Gavard-Perret, M. L., Gotteland, D., Haon, C., Jolibert, A.). Paris: Pearson Education, 247-279.
- Gavard-Perret, M. L., Moscarola, J. (1998). Enoncé ou énonciation ? Deux objets différents de l'analyse lexicale en marketing. *Recherche et Applications en Marketing* 13 (2): 31-47.
- Gibbins, M., Richardson, A., Waterhouse, J. (1990). The management of corporate financial disclosures: Opportunism, ritualism, policies, and processes. *Journal of Accounting Research* 28 (1): 121-143.
- Gilson, S. C. (1989). Management turnover and financial distress. *Journal of Financial Economics* 25 (2): 241-262.
- Godfrey, J., Mather, P., Ramsay, A. (2003). Earnings and impression management in financial reports: The case of CEO changes. *ABACUS* 39 (1): 95-123.
- Goffman, E. (1973a). *La mise en scène de la vie quotidienne - La présentation de soi* (tome 1). Paris: Les éditions de minuit.
- Goffman, E. (1973b). *La mise en scène de la vie quotidienne - Les relations en public* (tome 2). Paris: Les éditions de minuit.
- Gray, R., Kouhy, R., Lavers, S. (1995). Corporate social and environmental reporting - A review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 8 (2): 47-77.
- Guillamón-Saorín, E., Sousa, C. M. P. (2010). Press release disclosures in Spain and the UK. *International Business Review* 19 (1): 1-15.

- Harford, J. (2003). Takeover bids and target directors' incentives: The impact of a bid on directors' wealth and board seats. *Journal of Financial Economics* 69 (1): 51-83.
- Harrison, P. D., Harrell, A. (1993). Impact of "adverse selection" on managers' project evaluation decisions. *Academy of Management Journal* 36 (3): 635-643.
- Healy, P. M., Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* 31 (1&3): 405-440.
- Healy, P. M., Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons* 13 (4): 365-383.
- Helme-Guizon, A., Gavard-Perret, M. L. (2004). L'analyse automatisée de données textuelles en Marketing : Comparaison de trois logiciels. *Decisions Marketing* 36: 75-90.
- Heron, R., Lie, E. (2002). Operating performance and the method of payment in takeovers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 37 (1): 137-155.
- Henry, D. (2005). Directors' recommendations in takeovers: An agency and governance analysis. *Journal of Business Finance & Accounting* 32 (1&2): 129-159.
- Henry, E. (2008). Are investors influenced by how earnings press releases are written? *Journal of Business Communication* 45 (4): 363-407.
- Holthausen, R. W. (1990). Accounting method choice - Opportunistic behavior, efficient contracting, and information perspectives. *Journal of Accounting and Economics* 12 (1&3): 207-218.
- Hooghiemstra, R. (2000). Corporate communication and impression management - New perspectives why companies engage in corporate social reporting. *Journal of Business Ethics* 27 (1&2): 55-68.
- Husson, B. (1987). *La prise de contrôle d'entreprises*. Paris: Presse Universitaire de France.
- Jeanjean, T., Ramirez, C. (2008). Aux sources des théories positives : Contribution à une analyse des changements de paradigme dans la recherche en comptabilité. *Comptabilité – Contrôle – Audit* 14 (2): 5-26.

- Jensen, M. C. (1976). *Reflections on the state of accounting research and the regulation of accounting*. Stanford Lectures in Accounting: Stanford University, 11-19.
- Jensen, M. C. (1988). Takeovers: Their causes and consequences. *The Journal of Economic Perspectives* 2 (1): 21-48.
- Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
- Jérôme, T. (2013). *Stratégie(s) de diffusion volontaire d'informations : Le cas du Carbon Disclosure Project*. Doctorat en Sciences de Gestion, Paris: Ecole des Hautes Etudes Commerciales de Paris.
- Jo, H., Kim, Y. (2007). Disclosure frequency and earnings management. *Journal of Financial Economics* 84 (2): 561-590.
- Jolibert, A., Jourdan, P. (2011). *Marketing Research – Méthodes de recherche et d'études en marketing*. Paris: Dunod.
- Kini, O., Kracaw, W., Mian, S. (2004). The nature of discipline by corporate takeovers. *The Journal of Finance* 59 (4): 1511-1552.
- Lang, M., Lundholm, R. (2000). Voluntary disclosure and equity offerings: Reducing information asymmetry or hyping the stock? *Contemporary Accounting Research* 17 (4): 623-662.
- Laswell, H. D. (1927). *Propaganda Technique in the World War*. New York: Knopf.
- Leary, M. R., Kowalski, R. M. (1990). Impression management: A literature review and two-component model. *Psychological Bulletin* 107 (1): 34-47.
- Lebart, L., Salem, A. (1994). *Statistique textuelle*. Paris: Dunod.
- Leftwich, R. W., Watts, R. L., Zimmerman, J. L. (1981). Voluntary corporate disclosure: The case of interim reporting. *Journal of Accounting Research* 19: 50-77.
- Lemoine, J.-F., Onnée, S. (2003). Vers une analyse des enjeux et des pratiques de la gestion de la relation avec l'actionnaire individuel. *Décisions Marketing* 31: 25-37.
- Lesage, C. (2000). L'expérimentation de laboratoire en sciences de gestion. *Comptabilité –Contrôle – Audit* 6 (3): 69-82.

- Lev, B. (1992). Information disclosure strategy. *California Management Review* 34 (4): 9-32.
- Lev, B., Penman, S. H. (1990). Voluntary forecast disclosure, nondisclosure, and stock prices. *Journal of Accounting Research* 28 (1): 49-76.
- Li, F. (2008). Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics* 45 (2&3): 221-247.
- Louis, H. (2004). Earnings management and the market performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics* 74 (1): 121-148.
- Maat, H. P. (2007). How promotional language in press releases is dealt with by journalists – Genre mixing or genre conflict? *Journal of Business Communication* 44 (1): 59-95.
- Malaval, P., Décaudin J.-M. (2005). *Pentacom, Communication : théorie et pratique*. Paris: Pearson Education.
- Martin, K., McConnell, J. J. (1991). Corporate performance, corporate takeovers and management turnover. *The Journal of Finance* 46 (2): 671-687.
- Martinez, I. (2008). La communication financière des entreprises cotées : pouvoir des dirigeants ou des actionnaires ? In *Mélanges offerts à Pierre Spiteri*. Toulouse: Presse de l'Université des Sciences Sociales de Toulouse.
- Martinez, I., Saboly, M. (2005). Alertes aux résultats : confirmation ou anticipation des difficultés ? *Revue Internationale de Gestion* 30 (3): 49-57.
- Meek, G. K., Roberts, C. B., Gray, S. J. (1995). Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations. *Journal of International Business Studies* 26 (3): 555-572.
- Merkel-Davies, D. M., Brennan, N. M. (2007). Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management? *Journal of Accounting Literature* 26: 116-196.
- Michaïlesco, C. (2000). Perspectives pour la recherche sur les déterminants de l'offre d'information des entreprises. *Comptabilité – Contrôle – Audit* 6 (3): 83-94.

- Milgrom, P. R. (1981). Good news and bad news: Representation theorems and applications. *The Bell Journal of Economics* 12 (2): 380-391.
- Miller, G. S. (2002). Earnings performance and discretionary disclosure. *Journal of Accounting Research* 40 (1): 173-204.
- Missonier-Piera, F., Ben-Amar, W. (2007). La gestion des résultats comptables lors des prises de contrôle : une analyse dans le contexte suisse. *Comptabilité – Contrôle - Audit* 13 (1): 137-156.
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R. W. (1989). Characteristics of hostile and friendly takeover targets. In *Corporate takeovers: Causes and consequences* (Ed, Auerbach, A. J.). Chicago II: University of Chicago Press, 101-134.
- Morris, R. (1994). Computerized content analysis in management research: A demonstration of advantages & limitations. *Journal of Management* 20 (4): 903-931.
- Morris, R. D. (1987). Signalling, agency theory and accounting policy choice. *Accounting and Business Research* 18 (69): 47-56.
- Moscarola, J., Papatsiba, V., Baulac, Y. (2002). *Exploration sans a priori ou recherche orientée par un modèle : contributions et limites de l'analyse lexicale pour l'étude de corpus documentaires*. 6ème Journées internationales d'Analyse statistique des Données Textuelles, Saint-Malo.
- Newman, K. (1983). Financial communications and the contested take-over bid, 1958-1982. *International Journal of Advertising* 2: 47-68.
- Ohl, C. M., Pincus, J. D., Rimmer, T., Harrison, D. (1995). Agenda building role of news releases in corporate takeovers. *Public Relations Review* 21 (2): 89-101.
- Olaghier-Rivière, A. (2007). *Politique de réduction des coûts et annonce de politique de réduction des coûts : Etude des discours des groupes français cotés*. Doctorat en Sciences de Gestion, Toulouse: Université Toulouse 1 Capitole.
- Owusu-Ansah, S. (1997). The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies: A comment. *European Accounting Review* 6 (3): 487-492.

- Penman, S. H. (1980). An empirical investigation of the voluntary disclosure of corporate earnings forecasts. *The Accounting Review* 18 (1): 132-160.
- Platet-Pierrot, F., Giordano-Spring, S. (2011). Des entreprises responsables : à l'égard de qui et à quel propos ? Une étude du message du président de sociétés cotées françaises. *Management et Avenir* 45: 62-79.
- Pochet, C. (2000). Audit d'acquisition et expertise indépendante dans les opérations de fusions - acquisitions : le cas Aérospatiale-Matra. *Finance Contrôle Stratégie* 3 (3): 181-209.
- Pouget, S. (2001). Finance de marché expérimentale : Une revue de la littérature. *Finance* 22 (1): 37-63.
- Pourtier, F. (2004). La publication d'informations financières volontaires : synthèse et discussion. *Comptabilité - Contrôle – Audit* 10 (1): 79-102.
- Powell, R. G. (1997). Modelling takeover likelihood. *Journal of Business Finance and Accounting* 24 (7): 1009-1030.
- Raffournier, B. (1995). The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies. *European Accounting Review* 4 (2): 261-280.
- Reinert, M. (1983). Une méthode de classification descendante hiérarchique : Application à l'analyse lexicale par contexte. *Cahiers de l'Analyse des Données* 3: 187-198.
- Reinert, M. (1990). ALCESTE, Une méthodologie d'analyse des données textuelles et une application : Aurélia de Gérard de Nerval. *Bulletin de méthodologie sociologique* 26 (1): 24-54.
- Rhodes-Kropf, M., Viswanathan, S. (2004). Market valuation and merger waves. *The Journal of Finance* 59 (6): 2685–2718.
- Richardson, A. J., Welker, M., Hutchinson, I. R. (1999). Managing capital market reactions to corporate social responsibility. *International Journal of Management Review* 1 (1): 17-43.
- Rivière, A. (2010). Politique de réduction des coûts et communication financière : ritualisme, opportunisme ou nomadisme ? *Comptabilité – Contrôle – Audit* 16 (2) : 127-158.

- Rivière-Giordano, G. (2007). *La qualité des informations sociétales : Une expérimentation relative à l'audit environnemental*. Doctorat en Sciences de Gestion, Montpellier: Université Montpellier 1.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business* 59 (2): 197-216.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics* 8 (1): 23-40.
- Rutherford, B. A. (2003). Obfuscation, textual complexity and the role of regulated narrative accounting disclosure in corporate governance. *Journal of Management and Governance* 7 (2): 187-210.
- Salancik, G. R., Meindl, J. R. (1984). Corporate attributions as strategic illusions of management control. *Administrative Science Quarterly* 29 (2): 238-254.
- Schleicher, T., Walker, M. (2010). Bias in the tone of forward-looking narratives. *Accounting and Business Research* 40 (4): 371-390.
- Schlenker, B. R. (1980). *Impression management: The self-concept, social identity, and interpersonal relations*. Belmont: Brooks-Cole.
- Schneider, S. C., Dunbar, R. L. M. (1992). A psychoanalytic reading of hostile takeover events. *The Academy of Management Review* 17 (3): 537-567.
- Schoenberg, R., Thornton, D. (2006). The impact of bid defences in hostile acquisitions. *European Management Journal* 24 (2&3): 142-150.
- Schwert, W. G. (2000). Hostility in takeovers: In the eyes of the beholder? *The Journal of Finance* 55 (6): 2599-2640.
- Shannon, C., Weaver, W. (1949). *The mathematical theory of communication*. Urbana: University of Illinois Press.
- Shivdasani, A. (1993). Board composition, ownership structure, and hostile takeovers. *Journal of Accounting and Economics* 16 (1&3): 167-195.
- Shleifer, A., Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics* 70: 295-311.

- Singh, I., Van der Zahn, J.-L. W. M. (2008). Determinants of intellectual capital disclosure in prospectuses of initial public offerings. *Accounting and Business Research* 38 (5): 409-431.
- Sirower, M. L., Lipin, S. (2003). Investor communications: New rules for M&A success. *Financial Executive*: 26-30.
- Smith A. (1776). *The wealth of nations*. New York: Modern Library.
- Smith, M., Taffler, R. (1992). Readability and understandability: Different measures of the textual complexity of accounting narrative. *Accounting Auditing & Accountability Journal* 5 (4): 84-98.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics* 87 (3): 355-374.
- Staw, B. M., McKechnie, P. I., Puffer, S. M. (1983). The justification of organizational performance. *Administrative Science Quarterly* 28 (4): 582-600.
- Subramanian, R., Insley, R. G., Blackwell, R. D. (1993). Performance and readability: A comparison of annual reports of profitable and unprofitable corporations. *Journal of Business Communication* 30 (1): 49-61.
- Sudarsanam, P. M. (1995). The role of defensive strategies and ownership structure of target firms: Evidence from UK hostile takeover bids. *European Financial Management* 1 (3): 223-240.
- Tan, H.-T., Wang, E. Y., Zhou, B. (2014). When the use of positive language backfires: The joint effect of tone, readability, and investor sophistication on earnings judgments. *Journal of Accounting Research* 52 (1): 273-302.
- Tasker, S. (1998). Bridging the information gap: Quarterly conference calls as a medium for voluntary disclosure. *Review of Accounting Studies* 3 (1&2): 137-167.
- Tedeschi, J. T., Riess, M. (1981). Identities, the phenomenal self, and laboratory research. In *Impression management theory and social psychological research* (Ed, Tedeschi, J. T.), New-York: Academic Press, 3-22.
- Tolbert, P. S., Zucker, L. G. (1983). Institutional sources of change in the formal structure of organizations: The diffusion of civil service reform, 1880-1935. *Administrative Science Quarterly* 28 (1): 22-39.

- Trabelsi, S., Labelle, R., Dumontier, P. (2008). Incremental voluntary disclosure on corporate Websites, determinants and consequences. *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 4 (2): 120-155.
- Travlos, N. G. (1987). Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns. *The Journal of Finance* 42 (4): 943-963.
- Trueman, B. (1986). Why do managers voluntarily release earnings forecasts? *Journal of Accounting and Economics* 8 (1): 53-71.
- Vaara, E., Tienari, J. (2002). Justification, legitimization and naturalization of mergers and acquisitions: A critical discourse analysis of media texts. *Organization* 9 (2): 275-303.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 32 (1&3): 97-180.
- Walkling, R. A., Long, M. S. (1984). Agency theory, managerial welfare, and takeover bid resistance. *The RAND Journal of Economics* 15 (1): 54-68.
- Watts, R. L., Zimmerman, J. L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review* 53 (1): 112-134.
- Watts, R. L., Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: A ten year perspective. *The Accounting Review* 65 (1): 131-156.
- Westwick, C. A. (1972). Profit forecasts in bid situations. *Accountancy* 83: 10-16.
- Williams, C. C. (2008). Toward a taxonomy of corporate reporting strategies. *Journal of Business Communication* 45 (3): 232-264.
- Xiao, J. Z., Yang, H., Chow, C. W. (2004). The determinants and characteristics of voluntary Internet-based disclosures by listed Chinese companies. *Journal of Accounting and Public Policy* 23 (3): 191-225.
- Yuthas, K., Rogers, R., Dillard, J. F. (2002). Communicative action and corporate annual reports. *Journal of Business Ethics* 41: 141-157.

Chapter I: Factors influencing synergy disclosures by target companies in takeover bids: Evidence from France

Chapitre I : Les facteurs incitatifs à la diffusion volontaire d'informations sur les synergies par les cibles d'OPA/OPE : le cas français

- Article en révision dans *The International Journal of Accounting* (deuxième tour).
- Co-auteur : Professeur Isabelle Martinez (Université Toulouse 3 Paul Sabatier).

Abstract: We examine the factors that influence voluntary synergy disclosures by target companies during takeover bids. The sample contains 124 French takeover bids between 1999 and 2011. Our findings suggest that the decision of target companies to disclose synergies is related to contextual factors: the bid complexity (via means of payment, visibility of the bidder and target size) and the probability of bid success (via the nature of the bid and bidder's pre-bid ownership of target shares). In contrast, the results regarding the influence of "traditional" factors (firm-specific variables) on voluntary disclosure are mixed: only the target companies' performance and industry influence disclosure. Finally, the European Directive on Takeover Bids seems to encourage target companies to disclose synergies.

Keywords: synergy disclosures, target companies, takeover bids, determinants.

Résumé long en français

1. Introduction

Si la diffusion volontaire d'informations constitue un thème récurrent dans les recherches en sciences de gestion et en comptabilité financière notamment, force est de constater que peu d'études portent sur cette diffusion lors d'événements particuliers de type OPA/OPE. Pourtant, les incitations à la diffusion volontaire sont très fortes dans ces contextes (Merkl-Davies et Brennan 2007). Pour preuve, Brennan (1999 ; 2000) montre que les entreprises britanniques diffusent des prévisions de résultats lors de ces opérations alors que de telles diffusions restent, au quotidien, relativement rares.

Cela nous amène à nous interroger sur les facteurs incitatifs à la diffusion volontaire d'informations dans un tel contexte. Singh et Van der Zahn (2008) soulignent que les déterminants « classiques » ne peuvent suffire à expliquer la diffusion en contextes spécifiques. L'objectif de cette recherche est alors d'identifier les facteurs incitatifs à la diffusion volontaire d'informations lors d'OPA/OPE, en nous focalisant sur l'influence de facteurs contextuels.

Nous avons retenu comme information volontaire la diffusion faite par les cibles au sujet des synergies attendues de l'opération. Ce choix découle d'une étude récente réalisée par l'école de management de Rotterdam ("the 2011 RSM Global Analyst and Investor Survey")⁴⁰ selon laquelle les informations sur les synergies font l'objet d'un examen attentif des investisseurs. Cependant, ces derniers semblent être de plus en plus sceptiques quant aux synergies telles qu'anticipées par l'initiatrice. Cela peut amener une diffusion des cibles au

⁴⁰ Disponible sur : <http://rsm-global-analyst-and-investor-survey.pressdoc.com>

sujet des synergies visant soit à confirmer les anticipations en la matière des initiatrices soit au contraire à les contredire.

Notre principale contribution réside dans l'étude de la diffusion volontaire d'informations dans un contexte jusque-là peu étudié dans la littérature : les OPA/OPE. Un éclairage nouveau à l'étude des facteurs incitatifs à la diffusion lors de telles opérations est ici apporté en se focalisant sur l'influence de facteurs contextuels, alors que dans les travaux antérieurs (Brennan 1999 ; 2000) se sont plutôt les facteurs liés au type d'information diffusée et aux entreprises elles-mêmes qui ont été pris en compte.

2. Cadre d'analyse

Règlementation

Les deux principaux documents devant obligatoirement être diffusés par les cibles d'OPA/OPE sont : la note d'information en réponse et le document « autres informations » relatif aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de celles-ci. Notons que les synergies ne figurent pas parmi les éléments obligatoires des notes en réponse. Qu'elles soient qualitatives ou quantitatives, les diffusions faites à ce sujet par les cibles peuvent donc être qualifiées de volontaires. Les régulateurs se sont prononcés à plusieurs reprises en faveur d'un repositionnement des documents d'offre autour de la description des termes de l'offre⁴¹, accentuant ainsi le côté « technique » de ces documents. L'intérêt stratégique des opérations est ainsi susceptible d'être discuté plus en détail dans d'autres supports de diffusion, d'où notre choix d'étudier la diffusion sur les synergies au sein des communiqués de presse.

⁴¹ Directive Transparency, Prospectus, Takeover bids: A new framework for listed-companies' financial communication, AMF conference, September 26th, 2006.
Takeover bids and independent appraisals, IMA (Institute of Management Accountants) conference, September 17th, 2008.

Théories

En réduisant l'asymétrie d'informations entre actionnaires et dirigeants, la diffusion volontaire d'informations peut permettre d'éviter le phénomène d'anti-sélection (Akerlof 1970). C'est le cas des signaux envoyés par les dirigeants des cibles sur la qualité du *deal* afin de distinguer l'opération proposée des opérations à faible valeur ajoutée, et relevant ainsi d'une logique informative. Selon cette même logique et dans une perspective de l'agence (Jensen et Meckling 1976), la diffusion volontaire d'informations permet de réduire les coûts d'agence qui découlent des conflits d'intérêts existant notamment entre actionnaires et dirigeants, grâce à une réduction de l'asymétrie informationnelle entre ces deux parties. Cependant lorsque les conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires sont particulièrement forts, les dirigeants peuvent être tentés d'exploiter à leur avantage l'asymétrie d'informations avec les actionnaires. Le contexte des OPA/OPE est un contexte dans lequel les conflits d'intérêts des cibles sont exacerbés, les dirigeants pouvant être davantage préoccupés par la conservation de leur emploi que par le prix qui va être payé aux actionnaires. Cela peut *in fine* les inciter à diffuser volontairement des informations dans une logique opportuniste.

3. Facteurs incitatifs à la diffusion volontaire des cibles

Hypothèses

En nous basant sur l'étude de Singh et Van der Zahn (2008) selon laquelle les déterminants « classiques » ne peuvent suffire à expliquer la décision de diffusion en contextes spécifiques, plusieurs hypothèses relatives à l'influence de facteurs contextuels ont été formulées. Celles-ci concernent le type d'offre, la complexité de l'offre (via moyen de paiement, visibilité de l'initiatrice et taille de la cible), la probabilité de réussite de l'opération (via nature obligatoire

ou volontaire de l'offre et part du capital de la cible détenue par l'initiatrice avant le dépôt de l'offre) et le niveau de la prime.

Variables de contrôle

Les déterminants « classiques » de la diffusion, c'est-à-dire les variables de gouvernance et structurelles, ont été introduits dans cette étude en tant que variables de contrôle. Les variables de gouvernance prises en compte sont : la concentration du capital, le degré de détention des dirigeants et le cumul des fonctions de président du CA et de DG. Les variables structurelles introduites sont la performance et le secteur d'activité.

4. Méthodologie

Ces hypothèses ont été testées sur un échantillon de 124 OPA/OPE visées par l'AMF sur la période 1999-2011. Les données ont tout d'abord été analysées par le biais d'analyses bivariées. Puis étant donnée la nature dichotomique de la variable à expliquer, une régression logistique a été effectuée (modèle logit). Enfin, les effets marginaux ont été calculés afin d'étudier la signification économique des résultats obtenus.

5. Résultats

Les résultats montrent l'influence significative sur la décision de diffusion des facteurs contextuels : complexité de l'offre (via moyen de paiement, visibilité de l'initiatrice et taille de la cible) et probabilité de succès de l'opération (via nature de l'offre et part du capital de la cible détenue par l'initiatrice avant le dépôt de l'offre). Ainsi, les cibles diffusent volontairement des informations pour aider les actionnaires dans leur évaluation de l'offre lorsque celle-ci est fortement complexe et incertaine. En revanche, les déterminants « classiques » (variables de gouvernance et variables structurelles) de la diffusion jouent un

rôle moindre dès lors que l'on s'intéresse à l'information volontairement émise lors d'OPA/OPE.

6. Analyse complémentaire

L'analyse complémentaire menée montre que l'adoption de la directive OPA influence positivement la décision de diffusion volontaire des cibles. Les références implicites et explicites à la diffusion volontaire d'informations présentent dans cette directive confirment que les régulateurs sont en faveur d'une telle diffusion si elle est réalisée dans une optique informative. Dès lors, l'objectif de la directive est de fournir un encadrement à cette diffusion.

7. Discussion et conclusion

Il existe deux principales motivations à la diffusion volontaire d'informations lors d'OPA/OPE : stratégique/opportuniste et informative. Nos résultats semblent aller dans le sens d'une communication informative : les cibles diffusent volontairement des informations pour aider les actionnaires dans leur évaluation de l'offre lorsque celle-ci est fortement complexe et incertaine. S'agissant des perspectives de recherche, nous proposons l'étude des conséquences de la diffusion volontaire d'informations lors d'OPA/OPE.

Factors influencing synergy disclosures by target companies in takeover bids: Evidence from France

1. Introduction

Voluntary disclosure in routine situations (such as in annual reports) is a recurrent theme in financial and accounting research (for a review, see Beyer et al. 2010). Most studies on the subject examine the motivations for disclosure through a study of determinants (e.g., Firth 1979; Cooke 1989; Meek et al. 1995; Raffournier 1995; Depoers 2000). In contrast, voluntary disclosure in non-routine situations (such as in takeover bids) has received little attention. This is surprising because in such situations, the managers' disclosure behaviour is likely to be different from that in routine situations. Indeed, managerial asset pricing motivations to engage in discretionary disclosure strategies are particularly strong (Merkl-Davies and Brennan 2007). Previous studies provide evidence of managerial opportunism in the use of voluntary disclosure in non-routine contexts such as equity offerings or share repurchases (e.g., Lang and Lundholm 2000; Brockman et al. 2008).

In the specific context of takeover bids, managers seem to have strong incentives to make voluntary disclosure, for instance to support their recommendation regarding the offer. In this way, Brennan (1999; 2000) underlines that profit forecasts are rarely disclosed by UK companies except during takeover bids. This raises the question of the factors influencing

voluntary disclosure during takeover bids⁴². Brennan (1999; 2000) shows that factors related to forecasts disclosure during takeover bids are mainly forecast-related variables (e.g., forecast horizon, news content of forecast) and firm-specific variables (e.g., industry, size). According to these results, it seems that there is only a weak effect of the context of disclosure on the decision to provide voluntary information. This is somewhat surprising with regard to findings from previous studies conducted in the context of initial public offerings (IPOs) (e.g., Singh and Van der Zahn 2008) which reveal the influence of contextual variables (such as ownership retention by pre-IPO owners, underwriter prestige) on voluntary disclosure. Following Singh and Van der Zahn (2008), explaining voluntary disclosure in non-routine contexts requires going beyond “traditional factors”. Consequently, the purpose of this research is to investigate the factors that influence the voluntary disclosure decision during French takeover bids, by focusing on factors related to the specific context of takeover bids.

Prior research on voluntary disclosure during takeover bids has been conducted in the UK (Brennan 1999; 2000). However, the French context is interesting to study for at least three reasons. First, takeover bids are less frequent in France than in the UK and the US (e.g., Franks et al. 1990; Dombret et al. 2008). Consequently, these transactions attract the attention of both the press and the public (Schneider and Dunbar 1992). Given the interest generated by takeover bids, there is an increased demand for information and, thus, companies have incentives to disseminate information in this non-routine situation. There is also a greater interest for takeover bids in France than in other European countries such as Germany, where

⁴² The accounting literature has established that voluntary disclosure has economic consequences (e.g., Leuz and Verrecchia 2000). The study of factors that influence the voluntary disclosure decision should help us improve our understanding of disclosure practices and this is a necessary step to analyze the consequences of disclosure.

hostile takeover bids are practically unheard of⁴³. Second, while Anglo-Saxon countries rely on a common law system, France relies on a system of code law. There is a difference between these two systems in terms of legal liability: the reporting context in France is less subject to lawsuits and litigations than, for example, that in the US (e.g., Cormier and Martinez 2006; Piot and Janin 2007). These lesser scrutiny pressures could lead to less detailed and formal disclosures or even to opportunistic disclosures. For instance, Aerts and Tarca (2010) find that explanations of performance feature more self-serving bias and less formal language in environments with less regulation and litigation risk. Third, the French Market Regulator (AMF, or “Autorité des Marchés Financiers”) has expressed concerns several times about the disclosure strategies adopted in the specific context of takeover bids. For example, the hostile takeover bid from BNP for Société Générale in 1999 gave rise to a massive and excessive use of media (press, television, radio). In response, the chairman of the AMF sent a letter to the competitors asking them “*to exhibit due care in their statement*” and reminded them that “*all press releases must be submitted for examination by the AMF prior to dissemination*”⁴⁴. Thereafter, the AMF (2009) warned investors about the disclosures made in this context: their objective is not solely to inform shareholders about the terms of the bid⁴⁵. According to the AMF, disclosures could also be made with a commercial purpose, that is, to “*sell the bid to shareholders*”. Because voluntary disclosure during takeover bids has become an increasing matter of concern for the AMF, this study is likely to have some interest for regulators. According to Singh and Van der Zahn (2008), a comprehensive review of factors

⁴³http://www.bakermckenzie.com/files/Uploads/Documents/Germany/Newsroom/FL_EN_TakeOverLaw_Jan2013.pdf

⁴⁴ http://www.amf-france.org/en_US/Publications/Rapports-annuels/Rapports-annuels-COB-et-AMF/annee_1990-2003.html

⁴⁵ AMF, S’informer sur les OPA, October 2009 (<http://www.scribd.com/doc/49017716/Reglement-OPA-AMF>).

influencing the voluntary disclosure decision should prevent unnecessary costs for companies if mandatory disclosure is introduced.

More precisely, in this study, we investigate the driving factors of synergy disclosures by target companies. Synergy arguments⁴⁶ are often used to justify takeovers (Trautwein 1990; Berkovitch and Narayanan 1993). Information about synergies is crucial during takeover bids. Evidence of this has been given by the 2011 RSM Global Analyst and Investor Survey⁴⁷, which reveals that synergies are the primary factor analysts and investors consider in assessing takeovers. In France, bidding companies have to mention in the offer document “*the potential synergies*” between the two parties to the bid as well as the approximate amount and date of the expected economic gains of the transaction (Article 2 of the AMF instruction n°2006-07). However, according to the RSM survey (2011), most analysts and investors appear to be worried that bidding companies will overvalue synergies that could be expected from the deal. Indeed, the bidding companies’ managers disclose overly optimistic synergies to convince hesitant target shareholders of the benefits of the bid (Amel-Zadeh et al. 2013). Because analysts and investors are generally sceptical about the synergies anticipated by bidding companies, target managers could have incentives to also disclose synergies.

Conversely, in France there is no similar requirement for synergy disclosures by target companies. In other words, disclosures of qualitative (descriptive) or quantitative (quantified) synergies by target managers are voluntary. There are at least two alternative situations in which target managers could decide to disclose synergies, depending on whether they agree on the terms of the bid. In the first case, the target managers disclose synergies to confirm the

⁴⁶ Synergies are defined as additional economies or revenues related to the sharing of resources between the companies involved in a deal.

⁴⁷ <http://rsm-global-analyst-and-investor-survey.pressdoc.com>

bidding companies' expectations of synergies and, thus, to address potential concerns from target shareholders. In the latter case, they disclose synergies that differ from the bidding companies' expectations of synergies to contest the bid price or even the takeover itself.

Our sample contains 124 takeover bids approved by the AMF between November 1999 and May 2011. We focus on the target's disclosure of synergies in press releases and news articles. Four sets of hypotheses related to the specific context of takeover bids are assumed to influence the target's disclosure: the type of bid (hostile/friendly), the bid complexity, the probability of bid success, and the level of the bid premium. Moreover, we test the influence of the European Directive on Takeover Bids⁴⁸ on the target firm's disclosure. The results are threefold. First, the factors related to the context of takeover bids that influence synergy disclosures are the bid complexity (*via* means of payment, visibility of the bidder and target size) and the probability of bid success (*via* the nature of the bid and bidder's pre-bid ownership of target shares). Second, empirical evidence on the influence of traditionally established disclosure determinants, introduced as control variables, is mixed. The two structural variables related to target companies – industry and performance – influence synergy disclosures. In contrast, governance variables have no influence on the probability of disclosure. Third, we show that the European Directive on Takeover Bids encourages voluntary disclosure by target companies.

Our research makes two main contributions to the literature. First, most studies on the determinants of voluntary disclosure have been conducted in annual reports (e.g., Firth 1979; Cooke 1989; Meek et al. 1995; Raffournier 1995; Depoers 2000). Here, we take a different approach by investigating the driving factors behind the disclosure decision in a non-routine

⁴⁸ Directive 2004/25/EC adopted by the European Parliament and the Council of the EU on April 21st, 2004.

situation (i.e., during takeover bids). The takeover context is particularly interesting because of strong conflicts of interests between target managers and shareholders (e.g., Walkling and Long 1984) and the potential serious consequences of the bid's outcome on the target managers' situation. The need for studies focusing on discretionary disclosure strategies during corporate events has been underlined by Merkl-Davies and Brennan (2007). Second, our study is one of the first to provide insights into the determinants of voluntary disclosure by target companies. To our knowledge, only Brennan (1999) has identified a set of determinants that explain UK target companies' decisions to publish profit forecasts. However, findings from this previous study are mixed, as only two factors have a significant influence on the probability of disclosure: one is a forecast-related variable (forecast horizon) and the other is a firm-specific variable (large block shareholders). As recommended by Singh and Van der Zahn (2008), we go beyond "traditional" factors to have a greater understanding of factors influencing voluntary disclosure. More precisely, this research focuses on factors related to the context of takeover bids and takes into account variables that have not been previously tested: for example, the level of the bid premium, the nature of the bid (voluntary or mandatory), and the bidder's pre-bid ownership of target shares. In this way, we examine whether the predominant explanation for voluntary disclosure is specific to the takeover context. We find evidence that voluntary disclosure in non-routine situations such as takeover bids is mainly explained by contextual variables. In contrast, "traditional" factors have weak influence on the voluntary disclosure decision of companies. Therefore, the findings from our study help build an expanded profile of factors influencing voluntary disclosure in non-routine situations. They reveal that the examination of a specific context is a complex matter and that insights from classical studies of determinants should be interpreted with caution when studying voluntary disclosure in corporate events.

The remainder of this paper is organised as follows. Section 2 defines the background of the study in terms of regulatory environment and theories. The research hypotheses and control variables are presented in section 3. Section 4 describes the sample and explanatory model. Section 5 presents the empirical findings, and section 6 reports the complementary analysis. The last section discusses the main results and concludes the paper.

2. Background

2.1 The French regulatory environment

In France, the conduct of takeover bids is mainly governed by the AMF, which ensures that the companies involved in the bid disclose full and relevant information on a timely basis and in an equitable manner to all market participants. The principal laws and regulations that apply are the following: (i) the AMF General Regulation and (ii) Law no. 2006-07 (“Loi relative aux offres publiques d’acquisition”), which is the implementation in France of the European Directive on Takeover Bids (Directive 2004/25/EC). The two main goals of this directive are to reinforce the protection of minority shareholders and to ensure transparency at the announcement of the bid and throughout the offer period. For instance, article 8 (paragraph 1) states that a bid has to be made public in such a way as to ensure market transparency. With regard to the offer period, the defensive structures and mechanisms envisaged by target companies (paragraph 18) as well as the position of the target company’s board of directors (BD) have to be exposed transparently.

More specifically, disclosure requirements for target companies include filing with the AMF of two specific documents: (i) the takeover bid prospectus (i.e., response document) and

(ii) the document concerning “other” information regarding the target company (i.e., legal, financial, accounting and other characteristics). The response document must meet the content requirements specified in the AMF instruction n°2006-07 (article 3). For instance, it must include an independent appraiser's report, the opinion of the BD or Supervisory Board (SB) regarding the offer, and comments by the works council. Information about post-acquisition synergies is not included among this mandatory information. Because there is no requirement for synergy disclosures by target companies, the disclosures of qualitative (descriptive) or quantitative (quantified) synergies by target managers are voluntary. Illustrations of synergy disclosures are given below.

Qualitative disclosure

“The Mittal Steel’s image shown as a worldwide group is a trap: there are not enough complementarities to create synergies and added value” (Guy Dollé, Managing Director of Arcelor, 02/17/2006).

Quantitative disclosure

“The 85 million Euros of synergies expected on an annual base (at a cost of implementation of €43 million) will come mainly from the increase in volumes, coupled with exchanges of know-how” (Alex Mandl, CEO of Gemplus, 12/07/2005)

It is interesting to note that, at several times, the AMF declared itself in favour of a refocusing of the takeover documents on the description of the terms of the bid⁴⁹. Consequently, we observe synergy disclosures by target companies in newspapers and press releases. Such documents are widely used in the takeover context (Brennan et al. 2010), and they can be issued during the period between the announcement of the bid and the publication of the final results of the bid.

⁴⁹ Directive Transparency, Prospectus, Takeover bids: A new framework for listed-companies’ financial communication, AMF conference, September 26th, 2006.

Takeover bids and independent appraisals, IMA (Institute of Management Accountants) conference, September 17th, 2008.

2.2 Theoretical perspective

The literature advances several arguments to explain the decision to provide voluntary information such as synergies. Agency theory is the theoretical framework that has been the most extensively investigated (Depoers 2000). Given the costs induced by agency conflicts between principals and agents that could decrease managerial compensation, managers may have incentives to keep costs low (Jensen and Meckling 1976). Voluntary disclosure is hypothesised to reduce agency costs (Leftwich et al. 1981). Using assumptions rooted in agency theory, a more recent field of literature on impression management views the information provided by managers as driven by self-interest (Merkl-Davies and Brennan 2007). In other words, managers could have incentives to manipulate shareholders' perceptions and decisions through opportunistic disclosures when there are conflicts of interest between both parties. In addition, voluntary disclosure could arise from information asymmetry between managers and shareholders or other stakeholders. According to Lang and Lundholm (2000) and Healy and Palepu (2001), managers have incentives to disclose information to mitigate the effects of information asymmetry and the lemons problem (Akerlof 1970).

In the specific context of takeovers bids, the motivations for disclosures by target companies are related to both agency and lemons problems. Indeed, the best interests of target managers and shareholders are often in conflicts, resulting in high agency costs for target companies (e.g., Walkling and Long 1984). More precisely, target shareholders worry about the value of their shares, whereas target managers could worry about the following: (i) the possibility of losing their jobs, (ii) the possibility of a loss in compensation and (iii) retention of control of the company in the case of manager-owners. Given the high turnover rate for the

top managers of target companies documented in the previous literature (e.g., Martin and McConnell 1991; Franks and Mayer 1996), target managers are likely to use voluntary disclosure not only to reduce agency costs, but also to serve an opportunistic purpose (Cooke et al. 1998; Brennan et al. 2010). For instance, voluntary disclosure by target companies may be part of an entrenchment strategy on the part of target managers. Moreover, voluntary disclosure may be used by target managers as a signal of deal quality (whether poor or high). The disclosure decision results from information asymmetry (Verrechia 2001) and, thus, from the information needs of the target shareholders. Reputation costs should prevent misleading disclosures by target managers. More generally, target companies disclose voluntary information to their shareholders to show whether the bid price is adequate given the value of shares (Brennan 1999). Following this author, it is also possible that voluntary disclosure may be a signal to the bidder of whether target managers intend to resist the bid. Finally, in the case of pre-bid negotiations, such disclosure could provide assurance about information issued during the negotiation period.

3. Factors influencing voluntary disclosures by target companies

3.1 Hypotheses on the influence of contextual factors

In this study, we examine the influence of contextual factors on the target firm's disclosure decision. Four sets of hypotheses related to the specific context of takeover bids are assumed to influence the target's disclosure: the type of bid (hostile/friendly), the bid complexity, the probability of bid success, and the level of the bid premium.

3.1.1 Type of bid (hostile vs. friendly)

We anticipate that the type of bid (hostile or friendly) has an influence on voluntary disclosure by target companies. In the case of friendly bids, the bidding and target companies recommend that the target shareholders accept the offer. Therefore, both parties send complementary signals to the target shareholders: they emphasise the benefits of synergy. For example, target companies could use synergy disclosures to explain to the target shareholders their positive attitude towards the offer. Conversely, in the case of hostile bids, the bidding and target companies do not recommend to the target shareholders the same course of action. To gain the target shareholders' support, the firms involved have incentives to send opposing signals to them, resulting in more information being disclosed by the target companies in hostile bids than in friendly bids. Another motivation for voluntary disclosure that does not exist in the case of friendly bids is countering the other side's signals. For instance, the disciplinary nature of hostile takeover bids (Morck et al. 1989) leads to attacks on the performance of the target management by the bidder. To counter these attacks and support their claims of good performance, target managers could decide to voluntarily disclose a forecast (Brennan 1999)⁵⁰. Therefore, we assume that synergy disclosures by target companies are more likely during hostile bids. Indeed, in such a context target managers are encouraged to question the synergies anticipated by the bidder to justify their opposition. Lack of synergy (or negative synergy) may be underlined by target managers to convince target shareholders of the poor quality of the deal. This gives rise to our first hypothesis:

H₁: The synergy disclosure decision of the target company is positively associated with a hostile bid.

⁵⁰ In fact, in the UK, profit forecasts are one of the most commonly used defences (Sudarsanam 1995; Holl and Kyriazis 1997; Schoenberg and Thornton 2006).

3.1.2 Complexity of the bid

The bid complexity could increase the difficulty for the target shareholders to value both synergies and the bid premium, and thus gives shareholders cause for concern and/or scepticism (Kimbrough and Louis 2011). To address potential concerns or scepticism from target shareholders, we assume that the target company has incentives to disclose information about post-acquisition synergies. The bid complexity could arise from the equity payment, the lack of visibility of the bidder, and the size of the target company.

- *Means of payment*

It is worth noting that paper bids are more complex than cash bids (e.g., Servaes and Zenner 1996; Bates and Lemmon 2003) because it is more difficult for shareholders to value both synergies and the bid premium in the former case than in the latter. Another reason is that, in paper bids, the intent of the bidding companies' managers could be unclear to investors (Kimbrough and Louis 2011). In addition, equity offers convey the negative signal that the bidding companies are overvalued (Travlos 1987; Shleifer and Vishny 2003). Consequently, they give shareholders cause for concern that could be addressed by target managers through voluntary disclosure. Indeed, target shareholders could view the bidding company's disclosure as an attempt to "sell" their shares to them or to hype stock prices. Therefore, there is a need for additional information from target companies to counteract the otherwise adverse shareholders reaction. Because of the complexity for shareholders of valuing deals involving equity, we assume that the target synergy disclosure is positively related to equity payment. Accordingly, we posit the following hypothesis:

H_{2(a)}: The synergy disclosure decision of the target company is positively related to equity payment.

- *Visibility of the bidder*

We assume that it is more difficult for target shareholders to value both synergies and the bid premium when there is a lack of visibility of the bidder. Indeed, in such a situation, it could be challenging for the target shareholders to find information about the bidder and, thus, to value the offer. Moreover, Kimbrough and Louis (2011) underline that low visibility of the bidder could increase investors' uncertainty and scepticism, resulting in a greater need to convince target shareholders.

The bidder visibility depends on both its nationality and listing status. In our study of takeover bids approved by the AMF, we observe that although the bids involve only French and listed target companies, the bidders are not necessarily French and could be a private company. If the bidder is not a French company, target shareholders may experience a lack of visibility. Indeed, the home bias literature suggests that domestic investors lack visibility in foreign companies (e.g., Kang and Stulz 1997; Bradshaw et al. 2004). This gives rise to the following hypothesis:

H_{2(b)}: If the bidder is not a French company, the probability for the target company to disclose synergies increases.

A lower visibility of the bidder could also be due to its listing status. According to Officer et al. (2009), privately held companies are more opaque than publicly traded companies. Moreover, private companies have lower standards for information disclosure. This allows us to draw the following hypothesis:

H_{2'(b)}: If the bidder is an unlisted company, the probability for the target company to disclose synergies increases.

- *Size of the target company*

According to Dutordoir et al. (2014), synergy disclosures could arise from the deal complexity as measured by the size of the firms (e.g., Grinstein and Hribar 2004). Indeed, it is more difficult for target shareholders to measure the synergies that could be expected from the bid in the case of large companies. One reason is that large companies typically consist of more business units, making valuation more difficult (Servaes and Zenner 1996). Moreover, when the target company is large, the bidder may experience a lack of knowledge of the target. Following the 2011 RSM Survey, over-optimism of the bidder in their evaluation of synergies appears to be related to a lack of knowledge of the target. Consequently, we assume that synergy disclosures are more likely when the target company is large.

H_{2(c)}: There is a positive relationship between the target company's size and the synergy disclosure decision.

3.1.3 Probability of bid success

The need to convince target shareholders that the deal does or does not represent the best course of action for the target is greater when the probability of bid success is low. Consequently, we posit that synergy disclosure by the target company is more likely when the uncertainty about the bid outcome is high. Two variables are used to proxy the probability of bid success: the nature of the bid (voluntary or mandatory) and the bidder's pre-bid ownership of target shares.

In France, bidders must make a takeover bid for all of the target's outstanding shares upon reaching an ownership threshold of 33.33% (30% since February 1st, 2011⁵¹). In contrast, there is no similar requirement in the US securities laws. To help acquire control of the target, the bidder could also buy some target shares before launching its takeover bid. Such partial acquisitions (i.e., toehold) below the threshold of 33.33% (30% after February 2011) do not force bidding companies to launch a takeover.

The impact of these partial acquisitions has been widely studied in the previous literature. Significant ownership shares make takeover bids difficult to resist (Walkling and Long 1984; Jennings and Mazzeo 1993; Cotter and Zenner 1994) and increase the probability of bid success (Walkling 1985; Hirshleifer and Titman 1990). Indeed, the larger the toehold, the less shares need to be acquired to acquire control of the target, resulting in a higher probability of bid success (Eddey 1991). Finally, partial acquisitions could also have an effect on the bid premium (e.g., Shleifer and Vishny 1986; Sudarsanam 1995; Betton and Eckbo 2000). To our knowledge, no academic research has directly studied the effect of this factor on voluntary disclosure. Given that the probability of bid success is lesser in the case of voluntary bids, we posit that synergy disclosures are more likely during such transactions. One reason is that the need to convince target shareholders is higher in voluntary bids than it is in mandatory bids.

H_{3(a)}: The synergy disclosure decision of the target company is positively associated with a voluntary bid.

We also assume that there is a negative relationship between the bidder's pre-bid ownership of target shares and the synergy disclosure decision. In other words, a high level of

⁵¹ French Banking and Financial Regulation Law (FBFRL) enacted on October 20th, 2010 and published in the Official Journal on February 1st, 2011.

pre-bid acquisitions decreases the probability of synergy disclosure. This gives rise to the following hypothesis:

H_{3(b)}: The synergy disclosure decision of the target company is negatively associated with the bidder's pre-bid ownership of target shares.

3.1.4 Level of the bid premium

To our knowledge, this determinant has not been addressed in previous studies, such as Brennan's (1999; 2000). This is surprising because, when target managers review takeover proposals, they first consider the bid premium; consequently, it is necessary to incorporate a variable related to the premium offered when studying takeovers (Buchholtz and Ribbens 1994). According to Travlos (1987), the bid premium should reflect most of the synergies that could be expected from the deal. Therefore, we assume that target companies could make synergy disclosures to contest the bid price. Indeed, if target managers frequently choose to disclose information about lack of synergy to justify their opposition to the bid, this opposition often disappears when multiple negotiations lead to an increase in the offer price. In other words, target managers' resistance as well as voluntary disclosure could be a strategy to obtain an increase in the offer price (Franks and Mayer 1996; Powell 1997; Cooke et al. 1998; Brennan et al. 2010). Consequently, we assume that synergy disclosures by target companies are more likely when the bid premium is low. Accordingly, we posit the following hypothesis:

H₄: The synergy disclosure decision of the target company is negatively related to the level of the bid premium.

3.2 Control variables: the “traditional” factors influencing voluntary disclosure

In addition to contextual factors, we take into account traditional factors as control variables. By traditional factors, we mean firm-specific variables whose influence on voluntary disclosure has been well-documented in the prior disclosure literature (e.g., Ahmed and Courtis 1999; Chavent et al. 2006). Relevant factors related to target companies include governance variables (ownership concentration, managerial ownership, CEO duality) and structural variables (performance and industry).

3.2.1 Governance variables

- *Ownership concentration*

The prior literature on the determinants of voluntary disclosure posits a positive relationship between the low concentration of ownership and voluntary disclosure (e.g., Hossain et al. 1994; Chau and Gray 2002, for disclosures in annual reports). In companies with a low concentration of ownership, the information asymmetry between management and shareholders is high, and shareholders ask for more information to limit the opportunistic behaviour of managers. Conversely, in companies with a high concentration of ownership, the information may be privately disclosed, thereby avoiding disclosure costs. A similar argument prevails within the context of takeover bids because the bidder can meet with the controlling shareholder(s) to negotiate with them directly (Eddey 1991).

- *Managerial ownership*

Agency theory (Jensen and Meckling 1976) posits that the managers' ownership share leads to an alignment between the interests of the shareholders and those of the managers. Therefore, when managerial ownership increases, the degree of conflict between managers

and shareholders decreases, as do agency costs. In such a situation, Eng and Mak (2003) and Mohd Ghazali and Weetman (2006) found that the level of voluntary disclosure in annual reports is low. In the context of takeover bids, target managers could use their shareholdings to entrench themselves and block the bid (Sudarsanam 1995; Stulz 1988) or to negotiate (Song and Walkling 1993). Consequently, we control for managerial ownership.

- *CEO duality*

When one individual serves as both chairman of the board and CEO (i.e., CEO duality), that individual has a strong influence on the board's decisions (Fama and Jensen 1983). Forker (1992) found that the separation of these two functions is positively associated with the quality of voluntary disclosure. In the same way, Gul and Leung (2004) show that CEO duality is associated with lower levels of voluntary disclosure. In the context of takeover bids, CEO duality has an influence on the probability of post-takeover CEO turnover (Kini et al. 2004) and on the adoption of poison pills (Mallette and Fowler 1992). Therefore, it seems appropriate to add CEO duality as a control variable.

3.2.2 Structural variables

- *Performance*

In the face of adverse selection, companies with high performance have incentives to distinguish themselves from poorly performing companies through voluntary disclosure. Therefore, such disclosure should be positively related to company performance. To date, however, empirical evidence on the relation between company performance and voluntary disclosure is mixed (e.g., Lang and Lundholm 1993; Wallace et al. 1994). A positive relationship between company performance and the extent of voluntary disclosure in annual

reports is only documented by Raffournier (1995) and Wang et al. (2008). Because these findings are in line with our theoretical background, we control for the target company's performance.

- *Industry*

Industry membership exerts an influence on the level of voluntary disclosure in annual reports (e.g., Cooke 1989; Meek et al. 1995). In addition, Brennan (1999) shows that target companies in the capital goods industry are significantly more likely to disclose profit forecasts during hostile bids. Because voluntary disclosure varies across industries (including during takeover bids), we control for the industry effect.

4. Methodology

4.1 Sample description

The sample procedure was as follows. We initially considered all the French takeover bids approved by the AMF during the period from November 1999 to May 2011. These transactions involve target companies listed in France. The AMF website was used to construct a list of all public company takeovers in France over the period studied. Then, we excluded from our sample all observations with missing values for any of the variables used in the empirical analysis⁵². Our final sample consists of 124 takeover bids. Table 1 presents the descriptive statistics.

⁵² For earlier years, some annual reports and takeover bid prospectuses were not available.

Table 1: Descriptive statistics

Variables	Frequency	Mean (Standard deviation)
Contextual factors (independent variables)		
Hostile bid	11%	
Friendly bid	89%	
Equity payment	65%	
Cash payment	35%	
Foreign bidder	35%	
French bidder	65%	
Listed bidder	53%	
Unlisted bidder	46%	
Market value of the target		2,210,666 (991020.1)
Number of employees of the target		5,850.871 (1427.699)
Voluntary bid	72%	
Mandatory bid	28%	
Bidder's pre-bid ownership of target shares		0.174 (0.018)
Bid premium		0.230 (0.030)
Traditional factors (control variables)		
Ownership concentration of the target		0.311 (0.179)
Managerial ownership of target shares		0.052 (0.137)
CEO non-duality	44%	
CEO duality	66%	
Stock performance of the target		531.417 (1968.218)
<u>Target industry</u>		
Industrials	14%	
Consumer Goods	13%	
Consumer Services	17%	
Financials	16%	
Technology	20%	
Other	20%	

Table 1 shows that the majority of takeover bids over the period studied were friendly bids (89%). They were also financed by cash (65%) and voluntarily launched by the bidder (72%). The average bid premium was 23% (calculated one day before the offer announcement). In 65% of the cases, the bidding company was a French company, and 53% of the bidding companies were listed. With respect to the target companies, the average market value amounted to 2,210,666 M€, and the number of employees was approximately 5,851. The major shareholder held on average 31% of the target company's shares. More precisely, 5% of the target shares were held by the target management, while 17% were held by the bidder. In 66% of the cases, the target company's CEO was also the chairman of the board. Finally,

the average stock performance was 531⁵³, and 20% of the target companies belong to the technology industry.

4.2 Definition of variables and explanatory model

- *Dependent variable*

We observe the voluntary synergy disclosures in newspapers and press releases obtained from the Factiva database or from the target company's website. We use a dummy variable to examine the synergy disclosure decision by target companies. The dependent variable is the "probability of synergy disclosure", which equals one for disclosing target companies and zero for non-disclosing target companies. A comparison of the proportions of disclosing and non-disclosing target companies motivated us to explain the disclosure decision using a dummy variable. Indeed, in our sample 35% of the target companies voluntarily disclosed information on synergies, while 65% of the target companies are non-disclosing firms. In the study by Brennan (1999), 20% of the target companies voluntarily disclosed profit forecasts.

To gain further insights into the content of disclosures, we perform a descriptive analysis of the synergy disclosures. This analysis reveals that in 95% of the cases the types of synergies are indicated. It appears that most of the synergies (63%) are operational. The arguments developed are based upon geographical, expertise and product complementarities between the two companies that could be at the origin of economies of scale. Managerial synergies are also frequently mentioned (30% of synergy disclosures). They focus on innovating capacity and on the bidder's management expertise. In contrast, financial synergies

⁵³ Stock performance is measured by the total return index, which is defined as the change in total value of a shareholding over a specified period (base date = 100).

are evoked in only three synergy disclosures. Moreover, if the timing of synergies is discussed in 12% of the synergy disclosures, the integration costs are almost absent from these disclosures. This descriptive analysis provides evidence of homogeneity among the synergy disclosures, with all focused on the sources of synergies, thus confirming that such disclosures could be approached by a binary variable.

- *Independent variables*

The contextual factors are collected manually from takeover bid prospectuses available on the AMF's website or from annual reports for the year before the launch of the takeover bid. Financial data are obtained from the *Datastream* database.

To proxy the type of bid (hostile/friendly), we use a dummy variable (TYP) that equals one for hostile bids and zero for friendly bids. A bid is defined as hostile if the target managers reject the initial bid by the bidding company (e.g., Morck et al. 1989; Franks and Mayer 1996; Powell 1997) and if the target managers undertake one or more defensive actions (Sudarsanam 1995)⁵⁴. Indeed, rejection of the bid by the target company is insufficient to distinguish a hostile from a friendly bid (Schwert 2000). Moreover, we consider as friendly an offer made by a white knight because of the agreement made by the target's management.

In addition, four variables are used to study the influence of the bid complexity on voluntary disclosure. First is the means of payment (PAY), which is a dummy variable that equals one for equity payment and zero for cash payment. Similar to Brockman and Martin (2008), takeover bids with mixed payment are classified into these two categories according to the proportion of stock financing (with a cut-off of 20%). For the visibility of the bidder,

⁵⁴ We look for information about defensive actions deployed by target companies in newspapers articles extracted from the Factiva database.

we consider both its nationality (NAT) and listing status (LIST). The two variables are dummies, taking the value one if the bidder is a foreign company (a listed company) and zero otherwise. Finally, the two proxies used for the target size (SIZE) are the logarithm of both the market value and the number of employees⁵⁵.

Then, two variables are used to capture the probability of bid success. The nature of the bid is a dummy variable (VOL) that equals one for voluntary bids and zero for mandatory bids. In France, the launch of the takeover bid is mandatory if a bidder reaches an ownership threshold of 33.33% (30% since February 2011) of target outstanding shares. The bidder's pre-bid ownership of target shares (BIDO) is the proportion of ordinary shares held by the bidder before the launch of the takeover.

Finally, the level of the bid premium (PREM) is the ratio of the offer price relative to the target's share price at some point prior to the announcement date⁵⁶. In the case of an increase in the offer price, the initial premium is used because this premium may have launched the disclosure process. Table 2 summarises the independent variables and the hypotheses.

- *Control variables*

We add control variables to take into account the effect of “traditionally” established disclosure determinants (i.e., variables specific to target companies) on voluntary disclosure during takeover bids and to control for yearly effects. These traditional factors are also collected manually from takeover bid prospectuses or from annual reports for the year before the launch of the takeover bid. Financial data are obtained from the *Datastream* database.

⁵⁵ We do not use accounting variables to proxy for the target size because the sample contains financial target companies.

⁵⁶ Bid premiums calculated by taking into account the target share price at one day, one month, three months, six months, and one year before the offer announcement were introduced in the analysis. However, there is no difference in the results following the type of bid premium included in the model.

Table 2: The synergy disclosure decision: Hypotheses and definition of the variables

Hypotheses	Variables	Definition	Expected effect on disclosure
H1	Type of bid (TYP)	1 for hostile bids 0 otherwise	+
H2(a)	Means of payment (PAY)	1 for equity 0 otherwise	+
H2(b)	Nationality (NAT)	1 for foreign bidder 0 otherwise	+
H2'(b)	Listing status (LIST)	1 for listed bidder 0 otherwise	-
H2(c)	Target size (SIZE)	Log of the market value Log of the number of employees	+
H3(a)	Nature of the bid (VOL)	1 for voluntary bids 0 otherwise	+
H3(b)	Bidder's pre-bid ownership of target shares (BIDO)	Proportion of ordinary shares of the target held by the bidder before the launch of the takeover bid	-
H4	Level of the bid premium (PREM)	Ratio of the offer price relative to the target's share price at one day prior to the offer announcement	-

With regard to governance variables, ownership concentration (OWN) is measured by the proportion of ordinary shares of the target company held by the major shareholder and his family. Managerial ownership (MAO) is the proportion of ordinary shares held by the CEO, the top managers and the members of the BD. CEO duality (DUAL) is a dummy variable that equals one in the case of separation between the functions of the CEO and the chairman of the board and zero otherwise. In addition, we include two structural variables: performance and industry. Stock performance (SPERF) is measured by the total return index⁵⁷. Dummy variables serve as proxies for the following industries: industrials, consumer goods, consumer

⁵⁷ We do not use accounting variables to proxy for performance because the sample contains financial target companies. The total return index is the change in total value of a shareholding over a specified period (base date = 100), assuming that all dividends are reinvested.

services, financials and technology⁵⁸. Finally, we include year dummies to control for yearly effects.

- *Explanatory model*

We use a binary logistic regression to identify the determinants of synergy disclosures by target companies in takeover bids. The explanatory model is the following (logit model):

$$\text{Log} \frac{\text{Pr}(\text{SYN}=1)}{1-\text{Pr}(\text{SYN}=1)} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{TYP} + \alpha_2 \text{PAY} + \alpha_3 \text{NAT} + \alpha_4 \text{LIST} + \alpha_5 \text{SIZE} + \alpha_6 \text{VOL} + \alpha_7 \text{BIDO} + \alpha_8 \text{PREM} + \alpha_9 \text{CONTROL} + \text{yearly effects} + \varepsilon_i \quad (1)$$

where SYN = synergy disclosure decision (1 for disclosing target companies, 0 otherwise); TYP = hostile/friendly bid; PAY = means of payment; NAT = bidder's nationality; LIST = listing status of the bidder; SIZE = target size; VOL = voluntary/mandatory bid; BIDO = bidder's pre-bid ownership of target shares; PREM = level of the bid premium; CONTROL = control variables; α_0 = intercept; $\alpha_1 \dots \alpha_9$ = regression coefficients estimated with a maximum likelihood estimator; and ε_i = residual term.

5. Results

5.1 Differences between disclosing and non-disclosing target companies

In Tables 3 and 4, we compare the explanatory variables between disclosing and non-disclosing companies. The frequency distributions and results of the Pearson's Chi-Squared test (with asymptotic significance between brackets) for the dummy variables are summarised in Table 3.

⁵⁸ This is based on the Industry Classification Benchmark (ICB).

Table 3: Differences in dummy variables between disclosing and non-disclosing targets

	SYN = 1	SYN = 0
<u>TYP</u>		
Hostile bid	8 (18.6%)	6 (07.4%)
Friendly bid	35 (81.4%)	75 (92.6%)
Pearson Chi-Squared: 3.516 (0.061)*		
<u>PAY</u>		
Equity payment	23 (53.5%)	19 (23.5%)
Cash payment	20 (46.5%)	62 (76.5%)
Pearson Chi-Squared: 11.310 (0.001)***		
<u>VOL</u>		
Voluntary bid	37 (86.0%)	52 (64.2%)
Mandatory bid	6 (14.0%)	29 (35.8%)
Pearson Chi-Squared: 6.619 (0.010)***		
<u>NAT</u>		
Foreign bidder	23 (53.5%)	21 (25.9%)
French bidder	20 (46.5%)	60 (74.1%)
Pearson Chi-Squared: 9.321 (0.002)***		
<u>LIST</u>		
Listed bidder	32 (74.4%)	34 (42.0%)
Unlisted bidder	11 (25.6%)	47 (58.0%)
Pearson Chi-Squared: 11.876 (0.001)***		

SYN = synergy disclosure decision (1 for disclosing target companies; 0 otherwise); TYP = hostile/friendly bids; PAY = means of payment; VOL = voluntary/mandatory bids; NAT = bidder's nationality; LIST= listing status of the bidder. *** and * indicate significance at the 1% and 10% levels, respectively.

The results highlight several differences between the two groups of target companies that are significant at the 1% level. We first observe a higher frequency of synergy disclosure for equity payment (53.5%) than for cash payment (46.5%). Second, the frequency of synergy disclosure is higher for voluntary bids (86%) than for mandatory bids (14%). Therefore, these two factors seem to encourage target companies to voluntarily disclose information on synergies. When the bidder pays in the form of shares, synergy disclosures could address the target shareholders' concerns about the bidder's overvaluation. Information on synergies could also help target shareholders in their evaluation of the bid. Because mandatory bids often result from an anterior merger process, the probability of bid success seems to be higher than it is in voluntary bids. Therefore, synergy disclosures are less necessary. With regard to the visibility of bidding companies, the frequency of synergy disclosure by target companies is higher for foreign bidders (53.5%) than for French bidders (46.5%). The nationality of the

bidder could explain the synergy disclosures of the target companies, as the bidder's foreign nationality could lead to a lack of visibility to investors and scepticism (Kimbrough and Louis 2011). In addition, we observe that the frequency of synergy disclosure is higher for listed companies (74.4%) than for private companies (25.6%). This result is at first surprising because the private status of the bidder decreases its visibility (Officer et al. 2009). Finally, with regard to the significant difference between disclosing and non-disclosing targets at the 10% level, the type of bid (hostile or friendly) seems to influence synergy disclosures.

The results for continuous independent variables are summarised in Table 4. For each group of target companies and for each variable, the mean, standard deviation and results of Student's t-test and non-parametric Wilcoxon test, with p-values in parentheses, are presented.

Table 4: Differences in continuous variables between disclosing and non-disclosing targets

	SYN	Mean	Standard deviation	t-statistic (p-value)	Wilcoxon statistic (p-value)
SIZE 1	1	13.2063	2.22468	1.85693 (0.000)***	3994 (0.000)***
	0	11.3494	2.06090		
SIZE 2	1	7.4419	2.26045	1.46655 (0.002)***	4565 (0.008)***
	0	5.9753	2.57864		
BIDO	1	0.1209	0.20878	-0.07570 (0.044)**	224 (0.013)**
	0	0.1966	0.19135		
PREM	1	0.2601	0.34635	0.04649 (0.467)	2543 (0.665)
	0	0.2136	0.32979		

SYN = synergy disclosure decision (1 for disclosing target companies; 0 otherwise); SIZE1 = target company size measured by the logarithm of the market value; SIZE 2 = target company size measured by the logarithm of the number of employees; BIDO = bidder's pre-bid ownership of target shares; PREM = level of the bid premium. *** and ** indicate significance at the 1% and 5% levels, respectively.

There appear to be no significant differences between the disclosing and non-disclosing target companies in terms of the level of the bid premium. In contrast, the disclosing target companies have less pre-bid ownership by bidders than the non-disclosing target companies (12.09% compared to 19.66%). One possible explanation is that, in the case of high pre-bid

ownership by the bidder, the outcome of the bid is less uncertain (Walkling 1985; Hirshleifer and Titman 1990). Therefore, the need for voluntary disclosure to convince target shareholders should be less. Finally, disclosing target companies are larger than non-disclosing target companies, according to the two proxies used (logarithm of both the market value and the number of employees). According to Dutordoir et al. (2014), the complexity of synergy valuation increases with firm size.

5.2 Determinants of the target firm's synergy disclosure

Binary logistic regressions were used to analyse the influence of contextual factors on synergy disclosures by target companies in takeover bids. To select the independent and control variables to include in each model, we performed a correlation analysis (Appendix 1). The results are reported in Table 5 for three specifications of Eq. (1)⁵⁹.

The validity of the models was estimated by means of the Chi-Squared test. The explanatory power is indicated by pseudo- R^2 . The explanatory power of the models fluctuates between 38.80% and 43.63%. The model classification rates are also indicated. The lesser classification rate is 80.5%, which means that approximately 81% of the target companies are reclassified in the correct group (disclosing or non-disclosing target companies). The percentage of correct classification is very satisfactory as a naïve model (i.e., all companies decide not to disclose synergies) would correctly classify 65% of the observations.

⁵⁹ The correlation matrix reveals that there are several correlation coefficients higher than 0.4. One solution to solve this collinearity problem is to run different regression models (e.g., Chavent et al. 2006) to ensure that correlated independent variables are regressed in separate models. We defined three specifications of Eq. 1, named models 1, 2 and 3.

Table 5: The explanatory variables of the synergy disclosure decision

Independent and control variables	Model 1		Model 2		Model 3	
	Coefficients	z (p-value)	Coefficients	z (p-value)	Coefficients	z (p-value)
TYP	-0.474	-0.46 (0.643)	-1.695	-1.48 (0.140)	-0.942	-0.89 (0.376)
PAY	3.701	4.07 (0.000)***				
NAT	2.635	3.43 (0.001)***	2.441	3.03 (0.002)***	1.229	1.74 (0.082)*
LIST			3.266	3.78 (0.000)***	2.738	3.50 (0.000)***
SIZE 1					0.571	2.92 (0.004)***
SIZE 2	0.258	1.88 (0.060)*	0.221	1.52 (0.130)		
VOL			2.831	2.85 (0.004)***		
BIDO					-4.974	-2.71 (0.007)***
PREM	0.494	0.42 (0.675)	-1.529	-1.18 (0.239)	0.139	0.10 (0.917)
OWN	0.407	0.24 (0.813)				
MAO					-1.922	-0.63 (0.528)
DUAL	1.165	1.82 (0.068)*	1.057	1.42 (0.157)	0.670	1.02 (0.309)
SPERF			0.001	1.87 (0.062)*		
intercept	-5.423	-2.63 (0.009)***	-6.907	-2.55 (0.011)**	-9.010	-3.10 (0.002)***
Industry effects	Included		Included		Included	
Year effects	Included		Included		Included	
Pseudo-R ²	0.3880		0.4363		0.4209	
Chi-Squared (p-value)	60.06 (0.000)		63.38 (0.000)		64.00 (0.000)	
Classification rate (overall %)	80.51%		86.96%		87.27%	

TYP = hostile/friendly bids; PAY = means of payment; NAT = bidder's nationality; LIST = listing status of the bidder; SIZE1 = target company size measured by the logarithm of the market value; SIZE 2 = target company size measured by the logarithm of the number of employees; VOL = voluntary/mandatory bids; BIDO = bidder's pre-bid ownership of target shares; PREM = level of the bid premium; OWN = ownership concentration of the target; MAO = managerial ownership of the target; DUAL = CEO duality of the target; SPERF = stock performance of the target. ***, ** and * indicate significance at the 1%, 5% and 10% levels, respectively.

The results highlight a positive impact of the bid complexity on the synergy disclosure decision. More precisely, there is a positive relationship between the equity payment and voluntary disclosure (model 1). This result is consistent with hypothesis 2a. When the bidder pays in the form of shares, synergies are more difficult for shareholders to value (Dutordoir et al. 2014), which could explain the positive influence of the equity payment. Moreover, synergy disclosures could address the target shareholders' concerns about the bidder's overvaluation.

With respect to the visibility of bidding companies, nationality is an important incentive for synergy disclosure. In accordance with hypothesis 2b, the foreign nationality of the bidder positively influences the probability of disclosure. In this case, the aim of the synergy disclosure is to lessen the impact of the lack of visibility of the bidder to investors (Kimbrough and Louis 2011). Contrary to the expected effect of the listing status of the bidder (hypothesis 2'b), we observe that the probability that target companies will disclose synergies increases when the bidder is a listed company. One possible explanation for this result is that the deal complexity could increase when the companies involved in the takeover are both listed. Indeed, previous studies suggest that publicly listed companies are larger than private companies (e.g., Pagano et al. 1998). Because synergy disclosures arise from deal complexity as measured by the size of the firms (Dutordoir et al. 2014), the probability of synergy disclosures by the target company could increase when the bidder is listed.

Moreover, we find that the synergy disclosure decision is positively related to the target company's size (hypothesis 2c), particularly when firm size is proxied by market value. When the target firms are large, synergies are more difficult for shareholders to value. Consequently, they need additional information to gauge the terms of the bid. Another possible explanation

is that it is easier for large companies to bear the disclosure costs (Firth 1979; Lang and Lundholm 1993).

With respect to the probability of bid success, the nature of the bid (voluntary or mandatory) is a statistically significant variable (models 1 and 2). Consistent with hypothesis 3a, the probability that target companies will disclose synergies increases when the takeover bid is voluntary. The main reason is that mandatory bids often result from an anterior merger process. Consequently, there is less uncertainty about the bid outcome and, thus, the probability of bid success is higher than it is in voluntary bids. In the same way, the bidder's pre-bid ownership of target shares influences the synergy disclosure decision (hypothesis 3b). As expected, we obtain a negative relationship between this factor and the synergy disclosure by target companies (model 3).

Among the control variables, stock performance has a positive and statistically significant impact on the probability of synergy disclosure. Therefore, the aim of synergy disclosure is to reduce target shareholders' concerns about a potential decrease in the target's performance after the bid. Conversely, the study of industry effects (not tabulated) reveals that if the target company belongs to the financial industry, the probability of synergy disclosure decreases. One possible explanation is that takeovers provide only a small cost savings in this industry (Houston and Ryngaert 1994).

5.3 Marginal effects

To strengthen our findings and provide an economic interpretation of the results, we compute marginal effects, which are determined as the means of the independent variables. The results are reported in Table 6.

Table 6: Marginal effects

Independent and control variables	Model 1			Model 2			Model 3		
	Marginal effect (dy/dx)	z (p-value)	Mean (X)	Marginal effect (dy/dx)	z (p-value)	Mean (X)	Marginal effect (dy/dx)	z (p-value)	Mean (X)
TYP ^(d)	-0.085	-0.52 (0.604)	0.102	-0.211	-2.30 (0.022)**	0.109	-0.150	-1.13 (0.257)	0.104
PAY ^(d)	0.715	6.33 (0.000)***	0.339						
NAT ^(d)	0.541	4.03 (0.000)***	0.364	0.482	3.37 (0.001)***	0.373	0.252	1.69 (0.091)*	0.374
LIST ^(d)				0.539	5.03 (0.000)***	0.536	0.480	4.37 (0.000)***	0.548
SIZE 1(MV)							0.111	3.00 (0.003)***	12.187
SIZE 2 (NEMPL)	0.051	1.92 (0.055)*	6.584	0.040	1.52 (0.128)	6.613			
VOL ^(d)				0.384	3.93 (0.000)***	0.700			
BIDO							-0.970	-2.78 (0.005)***	0.174
PREM	0.098	0.42 (0.674)	0.216	-0.280	-1.19 (0.234)	0.218	0.027	0.10 (0.917)	0.216
OWN	0.081	0.24 (0.813)	0.311						
MAO							-0.375	-0.63 (0.526)	0.052
DUAL ^(d)	0.236	1.82 (0.069)*	0.432	0.198	1.38 (0.169)	0.445	0.132	0.99 (0.323)	0.443
SPERF				0.000	1.85 (0.065)*	559			

^(d) for discrete change of dummy variable from 0 to 1.

TYP = hostile/friendly bids; PAY = means of payment; NAT = bidder's nationality; LIST = listing status of the bidder; SIZE1 = target company size measured by the logarithm of the market value; SIZE 2 = target company size measured by the logarithm of the number of employees; VOL = voluntary/mandatory bids; BIDO = bidder's pre-bid ownership of target shares; PREM = level of the bid premium; OWN = ownership concentration of the target; MAO = managerial ownership of the target; DUAL = CEO duality of the target; SPERF = stock performance of the target. ***, ** and * indicate significance at the 1%, 5% and 10% levels, respectively.

Marginal effects are interpreted as suggested by Jeanjean et al. (2010). We notice that, overall, all the variables that are statistically significant are also economically significant. More precisely, Table 6 shows that an equity payment will increase the probability of disclosure by 71.5%. This marginal effect is significant at the 1% level. The nationality and listing status of the bidder are also economically significant variables. With respect to the target size, it appears that, at the mean level, an increase of one standard deviation will increase the probability of disclosure by 11.1% (significant at the 1% level). For the nature of the bid, the marginal effect indicates that when the bid is voluntary, the probability of synergy disclosure increases by 38.4%. In the same way, at the mean level, an increase of one standard deviation in bidder's pre-bid ownership of target shares will decrease the probability of disclosure by 97%.

In summary, the contextual factors explaining the synergy disclosure decision are: the bid complexity (via means of payment, nationality and listing status of the bidder, target size) and the probability of bid success (via the nature of the bid and bidder's pre-bid ownership of target shares). In addition, two control variables related to target companies (performance and industry) influence the decision to disclose synergies. Therefore, the predominant explanation for voluntary disclosure during takeover bids is contextual.

6. Complementary analysis

Because our sample contains French target companies, it is necessary to take into account the impact of European rules and regulations on disclosures during takeover bids. The time period covered by the study (1999 to 2011) enables us to test the impact of the adoption of the European Directive on Takeover Bids on synergy disclosures by target companies. This

directive was implemented in France by Law no. 2006-07, which came into force in March 2006. Consequently, we complete our analysis by examining the influence of this institutional factor on voluntary disclosure.

One main goal of the European directive is to ensure transparency in takeover bids. More specifically, the target shareholders must have sufficient time and information to be able to reach a properly informed decision on the bid. In France, most of the details covered by the takeover directive were already subject to comparable national-level regulations (Clift 2009). For instance, a comparison between the content of both offer and response documents described by the directive and by the AMF before the implementation of the directive, does not reveal significant differences. Consequently, only a few slight changes in terms of mandatory disclosure seem to have been introduced by the directive. Therefore, to ensure transparency in the event of takeover bids, companies could make voluntary disclosures, such as synergy disclosures. Synergies are often at the heart of the deal. Therefore, information on synergies could help target shareholders reach “a properly informed decision”. Consequently, we assume that the implementation of the European Directive on Takeover Bids should increase the probability of synergy disclosure. To test our assumption, we conduct two complementary analyses.

First, we compare the percentages of disclosing and non-disclosing target companies before and after the adoption of the directive. The results are shown in Table 7. After the adoption of the directive, the proportion of disclosing targets increases, and the proportion of non-disclosing targets decreases. The percentage of disclosing targets changes from 30.3% before March 2006 to 45.7% after March 2006. In contrast, the proportion of non-disclosing targets decreases from 69.7% before March 2006 to 54.3% after March 2006. These results

suggest that the European directive encourages target companies to voluntarily disclose information on synergies.

Table 7: Proportions of disclosing and non-disclosing targets before and after the implementation of the Directive

	SYN = 1	SYN = 0
<u>DIRTAK</u>		
After the implementation of the takeover directive	16 (45.7%)	19 (54.3%)
Before the implementation of the takeover directive	27 (30.3%)	62 (69.7%)
Pearson Chi-Squared: 2.622 (0.080)*		

SYN = synergy disclosure decision (1 for disclosing target companies; 0 for non-disclosing target companies); DIRTAK = Implementation in France of the EU Directive on Takeover Bids (1 for takeover bids after March 2006; 0 for takeover bids before March 2006). * Indicates significance at the 10% level.

Second, we take into account the influence of the adoption of the takeover directive on the synergy disclosure decision by adding a dummy variable related to the date of the directive to the explanatory model (the first specification of Eq. 1 becomes Eq. 2). The results are presented in Table 8.

$$\text{Log} \frac{\text{Pr}(\text{SYN}=1)}{1-\text{Pr}(\text{SYN}=1)} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{TYP} + \alpha_2 \text{PAY} + \alpha_3 \text{NAT} + \alpha_4 \text{SIZE} + \alpha_5 \text{PREM} + \alpha_6 \text{DIRTAK} + \alpha_7 \text{CONTROL} + \text{yearly effects} + \varepsilon_i \quad (2)$$

where SYN = synergy disclosure decision (1 for disclosing target companies, 0 otherwise); TYP = hostile/friendly bid; PAY = means of payment; NAT = bidder's nationality; SIZE = target size; PREM = level of the bid premium; DIRTAK = implementation in France of the EU Directive on Takeover Bids (1 for takeover bids after March 2006; 0 for takeover bids before March 2006); CONTROL = control variables; α_0 = intercept; $\alpha_{1...7}$ = regression coefficients estimated with a maximum likelihood estimator; and ε_i = residual term.

As predicted, the inclusion of DIRTAK positively influences the probability of synergy disclosure (significant at the 1% level). According to this result, the European Directive on Takeover Bids encourages voluntary disclosure during takeover bids.

Table 8: Analysis of DIRTAK's impact on the synergy disclosure decision

Independent and control variables	Coefficients	z (p-value)	Marginal effect (p-value)
TYP	-0.134	-0.17 (0.868)	-0.025 (0.865)
PAY	2.935	4.14 (0.000)***	0.595(0.000)***
NAT	2.320	3.51 (0.000)***	0.065 (0.006)***
SIZE2	0.337	2.66 (0.008)***	0.475 (0.000)***
PREM	-0.252	-0.31 (0.755)	-0.049 (0.755)
DIRTAK	1.615	2.56 (0.010)***	0.345 (0.010)***
OWN	0.699	0.49 (0.627)	0.134 (0.626)
DUAL	0.938	1.74 (0.081)*	0.184 (0.085)*
intercept	-5.851	-3.98 (0.000)***	/
Industry effects	Included		
Pseudo R ²	0.3084		
Chi-Squared (p-value)	48.57 (0.000)		
Classification rate (overall %)	81.82%		

TYP = hostile/friendly bids; PAY = means of payment; NAT = bidder's nationality; SIZE2 = target company size measured by the logarithm of the number of employees; PREM = level of the bid premium; DIRTAK = Implementation in France of the EU Directive on Takeover Bids (1 for takeover bids after March 2006; 0 for takeover bids before March 2006); OWN = ownership concentration of the target; DUAL = CEO duality of the target. *** and * indicate significance at the 1% and 10% levels, respectively.

Examining the directive in greater detail reveals that it makes several implicit and explicit references to voluntary disclosure. For instance, article 8 (paragraph 1) requires that the information disclosed not be false or misleading. Another key aim of the directive is to ensure general and prompt access to the information voluntarily disclosed (article 8, paragraph 2). In other words, the directive encourages “*objective*” and “*informative*” voluntary disclosure that aims at facilitating both the dissemination of information among investors and the public understanding of the transaction (Sodali Survey 2012⁶⁰). Promotional communications such as advertisements are not prohibited but they are more closely supervised and have to be

⁶⁰ <http://www.sodali.com/static/allegati/C-0007.pdf>

recognisable as such. Moreover, such communications must state that a takeover document has been published and must be consistent with the information disclosed in this document. Finally, both our results and these observations suggest that the directive recognises the usefulness of voluntary disclosure during takeover bids while providing broad guidelines for such disclosure.

7. Discussion and conclusion

In this paper, we investigate the factors that influence voluntary synergy disclosures by target companies during takeover bids. We provide evidence that the decision of target companies to disclose synergies is related to the bid complexity (*via* means of payment, visibility of the bidder and target size) and the probability of bid success (*via* the nature of the bid and bidder's pre-bid ownership of target shares). Overall, these results suggest that contextual factors have a strong influence on voluntary disclosure in non-routine situations such as takeover bids. In contrast, our findings regarding the influence of "traditional" factors (firm-specific variables) on voluntary disclosure are mixed: only the target companies' performance and industry influence disclosure. Finally, the European Directive on Takeover Bids seems to encourage target companies to disclose synergies.

7.1 Comparison with previous research findings

Compared with the previous literature, we show that the means of payment not only influences voluntary disclosure by bidding companies (Dutordoir et al. 2014; Kimbrough and Louis 2011) but also by target companies. Equity offers are often associated with the bidder's overvaluation (Travlos 1987), thus giving target shareholders cause for concern that could be

addressed by both target and bidding managers through voluntary disclosure. However, target shareholders could view the bidding company's disclosure as an attempt to "sell" their shares to them. As shown by the RSM survey (2011), most analysts and investors are generally sceptical about the synergies anticipated by bidding companies. Consequently, target shareholders may have more confidence in the target's disclosure, and this could explain our result regarding the impact of equity payment on the target's disclosure.

Interestingly, we also observe that some factors that explain voluntary disclosure by target companies fail to explain voluntary disclosure by bidding companies. This is the case of the bidder nationality and listing status. Indeed, Brennan (2000) and Kimbrough and Louis (2011) found no impact of the bidder nationality on voluntary disclosure by bidding companies. In contrast, we show that when the bidder is a foreign company, the probability of the target's disclosure increases. We conclude that the lack of visibility and the investor's scepticism due to nationality differences between the two companies is mainly addressed by target disclosure. For the listing status, Brennan (2000) argues that the non-significance of this variable could be due to missing values for unlisted bidders. This study reveals that when the bidder is a listed company, the probability for the target company to disclose synergies increases. With respect to the size of the target company, our result is consistent with Brennan (1999), who found that voluntary disclosure is more likely for large companies.

Regarding the influence of the probability of bid success, we find evidence that synergy disclosures are more likely during voluntary bids because the bid outcome is more uncertain. In the same way, we highlight that the synergy disclosure decision is negatively related to the bidder's pre-bid ownership of target shares. These two factors have not been previously tested with regard to their potential impact on voluntary disclosure.

Governance variables are well-established disclosure determinants. Indeed, their influence on voluntary disclosure in routine situations has been widely documented in the previous literature (e.g., Chau and Gray 2002, Eng and Mak 2003). By contrast, we find no impact of these variables on voluntary disclosure during takeover bids. We conclude that voluntary disclosure in non-routine situations is mainly explained by contextual factors. Consequently, as mentioned by Singh and Van der Zahn (2008), explaining voluntary disclosure in corporate events requires going beyond “traditional factors”.

7.2 Opportunistic/strategic vs. informative motivations for disclosures

The investigation of the factors associated with the decision of target companies to provide voluntary information is important to understand the disclosure strategies of target managers. There are at least two alternative explanations for voluntary disclosure during takeover bids: opportunistic/strategic motivations and informative motivations.

First, in line with Merkl-Davies and Brennan (2007), we posit that voluntary disclosure could be used by target managers to serve their own interests at the expense of target shareholders. More specifically, when target managers worry about the possibility of losing their jobs and/or a loss in compensation, they could have incentives to influence shareholders' perceptions and decisions through disclosure strategies for an opportunistic purpose (e.g., to entrench themselves). This is particularly true in the case of hostile bids, as the disciplinary nature of these transactions (Morck et al. 1989) increases the probability that the target's managers will be dismissed (Franks and Mayer 1996). Moreover, when the bid premium is low, target managers could use voluntary disclosure strategically to obtain an increase in the offer price (e.g., Cooke et al. 1998). However, we find no evidence that the type of bid

(hostile/friendly) or the level of the bid premium will influence the decision of target companies to disclose synergies. We conclude that voluntary disclosure by target companies seems not to respond to opportunistic/strategic motivations.

Second, voluntary disclosure by target managers could be driven by informative motives (i.e., to reduce the information asymmetry and, thus, lemons problems). The bid complexity increases the difficulty for the target shareholders to gauge the bid quality, thus giving them cause for concern and/or scepticism (Kimbrough and Louis 2011). Therefore, in the absence of information disclosure, the market will over-penalise complex transactions. For instance, target shareholders could reject high quality offers because of their complexity. In addition, toeholds are documented in the previous literature as a signal of high post-acquisition value of the target (Chowdhry and Jegadeesh 1994). Consequently, a low bidder's pre-bid ownership of target shares and voluntary bids could increase the use of other signals, such as voluntary disclosure. Our results show that both the bid complexity and the probability of bid success influence voluntary disclosure. Overall, our findings suggest that synergy disclosures by target companies respond to informative motivations. These findings could help target shareholders to assess the voluntary disclosure: *a priori*, they do not need to be suspicious about the synergies anticipated by the target. This is in line with the European Directive on Takeover Bids, which encourages “*objective*” and “*informative*” voluntary disclosure that aims at facilitating the understanding of the transaction.

7.3 Suggestions for future research

This research focuses on the factors that influence voluntary synergy disclosures by target companies during takeover bids. However, we are left with one interesting question: What are

the consequences of voluntary disclosures by target companies during takeover bids? To answer this question, it may be appropriate to examine whether these disclosures are value-relevant. However, there are two main difficulties with share price studies in the context of takeover bids (Brennan 2000). First, it could be challenging to isolate the effect of voluntary disclosure on share prices because there are many other events that could occur during takeover bids (e.g., defensive actions). Second, variability in media coverage could also affect share prices. Another way to study the consequences of disclosure is to examine its influence on the success or failure of bids. However, once again, this relationship is difficult to test given the difficulty of being certain that voluntary disclosure (and not other events) influences the bid outcome (Brennan 1999). Nevertheless, one interesting perspective could be to analyse whether voluntary disclosures affect the target shareholders' perceptions of the bid through an experiment. Indeed, through synergy disclosures, target managers could alter target companies' shareholders' perceptions of the bid and, thus, influence their decision to either accept or reject the offer. Given that the takeover's success is impossible without the target shareholders' approval, insights from such a study could be very useful. Indeed, the success or failure of takeover bids has irreversible consequences for shareholders' wealth and for industrial and management structures (Botsari and Meeks 2008).

The fact remains that examining the factors influencing voluntary disclosure is a necessary preliminary step for any study of disclosure consequences. Indeed, it makes little sense to investigate the disclosure consequences without understanding the motivations for disclosures by managers through a determinant analysis (e.g., Depoers 2000; Chavent et al. 2006). By clarifying the rationale for disclosure, such analysis could, in turn, help identify the potential consequences of voluntary disclosure that could be tested in future research.

References

- Aerts, W., Tarca, A. (2010). Financial performance explanations and institutional setting. *Accounting and Business Research* 40 (5): 421-450.
- Ahmed, K., Courtis, J. K. (1999). Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: A meta-analysis. *British Accounting Review* 31 (1): 35-61.
- Akerlof, G. A. (1970). The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics* 84 (3): 488-500.
- Amel-Zadeh, A., Lev, B., Meeks, G. (2013). *Great expectations: Managerial earnings forecasts in mergers and acquisitions*. Working Paper, University of Cambridge.
- Bates, T. W., Lemmon, M. L. (2003). Breaking up is hard to do? An analysis of termination fee provisions and merger outcomes. *Journal of Financial Economics* 69 (3): 469-504.
- Berkovitch, E., Narayanan, M. P. (1993). Motives for takeovers: An empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 28 (3): 347-362.
- Betton, S., Eckbo, E. B. (2000). Toeholds, bid jumps, and expected payoffs in takeovers. *The Review of Financial Studies* 13 (4): 841-882.
- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics* 50 (2&3): 296-343.
- Botsari, A., Meeks, G. (2008). Do acquirers manage earnings prior to a share for share bid? *Journal of Business Finance & Accounting* 35 (5&6): 633-670.
- Bradshaw, M. T., Bushee, B. J., Miller, G. S. (2004). Accounting choice, home bias, and U.S. investment in non-U.S. firms. *Journal of Accounting Research* 42 (5): 795-841.
- Brennan, N. (1999). Voluntary disclosure of profit forecasts by target companies in takeover bids. *Journal of Business Finance & Accounting* 26 (7&8): 883-917.
- Brennan, N. (2000). An empirical examination of forecast disclosure by bidding companies. *Accounting and Business Research* 30 (3): 175-194.

- Brennan, N. M., Daly, C. A., Harrington, C. S. (2010). Rhetoric, argument and impression management in hostile takeover defence documents. *The British Accounting Review* 42 (4): 253-268.
- Brockman, P., Khurana, I. K., Martin, X. (2008). Voluntary disclosures around share repurchases. *Journal of Financial Economics* 89 (1): 175-191.
- Brockman, P., Martin, X. (2008). *Voluntary Disclosures around corporate acquisitions*. Working Paper, University of Missouri and Washington University.
- Buchholtz, A. K., Ribbens, B. A. (1994). Role of chief executive officers in takeover resistance: Effects of CEO incentives and individual characteristics. *Academy of Management Journal* 37 (3): 554-579.
- Chau, G. K., Gray, S. J. (2002). Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore. *The International Journal of Accounting* 37 (2): 247-265.
- Chavent, M., Ding, Y., Fu, L., Stolowy, H., Wang, H. (2006). Disclosure and determinants studies: An extension using the divisive clustering method (DIV). *European Accounting Review* 15 (2): 181-218.
- Chowdhry, B., Jegadeesh, N. (1994). Pre-tender offer share acquisition strategy in takeovers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29 (1): 117-129.
- Clift, B. (2009). The second time as farce? The EU takeover directive, the clash of capitalisms and the hamstrung harmonization of European (and French) corporate governance. *Journal of Common Market Studies* 47 (1): 55-79.
- Cooke, T. E. (1989). Voluntary corporate disclosure by Swedish companies. *Journal of International Financial Management & Accounting* 1 (2): 171-195.
- Cooke, T. E., Luther R. G., Pearson, B. R. (1998). The Information content of defence documents in UK hostile take-over bids. *Journal of Business Finance & Accounting* 25 (1&2): 115–143.

- Cormier, D., Martinez, I. (2006). The association between management earnings forecasts, earnings management and stock market valuation: Evidence from French IPOs. *The International Journal of Accounting* 41 (3): 209-236.
- Cotter, J. F., Zenner, M. (1994). How managerial wealth affects the tender offer process. *Journal of Financial Economics* 35 (1): 63-97.
- Depoers, F. (2000). A cost-benefit study of voluntary disclosure: Some empirical evidence from French listed companies. *European Accounting Review* 9 (2): 245-263.
- Dombret, A., Mager, F., Reinschmidt, T. (2008). Global takeover premiums – country vs. industry impact. *Applied Financial Economics Letters* 4 (4): 293-297.
- Dutordoir, M., Roosenboom, P., Vasconcelos, M. (2014). Synergy disclosures in mergers and acquisitions. *International Review of Financial Analysis* 31: 88-100.
- Eddey, P. H. (1991). Corporate raiders and takeover targets. *Journal of Business Finance & Accounting* 18 (2): 151-171.
- Eng, L. L., Mak, Y. T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy* 22 (4): 325-345.
- Fama, E. F., Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26 (2): 301-325.
- Firth, M. (1979). The impact of size, stock market listing, and auditors on voluntary disclosure in corporate annual reports. *Accounting and Business Research* 9 (36): 273-280.
- Forker, J. J. (1992). Corporate governance and disclosure quality. *Accounting and Business Research* 22 (86): 111–124.
- Franks, J., Mayer, C. (1996). Hostile takeovers and the correction of managerial failure. *Journal of Financial Economics* 40 (1): 163-181.
- Franks, J., Mayer, C., Hardie, J., Malinvaud, E. (1990). Capital markets and corporate control: A study of France, Germany and the UK. *Economic Policy* 5 (10): 189-231.

- Grinstein, Y., Hribar, P. (2004). CEO compensation and incentives: Evidence from M&A bonuses. *Journal of Financial Economics* 73 (1): 119–143.
- Gul, F. A., Leung, S. (2004). Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. *Journal of Accounting and Public Policy* 23 (5): 351-379.
- Healy, P. M., Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* 31 (1&3): 405-440.
- Hirshleifer, D., Titman, S. (1990). Share tendering strategies and the success of hostile takeover bids. *Journal of Political Economy* 98 (2): 295-324.
- Holl, P., Kyriazis, D. (1997). Agency, bid resistance and the market for corporate control. *Journal of Business Finance & Accounting* 24 (7&8): 1037-1066.
- Hossain, M., Tan, L. M., Adams, M. (1994). Voluntary disclosure in an emerging capital market: Some empirical evidence from companies listed on the Kuala Lumpur Stock Exchange. *The International Journal of Accounting* 29 (4): 334-351.
- Houston, J. F., Ryngaert, M. D. (1994). The overall gains from large bank mergers. *Journal of Banking & Finance* 18 (6): 1155-1176.
- Jeanjean, T., Lesage, C., Stolowy, H. (2010). Why do you speak English (in your annual report)? *The International Journal of Accounting* 45 (2): 200-223.
- Jennings, R. H., Mazzeo, M. A. (1993). Competing bids, target management resistance, and the structure of takeover bids. *The Review of Financial Studies* 6 (4): 883-909.
- Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
- Kang, J.-K., Stulz, R. M. (1997). Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan. *Journal of Financial Economics* 46 (1): 3–28.
- Kimbrough, M. D., Louis, H. (2011). Voluntary disclosure to influence investor reactions to merger announcements: An examination of conference calls. *The Accounting Review* 86 (2): 637-667.

- Kini, O., Kracaw, W., Mian, S. (2004). The nature of discipline by corporate takeovers. *The Journal of Finance* 59 (4): 1511-1552.
- Lang, M., Lundholm, R. J. (1993). Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research* 31 (2): 246-271.
- Lang, M. H., Lundholm, R. J. (2000). Voluntary disclosure and equity offerings: Reducing information asymmetry or hyping the stock? *Contemporary Accounting Research* 17 (4): 623-662.
- Leftwich, R. W., Watts, R. L., Zimmerman, J. L. (1981). Voluntary corporate disclosure: The case of interim reporting. *Journal of Accounting Research* 19: 50-77.
- Leuz, C., Verrecchia, R. E. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research* 38: 91-124.
- Mallette, P., Fowler, K. L. (1992). Effects of board composition and stock ownership on the adoption of “poison pills”. *Academy of Management Journal* 35 (5): 1010-1035.
- Martin, K. J., McConnell, J. J. (1991). Corporate performance, corporate takeovers and management turnover. *The Journal of Finance* 46 (2): 671-687.
- Meek, G. K., Roberts, C. B., Gray, S. J. (1995). Factors influencing voluntary annual report disclosures by U.S., U.K. and Continental European multinational corporations. *Journal of International Business Studies* 26 (3): 555-572.
- Merkel-Davies, D. M., Brennan, N. M. (2007). Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management? *Journal of Accounting Literature* 26: 116-196.
- Mohd Ghazali, N. A., Weetman, P. (2006). Perpetuating traditional influences: Voluntary disclosure in Malaysia following the economic crisis. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation* 15 (2): 226-248.
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R. W. (1989). Characteristics of hostile and friendly takeover targets. In *Corporate takeovers: Causes and consequences* (Ed, Auerbach, A. J.). Chicago II: University of Chicago Press, 101-134.

- Officer, M. S., Poulsen, A. B., Stegemoller, M. (2009). Target-firm information asymmetry and acquirer returns. *Review of Finance* 13: 467-493.
- Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *The Journal of Finance* 53 (1): 27-64.
- Piot, C., Janin, R. (2007). External auditors, audit committees and earnings management in France. *European Accounting Review* 16 (2): 429-454.
- Powell, R. G. (1997). Modelling takeover likelihood. *Journal of Business Finance & Accounting* 24 (7&8): 1009-1030.
- Raffournier, B. (1995). The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies. *European Accounting Review* 4 (2): 261-280.
- Schneider, S. C., Dunbar, R. L. M. (1992). A psychoanalytic reading of hostile takeover events. *The Academy of Management Review* 17 (3): 537-567.
- Schoenberg, R., Thornton, D. (2006). The impact of bid defences in hostile acquisitions. *European Management Journal* 24 (2&3): 142-150.
- Schwert, W. G. (2000). Hostility in takeovers: In the eyes of the beholder? *The Journal of Finance* 55 (6): 2599-2640.
- Servaes, H., Zenner, M. (1996). The role of investment banks in acquisitions. *The Review of Financial Studies* 9 (3): 787-815.
- Shleifer, A., Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy* 94 (3): 461-488.
- Shleifer, A., Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics* 70: 295-311.
- Singh, I., Van der Zahn, J.-L. W. M. (2008). Determinants of intellectual capital disclosure in prospectuses of initial public offerings. *Accounting and Business Research* 38 (5): 409-431.
- Song, M. H., Walkling, R. A. (1993). The Impact of managerial ownership on acquisition attempts and target shareholder wealth. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 28 (4): 439-457.

- Stulz, R. M. (1988). Managerial control of voting rights: Financing Policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics* 20: 25-54.
- Sudarsanam, P. S. (1995). The role of defensive strategies and ownership structure of target firms: Evidence from UK hostile takeover bids. *European Financial Management* 1 (3): 223-240.
- Trautwein, F. (1990). Merger motives and merger prescriptions. *Strategic Management Journal* 11: 283-295.
- Travlos, N. G. (1987). Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns. *The Journal of Finance* 42 (4): 943-963.
- Verrechia, R. E. (2001). Essays on Disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 32 (1&3): 97-180.
- Walkling, R. A. (1985). Predicting tender offer success: A logistic analysis. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20 (4): 461-478.
- Walkling, R. A., Long, M. S. (1984). Agency theory, managerial welfare, and takeover bid resistance. *The RAND Journal of Economics* 15 (1): 54-68.
- Wallace, O., Naser, K., Mora, A. (1994). The relationship between the comprehensiveness of corporate annual reports and firm characteristics in Spain. *Accounting and Business Research* 25 (97): 41-53.
- Wang, K., Sewon, O., Clairbone, M. C. (2008). Determinants and consequences of voluntary disclosure in an emerging market: Evidence from China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 17 (1): 14-30.

Appendix 1: Correlation matrix

	TYP	PAY	NAT	LIST	SIZE1	SIZE2	VOL	BIDO	PREM	OWN	MAO	DUAL	SPERF
TYP		0.122	0.215*	0.130	0.054	0.058	0.167	-0.108	-0.002	-0.222*	-0.013	0.092	-0.114
PAY	0.122		-0.139	0.603**	0.193*	-0.003	0.335**	-0.372**	-0.138	-0.081	0.093	-0.022	-0.132
NAT	0.215*	-0.139		0.053	0.277**	0.031	0.128	-0.127	0.223*	-0.275**	-0.037	-0.119	-0.017
LIST	0.130	0.603**	0.053		0.115	0.003	0.202*	-0.190*	0.056	-0.007	-0.003	0.056	-0.066
SIZE1	0.087	0.207*	0.285**	0.154		0.528**	0.238**	-0.119	-0.034	-0.173	-0.181*	0.041	0.469**
SIZE2	0.062	0.071	0.038	0.038	0.517**		0.094	0.008	0.037	-0.016	-0.093	0.014	0.312**
VOL	0.167	0.335**	0.128	0.202*	0.194*	0.133		-0.807**	0.109	-0.535**	0.125	-0.089	-0.155
BIDO	-0.128	-0.343**	-0.108	-0.147	-0.075	-0.049	-0.838**		-0.133	0.529**	-0.196*	0.126	0.185*
PREM	-0.041	-0.103	0.241**	0.126	0.021	0.021	0.142	-0.142		-0.146	-0.037	0.130	-0.184
OWN	-0.199*	-0.068	-0.223*	0.011	-0.148	-0.026	-0.433**	0.489**	-0.026		-0.018	0.022	0.068
MAO	-0.062	0.035	-0.100	-0.016	-0.206*	-0.101	0.099	-0.143	0.063	0.384**		-0.113	-0.264**
DUAL	0.092	-0.022	-0.119	0.056	0.070	-0.023	-0.089	0.133	0.173	0.028	-0.103		0.148
SPERF	-0.066	-0.105	-0.101	-0.121	0.062	-0.057	0.036	-0.055	-0.088	-0.108	-0.079	0.081	

Pearson (Spearman) correlation coefficients are presented below (above) the diagonal. The coefficients in bold are all higher than 0.4. TYP = hostile/friendly bids; PAY = means of payment; NAT = bidder's nationality; LIST = listing status of the bidder; SIZE1 = target company size measured by the logarithm of the market value; SIZE 2 = target company size measured by the logarithm of the number of employees; VOL = voluntary/mandatory bids; BIDO = bidder's pre-bid ownership of target shares; PREM = level of the bid premium; OWN = ownership concentration of the target; MAO = managerial ownership of the target; DUAL = CEO duality of the target; SPERF = stock performance of the target. ** and * indicate significance at the 1% and 5% levels, respectively.

Chapter II: A lexical analysis of voluntary press releases issued during takeover bids

Chapitre II : Une analyse lexicale des communiqués de presse volontaires émis lors des OPA/OPE

- Article publié en 2013 dans la revue *Comptabilité-Contrôle-Audit* 19 (2): 71-100.
- Co-auteur : Professeur Isabelle Martinez (Université Toulouse 3 Paul Sabatier).

Résumé court: Cet article s'intéresse aux communiqués de presse volontairement émis par les acquéreuses et/ou les cibles lors des OPA/OPE. L'analyse lexicale de 129 communiqués de presse met en exergue 4 profils de diffusion. Le premier est caractéristique des communiqués diffusés sur la période pré-offre et communs aux acquéreuses et cibles d'offres amicales. Le discours est centré sur les complémentarités stratégiques et témoigne d'une volonté de convaincre du bien-fondé de l'opération. Le deuxième profil est celui des communiqués des cibles d'offres hostiles émis sur la période d'offre : ils font état des raisons de l'opposition à l'offre et se veulent un moyen de peser sur les termes de l'opération. Les deux derniers profils sont relativement factuels, l'un concerne les modalités de l'offre dans le cadre de rapprochements obligatoires, l'autre émane des acquéreuses et traduit les résultats de l'opération. Il s'agit de communiqués informatifs diffusés sur les périodes pré-offre ou post-offre.

Mots-clés : Analyse lexicale, OPA/OPE, communiqués de presse, diffusion volontaire.

Abstract: This article deals with press releases voluntarily issued by both the bidding and/or target companies during takeover bids. Lexical analysis of 129 press releases highlights 4 disclosure profiles. The first profile is specific to press releases jointly issued by bidding and target companies during the pre-offer period in friendly takeover bids. The discourse in this category is focused on strategic complementarities and reflects an aim to convince readers of the validity of offer. The second profile relates to press releases issued by the targets of hostile takeover bids during the offer period: these press releases outline the reasons for resistance to the takeover and are intended to influence the bid price. The last two profiles are more factual; one concerns the terms of the offer in mandatory takeover bids, and the other concerns press releases issued by bidding companies reporting the results of the offer. In both these cases, press releases are informative in nature and are issued during the pre-offer or post-offer periods.

Keywords: Lexical analysis, takeover bids, press releases, voluntary disclosure.

Résumé long en français

1. Introduction

La diffusion d'informations lors d'OPA/OPE est au centre des préoccupations des régulateurs. En témoigne la mise en garde de l'AMF de 2009 contre le caractère commercial de certaines campagnes de communication mises en œuvre dans ce contexte⁶¹. Pourtant, on constate une quasi-absence de littérature sur ce thème, ce qui est qualifié d'« énorme erreur » par Sirower et Lipin (2003, p. 26) en raison des enjeux qui sous-tendent cette diffusion et de l'impact économique de ces opérations tant sur la richesse des actionnaires que sur la structure du secteur d'activité concerné (Botsari et Meeks 2008). Le contexte des OPA/OPE constitue donc un champ d'investigation original qui contribue à la littérature comptable et financière sur le thème du *reporting*.

Nous nous interrogeons ici sur le discours utilisé par les acquéreuses et/ou les cibles dans les communiqués de presse volontairement émis à l'occasion des OPA/OPE. Le choix des communiqués se justifie pour au moins deux raisons : (i) ils bénéficient d'une audience très large (Maat 2007) et (ii) ils sont rédigés dans un langage particulièrement expressif (Aerts et Cormier 2009). L'objectif est plus précisément d'identifier, à travers l'analyse du vocabulaire employé dans ces communiqués, des profils de diffusion qui témoignent de stratégies discursives spécifiques reflétant les motivations des entreprises émettrices.

2. Revue de la littérature

La revue de la littérature porte sur la diffusion d'informations lors des prises de contrôle. Deux problématiques principales ont été identifiées : les déterminants et les conséquences de cette diffusion. L'étude des déterminants de la diffusion d'informations lors des prises de contrôle a mis en exergue l'influence significative de facteurs liés au type d'information

⁶¹ AMF, S'informer sur les OPA, octobre 2009 (<http://www.scribd.com/doc/49017716/Reglement-OPA-AMF>).

diffusée, aux caractéristiques de l'offre et à celles des entreprises impliquées. L'étude des conséquences de la diffusion d'informations concerne l'issue ou le coût des opérations. Il ressort de la littérature antérieure que la diffusion d'informations par les cibles d'offres hostiles favorise davantage le dépôt d'offres en surenchère que l'échec des opérations. Quant aux acquéreuses, la majorité des études va dans le sens d'un comportement opportuniste des dirigeants qui cherchent, via la diffusion d'informations, à diminuer le coût des opérations. Au terme de cette revue de la littérature, il apparaît que la façon dont les entreprises énoncent les informations (vocabulaire employé) et les stratégies discursives adoptées restent, à ce jour, largement inexplorées. Or, pour Henry (2008), une telle analyse est nécessaire pour mettre à jour les motivations des entreprises émettrices, d'autant plus qu'il semblerait que le langage employé influence le jugement des investisseurs (Hales et al. 2011).

3. Méthodologie

Afin de répondre à notre objectif de recherche, nous avons réalisé une analyse lexicale des communiqués de presse. L'analyse lexicale vise à identifier des proximités entre différents textes et à les caractériser en fonction de leur vocabulaire le plus représentatif. Cette analyse lexicale a été effectuée à l'aide du logiciel ALCESTE développé par Reinert (1983 ; 1990). Le choix de ce logiciel se justifie par son utilisation récurrente en sciences de gestion (Duyck 2002 ; Chekkar et Onnée 2006 ; Platet-Pierrot et Giordano-Spring 2011) et par son adéquation à notre objectif de recherche.

Le corpus est constitué des communiqués de presse volontairement émis lors de l'ensemble des OPA/OPE visées par l'AMF entre décembre 2006 et juin 2011. Au total, 129 communiqués de presse volontaires ont été recensés dont 56 diffusés par les cibles, 42 par les acquéreuses et 31 communs aux deux entreprises. Chaque communiqué a été défini en fonction du type d'offre et d'émetteur, de la période de diffusion du communiqué et de l'année de l'opération.

4. Résultats

L'analyse descriptive des communiqués révèle que les offres hostiles donnent lieu à davantage de diffusion que les offres amicales. Aucune différence significative en termes de nombre de communiqués émis n'est en revanche obtenue selon le type obligatoire ou volontaire de l'offre. L'analyse effectuée par le logiciel aboutit à une classification en cinq classes nommées : les complémentarités stratégiques, l'opposition à l'offre, les modalités de l'offre, les données comptables et les résultats de l'offre. L'analyse factorielle des correspondances menée, et plus particulièrement la caractérisation des axes, permet de mettre en évidence que le vocabulaire employé dans les communiqués diffusés lors d'OPA/OPE est influencé par le besoin soit de convaincre du bien-fondé de l'opération soit de résister à l'offre.

5. Discussion

Quatre profils de diffusion sont mis en exergue. Le premier est caractéristique des communiqués diffusés sur la période pré-offre et communs aux acquéreuses et cibles d'offres amicales. Le vocabulaire est centré sur les complémentarités stratégiques traduisant ainsi la volonté des entreprises de convaincre du bien-fondé de l'opération : une stratégie de promotion de l'offre est mise en œuvre. Le deuxième profil est celui des communiqués diffusés par les cibles d'offres hostiles sur la période d'offre : le vocabulaire concerne les raisons de l'opposition à l'offre. Il s'agit d'une stratégie défensive visant à peser sur les termes de l'opération. Les deux derniers profils sont plus factuels, l'un concerne les modalités de l'offre lors de rapprochements obligatoires, l'autre émane des acquéreuses et traduit les résultats de l'opération. Il s'agit dans les deux cas de communiqués informatifs qui témoignent d'une stratégie de transparence sur les périodes pré-offre ou post-offre.

Cette recherche présente plusieurs contributions académiques et managériales. Sur le plan académique, les études sur le thème de la diffusion volontaire d'informations lors d'OPA/OPE sont peu nombreuses et se focalisent sur un seul type d'information volontaire et d'émetteur. Au contraire, nous adoptons ici une double perspective acquéreuses/cibles et nous nous intéressons à l'ensemble du contenu des communiqués de presse volontaires. Une telle approche nous a permis de mettre en exergue des stratégies discursives et des motivations qui auraient été difficilement révélées par les approches précédemment mises en œuvre. Enfin, il s'agit de la première étude à s'intéresser à l'influence du type obligatoire ou volontaire de l'offre sur la diffusion d'informations et donc à examiner si les entreprises ajustent le langage utilisé dans les communiqués selon le degré d'incertitude lié au résultat de l'opération.

Sur le plan managérial, ces résultats peuvent être utiles à l'AMF puisqu'ils montrent que l'objectif premier de la diffusion n'est pas toujours d'informer le public sur les caractéristiques de l'offre et que le langage utilisé n'est pas toujours neutre et objectif. Enfin, les investisseurs doivent prendre conscience de la façon dont les entreprises communiquent pour satisfaire leurs propres objectifs.

Néanmoins des limites à cette étude se doivent d'être soulignées. Les principales sont liées à la taille relativement restreinte de l'échantillon et à certaines difficultés inhérentes au logiciel ALCESTE (voir Helme-Guizon et Gavard-Perret 2004).

6. Conclusion

Si un focus a longtemps été opéré sur l'étude de la diffusion volontaire dans les rapports annuels, cette étude ouvre la voie à des recherches futures sur le thème de l'information en période d'OPA/OPE ou lors d'événements particuliers de la vie d'une entreprise. Ces événements sont intéressants à étudier car ils peuvent inciter à l'adoption de stratégies discursives inhabituelles.

A lexical analysis of voluntary press releases issued during takeover bids

1. Introduction

Information disclosures in the period around takeover bids⁶² are a central concern for regulators. This is reflected in EU directive 2004/25/CE of 21 April 2004, one of whose objectives is to increase the transparency of operations. The French financial market regulator *Autorité des Marchés Financiers* (AMF) also recently warned investors about the commercial nature of certain communication campaigns activated in such settings (AMF 2009⁶³). Releasing information on the details of the bid may not be the only aim of these campaigns, which in some cases have even warranted intervention by government and legal authorities. For example, in BNP's 1999 bid for Société Générale, the target was ordered to stop publishing a campaign judged "discriminatory" by the Paris commercial court. Brennan (1999) considers that takeover bids are specific events in the life of a firm that may lead managers to adopt different disclosure strategies from their usual strategies. She shows that British firms issue earnings forecasts during these operations, although such disclosures are a fairly rare occurrence in everyday business life. It turns out that the greater the resistance to the takeover, the more often forecasts are issued, the aim for the issuing firm being to communicate information on its own performance while denigrating the performance of the other firm involved. A communication war takes place between bidders and targets, with the underlying aim of influencing the outcome and/or cost of operations (e.g., Cooke et al. 1998).

⁶² Comprising cash takeover bids, exchange takeover bids and mixed takeover bids.

⁶³ AMF, *S'informer sur les OPA*, octobre 2009 (<http://www.scribd.com/doc/49017716/Reglement-OPA-AMF>).

Past studies on voluntary disclosures during takeovers have mainly looked at the determinants (e.g., Brennan 1999; 2000) and/or consequences of such disclosures (e.g., Ahern and Sosyura 2014). However, the way firms express the information disclosed (the vocabulary used) and the discursive strategies adopted remain largely unexplored to date. For Henry (2008), an analysis of this kind is necessary to bring out the motivations of the communicating firms, particularly as the language used appears to influence investors' judgements (Hales et al. 2011). This raises questions about the discourse used by bidders and targets in their voluntarily-issued press releases at the time of takeover bids. There are several reasons to study press releases: (i) they are extensively relayed in the media and reach a very broad audience (Maat 2007), (ii) they are written in particularly expressive language (Aerts and Cormier 2009), (iii) they are still under-explored, especially in the European context (Brennan et al. 2009). The objective is to identify, through analysis of the vocabulary used in these press releases, disclosure profiles corresponding to specific discursive strategies that reflect the motivations of the issuing firms.

A lexical analysis is conducted of 129 voluntary press releases on all takeover bids approved by the AMF between December 2006 and June 2011. This analysis identifies four disclosure profiles, grouping the releases by issuer (bidder and/or target), bid type (friendly or hostile, voluntary or mandatory) and the disclosure period (pre-offer, offer, post-offer). Three discursive strategies and therefore three motivations emerge from these profiles: (i) promotional, to convince readers that the operation is valid; (ii) defensive, to influence the terms of the offer, and (iii) transparency-oriented, when managers use the press releases for communication regarding the terms and results of the operation.

This research is of interest for three reasons. First, studying voluntary disclosures during a takeover bid is of major interest due to the underlying stakes and the economic impact of these operations regarding both shareholder wealth and the structure of the business sector

concerned (Botsari and Meeks 2008). Yet there is practically no literature on this theme, a situation Sirower and Lipin (2003, p. 26) call a “huge mistake”. The setting of a takeover bid is an unusual field of investigation that contributes to the accounting and financial literature on the theme of reporting.

Next, on a methodological level, this research addresses voluntary disclosures not from the angle of a binary variable or a disclosure score as in the majority of empirical studies, but from the angle of the vocabulary used. Instead of considering voluntary disclosures as a “black box”, studying the content of those disclosures through lexical analysis brings out the discursive strategies and motivations of the issuing firms. Despite its merits, lexical analysis remains under-used in the management sciences (Chekkar and Onnée 2006), due mainly to certain intelligibility issues with the softwares. To facilitate use of the Alceste⁶⁴ software in future research, this study pays special attention to describing and explaining the methodology.

Finally, this empirical study covers a sample of operations on the French market and takes into consideration specificities associated with the institutional context, such as whether a takeover bid is mandatory or voluntary. France’s mandatory takeover bid procedure has no equivalent in the US, and to our knowledge it has never been studied in terms of its possible impact on disclosures by bidders and/or targets. In France and most EU countries, a takeover bid procedure must be launched when the buying company comes to hold more than 30% of the target’s capital and/or voting rights, which makes the outcome of such operations less uncertain than in the case of a voluntary takeover bid. Taking into consideration the mandatory or voluntary nature of takeover bids is particularly useful to see whether issuing firms adjust their language according to the degree of uncertainty in the operations.

⁶⁴ The name stands for *Analyse des Lexèmes Cooccurrents dans les Enoncés Simples d’un Texte* (Analysis of the co-occurring lexemes within the simple statements of a text).

The rest of the article is structured as follows. The second section is devoted to the existing literature on disclosures during takeovers. The third section describes the methodology applied. The fourth section presents the results. Discussion of the results, the contributions, limitations and avenues for research are contained in the fifth section. The last section concludes.

2. Review of the literature on disclosures of information during takeovers

Financial accounting studies have examined voluntary disclosures made at the time of special events: IPOs (e.g., Clarkson et al. 1992; Bukh et al. 2005; Cazavan-Jeny and Jeanjean 2007; Singh and Van der Zahn 2008), equity offerings or share repurchases (e.g., Lang and Lundholm 2000; Jo and Kim 2007; Brockman et al. 2008). But takeover operations (including takeover bids) are still widely unexplored. A review of the literature on this subject identifies two main issues: the determinants (2.1) and the consequences (2.2) of these disclosures. The principal studies covered are summed up in Table 9.

2.1 Study of the determinants of voluntary disclosures

The determinants of voluntary disclosures during takeovers relate to the type of information disclosed and the details of the offer (2.1.1), and the characteristics of the firms involved in the operation (2.1.2).

2.1.1 Determinants relating to the type of information disclosed and the details of the offer

The first author to take an interest in the determinants of voluntary disclosures during takeover bids was Brennan (1999; 2000), whose studies concern the earnings forecasts issued by targets and bidders respectively. These studies show that the probability of voluntarily

disclosing earnings forecasts depends on the direction (positive or negative) of forecasts, and the nature (friendly or hostile) of the takeover. The better the forecasts, and the more unwelcome the takeover bid, the more firms make voluntary disclosures. The time horizon of the forecast also plays a decisive role: the shorter this horizon, the lower the risk of error in forecasts and the greater the probability of disclosing future earnings figures.

In a similar vein, the complexity of the operation is an explanation for voluntary disclosures: in a complex operation, it is difficult to evaluate the bid and its consequences, and this arouses a strong need for information in shareholders. By focusing on bidders' decisions to organise conference calls when a merger or acquisition is announced, Kimbrough and Louis (2011) show that stock financing and transaction size have a positive influence. Dutordoir et al. (2014), meanwhile, demonstrate the positive influence of equity financing, the existence of termination fees, and the size and duration of the transaction on disclosures of the synergies expected by the bidders.

2.1.2 Determinants relating to the characteristics of bidders and targets

Brennan (1999; 2000) shows that the probability of disclosing earnings forecasts depends on firm characteristics. In the case of takeover targets, a concentrated capital structure increases voluntary disclosures during hostile takeovers. Disclosures also increase when the targets are large or belong to the capital goods sector. Regarding the bidders, firms in the durable goods sector are more likely to disclose earnings forecasts.

Wandler (2007) studies voluntary disclosures of earnings estimates⁶⁵ during mergers. He shows that the financial strength of the acquiring firms is a determinant of the disclosure decision: the aim is to convince shareholders that the operation will create value. Furthermore, the size of the target firms has a positive influence on the probability of

⁶⁵ These estimates concern the results of merged firms for the end of the year of the merger, in contrast to earnings forecasts, which concern the post-merger years.

disclosure. Finally, firms take into consideration the potential value of disclosed information for its competitors. Dutordoir et al. (2014) demonstrate that proprietary costs, measured by the acquiring companies' growth opportunities and competitive advantages, and the dynamism of the target's business sector, have a negative impact on the probability of disclosure.

As well as the determinants of voluntary disclosures, their consequences have also been studied.

2.2 Study of the consequences of disclosures

Past studies of the impact of information disclosures concern the outcome (2.2.1) or cost (2.2.2) of operations.

2.2.1 Consequences for the outcome of operations

Cooke et al. (1998) examine hostile takeover bids, and test the hypothesis that information disclosed in the defence document⁶⁶ affects transaction outcomes. Their results cannot validate this hypothesis. This is confirmed by Brennan (1999), who finds no significant difference in terms of earnings forecasts disclosures between successful and unsuccessful hostile takeover bids. However, disclosures by target firms tend to concern operations involving an increase in the offer price. Case studies have also been used to analyse the role of financial communication (investor relations) by the targets of hostile takeover bids. In the UK, Newman (1983) shows the predominant role of advertising campaigns among the types of disclosure channels available to targets, but they have little impact on the outcome of the bid, which is more likely to be affected by the terms of the offer. In keeping with this finding, it appears that the majority of targets do not seek to use their defensive communication to

⁶⁶ In the UK, within 14 days of publication of the offer document, the target managers must publish a prospectus containing their opinions of the offer. In the case of a hostile takeover bid, this takes the form of a defence document.

cause the operation to fail, but instead use it to encourage higher offers from the bidding firms. In the French context, this is illustrated by the Sanofi-Synthélabo/Aventis case, described by Albouy (2005). All the same, a well-conducted financial communication policy can help to repel an attempted hostile takeover (Chekkar and Onnée 2010).

2.2.2 Consequences for the cost of operations

In operations that take place through an exchange of shares, the bidding firms' managers may use disclosures strategically to achieve a temporary increase in share prices, with a view to reducing the cost of the transactions. Brockman and Martin (2008) report that bidders disclose abnormal amounts of good news in the period before and bad news in the period after acquisitions. Ge and Lennox (2011) qualify these findings somewhat, reporting that in equity-financed operations, bidders delay disclosing bad news in the pre-acquisition period, but do not disclose more good news. Bidders are thus seeking to prevent a decline in the share price rather than to increase the share price, in order to avoid disputes with shareholders.

Ahern and Sosyura (2014) look at use of the media by bidders in stock mergers: disclosure strategies differ according to the period when the stock exchange ratio is set. When it is set during the negotiation phase, bidders disclose more press releases, with a more favourable tone, than when it is set at the closing of the deal. Such disclosures have a positive impact on stock returns over the negotiation period, but a radical correction in stock prices is observed when the operation is announced, indicating a managerial desire to reduce the cost of the operation. Kimbrough and Louis (2011), meanwhile, show that bidders that hold conference calls when operations are announced have a stock return that is 6.5% higher than the return when no conference call is held. In this case, the market's favourable reaction outlasts the announcement, as the aim of conference calls is to give out sincere private information rather than to artificially "hype" the stock market price. Finally, for an MBO (Management Buy-

Out) context, Hafzalla (2009) reports that in the run-up to operations, managers have a tendency to denigrate their firm by disclosing bad news and managing earnings. In such cases the aim is to reduce the cost of the operation, while discouraging potential competitors.

The study of factors explaining disclosures during takeovers has shown that the determinants relate to the type of information disclosed, the terms of the offer and the characteristics of the firms involved. Disclosures by the targets of hostile takeovers appear to be made to encourage higher bids rather than to derail the operations. As for the bidders, most studies suggest there is opportunistic behaviour, with managers seeking to reduce the cost of operations through their disclosures.

Some questions remain unanswered after this review of the literature. First of all, although past studies put forward explanations for voluntary disclosures by targets and bidders, they do not in fact really identify the motivations of the disclosing firms. Next, these studies give little information on the discursive strategies adopted by firms. This situation is mainly attributable to the decision to use a binary variable or disclosure score to capture voluntary disclosures without taking into account the vocabulary used. Yet the language used to express information influences investors (Henry 2008; Hales et al. 2011). It appears vital to study the content of these disclosures via lexical analysis, in order to bring out disclosure profiles reflecting the discursive strategies and the underlying motivations of the disclosing firms based on the vocabulary used.

Table 9: Summary of quantitative studies on disclosures during takeovers

Object of research	Authors	Sample characteristics	Focus of the study
			Determinants of voluntary disclosures
Earnings forecasts disclosed by targets	Brennan (1999)	701 takeover bids between 1988 and 1992, UK	Good news (+), time horizon (-), ownership concentration (+), size of targets (+), capital goods sector (+)
Earnings forecasts disclosed by bidders	Brennan (2000)	701 takeover bids between 1988 and 1992, UK	Good news (+), hostile bid (+), time horizon (-), capital goods sector (+)
Conference calls	Kimbrough and Louis (2011)	1,228 mergers and acquisitions between 2002 and 2006, US	Stock financing (+), transaction size (+)
Information on synergies	Dutordoir et al. (2014)	2,794 mergers and acquisitions between 1995 and 2008, US	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <u>Complexity of the transaction</u>: equity payment (+), inclusion of termination fees (+), size of the operation (+), duration of the operation (+) ▪ <u>Proprietary costs</u>: growth opportunities for bidders (-), competitive advantages for bidders (-), dynamism of the target's business sector (-)
Earnings estimates	Wandler (2007)	147 mergers between 2002 and 2003, US	Financial strength of the bidders (+), size of targets (+)
			Impact on the outcome of the operation
Content of the defence document	Cooke et al. (1998)	79 hostile takeover bids between 1988 et 1990, UK	Non-significant
Earnings forecasts disclosed by targets	Brennan (1999)	160 hostile takeover bids between 1988 and 1992, UK	Non-significant but positive impact on putting in a higher bid
			Impact on the cost of the operation
Earnings forecasts disclosed by bidders	Brockman and Martin (2008)	2,095 acquisitions between 1994 and 2005, US	Negative
Earnings forecasts disclosed by bidders	Ge and Lennox (2011)	1,637 stock-financed acquisitions between 1995 and 2006, US	Negative
Press releases	Ahern and Sosyura (2014)	507 mergers between 2000 and 2008, US	Negative
Conference calls	Kimbrough and Louis (2011)	1,228 mergers and acquisitions between 2002 and 2006, US	Non-significant
Press releases	Hafzalla (2009)	44 MBOs between 1990 and 2003, US	Negative

3. Methodology

This section explains the analysis method involving use of the Alceste software (3.1), then describes the corpus of press releases (3.2) and finally presents the variables defined to describe each release (3.3).

3.1 Choice of the Alceste software and its analysis method

The basic idea of lexical analysis is to account for the issuer's discourse by studying the set of words making up a corpus of texts rather than the corpus as a whole (Gavard-Perret and Moscarola 1998). In other words, the aim is to answer the question "what are they talking about?" (Fallery and Rodhain 2007). More specifically, the objective is to identify similarities between different texts and classify them according to their most representative vocabulary. To achieve this, lexical statistics are used (Lebart and Salem 1994).

To conduct the lexical analysis of press releases issued voluntarily during takeover bids, the Alceste software developed by Reinert (1983; 1990) was used. This is a program to assist interpretation of a corpus of texts. Its objective is to arrive at statistical classification of "context units"⁶⁷ in the corpus studied, based on the distribution of words in those units. Alceste can bring out the most typical words, and identify "lexical worlds" (Reinert 1983). Several management science studies have used this software: for example, to analyse the discourse in letters from the Chairman (Duyck 2002; Chekkar and Onnée 2006; Platet-Pierrot and Giordano-Spring 2011) or in IPO prospectuses (Chahine and Mathieu 2003). There are at least three reasons for using Alceste in this study. First, contrary to softwares that aid theoretical construction such as NVIVO (Bournois et al. 2002), Alceste operates using statistics that make it possible *"to look at the content more objectively and more rigorously"*

⁶⁷ Context units are segments of text, such as a sentence or a few lines.

than through subjective analyses based on “*first impressions and personal assessments*”⁶⁸ (Gavard-Perret and Helme-Guizon 2008, p. 265). Next, automated lexical analysis facilitates replication of the research. Finally, compared to other lexical analysis softwares such as Spad-T and Sphinx Lexica, Alceste leads to “*typologies that are easier to analyse and interpret*” (Helme-Guizon and Gavard-Perret 2004, p. 88), which makes it particularly suitable for our objective of identifying disclosure profiles.

To use Alceste, a researcher must first prepare the corpus, consisting of all the texts to be studied. The “initial context units” (ICUs), which are the natural divisions of the corpus (texts or statements), must be defined. To describe the ICUs, the researcher can also define information from outside the corpus (or exogenous variables) called “star words”, and each star word has several modalities.

Once the corpus has been retranscribed, the Alceste analysis begins with segmentation and lemmatisation of the corpus. The software divides each ICU into “elementary context units (ECUs) by reference to the punctuation. An ECU is the basic statistical unit for Alceste, and may consist of one or more lines of consecutive text. The software also performs lemmatisation, i.e. an operation that groups “*forms corresponding to the various inflections of a single root or lemma*” (Marchand 2007, p. 55)⁶⁹. This means words are reduced to their root-forms: conjugated verbs are replaced by their infinitive, nouns are expressed in the singular and adjectives (which are variable in French) are put into masculine form. The result is lemmatised forms, also known as reduced forms.

Alceste continues with a Descending Hierarchical Classification (DHC). This is a data description method based on contingency tables (presence or absence) that cross the vocabulary with the context units. DHC is an iterative procedure that can group ECUs into

⁶⁸ All translations of quotations from French articles are by the authors.

⁶⁹ “Forms” are sequences of characters separated by spaces, generally equivalent to words.

different classes or “lexical worlds” (Reinert 1983). Classification is based on the distribution of the vocabulary: a class consists of ECUs containing the same reduced forms that are different from the ECUs in other classes. A signed Chi-square (χ^2) with one degree of freedom is calculated to measure the intensity of the association between the class and the reduced form⁷⁰. A positive (negative) and statistically significant coefficient indicates that the form is significantly representative (non-representative) of the class.

The role of the star words is to help interpretation of the classes. They are not directly involved in the DHC, because they are extra-corpus information introduced by the researcher. But once the DHC is completed, Alceste attributes a star word (modality) to a class based on a signed Chi-square calculation: a high, positive Chi-square indicates that the modality is highly characteristic of the class, while a negative Chi-square shows a dissociation between the modality and the class. Lastly, Alceste proposes a Factorial Correspondence Analysis (FCA) providing a simplified spatial representation of relations between the classes. Once the automated analysis of the corpus is complete, it is up to the researcher to interpret and name the classes identified.

3.2 Constitution of the corpus of press releases

The corpus consists of press releases issued voluntarily during all takeover bids approved by the AMF between December and June 2011. The choice of this period results from a

⁷⁰ If n is the number of ECUs in the analysis, n_1 the number of ECUs in class X , n_2 the number of ECUs in which reduced form Y is present and n_{12} the number of ECUs in class X in which the reduced form Y is present, the Chi-square is calculated as the difference between the value observed and the theoretical value, i.e. $n_{12} - (n_1 \times n_2)/n$. The Chi-square is then given the sign of this difference: if the value observed is higher (lower) than the theoretical value, then the software will assign a positive (negative) sign to the Chi-square. The Chi-square's degree of statistical significance is assessed on the basis of the value with one degree of freedom in the table of Chi-squared statistics. As Chi-squares are generally very high in lexical analysis, we follow Peyrat-Guillard (2007) and set the significance threshold at the 0.1% level. All Chi-squares above 10.83 are thus statistically significant at the 0.1% level.

change in French regulations on takeover bids in 2006. The press releases were collected from the firms' websites and in some cases from the Factiva database.

To constitute the corpus, it was first necessary to identify the voluntary or mandatory nature of the press releases. The first stage was therefore to define the AMF's disclosure requirements. To meet legal public information obligations, the AMF's general regulations require disclosure of certain press releases⁷¹. Table 10 presents these press releases, showing whether they were issued by bidders or targets.

The second stage was identification of the voluntary press releases. To do so, we proceeded by deduction: all releases associated with the offer other than those described in Table 10 were considered voluntary. In view of their relative diversity, the press releases were then classified in a third stage, according to the period of the operation in which they were issued. This classification is based on the recommendations of the *Observatoire de la Communication Financière* (Financial Communication Observatory) (2011)⁷².

⁷¹ Mandatory press releases must include the statement: "*This press release is issued in application of the provisions of article X of the AMF General Regulations*".

⁷² <http://www.observatoirecomfi.com>. Created in 2005, the *Observatoire de la Communication Financière* (OCF) is an association that serves as a forum for the observation of financial communication and promotes exchanges amongst financial market professionals.

Table 10: Press releases that are mandatory in the event of a takeover bid

Article of AMF general regulation	Issuer	Timing of the press release	Content
Article 223-33	Bidders	Before filing the draft offer document (This type of press release may be required by the AMF in the event of significant variations in price or unusual volumes = anti-rumour mechanism)	Details of the draft offer (nature of offer, price or exchange ratio proposed); Agreements that could have an influence on completion of the operation; Existing shareholding in the target firm; Preconditions for filing the draft offer; Proposed timetable
Article 231-16	Bidders	No later than the filing of the draft offer document with the AMF	Main details of the draft offer document; How the draft offer document is made available
Article 231-26	Targets	No later than the filing of the draft response document with the AMF	Main details of the draft response document How the draft response document is made available
Article 231-27 ^a	Bidders	Before the start of the bid, no later than the second trading day after the statement of compliance	How the offer document is made available
Article 231-27 ^a	Targets	Before the start of the bid, no later than the second trading day after the statement of compliance	How the response document is made available
Article 231-37	Bidders and targets	Throughout the offer period	Additional information to the offer document or response document approved by the AMF
Article 232-9	Targets	If a higher offer is filed	Opinion of the BD or SB, with reasons

^a Instead of issuing a press release, this information can be disclosed by publishing a summary of the offer document (or response document) in at least one national daily financial newspaper

In the pre-offer period (i.e., before the draft offer document is filed with the AMF), the bidder may issue a press release presenting the details of the offer (without such disclosure being required under the anti-rumour mechanism). Similarly, the target may release a statement that negotiations are in process with a potential bidder. A press release to contradict rumours may also be issued voluntarily by the firms concerned, to put an end to the associated problems.

At the start of the offer period, in the case of a hostile operation, it is very much in the target's interest to put out a press release informing the public of the unsolicited nature of the offer. Later, whatever the type of offer, the target may publish the opinion of its BD or SB on

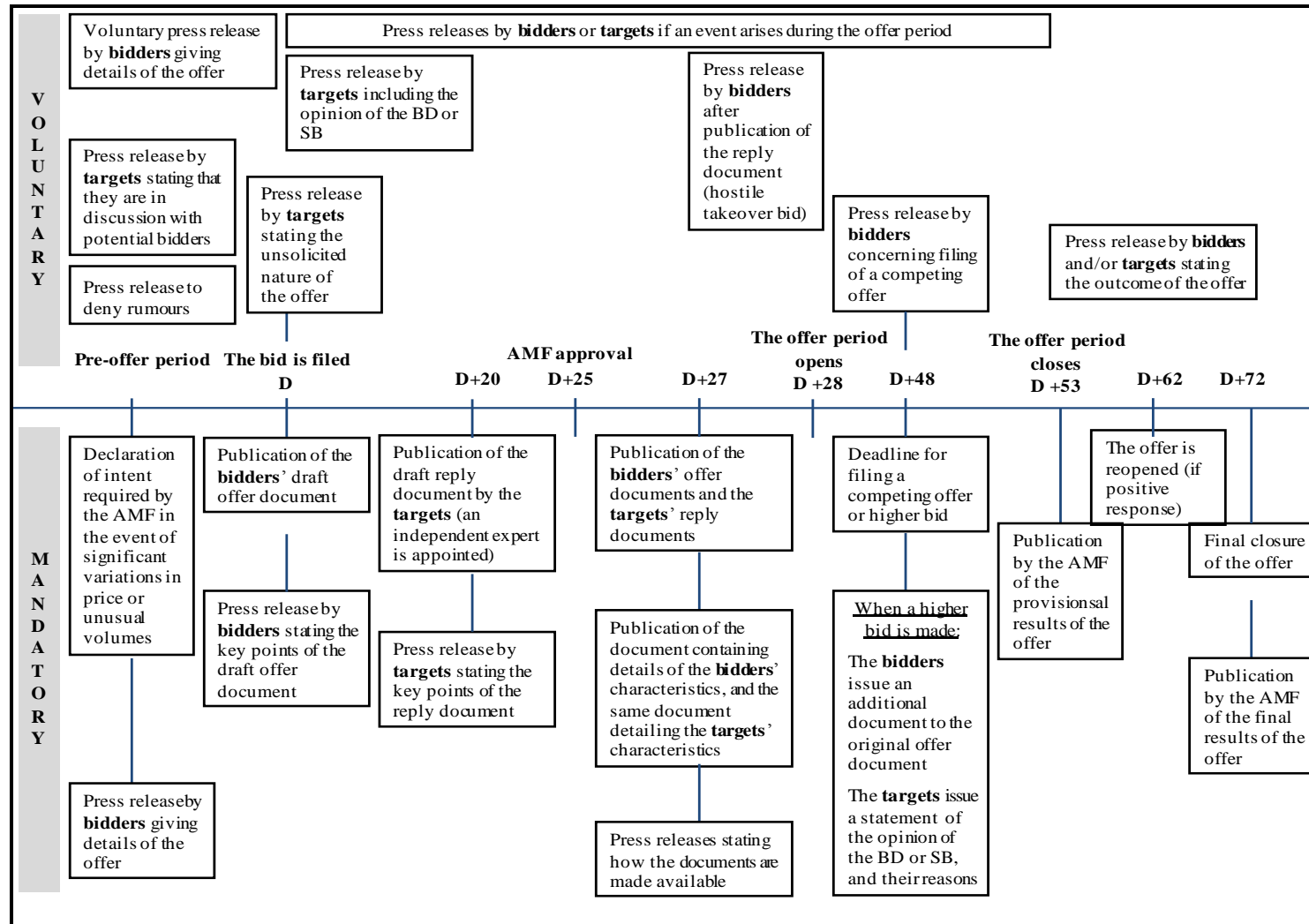
the proposed operation, before issuing its response document. When the response document is published, the bidder may seek to undermine the target's assertions. If a competing offer is filed (and the bidder decides not to issue a higher offer and not to withdraw its original offer), it may issue a press release to distinguish its proposals from the other offer. Finally, throughout the offer period, a press release may be issued if an event arises that appears to call for communication with the market.

In the post-offer period, although the (provisional and final) results of the offer are published by the AMF, a press release on the results of the operation may be disclosed by the bidder and/or the target. This is an opportunity for management to thank the shareholders for their support. Figure 5 shows the mandatory documents and statements, and voluntary press releases under the classification drawn up.

In the end, all voluntary press releases issued by bidders and/or targets from the pre-offer period to publication of the final results were selected. The final corpus studied comprises 129 press releases: 56 issued by targets, 42 by bidders and 31 by both jointly. They concern 32 takeover bids approved by the AMF during the period 2006-2011 (Appendix 2).

Figure 5: Summary of disclosures during takeover bids

It is assumed that an independent expert has been appointed when necessary, as required by article 261-1 of the AMF general regulation.



3.3 Definition of “star words”

Once the corpus was established, we defined five star words to describe each of the press releases: two concerning the type of bid, one relating to the issuer of the press release and two others, reflecting the period in which the press release is issued, and the year of the operation. The literature on the determinants of voluntary disclosures during takeovers has shown how such disclosures are influenced by factors related to the bid and the issuer (e.g., Brennan 1999; 2000), and this explains the choice of our first three star words. The purpose of taking the disclosure period of the press release and the year of the operation into consideration is: (i) to see whether press releases differ according to the period of the offer in which they are issued, and (ii) to reflect the economic context’s possible influence on the vocabulary used. No star word related to the outcome of the operation was included, due to the low number of failed takeover bids in the period studied.

Two star words are used to describe the type of bid: hostile or friendly; mandatory or voluntary. Bids are classified as hostile when they are not recommended by the target’s BD or SB and one or more defence mechanisms have been set in motion (Shivdasani 1993; Sudarsanam 1995). Filing an offer is mandatory once the acquiring firm’s holding exceeds the threshold of one third of the capital or voting rights of the target (30% since February 2011).

A star word with three modalities is used to describe the issuer of the press release, which may be the bidder, the target or both jointly. The other two star words concern the period in which the press release was issued and the year of the operation. The period is defined by three modalities: pre-offer, offer period and post-offer. The year variable is the year of the takeover bid, from 2006 to 2011. The results are presented in the next section.

4. Results

First, a descriptive analysis of the press releases is provided (4.1). The corpus' different lexical worlds are then presented (4.2), followed by an analysis of the similarities and contrasts between the classes (4.3).

4.1 Descriptive analysis of press releases

More than 80% of the operations studied were friendly (26 friendly bids, 6 hostile bids) and 66% were voluntary (21 voluntary bids, 11 mandatory bids). The voluntary press releases are described below according to the type of bid: friendly or hostile (Table 11), voluntary or mandatory (Table 12).

Table 11: Descriptive statistics of press releases, based on the friendly or hostile nature of the bid

The table shows: the number of observations (N), the mean, the standard deviation and the Wilcoxon's test, showing the asymptotic bilateral significance between brackets.

		Hostile			Friendly			Wilcoxon's W (sign)
		N	Mean	Standard deviation	N	Mean	Standard deviation	
	Total number of press releases	53	8.8333	4.16733	76	2.9231	1.52113	361.500 (0.001***)
Type of issuer	Bidders	17	2.8333	2.63944	25	0.9615	1.03849	395.500 (0.091*)
	Targets	34	5.6667	2.06559	22	0.8462	1.40548	356.000 (0.000***)
	Targets & bidders	02	0.3333	0.51640	29	1.1154	1.39505	74.000 (0.192)
Period	Pre-offer	06	1.0000	1.67332	31	1.1923	0.98058	78.000 (0.278)
	Offer period	38	6.3333	3.44480	18	0.6923	1.15825	358.000 (0.000***)
	Post-offer	09	1.5000	1.51658	27	1.0385	0.95836	416.500 (0.528)

***: statistically significant at the 1% level; *: statistically significant at the 10% level.

In hostile takeover bids, we note a mean of approximately 8.8 voluntary press releases per bid, compared to 2.9 for friendly takeover bids (Table 11). Hostile bids thus give rise to more disclosures. The target firms issue an average 5.7 press releases per hostile bid and an average 0.8 per friendly bid. The same observation can be made, although to a lesser degree, for the

bidders. During the offer period, the press releases issued relate to hostile bids more than friendly bids (the difference is statistically significant at the 1% level). Hostile takeover bids are not generally announced to the public until the day the offer is filed with the AMF, which explains this result.

Table 12: Descriptive statistics of press releases, based on the voluntary or mandatory nature of the bid

The table shows: the number of observations (N), the mean, the standard deviation and the Wilcoxon's test, showing the asymptotic bilateral significance between brackets.

		Voluntary			Mandatory			Wilcoxon's W (sign)
		N	Mean	Standard deviation	N	Mean	Standard deviation	
	Total number of press releases	95	4.5238	3.73656	34	3.0909	1.44600	162.000 (0.432)
Type of issuer	Bidders	31	1.4762	1.86062	11	1.0000	0.89443	177.000 (0.852)
	Targets	42	2.0000	2.75681	14	1.2727	1.67874	176.000 (0.815)
	Targets & bidders	22	1.0476	1.35927	09	0.8182	1.25045	169.000 (0.592)
Period	Pre-offer	17	0.8095	0.92839	20	1.8182	1.16775	285.000 (0.009***)
	Offer period	54	2.5714	3.18703	02	0.1818	0.60302	113.500 (0.003***)
	Post-offer	24	1.1429	1.10841	12	1.0909	1.04447	180.500 (0.967)

***: statistically significant at the 1% level.

The mean number of press releases per operation is 4.5 for voluntary takeover bids, and 3.1 for mandatory takeover bids (Table 12). However, this difference is not statistically significant. More press releases are issued in the pre-offer period for mandatory operations than voluntary operations, and this difference is significant at the 1% level. Mandatory bids resulting from an anterior merger process give rise to active issuance of press releases over the pre-offer period. When the operation is voluntary, an average number of 2.6 press releases are issued per bid in the offer period, compared to 0.2 in the same period for a mandatory operation.

4.2 The lexical worlds of the corpus

The corpus consists of 129 press releases comprising 54,776 “forms” or word units, corresponding to 4,196 different words and 1,072 reduced forms. After the DHC, Alceste classified 88% of the ECUs into 5 classes⁷³. To describe each of these classes, we present the modalities of the star words⁷⁴ and the most characteristic vocabulary (shown in italics in the rest of this discussion). Each class was given a name based on its vocabulary (shown in bold type). Figure 6 (a dendrogram) presents the modalities of the star words and the most characteristic reduced forms in each of the 5 classes. To simplify the analysis, only positive Chi-squares that are significant at the 0.1% level are shown, and the number of reduced forms is limited to 15. The following discussion uses the English translations of the French words in the analysis (Appendix 3).

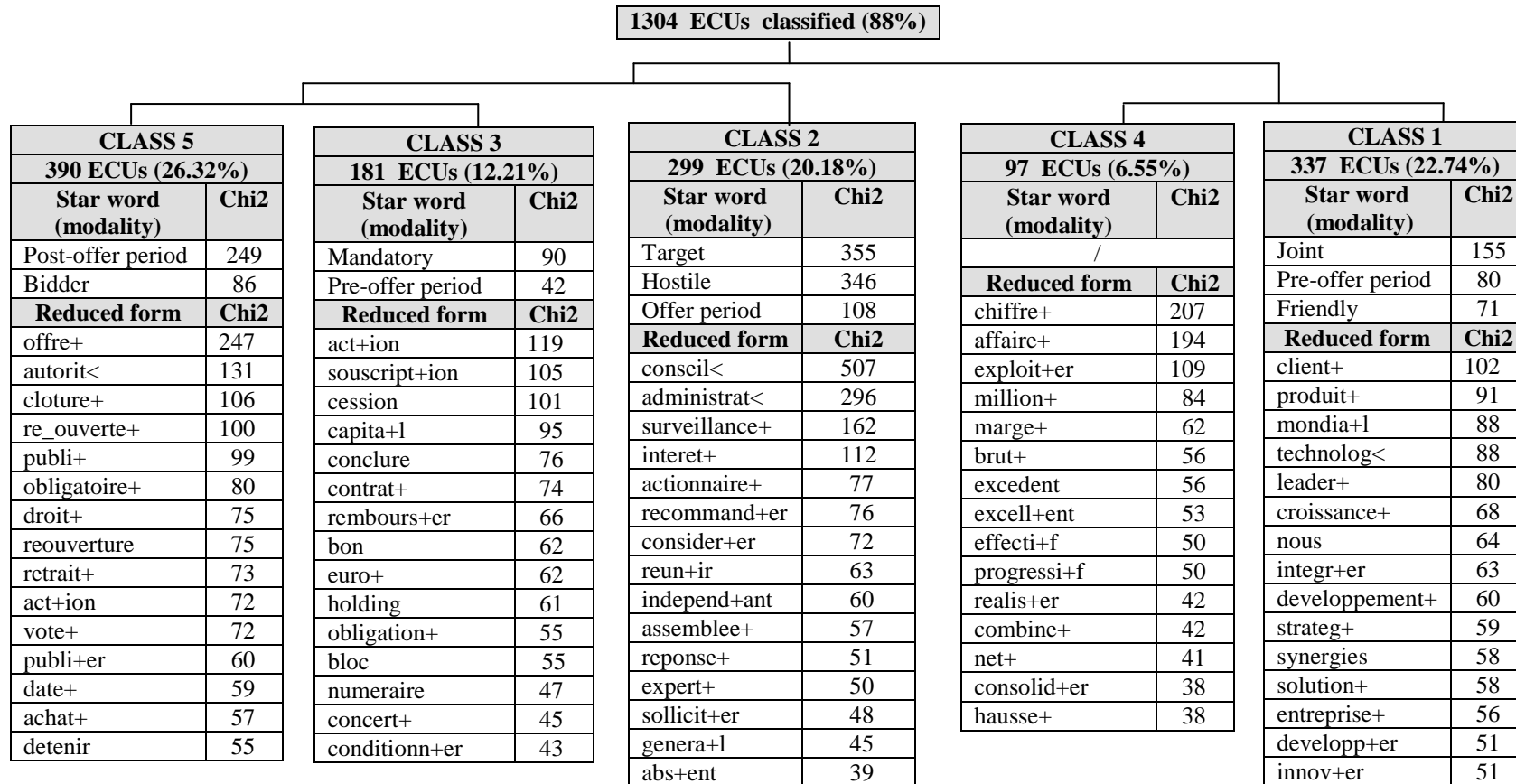
- *Class 1: Strategic complementarities*

The star words that characterise this class are the type of issuer, the period of issue and the type of bid. The press releases contained in class 1 are mostly issued jointly by both entities ($\chi^2 = 155$), during the pre-offer period ($\chi^2 = 80$) and/or for friendly takeover bids ($\chi^2 = 71$). Regarding the vocabulary used, class 1 contains 22.74% of the ECUs classified and the most characteristic reduced forms mostly refer to **strategic complementarities** between the entities, explaining the name given to this class. Apart from the presence of the word *synergies*, other lexical forms related to the concept of complementarities are also used.

⁷³ The percentage of ECUs classified indicates the quality of the processing. In this case it is 88%, which is a satisfactory level: for comparison Chekkar and Onnée (2006) report classification of 77.57% of ECUs. However, 12% of ECUs could not be grouped because the vocabulary was too widely dispersed.

⁷⁴ Only the star words, type of bid, issuer and issue period characterise the classes. The Chi-squares associated with the modalities of the “year of operation” variable are not statistically significant.

Figure 6: Dendrogram of five stable classes



Alceste performs various reductions: (i) reduction by recognition of the root only. This is indicated by the “+” symbol. For example, all forms of the adjective *absent* (since adjectives are variable in French) are reduced to the reduced form *abs+ent*; (ii) reduction by recognition of the word ending only (when several words in the corpus start with the same root). This is indicated by the “<” symbol. For example, the French words *administrateur* and *administration* (meaning *director* and *directors* in this context) are shortened to the reduced form *administrat<*.

The reduced forms and star words (modalities) are presented in decreasing order of Chi-squares (only Chi-squares that are positive and significant at the 0.1% level are shown).

A merger or takeover will make it possible to offer *customers* a broader portfolio of *products*. It will contribute to *growth* and *development*, and enable the firm to reach a position as *leader* (at national or even *global* level). As well as sharing knowhow and *technologies*, complementarities will increase the firm's capacity to *innovate*.

- *Class 2: Opposition to the bid*

The star words characteristic of class 2 are the type of issuer and bid, and the period of issue. Most press releases are issued by targets ($\chi^2 = 355$), during hostile takeover bids ($\chi^2 = 346$) and/or during the offer period ($\chi^2 = 108$). This class contains 20.18% of the ECUs classified, and is named **Opposition to the bid**. The press releases emphasise the position of the target's *board of directors* or *supervisory board* in relation to the offer. The aim is to stress the *unsolicited* nature of the bid, and explain why it is not *recommended* by the management. The most commonly given reason is that the operation is not in the *interests* of the *shareholders*, for instance because the offer price is considered too low. Generally, the managers refer to the conclusions of the *independent expert* to underline the mismatch between the offer price and the target's performance.

- *Class 3: Terms of the bid*

Class 3 is characterised by two star words: the type of bid and the press release issue period. Most of the press releases in this class relate to mandatory operations ($\chi^2 = 90$) and/or are issued in the pre-offer period ($\chi^2 = 42$). The percentage of ECUs classified is 12.21%, and the reduced forms in this class relate to the **terms of the bid**. The accent is on the price (*cash*; *euro*+) offered per *share*, share *subscription warrant* and/or *bond*, and the terms for *transfer* of the shares. The agreement *concluded* between the two firms is described. It may concern acquisitions of *blocks of shares* off-market that have resulted in the filing of mandatory offers

by the acquirer. The acquirers may be acting in *concert* with the target's main shareholders, or be *holding* companies whose majority shareholders are the managers of the target firms.

- *Class 4: Accounting data*

This class, containing 6.55% of the ECUs classified, is smaller than the previous classes and has no characteristic star word. The vocabulary used is essentially of an accounting nature. In general, **accounting data**, whether *sales*, *EBITDA* or *net* income, will make it possible to describe the expected effect of the bid on the firm's results and/or the performances of the entities involved in the operation. They may be *combined* figures, and it is customary to state the new entity's number of employees (*workforce*).

- *Class 5: Outcome of the bid*

Finally, the characteristic star words for class 5 are the issue period and the type of issuer. The press releases in this class are mainly issued in the post-offer period ($\chi^2 = 249$) and/or by the bidders ($\chi^2 = 86$). This class contains 26.32% of the ECUs classified and its representative vocabulary is essentially focused on the **outcome of the bid**. The information concerns the outcome of the *bid* and may be released by the financial markets *authority*. For example, the press releases state the share in the target's capital *held* by the bidders before the *reopening* of the offer (provisional outcome), the *reopening* date, the final *closing* date and the final outcome of the operation. These press releases may also serve as an opportunity to remind the public that after the operation, the bidder intends to proceed to *squeeze-out*⁷⁵.

In conclusion, the lexical analysis of press releases reveals the existence of 5 classes. Analysis continues with a study of the similarities and contrasts between these classes.

⁷⁵ For this procedure to apply, the shares not tendered in the offer by minority shareholders must represent less than 5% of the target firm's capital and voting rights.

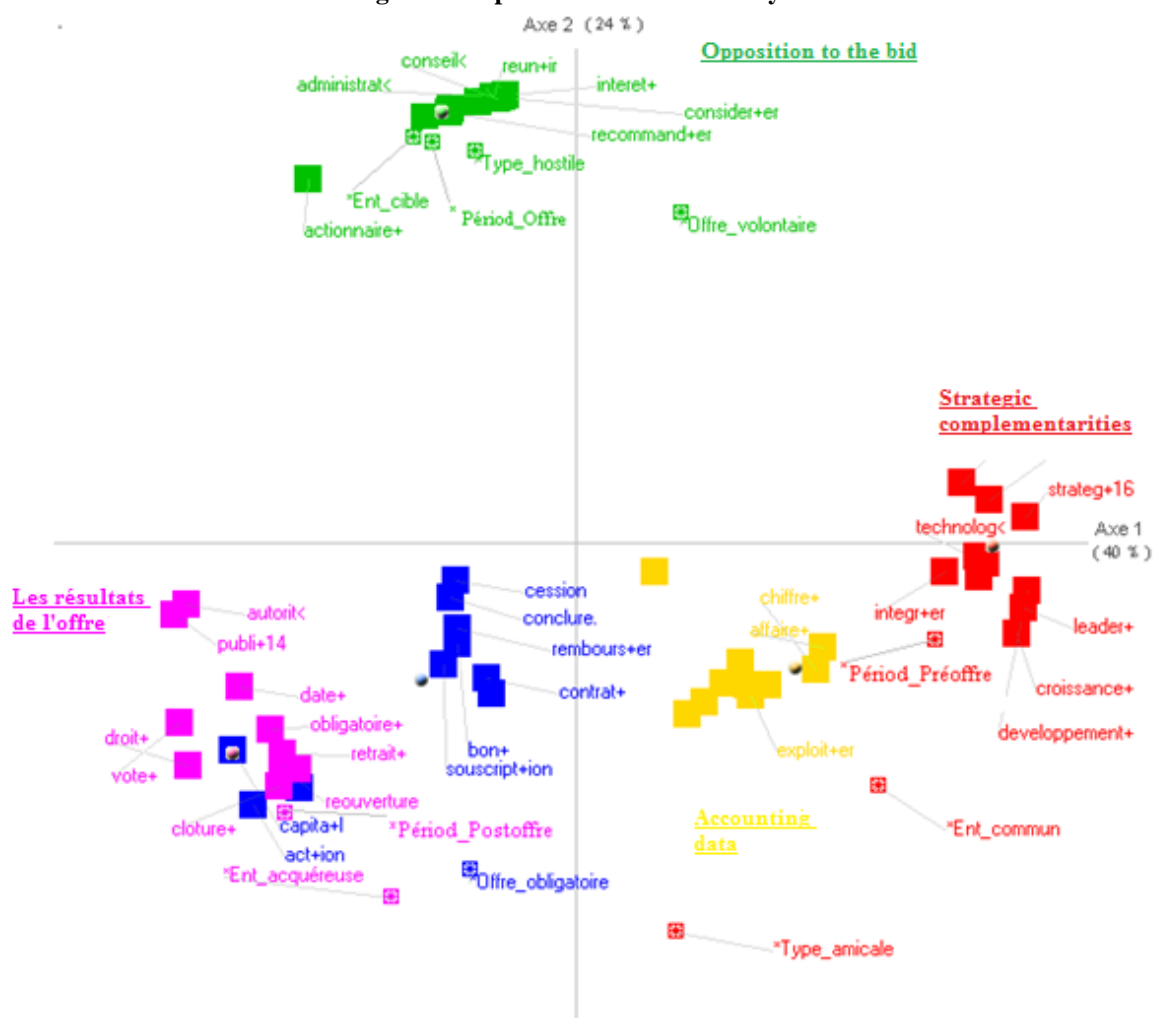
4.3 Analysis of similarities and contrasts between classes: the results of the FCA

The graphic representation of the DHC (Figure 6) shows two distinct subsets, one combining classes 1 and 4, and the other classes 3 and 5. Class 2 is in a more ambiguous position. FCA should thus provide a better understanding of the similarities and contrasts between the different classes. FCA gives a graphic representation, in a multi-axis (generally 2-axis) factorial plan, of the positions of classes in relation to each other, and the principal reduced forms and modalities of the star words characteristic of each class. The researcher's role is to define the axes, which can sometimes be difficult (Gumb and Noël 2007). The following 2-axis graphic representation (Figure 7) explains 64% of the total inertia⁷⁶.

Looking first at the horizontal axis, this axis explains 40% of the inertia and reveals similarities between classes 1 and 4, and classes 3 and 5. The similarity of classes 1 and 4 suggests that when reference is made to strategic complementarities, accounting data may also be disclosed to quantify the economic benefits expected of the takeover bid. Similarities are also visible between classes 3 and 5, which both relate to the vocabulary of the bid: the terms (class 3) or outcome (class 5) of the bid. As well as these similarities, the horizontal axis also brings out contrasts between classes 1 and 5. These contrasts are partly explained by the type of issuer and period of disclosure: joint press releases and/or pre-offer releases for class 1, and press releases by bidders and/or issued in the post-offer period for class 5. Another explanation is the specificity of the vocabulary: while the vocabulary of class 1 clearly intends to be strategic and stresses the complementarities between entities, the vocabulary of class 5 is more general and fairly typical of the type of operation studied.

⁷⁶ The total inertia measures the sum of the squares of distances between points in relation to the centre of gravity. If not all points have the same weight, the squares of the distances are weighted.

Figure 7: Representation of classes by FCA



Turning now to the vertical axis, which explains 24% of the total inertia, this axis separates class 2 from class 3. Class 2 mainly consists of press releases issued by targets during the offer period and/or in hostile takeover bids. Its position on the axis, at some distance from the centre of inertia, reflects its very specific vocabulary: the aim is to oppose hostile bids. Class 3, in contrast, represented by mandatory bids, is relatively close to the centre of inertia, in a position that reflects a fairly standardised discourse as indicated by the vocabulary used, which focuses on the terms of the bid.

Ultimately, analysis of the similarities and contrasts between classes suggests that the horizontal axis reflects the (strong or weak) need to convince readers of the validity of the operation. At one end of this axis are the press releases from class 1, then the press releases

from class 4, and this reveals a strong need to convince the readership by explaining the advantages of a closer connection between the entities. At the other end of the axis are the press releases from class 5 and class 3, which are more neutral and general, and at first sight give no indication of any particular intention by the issuers. The vertical axis, meanwhile, appears to relate to (strong or weak) resistance to the bid. Along this axis, press releases concerning hostile bids opposed by the target's management face press releases concerning mandatory bids which have a fairly inevitable outcome in view of the share of the capital the bidders already hold.

This description of the axes thus shows that the vocabulary used in press releases issued during takeover bids is influenced by the need to convince readers that the operation is valid, or else the need to resist the offer. Lexical analysis of the press releases thus appears to bring out the motivations pursued by the issuing firm(s).

5. Discussion

By focusing on the motives of the issuing firm(s), four disclosure profiles are identified (5.1). This discussion is concluded by the contributions of this study, its limitations and avenues for further research (5.2).

5.1 Identifying the disclosure profiles

Four disclosure profiles are identified based on the classes resulting from the lexical analysis. These profiles group the press releases according to the type of bid, the issuer and the disclosure period, and correspond to specific discursive strategies that reflect the motives of the issuing firms. Several successive readings of the corpus were necessary to bring out these profiles; the importance of this step has been emphasised by Rivière (2010).

The first disclosure profile corresponds to press releases issued to convince stakeholders that the operation is valid. It concerns friendly bids for which the press releases are: (i) issued jointly by bidders and targets, and/or (ii) issued in the pre-offer period (class 1). The desire to convince people of the validity of the operation is partly perceivable through the type of the press release (joint release by both entities): the two protagonists have agreed to merge and speak with one voice. It is also perceivable through the vocabulary used. The “we” form is very frequent, reflecting the good relations between the entities. The press release also focuses on strategic complementarities and the positive consequences of the operations in terms of development, growth and synergies. The FCA showed a similarity between classes 1 and 4, suggesting that firms will disclose accounting data to back up their arguments and increase the credibility of the strategic complementarities announced⁷⁷. The desire to convince people of the validity of the operation appears to be primarily directed not at the shareholders but at other stakeholders. An examination of the words that are not characteristic of the ECUs in this class (not reported here) shows that the “*actionnaire+*” (shareholder) form tends to be absent from the ECUs in this class. As the bids are friendly, it is likely that the target’s shareholders will not be unfavourable to the operation due to the prior agreement between the two protagonists, and as a result the discourse is aimed at other stakeholders such as customers: “*client+*” (customer) is one of the 15 most characteristic words of class 1 (Figure 6). This is explained by the sectorial logic of the operations representative of this class.

The second disclosure profile concerns press releases issued by targets in hostile takeover bids and/or during the offer period (class 2), primarily used by the issuing firms to express their opposition to the bid. However, the vocabulary used is fairly far removed from the “warrior” or “knightly” vocabulary (Lamendour 2010) that might have been expected. This suggests that the target is not trying to cause the operation to fail, but rather to encourage a

⁷⁷ Note that class 4 cannot correspond to a separate profile because it has no characteristic modality of star words. However, this class is part of the first disclosure profile because of its similarity to class 1.

higher bid. The aim is to convince the shareholders (*actionnaire*+ (shareholder) is the 5th most characteristic form) that the terms proposed are not good enough, and they must put up a defence to force the bidders to review their offer. This is a defensive discursive strategy.

The third and fourth disclosure profiles illustrate a transparency strategy by the firms issuing the press releases: in general, the vocabulary used in the releases is fairly descriptive or factual. Two profiles emerge, depending on the timing of the press releases. The third profile concerns press releases issued in the pre-offer period for mandatory takeover bids (class 3). In most cases they summarise the stages leading up to the bid being filed. As the operation is mandatory (which means its outcome is less uncertain) and the vocabulary is relatively neutral, there is no real intent to convince readers. These press releases are thus essentially informative and reflect a managerial desire for transparency.

The fourth profile concerns press releases issued by bidders and/or in the post-offer period (class 5). They focus exclusively on the outcomes (provisional and final) of the operation. Although these outcomes are published by the AMF, in practice, the results of bids are announced in press releases by the bidders, generally to thank shareholders for their support. In some press releases issued after the provisional closure of the offer, bidders mention the possibility of a squeeze-out procedure and try to encourage the last few shareholders to tender their shares in the offer.

Three discursive strategies emerge: (i) a bid promotion strategy, aiming to convince stakeholders of the validity of the operation (profile 1), (ii) a defensive strategy for targets of hostile takeover bids wanting to influence the terms of the bid (profile 2), (iii) a transparency-oriented strategy concerning the progress of mandatory bids (profile 3) or the outcome of operations (profile 4).

5.2 Contributions, limitations and avenues for further research

The discussion continues on the subject of contributions and limitations (5.2.1), and then new avenues for research are considered (5.2.2).

5.2.1 Contributions and limitations

The main contributions of this article are academic and managerial.

Academically, there are few studies on the theme of voluntary disclosures in connection with takeover bids. They focus either on the bidders or targets, and only look at one type of information disclosed voluntarily (e.g., forecasts in the case of Brennan 1999; 2000). Also, they approach disclosures through a binary variable or score. This study, in contrast, adopts a dual bidder/target approach and looks at the entire content of voluntary press releases. More specifically, it studies these press releases through the vocabulary used. This more global approach to the discourse brings out discursive strategies and motivations that would have been difficult to identify with a more traditional approach. The target audience for these discourses is also identified: in the case of a hostile (friendly) takeover bid, the discourse seems to be essentially oriented towards shareholders (customers).

Another contribution relates to the channel of disclosure studied: press releases. Analysis of press releases issued during takeover bids was recommended by Brennan et al. (2010). As takeover documents keep growing in length and complexity, individual shareholders appear to be turning to other disclosure channels when the important question is whether or not to accept the bid (Newman 1983). Compared to the other channels, press releases have the advantage of facilitating rapid disclosure of information to a wide audience (Garcia-Osma and Guillamon-Saorin 2011). They are a way for firms to respond quickly to events that arise during the offer (e.g., the filing of a higher or competing bid). Finally, the less “formal”

nature of press releases encourages use of expressive language that reinforces the persuasiveness of the message they are sending out to shareholders (or stakeholders more generally).

To the best of our knowledge, this is the first study to take an interest in the influence exercised by the mandatory or voluntary nature of takeover bids on disclosures. It shows that (i) voluntary press releases may also be issued for mandatory bids and (ii) the vocabulary is differentiated according to the mandatory or voluntary nature of the bid. More precisely, the vocabulary remains fairly factual for mandatory operations, i.e. when there is no great uncertainty as to the outcome. This appears to confirm that the language used in press releases is adjusted according to the degree of uncertainty over the operation's outcome.

Managerially, this research should interest regulators and investors. First of all, it shows the need to take the type of offer into consideration when developing regulations for information disclosures in the period around takeover bids. It also highlights that in friendly (hostile) bids, press releases are an integral part of a promotion (defence) strategy. These results may be of use to the AMF, since they show that informing the public of details of the bid is not always the primary objective of disclosure. The results also suggest that the language used is not always neutral and objective, a point that should elicit particular vigilance from the AMF. Finally, investors should be aware of how firms communicate to meet their own objectives. Bidders and/or targets may very well praise a bid even though the prospects of synergies are low, because they want to convince the shareholders to vote for the operation.

Despite these contributions, this study is not free of limitations. They mainly relate to the relatively small size of the sample, and certain difficulties inherent to the Alceste software (see Helme-Guizon and Gavard-Perret 2004). Also, to better define the motivations leading

bidders and targets to make disclosures, interviews could have been conducted with managers, heads of investor relations or heads of financial communication.

5.2.2 Avenues for research

Concerning research prospects, a more in-depth study of the interaction between communication by bidders and targets could be envisaged. How far does communication by one influence communication by the other? Such a study would be particularly relevant in the context of hostile takeover bids, when the protagonists sometimes engage in a communication war, which Brennan et al. (2010, p. 14) call a “*tit-for-tat*” battle. This interaction may be visible in the timing of the press release as well as in its actual content.

Another avenue for exploration would be a comparison of the content of offer documents with the content of the press releases. Do firms communicate on the same subjects in these two disclosure channels? Or are the themes covered and the vocabulary different? Due to the “official” nature of the offer documents, firms might be expected to use more standardised vocabulary in those documents than in press releases.

In connection with the consequences of the press releases, it would be interesting to study how far these press releases influence the press and are relayed in the media. In hostile bids, do journalists tend to take the side of the target firm or the “predator”? Do the press give more coverage to releases issued by one party or the other? In friendly bids, do the bid promotion strategies identified lead journalists to present the bid in a more favourable light? The answers to all these questions are of interest in view of the media attention such operations attract.

Finally, a study of the consequences for the financial markets is also possible. Such a study could determine the credibility of the press releases issued during offers. In general, the question of how the vocabulary used in voluntary press releases influences the perceptions of the target audience is crucial.

6. Conclusion

Through an analysis of the vocabulary used in press releases, this study set out to identify disclosure profiles corresponding to specific discursive strategies reflecting the motivations of the issuing firms. A lexical analysis was conducted of 129 press releases concerning all takeover bids approved by the AMF between December 2006 and June 2011, and four disclosure profiles were found. The first relates to press releases issued jointly by the bidders and targets of friendly bids during the pre-offer period. The vocabulary centres on strategic complementarities, thus indicating the firms' aim to convince readers of the operation's validity: they are implementing a bid promotion strategy. The second profile concerns press releases issued by the targets of hostile bids during the offer period: the vocabulary relates to the reasons for opposing the bid. This is a defensive strategy intended to influence the terms of the operation. The last two profiles are more factual. One relates to the terms of the offer for mandatory bids, and the other concerns press releases issued by bidders about the outcome of the operation. In both these cases, the press releases are informative and indicate a transparency strategy during the pre-offer or post-offer period.

While there has long been a focus on studying voluntary disclosures in annual reports, this study opens up an avenue for further research into the theme of disclosures during a takeover bid or at the time of special events in the life of a firm. These events are of interest because they can encourage adoption of unusual discursive strategies. The methodology applied here could very well be replicated in such research.

References

- Aerts, W., Cormier, D. (2009). Media legitimacy and corporate environmental communication. *Accounting, Organizations and Society* 34 (1): 1-27.
- Ahern, K. R., Sosyura, D. (2014). Who writes the news? Corporate press releases during merger negotiations. *The Journal of Finance* 69 (1): 241-291.
- Albouy, M. (2005). Les histoires racontées aux actionnaires. *Revue Française de Gestion* 159 (6): 213-231.
- Botsari, A., Meeks, G. (2008). Do acquirers manage earnings prior to a share for share bid? *Journal of Business Finance & Accounting* 35 (5&6): 633-670.
- Bournois, F., Point, S., Voynnet-Fourboul, C. (2002). L'analyse des données qualitatives assistée par ordinateur : une évaluation. *Revue Française de Gestion* 137 (28): 71-84.
- Brennan, N. (1999). Voluntary disclosure of profit forecasts by target companies in takeover bids. *Journal of Business Finance & Accounting* 26 (7&8): 883-917.
- Brennan, N. (2000). An empirical examination of forecast disclosure by bidding companies. *Accounting and Business Research* 30 (3): 175-194.
- Brennan, N. M., Daly, C. A., Harrington, C. S. (2010). Rhetoric, argument and impression management in hostile takeover defence documents. *The British Accounting Review* 42 (4): 253-268.
- Brennan, N. M., Guillamon-Saorin, E., Pierce, A. (2009). Impression management: Developing and illustrating a scheme of analysis for narrative disclosures - A methodological note. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 22 (5): 789-832.
- Brockman, P., Khurana, I. K., Martin, X. (2008). Voluntary disclosures around share repurchases. *Journal of Financial Economics* 89 (1): 175-191.
- Brockman, P., Martin, X. (2008). *Voluntary disclosures around corporate acquisitions*. Cahier de recherche, University of Missouri.

- Bukh, P. N., Nielsen, C., Gormsen, P., Mouritsen, J. (2005). Disclosure of information on intellectual capital in Danish IPO prospectuses. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 18 (6): 713-732.
- Cazavan-Jeny, A., Jeanjean, T. (2007). Levels of voluntary disclosure in IPO prospectuses: An empirical analysis. *Review of Accounting and Finance* 6 (2): 131-149.
- Chahine, S., Mathieu, J. P. (2003). Valorisation stratégique par contextes de valeur : le cas des introductions sur le Nouveau marché. *Finance Contrôle Stratégie* 6 (2): 91-114.
- Chekkar, R., Onnée, S. (2006). Les discours managériaux dans le processus de communication financière : une analyse longitudinale du cas Saint-Gobain. *Entreprises et histoire* 42 (1): 1-18.
- Chekkar, R., Onnée, S. (2010). *Gestion de la relation avec les parties prenantes et communication financière dans un contexte de crise : le cas de la Société Générale de 1988 à 1999*. 20ème congrès des IAE, Strasbourg.
- Clarkson, P. M., Dontoh, A., Richardson, G., Sefcik, S. E. (1992). The voluntary inclusion of earnings forecasts in IPO prospectuses. *Contemporary Accounting Research* 8 (2): 601-626.
- Cooke, T. E., Luther, R. G., Pearson, B. R. (1998). The information content of defence documents in UK hostile take-over bids. *Journal of Business Finance & Accounting* 25 (1&2): 115-143.
- Dutordoir, M., Roosenboom, P., Vasconcelos, M. (2014). Synergy disclosures in mergers and acquisitions. *International Review of Financial Analysis* 31: 88-100.
- Duyck, J. Y. (2002). Crise économique et discours : quelques réflexions autour du mot du Président. *Gestion 2000* 6: 111-129.
- Fallery, B., Rodhain, F. (2007). *Quatre approches pour l'analyse de données textuelles : lexicale, linguistique, cognitive, thématique*. 16ème Conférence Internationale de Management Stratégique, Montréal.
- Garcia-Osma, B., Guillaumon-Saorin, E. (2011). Corporate governance and impression management in annual results press releases. *Accounting, Organizations and Society* 36 (4&5): 187-208.
- Gavard-Perret, M. L., Helme-Guizon, A. (2008). Choisir parmi les techniques spécifiques d'analyse qualitative. In *Méthodologie de la recherche* (Eds, Gavard-Perret, M. L., Gotteland, D., Haon, C., Jolibert, A.). Paris: Pearson Education, 247-279.

- Gavard-Perret, M. L., Moscarola, J. (1998). Enoncé ou énonciation ? Deux objets différents de l'analyse lexicale en marketing. *Recherche et Applications en Marketing* 13 (2): 31-47.
- Ge, R., Lennox, C. (2011). Do acquirers disclose good news or withhold bad news when they finance their acquisitions using equity? *Review of Accounting Studies* 16 (1): 183-217.
- Gumb, B., Noël, C. (2007). Le rapport des dirigeants sur le contrôle interne à l'épreuve de l'analyse de discours. *Comptabilité – Contrôle – Audit* 13 (2): 97-126.
- Hafzalla, N. M. (2009). Managerial incentives for discretionary disclosure: Evidence from management leveraged buyouts. *Review of Accounting Studies* 14 (4): 507-533.
- Hales, J., Kuang, X., Venkataraman, S. (2011). Who believes the hype? An experimental examination of how language affects investor judgments. *Journal of Accounting Research* 49 (1): 223-255.
- Helme-Guizon, A., Gavard-Perret, M. L. (2004). L'analyse automatisée de données textuelles en Marketing : Comparaison de trois logiciels. *Decisions Marketing* 36: 75-90.
- Henry, E. (2008). Are investors influenced by how earnings press releases are written? *Journal of Business Communication* 45 (4): 363-407.
- Jo, H., Kim, Y. (2007). Disclosure frequency and earnings management. *Journal of Financial Economics* 84 (2): 561-590.
- Kimbrough, M. D., Louis, H. (2011). Voluntary disclosure to influence investor reactions to merger announcements: An examination of conference calls. *The Accounting Review* 86 (2): 637-667.
- Lamendour, E. (2010). *Le chevalier blanc défenseur de l'industrie française ou rhétorique comme outil de stratégie industrielle*. 15ème Journées d'Histoire de la Comptabilité et du Management, Paris.
- Lang, M., Lundholm, R. (2000). Voluntary disclosure and equity offerings: Reducing information asymmetry or hyping the stock? *Contemporary Accounting Research* 17 (4): 623-662.
- Lebart, L., Salem, A. (1994). *Statistique textuelle*. Paris: Dunod.
- Maat, H. P. (2007). How promotional language in press releases is dealt with by journalists – Genre mixing or genre conflict? *Journal of Business Communication* 44 (1): 59-95.

- Marchand, P. (2007). Concepts, méthodes, outils. In *Analyse statistique de données textuelles en sciences de gestion* (Eds, Gauzente, C., Peyrat-Guillard, D.). Colombelles: Editions Management et Société, 46-70.
- Newman, K. (1983). Financial communications and the contested take-over bid, 1958-1982. *International Journal of Advertising* 2: 47-68.
- Peyrat-Guillard, D. (2007). L'analyse de données textuelles avec Alceste et Wordmapper : une exploration complémentaire des formes d'implication au travail. In *Analyse de données textuelles en sciences de gestion* (Eds, Gauzente, C., Peyrat-Guillard, D.). Colombelles: Editions Management et Société, 109-130.
- Platet-Pierrot, F., Giordano-Spring, S. (2011). Des entreprises responsables : à l'égard de qui et à quel propos ? Une étude du message du président de sociétés cotées françaises. *Management et Avenir* 45: 62-79.
- Reinert, M. (1983). Une méthode de classification descendante hiérarchique : Application à l'analyse lexicale par contexte. *Cahiers de l'Analyse des Données* 3: 187-198.
- Reinert, M. (1990). ALCESTE, Une méthodologie d'analyse des données textuelles et une application : Aurélia de Gérard de Nerval. *Bulletin de méthodologie sociologique* 26 (1): 24-54.
- Rivière, A. (2010). Politique de réduction des coûts et communication financière : ritualisme, opportunisme ou nomadisme ? *Comptabilité – Contrôle – Audit* 16 (2): 127-158.
- Shivdasani, A. (1993). Board composition, ownership structure, and hostile takeovers. *Journal of Accounting and Economics* 16: 167-195.
- Singh, I., Van der Zahn, J-L. W. M. (2008). Determinants of intellectual capital disclosure in prospectuses of initial public offerings. *Accounting and Business Research* 38 (5): 409-431.
- Sirower, M. L., Lipin, S. (2003). Investor communications: New rules for M&A success. *Financial Executive*: 26-30.
- Sudarsanam, P. S. (1995). The role of defensive strategies and ownership structure of target firms: Evidence from UK hostile takeover bids. *European Financial Management* 1 (3): 223-240.
- Wandler, S. A. (2007). *Voluntary disclosures in mergers and acquisitions*. Doctorat en sciences de gestion, Louisiane: Université Louisiane.

Appendix 2: List of takeover bids studied

The date of the operation is the date at which the draft offer document was filed with the AMF.

Bidders	Targets	Date of operation
Bigben Interactive	Modelabs Group	23/05/2011
Solvay	Rhodia	06/04/2011
Financière des Minquiers	Cofigeo	29/03/2011
Ares Life Sciences	Stallergenes	15/12/2010
As Online Beteiligungs GmbH	SeLogger.com	28/09/2010
Partners in action	Solving efeso	05/07/2010
Honeywell	Sperian Protection	20/05/2010
Jacquet Metals	IMS	03/02/2010
Siegco	Valtech	23/10/2009
Gecina	Gecimed	02/03/2009
HP2M	Sodifrance	20/01/2009
Thales	CMT Medical Technologies	18/12/2008
Sierra Wireless	Wavecom	02/12/2008
Gemalto	Wavecom	06/10/2008
Iamgold Corporation	Euro ressources SA	29/08/2008
Citloi	Ilog	26/08/2008
Groupe Open	Sylis	07/07/2008
Leon Invest 2	Leon de Bruxelles	29/04/2008
SNCF Participations	Geodis	28/04/2008
West International Holdings	Genesys SA	19/02/2008
Finapertel	CCA International	21/11/2007
SAP France SA	Business Objects	22/10/2007
As Online Beteiligungs GmbH	AuFeminin.com	27/07/2007
Financière Evialis	Evialis	10/07/2007
Publicis Groupe SA	Business Interactif	10/07/2007
Vinci	Entrepose contracting	21/06/2007
FS Participation SAS	GFI informatique	25/05/2007
Avanquest software sa	Emme	06/02/2007
NYSE Euronext, Inc.	Euronext NV	09/01/2007
Crédit Foncier de France	Locindus SA	21/12/2006
Camelia Participations	Prosodie	08/12/2006
Team Partners Group Holding SAS	Team Partners Group	06/12/2006

Appendix 3: English translations of the French reduced forms

	French	English		French	English		French	English
<u>Class 1</u>	client	customer	<u>Class 2</u>	conseil	board	<u>Class 3</u>	action	Share
	produit	product		administrateur	director		souscription	subscription
	mondial	Global		surveillance	supervision		cession	transfer
	technologie	technology		Intérêt	interest		capital	capital
	leader	Leader		actionnaire	shareholder		conclure	conclude
	croissance	growth		recommander	recommend		contrat	agreement
	nous	We		considérer	consider		rembourser	Repay
	intégrer	integrate		réunir	meet		bon	warrant
	développement	development		indépendant	independent		euro	Euro
	stratégie	strategy		assemblée	meeting		holding	holding
	synergies	synergies		réponse	reply		obligation	Bond
	solution	solution		expert	expert		bloc	Block
	entreprise	Firm		sollicité	solicited		numéraire	Cash
	développer	develop		général	general		concert	concert
	innover	innovate		absent	absent		conditionner	condition

End of Appendix 3: English translations of the French reduced forms

	French	English		French	English
<u>Class 4</u>	chiffre d'affaires	Sales	<u>Class 5</u>	offre	bid
	exploiter	Operate		autorité	authority
	million	Million		clôture	closing
	marge	Margin		ré-ouverte	reopened
	Brut	Gross		publique	public
	excédent	Surplus		obligatoire	mandatory
	excellent	excellent		droit	right
	effectif	workforce		réouverture	reopening
	progressif	progressive		retrait	withdrawal
	réaliser	generate		action	share
	combiné	combined		vote	vote
	Net	Net		publier	release
	consolider	consolidate		date	date
	hausse	increase		achat	purchase
				détenir	hold

Chapter III: Are shareholders influenced by target company disclosure and impression management strategies during hostile takeover bids?

Chapitre III : Les actionnaires sont-ils influencés par les stratégies de diffusion et de gestion des impressions des cibles d'OPA/OPE hostiles ?

Communication acceptée au :

- Congrès Annuel de l'*American Accounting Association*, Atlanta (Etats-Unis), 2-6 août 2014.
- 35^{ème} Congrès Annuel de l'Association Francophone de Comptabilité, Lille (France), 27-28 mai 2014.

Soumission prévue fin septembre 2014 dans la revue *Accounting, Auditing and Accountability Journal*.

Abstract: This paper examines whether target company managers' disclosure and impression management strategies during hostile takeover bids influence target shareholder perceptions and decisions. Using an experiment, I find that small shareholders have higher perceptions of the bid when the target company issues a press release. Next, I provide evidence that small shareholders have lower perceptions of the bid when the target company employs emphasis techniques (repetition and reinforcement) in its press release. Moreover, when emphasis techniques are used, shareholders perceive the information provided as being of better quality and declare having assigned greater importance to the press release. Finally, I find that disclosure and emphasis indirectly affect shareholder decisions via their effect on shareholder perceptions of the bid.

Keywords: disclosure, impression management, takeover bids, target companies, experiment

Résumé long en français

1. Introduction

Plusieurs auteurs ont affirmé qu'une stratégie de diffusion d'informations bien conçue, en permettant d'obtenir le soutien des actionnaires, pourrait permettre d'influencer leur décision et *in fine* le résultat des opérations (ex. Sirower et Lipin 2003). Pour autant, cette assertion n'a pas fait l'objet d'une vérification empirique Ceci est surprenant étant donné l'impact économique des OPA/OPE aussi bien sur la richesse des actionnaires que sur la structure du secteur d'activité concerné (Botsari et Meeks 2008). Ce constat est à l'origine de la présente recherche qui vise à répondre à la question suivante : les stratégies de diffusion d'informations et de gestion des impressions adoptées par les cibles d'offres hostiles influencent-elles les perceptions et décisions des actionnaires ?

Cette étude contribue à la littérature sur la gestion des impressions sur plusieurs points. D'abord, un positionnement du point de vue des utilisateurs de l'information est ici adopté, alors que les études antérieures se sont majoritairement placées du côté des dirigeants (Merkel-Davies et Brennan 2007). Dans ces études, les contextes spécifiques ont pour ainsi dire été ignorés, alors même qu'ils génèrent d'importantes incitations à la gestion des impressions (ex. Brennan et al. 2010 ; Aerts et Cheng 2011). De plus, à notre connaissance, aucune recherche n'a été conduite afin d'examiner l'influence des répétitions et des renforcements sur la réaction des utilisateurs de l'information. Pourtant, la mise en œuvre de telles stratégies de gestion des impressions a été documentée à plusieurs reprises dans la littérature (ex. Brennan et al. 2009).

2. Cadre d'analyse et revue de la littérature

Cette recherche est conduite dans le cadre théorique de la gestion des impressions. Pour Godfrey et al. (2003), il y a gestion des impressions « *lorsque les dirigeants sélectionnent*

l'information à diffuser et la présentent de façon à déformer les perceptions des lecteurs » (p. 96)⁷⁸. La revue de la littérature porte sur la réaction des utilisateurs de l'information à la gestion des impressions. Au terme de cette revue de la littérature, il apparaît que l'on sait peu de choses sur l'influence de la gestion des impressions en contextes spécifiques. Pourtant, ces contextes sont intéressants à étudier notamment car les actionnaires sont amenés à prendre des décisions immédiates pouvant avoir d'importantes conséquences à long-terme.

3. Hypothèses

Newman (1983) montre que les documents obligatoires en cas d'OPA/OPE (c.à.d. les notes d'informations et les notes en réponse) sont de plus en plus longs et complexes, ce qui devrait inciter les actionnaires individuels à se tourner vers d'autres supports de diffusion pour prendre leur décision. La nature moins formelle des communiqués de presse favorise l'emploi d'un langage expressif (Aerts et Cormier 2009) qui devrait renforcer le caractère persuasif du message envoyé aux actionnaires et ainsi les amener à soutenir davantage le point de vue de la cible sur l'offre. D'où notre première hypothèse :

H1 : La diffusion d'un communiqué de presse par la cible influence négativement la perception de l'offre par les actionnaires.

Dans ce communiqué, la cible peut soit défendre ses performances et son équipe dirigeante (communiqué défensif) soit attaquer l'initiatrice (communiqué offensif). La littérature suggère que les arguments avancés par les dirigeants de la cible dans le cadre d'une stratégie défensive devraient être plus convaincants que ceux s'inscrivant dans le cadre d'une stratégie offensive en raison de la bonne connaissance qu'ils ont de leur propre entreprise (Brennan et al. 2010) et du caractère plus construit de leur argumentaire qui en résulte. D'où l'hypothèse suivante :

⁷⁸ Notre traduction de la citation suivante : “ *it occurs when management selects the information to display and presents that information in a manner that is intended to distort readers' perceptions*”.

H2 : Les actionnaires percevront l'offre de façon plus négative lorsqu'un communiqué défensif plutôt qu'offensif est diffusé par la cible.

Enfin, l'utilisation de procédés d'emphase de type répétitions et renforcements peut faciliter l'assimilation d'un message particulier par le destinataire en rendant certaines informations plus évidentes. Plusieurs études, notamment en psychologie, ont montré que la validité perçue d'une information augmente lorsque le lecteur est confronté plusieurs fois à cette information (ex. Bacon 1979 ; Schwartz 1982 ; Arkes et al. 1989). Cela nous amène à formuler l'hypothèse suivante :

H3 : L'utilisation de procédés d'emphase par la cible dans son communiqué de presse influence négativement la perception de l'offre par les actionnaires.

4. Méthodologie

Afin de tester ces hypothèses, une expérimentation est mise en œuvre. Le choix de cette méthodologie se justifie pour au moins deux raisons. D'abord, il s'agit d'une méthodologie pertinente pour analyser les perceptions des individus. Ensuite, une étude de réaction sur les marchés financiers aurait été difficilement réalisable en raison (i) de la subtilité du phénomène étudié, à savoir la gestion des impressions et (ii) de la multitude d'événements susceptibles de subvenir en cours d'offre.

165 étudiants en master 1 et 2 comptabilité-contrôle ont volontairement participé à cette expérimentation en tant que substituts aux actionnaires individuels. L'expérimentation fait varier dans un premier temps l'émission ou non d'un communiqué de presse, puis certains éléments plus spécifiques de son contenu (thèmes de défense et d'attaque ; utilisation ou non de procédés d'emphase).

5. Résultats

Les résultats révèlent que l'émission d'un communiqué de presse par la cible (qu'il soit défensif ou offensif) en réaction au dépôt d'une OPA/OPE hostile conduit à une meilleure perception de l'offre par les actionnaires qu'en l'absence d'un tel communiqué. Au contraire, l'utilisation de procédés d'emphase de type répétitions et renforcements par la cible dans son communiqué influence négativement la perception de l'offre par les actionnaires. Les analyses complémentaires menées montrent que lorsque des procédés d'emphases sont utilisés par la cible, les participants perçoivent l'information comme étant de meilleure qualité et déclarent avoir accordé plus d'importance au communiqué. Enfin, la diffusion d'un communiqué et l'utilisation de procédés d'emphase ont un effet indirect sur la décision des actionnaires d'accepter ou de rejeter l'opération.

6. Conclusion

Outre ses contributions académiques, cette recherche est susceptible d'intéresser différents types d'acteurs et plus particulièrement les actionnaires. Il apparaît en effet crucial qu'ils prennent conscience que leurs perceptions et finalement décisions peuvent être influencées par les stratégies de diffusion et de gestion des impressions adoptées par les dirigeants des cibles d'offres hostiles. Cela peut les amener à regarder les communications d'entreprises dans ce contexte avec davantage de recul.

Cette étude n'est pour autant pas exempte de limites. Certaines sont liées à la méthodologie utilisée et sont inhérentes à toute étude expérimentale (ex. Cianci et Kaplan 2007 ; 2010). Une autre résulte du fait que nos résultats ne nous permettent pas de conclure quant au procédé d'emphase (les répétitions ou les renforcements) qui est le plus efficace. Cela constitue une des perspectives de recherche envisagée. Il serait aussi intéressant d'étudier d'autres contextes spécifiques comme les introductions en bourse, les incitations à la gestion des impressions étant fortes dans de tels contextes.

Are shareholders influenced by target company disclosure and impression management strategies during hostile takeover bids?

1. Introduction

Factors influencing the outcome of hostile takeover bids⁷⁹ are a central concern in the takeover literature (e.g., Hirshleifer and Titman 1990). Target shareholder support is crucial because a successful defence against a hostile bid is impossible without their support. This is why firms subject to hostile bids make a considerable effort to persuade (Cooke et al. 1998; Brennan et al. 2010). Prior research suggests that a well-conceived disclosure strategy can ensure target shareholder support (Sirower and Lipin 2003) and, thus, the failure of a hostile takeover bid. However, this claim has not been examined empirically. Consequently, an interesting question remains: are target shareholders influenced by target managers' disclosure and impression management strategies? In other words, are these strategies effective, or are they filtered out by target shareholders as "cheap talk" (because they know that target managers have incentives to make opportunistic disclosures)?

In the event of a hostile takeover bid, the publication of an offer document describing the terms of the bid by the bidder is a regulatory requirement. The target company is then required to issue a response document, also called the "defence document" in the prior literature (e.g., Cooke et al. 1998; Brennan et al. 2010). This document contains, *inter alia*, the opinion of the target company's board regarding the offer, and it must be published as soon as possible after the publication of the offer document. Newman (1983) underlines that

⁷⁹ A hostile bid is one in which the target managers have rejected the initial bid by the bidding company (Morck et al. 1989; Franks and Mayer 1996; Powell 1997) and have undertaken one or more defensive actions (Sudarsanam 1995).

offer and response documents have tended to become longer and more complex over time, making them more appropriate for sophisticated shareholders (i.e., institutional investors) than for small (individual) shareholders. Therefore, small shareholders could consider other disclosure channels when making their decisions. For instance, they could be influenced by press releases, which are shorter, less formal and written in particularly expressive language (Aerts and Cormier 2009; Brennan et al. 2009). The reform of takeover law in Europe⁸⁰ favours refocusing takeover documents on describing the terms of the bid. Consequently, in addition to offer and response documents, companies involved in takeover bids frequently choose to communicate with shareholders through press releases (Brennan et al. 2010). It is interesting to study small shareholder perceptions and decisions during hostile takeover bids. The presence of large shareholders renders target companies less vulnerable to hostile bids (Sudarsanam 1995), and thus, the targets of hostile bids generally have a large number of small shareholders. According to Kandel et al. (2011), small shareholders matter more in companies with dispersed ownership than in companies with large shareholders. This leads me to conclude that small shareholders could act as arbiters during hostile bids. Moreover, previous studies provide evidence that small shareholders are particularly susceptible to impression management (e.g., Miller 2010) because of their lack of investment expertise.

In this study, I use a controlled experiment to investigate whether target managers' disclosure and impression management strategies influence target shareholder perceptions and decisions. I first examine whether their perceptions of the bid differ if the target company issues a press release containing the initial reaction of the target managers regarding the bidder's offer immediately after filing of the offer. Then, I assume that the content of press releases could make shareholders more or less supportive of the target company. More precisely, I consider whether two impression management strategies (thematic manipulation

⁸⁰ European Directive on Takeover Bids (Directive 2004/25/EC) adopted by the European Parliament and the Council of the EU on April 21st, 2004.

and visual and structural manipulation⁸¹) alter target shareholder perceptions of the bid. I anticipate that small shareholders will have lower perceptions of the bid when the target company issues a defensive rather than an attacking press release. I also predict that small shareholders will have lower perceptions of the bid when the target company employs emphasis techniques (repetition and reinforcement) in its press release than when there is no emphasis. Finally, I conduct additional analyses to investigate whether target managers' disclosure and impression management strategies influence shareholder decisions to accept or reject the bid.

The results suggest that small shareholders have higher perceptions of the bid when the target company issues a press release than when no press release is issued. They also provide evidence that small shareholders have lower perceptions of the bid when the target company employs emphasis techniques (repetition and reinforcement) in its press release than when there is no emphasis. Moreover, when emphasis techniques are used, shareholders perceive the information provided as being of better quality and declare having assigned greater importance to the press release. Finally, I find that disclosure and emphasis indirectly affect shareholder decisions via their effect on shareholder perceptions of the bid.

I extend the impression management literature in four ways. First, there is relatively little research on user reactions to impression management. Merkl-Davies and Brennan (2007) note that the majority of impression management studies have adopted a preparer (i.e., managerial) perspective. In these previous studies, the authors argue that managers adopt impression management strategies to influence outsiders' perceptions of the firm but fail to empirically examine whether outsiders are actually susceptible to impression management. This entails a lack of research regarding the effectiveness of impression management strategies on users

⁸¹ I focus on these two impression management strategies because Brennan et al. (2010) provide evidence of their extensive use in the documents issued during hostile takeover bids.

(Merkel-Davies and Brennan 2007). Second, I study user reactions to impression management in a non-routine situation (i.e., during hostile takeover bids), as called for by Brennan et al. (2010). In contrast, the few previous studies on the subject primarily focus on user reactions to impression management in a routine reporting context (Merkel-Davies and Brennan 2007). However, it is necessary to conduct research in different contexts to enhance current understandings of impression management. The context of takeover bids is interesting because shareholder decisions determine the outcome of the bid, consequences of which are important for shareholder wealth and industrial and management structures (Botsari and Meeks 2008). Third, I contribute to the literature by studying the influence of impression management in textual material on user perceptions and decisions. This has yet to be investigated in-depth, despite calls for such research (Merkel-Davis and Brennan 2007). This is surprising because textual material offers considerable scope for impression management (Davison 2008). Finally, the effectiveness of repetition and reinforcement (i.e., emphasis) as an impression management strategy is examined for the first time. Previous studies provide evidence of the extensive use of repetition and reinforcement in earnings press releases (e.g., Brennan et al. 2009). However, it is unclear whether such emphasis techniques affect user perceptions and decisions. Davison (2008) emphasise the need for studies focusing on this subject. Finally, I also extend the takeover literature by examining whether target companies' disclosure and impression management strategies affect shareholder decisions. This is important because shareholder decisions to accept or reject the bid determine the outcome of the takeover.

The remainder of the paper is organised as follows. Section 2 presents the background of the study and reviews the relevant literature. The research hypotheses are developed in section 3. The methodology is presented in section 4. Section 5 provides and discusses the empirical results. Section 6 concludes.

2. Background and literature review

2.1 What is impression management?

Impression management has its origins in the psychology literature (e.g., Schlenker 1980; Riess et al. 1981). It is defined as the process by which individuals attempt to control the impressions others form of them (Leary and Kowalski 1990), in an attempt to be perceived favourably (Hooghiemstra 2000). Gardner and Martinko (1988) can be regarded as the precursors of the development of impression management research in an organisational environment. In the context of disclosure, Clatworthy and Jones (2001) present impression management as the way in which managers manipulate the impression conveyed to the users of information. In other words, impression management occurs when “*management selects the information to display and presents that information in a manner that is intended to distorts readers’ perceptions of corporate achievements*” (Godfrey et al. 2003, p. 96). By controlling what is disclosed and how it is disclosed, managers seek to influence stakeholder perceptions (Bansal and Kistruck 2006). Therefore, managers could strategically employ disclosure (Yuthas et al. 2002).

According to Merkl-Davies and Brennan (2007), previous studies on impression management adopt either a preparer or user perspective. The first group of studies examines what the impression management strategies applied by managers are, whereas the second group focuses on whether impression management influences decision making. The present work falls within the second group of studies. Definitions of impression management underline the potential effects of impression management on the perceptions of readers. However, fewer studies have empirically examined these claims. This is surprising because erroneous perceptions of firm performance and prospects could mislead investors if they make decisions based upon these perceptions (Garcia-Osma and Guillamon-Saorin 2011).

2.2 User reactions to impression management in a corporate reporting context

- *Thematic manipulation*

Thematic manipulation refers to managers' tendency to overstate good news and understate bad news. Several studies have examined user susceptibility to this impression management strategy.

For instance, Smith and Taffler (1995) find that if poorly performing firms use unduly optimistic tones to mislead the users of their statements, the result is that conflicting messages are presented in the narrative statements and financial statements. Attempts to reconcile the conflict may frequently result in undue emphasis being placed on the less reliable source. In addition, Tan et al. (2002) demonstrate that when earnings preannouncements are overly optimistic, analysts lower forecast earnings. The primary reason is that this overstatement generates a negative earnings surprise. Henry (2006) highlights that inclusion of verbal components of earnings press releases, such as tone, improves the predictive accuracy of market returns beyond inclusion of financial information. This is because the information in the verbal components of press releases is less stale than the financial information. Henry (2008) also provides evidence that the tone of earnings press releases influences investors, as indicated by market reactions. Specifically, it appears that abnormal market returns are higher as the tone of the press release becomes more positive. One explanation is that framing financial performance in positive terms causes investors to consider the results in terms of increases relative to reference points. In addition, Davis et al. (2012) find that optimistic language in earnings press releases is associated with future firm performance and generates a significant market response. This result suggests that investors find such disclosures credible. Finally, Huang et al. (2013) find that positive press release headlines are positively associated

with share price. Such headlines positively distort the readers' interpretations of the rest of the press release by inciting optimism regarding the firm.

- *Visual and structural manipulation*

Visual and structural manipulation refers to the way in which information is emphasised. Following Brennan et al. (2009), there are three ways of emphasising disclosures: (i) repetition; (ii) reinforcement (by the means of qualifiers); and (iii) visual emphasis (i.e., locating or positioning of disclosures, the use of graphics or colours)⁸².

Baird and Zelin (2000) examine the effect of the order of information in the president's letter on investors' perceptions of firm performance. Their results indicate that investors rely to the greatest extent on the first information provided when assessing the firm's performance (i.e., the primacy effect). In addition, Bowen et al. (2005) find that the stock market response to pro forma earnings is greater with higher levels of emphasis, as defined by the location of pro-forma earnings in earnings press releases. Together, this result suggests that investors are affected by emphasis. Similarly, Elliott (2006) demonstrates that the emphasis management places on pro forma earnings influences nonprofessional investors' earnings performance judgments and investment decisions. In other words, when pro forma earnings information is presented in the headline or a discussion of pro forma earnings information precedes a discussion of GAAP earnings information in the text of the earnings press release, nonprofessional investors' earnings performance judgments and investment amounts are larger. Kelton and Pennington (2012) examine the effects of information presentation format on nonprofessional investors' decision making. Their results indicate that investors using hyperlinks (i.e., electronic financial information) made similar investment decisions as paper-based users while exerting less effort. Finally, Courtis (2004) reveals that some colours are

⁸² This paper does not cover impression management studies of graphs in corporate reports because of the unique nature of graphical disclosures.

associated with more or less favourable perception formation and with larger or smaller investment allocations. For instance, both ivory and grey are associated with more optimistic perceptions of corporate health, while pink is associated with the least optimistic perceptions.

To conclude, it appears that the effectiveness of repetition and reinforcement as an impression management strategy has not been previously examined. Table 13 summarises the prior literature on user reactions to impression management in a routine reporting context.

2.3 User reactions to impression management in non-routine situations

Most prior research on user reactions to impression management focuses on routine situations rather than non-routine situations. To my knowledge, only two non-routine corporate events have been investigated: equity offerings and mergers and acquisitions. Lang and Lundholm (2000) study the disclosure tone before equity offerings. They find that the frequency of optimistic statements increases significantly six months before such transactions, whereas the frequency of pessimistic statements decreases slightly. They obtain a positive price reaction to the change in the tone of the press releases issued in the six months before the offerings. However, firms that adopt such disclosure strategies suffer much larger price declines at the announcement of the transactions. The market may have identified that these disclosure strategies have been used to "hype the stock" and, thus, have partially corrected for the earlier price increase.

Table 13: Summary of prior literature on user reactions to impression management⁸³

Thematic manipulation			
Study	Document	Methodology	Results
Smith and Taffler (1995)	Chairman's narratives in corporate annual reports	Experiment	Where a conflict exists between the message conveyed by the narrative and the financial statements, attempts to reconcile the conflict result in undue emphasis being placed on the less reliable source.
Tan et al. (2002)	Earnings press releases	Experiment	When earnings preannouncements are too optimistic, analysts lower forecast earnings.
Henry (2006)	Earnings press releases	Market reaction study	The inclusion of verbal components of earnings press releases, such as tone, improves the predictive accuracy of market returns.
Henry (2008)	Earnings press releases	Market reaction study	The tone of earnings press releases influences investors' reactions.
Davis et al. (2012)	Earnings press releases	Market reaction study	Unexpected net optimistic language leads to a significant market response.
Huang et al. (2013)	Earnings press releases	Market reaction study	Positive press releases headlines are positively associated with share price.
Visual and structural manipulation			
Study	Document	Methodology	Results
Baird and Zelin (2000)	Presidents' letters to shareholders	Experiment	Subjects are more influenced by information read first in presidents' letters to shareholders.
Courtis (2004)	Annual reports	Experiment	Colour influences perception formation and investment allocations.
Bowen et al. (2005)	Earnings press releases	Market reaction study	The stock market response to pro forma earnings is greater at higher levels of emphasis.
Elliott (2006)	Earnings press releases	Experiment	The emphasis that management places on pro forma earnings influences nonprofessional investors' earnings performance judgments and investment decisions.
Kelton and Pennington (2012)	Web-based disclosures	Experiment	Investors using hyperlinks make similar investment decisions as paper-based users while exerting less effort.

⁸³ This literature summary focuses on the two impression management strategies that are investigated in this paper: (i) thematic manipulation and (ii) visual and structural manipulation.

Ahern and Sosyura (2014) examine the information content of press releases issued by bidding companies during stock mergers. With regard to the tone of the press releases, they find that compared to floating exchange ratio bidders, fixed ratio bidders issue significantly fewer negative press releases during the period when the exchange ratio is established⁸⁴. However, the results indicate that the market discounts news issued by floating exchange ratio bidders during this period. This news generates a significantly weaker market reaction, compared to news issued by fixed ratio bidders before the announcement of the deal. Finally, Amel-Zadeh et al. (2013) find that earnings forecasts voluntarily disclosed by bidding companies during mergers and acquisitions are overly optimistic. Such optimistic forecasts attenuate the generally negative market reaction to the announcement of deals that are financed with stocks.

To conclude, user reactions to impression management in non-routine situations have not been investigated in depth. This is surprising because several studies reveal that impression management is prevalent in documents issued during corporate events such as IPOs or takeover bids (e.g., Brennan et al. 2010; Aerts and Cheng 2011). One reason is that the asset pricing motivations to engage in impression management are much stronger in such non-routine contexts, in which share price is an important factor (Merkl-Davies and Brennan 2007). Moreover, in takeover bids, target shareholders have to immediately decide whether they accept or reject the bid. In contrast, in routine situations, investors could postpone their decision to buy or sell shares. Finally, the effects of impression management are typically short-lived in routine situations, whereas impression management in non-routine situations could have significant consequences in the long-term. For instance, by changing the target shareholders' perceptions and decisions, impression management could impact the outcome

⁸⁴ In fixed exchange ratio stock mergers, the exchange ratio (i.e., the terms of the merger) is established during merger negotiations. In contrast, in floating exchange ratio stock mergers, it is established at the close of the merger.

of the bid, resulting in important consequences for shareholder wealth and industrial and management structures (Botsari and Meeks 2008).

Table 14 summarises the main differences in the aspects of impression management between routine and non-routine situations.

Table 14: Differences in the aspects of impression management between routine and non-routine situations

Aspects	Routine situations	Non-routine situations
Managerial incentives	Less strong	Stronger
Documents	Annual reports, presidents' letters to shareholders, earnings press releases, conference call reports	Prospectuses, press releases
Investors' decision	Immediate or postponed	Immediate
Effects	Short-lived	Long-lived

3. Hypotheses

I develop three hypotheses: the first is related to target managers' disclosures and the other two are related to impression management.

Previous studies reveal that small individual shareholders do not analyse annual reports in depth (Bartlett and Chandler 1997). One reason is that these shareholders do not truly understand some disclosures made in annual reports (Parker 1982). Moreover, annual reports are becoming longer and longer (ex. Brown and Tucker 2011), and thus, shareholders could be overwhelmed with information. According to Miller (2010), making more data available may not benefit small shareholders if the reports are too long and complex to process. Consequently, they turn to other disclosure channels such as press releases to evaluate firm performance. Press releases have the advantage of providing an overview of firm performance. Because of their brief length, they are more likely to be read thoroughly by shareholders. Similarly, in the context of hostile takeover bids, offer and response documents are becoming longer and more complex over time, making them more appropriate for

sophisticated shareholders (i.e., institutional investors) than for small (individual) shareholders (Newman 1983). In addition to these documents, companies involved in a takeover bid frequently choose to communicate with shareholders through press releases (e.g., Brennan et al. 2010). Sirower and Lipin (2003) argue that small individual shareholders use press releases to gauge the bid and its consequences. Press releases are less formal than takeover documents and written in particularly expressive language (Aerts and Cormier 2009; Brennan et al. 2009). Managers use these press releases to convey their perspective on the bid (Ohl et al. 1995) and ensure that target shareholders will be supportive of the target company. Therefore, they are likely to influence shareholders in the direction expected by the target. This gives rise to my first hypothesis:

H1: Small shareholders will have lower perceptions of the bid when the target company issues a press release than when no press release is issued.

In the context of hostile takeover bids, Brennan et al. (2010) adopt prior research, replacing the dichotomous themes of optimistic/pessimistic tone with attacking/defensive themes. To persuade target shareholders to reject the offer, target managers could both attack the bidding company or defend the target company. According to Cooke et al. (1998), attacking the bidding company could generate uncertainty among shareholders regarding the true value of the bid and, thus, could be a particularly effective strategy. However, Brennan et al. (2010) demonstrate that the defensive strategy is more effective in defeating the bid than the attacking strategy. Specifically, they obtain significant differences between failed and successful hostile bids in terms of defensive and attacking sentences, observing a greater proportion of defensive sentences in the case of failed bids. In other words, the maxim “attack is the best form of defence” is not supported by their results. Following these authors, one reason is that target managers have greater knowledge of the target company than of the bidding company. As a consequence, it might be easier for these managers to provide

arguments to present the target company positively than to present the bidder negatively, resulting in more convincing arguments. Another possible explanation is that the target company could appear particularly “*biased*” or “*close-minded*” (Ohl et al. 1995, p. 99) in the eyes of shareholders when adopting an attacking strategy. Accordingly, I posit the following hypothesis:

H2: Small shareholders will have lower perceptions of the bid when the target company issues a defensive rather than an attacking press release.

The effect of information repetition on users has been well documented in the psychology literature (e.g., Bacon 1979; Schwartz 1982; Arkes et al. 1989). It appears that repeated exposure to a statement leads to higher perceived validity regarding that statement than a single exposure to the same statement. One reason is that repetition results in an increased influence on memory. In an accounting context, prior auditing research provides mixed findings on the effect of information repetition. Joe (2003) finds that redundant negative information made auditors more conservative in their opinion choice and less optimistic of the company's viability. In contrast, Green (2008) does not provide evidence of a repetition effect on auditors. Studies on the use of reinforcement as a form of emphasis are more recent (e.g., Brennan et al. 2009; García Osma and Guillamón-Saorín 2011). To my knowledge, there are no studies examining user reactions to reinforcement. Overall, by making a piece of information more obvious to the user, emphasis (i.e., repetition and reinforcement) could facilitate the assimilation of a particular message (Davison 2008) and, thus, could be an effective impression management strategy. According to Brennan et al. (2010), repetition and reinforcement constitute rhetorical devices that could enhance the persuasiveness of an argument. In the context of hostile bids, the target company could employ such devices to convey its perspective on the offer. I therefore formally posit:

H3: Small shareholders will have lower perceptions of the bid when the target company uses emphasis in its press release than when there is no emphasis.

4. Methodology

User reactions to disclosure strategies could be tested through market reaction studies or experiments. I choose to conduct an experiment for three primary reasons. First, this methodology is appropriate to analyse individuals' perceptions. Second, impression management is subtle and sophisticated (Brennan et al. 2009), and thus, it could be difficult to conduct market reaction studies to examine its effects. In contrast, experiments offer the advantage of control and provide a direct assessment of the effects of impression management (Stanton et al. 2004). They are particularly appropriate to study the influence of linguistic features (Tan et al. 2014). Finally, in the context of takeover bids, it could be challenging to isolate the effect of impression management on share prices because of (i) numerous other events that occur during takeover bids (e.g., defensive actions) and (ii) variability in media coverage (Brennan 2000). Conversely, with experiments, the causal relationship between impression management and investor perceptions and decisions could be determined with greater certainty.

4.1 Experimental design

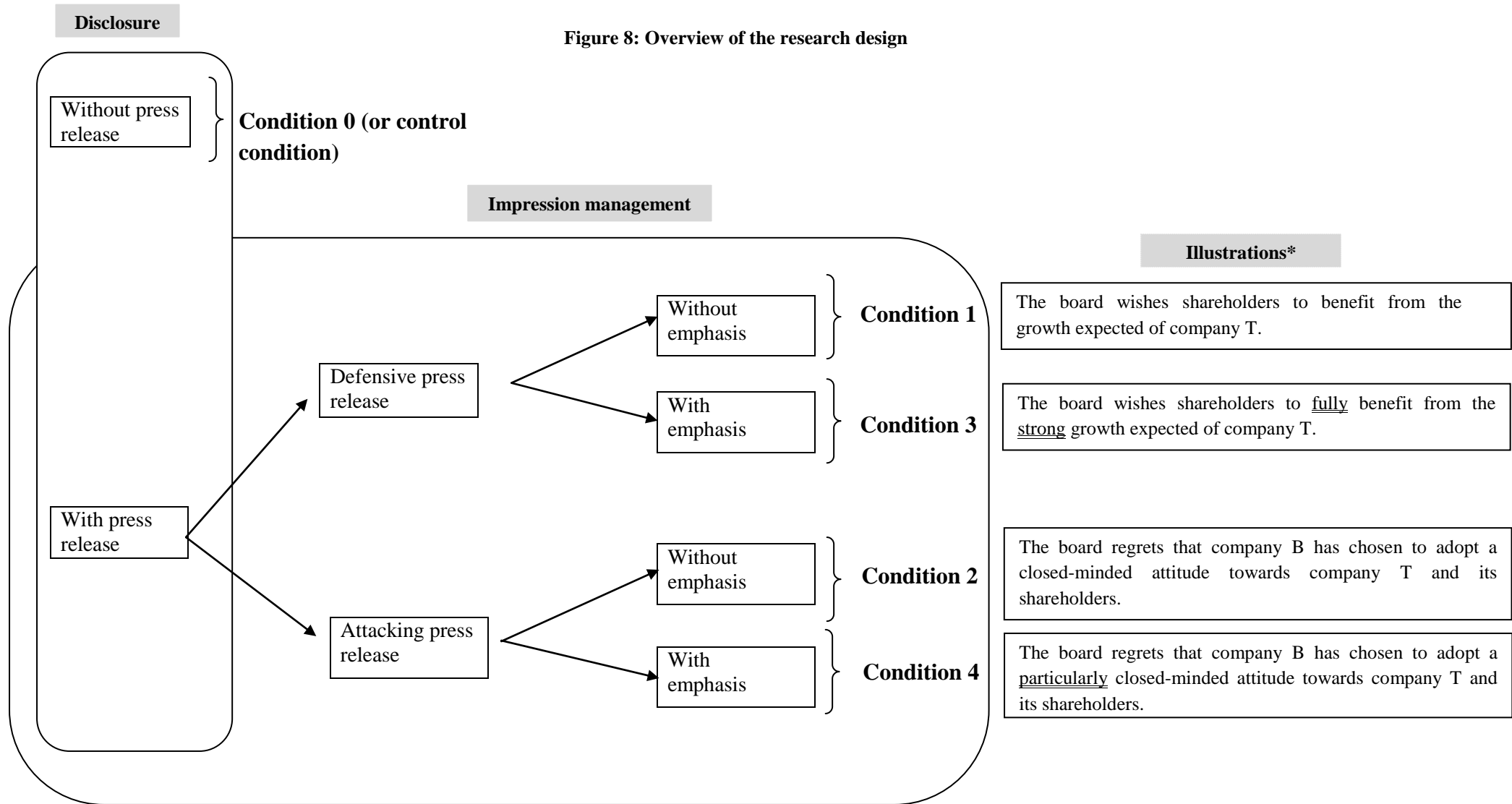
The experimental design is a between-subjects design: each participant experiences only one condition. In this way, participants should not be alerted to what the researcher is interested in, and thus, the results should not be unintentionally influenced. Participants are randomly assigned to one condition. Therefore, their characteristics should not differ

systematically between groups⁸⁵, and it can be assumed that differences in the dependent measures are due to the treatments.

Five conditions are included in this study. In the *Defensive press release with no emphasis* condition (condition 1), the target company adopts a defensive strategy in its press release. After giving the reaction of its BD to the offer, the target company defends its performance and management. However, the arguments advanced by the target are not enhanced through the use of repetition or reinforcement (i.e., emphasis techniques). Conversely, in the *Defensive press release with emphasis* condition (condition 3), the target company uses reinforcement and repetition to add emphasis on its arguments. In the *Attacking press release with no emphasis* condition (condition 2), the target company adopts an attacking strategy in its press release. After giving its reaction to the bid, the target company attacks the bidding company's performance and management. However, no emphasis techniques are used to enhance the arguments advanced by the target company. In contrast, in the *Attacking press release with emphasis* condition (condition 4), the target company uses reinforcement and repetition to add emphasis to its arguments. Finally, in the *No press release* condition (condition 0 – control group), participants do not receive a press release. One other possible condition, which could have been included, is *Neutral press release* (i.e., a press release that is neither defensive nor attacking). However, given the competitive nature of hostile takeover bids, it would be very unlikely for the target company to issue a completely neutral press release. Brennan et al. (2010) provide evidence that attacking and defensive sentences comprise the majority of the documents issued in this specific context. Figure 8 provides an overview of the research design and extracts from press releases. The four press releases are presented in Appendix 4.

⁸⁵ I run Pearson's Chi-Squared tests and One-way ANOVAs to confirm that there are no statistically significant differences across the five groups of participants with respect to background information (age, gender, etc.).

Figure 8: Overview of the research design



*Company B is the bidding company, and company T is the target company.

The materials are adapted from those of a real takeover bid. However, I disguised the names of the two companies involved in the bid (company B is the bidding company and company T is the target company) to prevent any prior knowledge of the companies that could influence the results (e.g., Holm and Rikhardsson 2008; Rennekamp 2012). I also choose an offer that received poor media coverage. It is important to base the research scenario on real life situations to maintain high levels of external validity within the experimental setting (Cho et al. 2009). Experiments are often criticised for their lack of realism (e.g., Abdel-khalik 1974; Kachelmeier and King 2002).

4.2 Research instrument

The questionnaire is divided into four parts (see Figure 9). In the first part and after a consent form, participants have to provide background information to ensure that there is a normal distribution of participants across the five conditions. Background information includes information on age, gender, work experience, etc. I also ask participants if they have previously invested in stocks or practiced trading with a virtual stock exchange.

General knowledge questions on takeover bids are included in the second part of the questionnaire. Participants have to read six statements on takeover bids and indicate whether they are true or false. In this way, I wish to ensure that they are all familiar with the main concepts surrounding takeover bids. For instance, the statements are related to the type of bid (friendly or hostile), the means of payment (cash or paper) and the bid premium.

The third part is dedicated to participants' perceptions and decisions. Participants have to read the information provided on the hostile takeover bid launched by company B for company T. First, a summary of the offer document issued by the bidding company (i.e., company B) is given to all participants. This document describes, *inter alia*, the offer and its rationale, the bidder's intentions for the next 12 months and the reasoned opinion of the BD. The offer is a part of an expansion strategy pursued by company B and represents a

substantial premium compared to the company T's recent stock prices⁸⁶. Next, a press release issued by company T is given to the participants in conditions 1 to 4⁸⁷. This press release contains the initial reaction of the target managers regarding the bidder's offer and is issued immediately after the filing of the offer. Finally, participants are provided with a summary of the response document issued by the target company (i.e., company T). This document contains, *inter alia*, the reasoned opinion of the BD and financial information on the target company. The scenario is the following: because of the financial crisis, company T's stock prices gradually decreased throughout the year. Target managers regard the offer, occurring during a period of financial market turmoil, as opportunistic and the bid premium is less substantial compared to the company T's stock prices at six months and one year before the filing of the offer. See Appendix 5 for additional details on the offer and response documents.

After having read the documents, participants have to answer questions. First, I conduct a manipulation check to ensure that the participants in conditions 1 to 4 have recognised that company T has disclosed a press release. I also verify that the participants have read the materials by asking them the price offered by company B for each share of company T. Then, I include three items designed to elicit perceptions of the merits of the bid, three items designed to elicit the attractiveness of the bid and four items designed to elicit the target company's performance if the bid is successful⁸⁸. The questionnaire uses a five-point Likert scale (1 strongly disagree, 5 strongly agree) with which to measure responses. Finally, I ask participants to make a decision regarding the bid. They can accept the bid or reject it.

In the last part of the questionnaire (part four), I include debriefing questions on: (i) the relative importance of the press release for decision making and (ii) the necessity and relevance of the information provided for decision making. Before administering the final

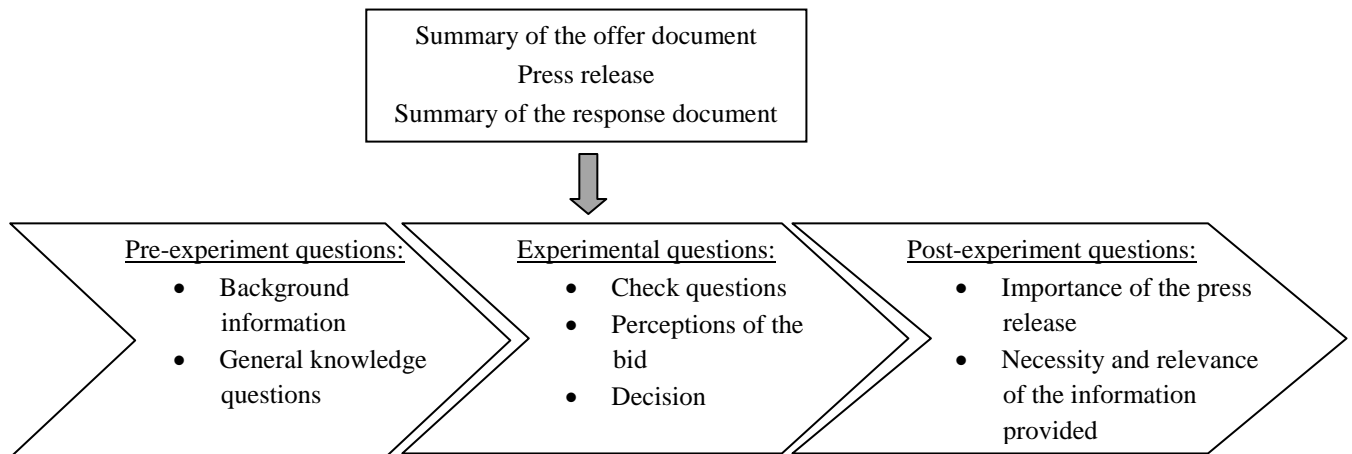
⁸⁶ The average premium offered in hostile takeover bids is approximately 40% (Schoenberg and Thornton 2006). A substantial premium is one that exceeds this threshold.

⁸⁷ I provide additional general information to the participants in condition 0 (*No press release* condition) to ensure that the volume of information does not influence the results.

⁸⁸ These items are described in the sub-section below.

version of the research instrument, I ran a pilot test on a group of 25 undergraduate accounting students to validate the design. After conducting the experiment, the students provided me with feedback on the materials and the experiment itself. On the basis of their comments, I made a few changes to the form of the questionnaire. I provide a copy of the research questionnaire in Appendix 6.

Figure 9: Order of questions in the research instrument



4.3 Dependent and independent variables

The three dependent variables are related to participant perceptions of the bid.

- *Perceptions of the merits of the bid*

Participants assess the merits of the bid using three items. Specifically, they have to indicate whether the bid is justifiable, justified and relevant on a five-point scale (1 strongly disagree, 5 strongly agree). The three items are summed and divided by three to determine a mean assessment for each participant. I refer to this score as the perceptions of the merits of the bid. I conduct two reliability analyses to confirm that the three items represent the same construct. Cronbach's alpha for the three measures is 0.70, which is acceptable (Nunnally 1978). In addition, only one factor emerges from a factorial analysis that includes all the three items associated with the merits of the bid (with a variance percentage of approximately 60%).

- *Perceptions of the attractiveness of the bid*

Prior experimental accounting research (e.g., Cianci and Kaplan 2007; 2010) asks participants to provide assessments of the attractiveness of a company as an equity investment. In this study, participants assess the attractiveness of the bid using three items. More precisely, they have to indicate on a five-point scale (1 strongly disagree, 5 strongly agree) the extent to which they agree or disagree with the following statements: ‘the bid is unappealing’, ‘the bid does not represent an important opportunity’, and ‘the bid premium is insufficient’. For comparability purposes, the three items are reverse-scored such that higher (lower) scores indicate more positive (negative) perceptions of the attractiveness of the bid. Then, they are summed and divided by three to determine a mean assessment for each participant. I refer to this score as the perceptions of the attractiveness of the bid. I conduct two reliability analyses to confirm that the three items represent the same construct. Cronbach’s alpha for the three measures is 0.75, which exceeds the recommended threshold of 0.70, suggesting that the scale is reliable (Nunnally 1978). Moreover, only one factor emerges from a factorial analysis that includes all the three items associated with the attractiveness of the bid (with a variance percentage of approximately 61%).

Perceptions of the attractiveness of the bid
Item 1: The bid is unappealing.
Item 2: The bid does not represent an important opportunity
Item 3: The bid premium is insufficient

- *Perceptions of the target company’s future performance if the bid is successful*

Participants assess the target company’s future performance using four items adapted from Baird and Zelin (2000). Participants respond to each item using a five-point scale anchored by 1 (“strongly disagree”) and 5 (“strongly agree”). The four items are summed and divided by four to determine a mean assessment for each participant. I refer to this score as the perceptions of the target company’s performance if the bid is successful. However, to confirm

that the four items represent the same construct, I conduct two reliability analyses. Cronbach's alpha for the four measures is 0.84, which exceeds the recommended threshold of 0.70, suggesting that the scale is reliable (Nunnally 1978). Moreover, only one factor emerges from a factorial analysis that includes all the four items associated with the target company's performance (with a variance percentage of approximately 69%).

Perceptions of the target company's future performance if the bid is successful

Item 1: The current economy would favour high performance.

Item 2: The company's future seems bright.

Item 3: The company would be well positioned to face any downturn in the economy.

Item 4: The company's prospects appear strong.

There are three independent (or manipulated) variables: disclosure, press release and emphasis. The disclosure variable equals one if the target company issues a press release and zero otherwise. The other two independent variables are related to impression management, which can only occur when the target company decides to issue a press release. The press release variable takes two modalities: a defensive press release or an attacking press release. A defensive press release is one in which the target company defends its performance and management. An attacking press release is one in which the target company attacks the bidding company's performance and management. Finally, the emphasis variable equals one when the target company uses emphasis techniques (repetition and reinforcement) in its press release and zero otherwise. Similarly to Davison (2008), repetition is defined as the repetition of the whole word "hostile" three times in the press release. To operationalise reinforcement, I add qualifiers to keywords (e.g., "strong growth" – "growth" is the keyword and "strong" is the qualifier).

4.4 Participants

Target shareholders could be either small or large shareholders. I focus on small (individual) shareholders for four main reasons. First, small shareholders could act as arbiters during hostile takeover bids. The presence of large shareholders renders target companies less

vulnerable to hostile bids (Sudarsanam 1995), and thus, the targets of hostile bids generally have a large number of small shareholders. According to Kandel et al. (2011), small shareholders matter more in companies with dispersed ownership than in companies with large shareholders. Second, in the context of takeover bids, large shareholders could have private information on the prospects of a bid (Levit 2010). Consequently, they are likely to base their decisions on more than the information provided in takeover documents. Third, Levit (2010) finds that target shareholders are more influenced by the target company recommendations than by the actions of institutional shareholders. In other words, the recommendations of large shareholders to small investors seem to have less value for small shareholders than the target board's recommendation. Finally, previous studies provide evidence that small (individual) investors are particularly influenced by how corporate reports are written (e.g., Miller 2010; Rennekamp 2012).

The participants are 165 students enrolled in a master's degree programme in accounting at a large French university⁸⁹. Using students to examine behaviour is common in accounting studies (e.g., Holm and Rikhardsson 2008), particularly as proxies for small individual shareholders. Following Libby et al. (2002), market participants should only be used if it is necessary to achieve a particular research goal because they are a valuable and scarce resource. The appropriateness of a group of participants depends on whether they possess the necessary skills to process information and make a decision. This is why I collect background information on participants and include general knowledge questions on takeover bids in the questionnaire.

Table 15 reports background information on the 165 participants. The average participant is 24 years old. There is a slight majority of males (50.3% of participants) and first-year master's students (53%). Participants have at least one previous work experience in the accounting and/or finance fields (86%). Overall, 15% of participants indicate that they have

⁸⁹ The research instruments were originally presented in French. They are included in the paper translated into English. A professional translator reviewed the translations of all instruments.

already invested in the stock market, and 30% have already practiced trading using a virtual stock exchange. The experiment was conducted at the end of the second semester of the academic year to ensure that participants have completed at least two accounting and two finance courses. The average score on the general knowledge questions is 5.45/6, which is very satisfactory⁹⁰.

Table 15: Descriptive statistics for participants

	Frequency	Mean (standard deviation)
Age		24 (3.51)
Gender		
Female	49.7%	
Male	50.3%	
Education		
First-year of master's programme	53%	
Second-year of master's programme	47%	
Work experience		
Yes	86%	
No	14%	
Investment experience		
Yes	15%	
No	85%	
Virtual stock exchange trading		
Yes	30%	
No	70%	
General knowledge score on takeover bids		5.45 (0.62)

Participants are informed that the purpose of the questionnaire is to examine the decision-making process during takeover bids. In this way, I wish to ensure that participant responses are not influenced by the objectives of the researcher. The sample employed in this study consists of students whose participation is voluntary. However, to encourage effort, and in collaboration with the coordinator of the master's programme, I offered additional course credits to all students participating in the experiment. Pinsker (2007; 2011) provides evidence that extra credit represents a relevant incentive for participation in experiments. I administered the research instrument during accounting courses to ensure that the participants complied

⁹⁰ Second-year master's students have completed an accounting course on business valuation surrounding corporate events such as IPOs or takeover bids.

with the instructions. Various precautions were taken to ensure that the participants did not interact with one another during the experiment. For instance, I assigned participants who were seated nearest to one another to different experimental conditions. Participants spent an average of 25-30 minutes working through the materials (10 pages).

5. Results

5.1 Manipulation and other checks

Responses to the manipulation check questions indicate that the main manipulation is successful. Only seven participants (out of the 165) in conditions 1 to 4 do not correctly indicate that they have received a press release. I also observe that participants have properly read the materials. Only one participant (out of the 165) does not identify the correct offer price.

5.2 Test of hypotheses

- *Test of H1*

The first hypothesis predicts that small shareholders will have lower perceptions of the bid when the target company issues a press release than when no press release is issued. To test this hypothesis, I compare responses provided by participants in condition 0 (*no press release condition*) and participants in conditions 1 and 3 (*defensive press release with no emphasis condition*, *attacking press release with no emphasis condition*). In other words, I compare perceptions of the bid between participants who receive a press release (DISC = 1) and participants who do not receive a press release (DISC = 0), by using difference of means

tests⁹¹. For each group of participants and for each perception variable, the mean, standard deviation and results of Student's t-test and non-parametric Wilcoxon test, with p-values in parentheses, are presented in Table 16.

Table 16: Differences in perceptions of the bid related to disclosure

	DISC ^a	Mean	Standard deviation	t-statistic (p-value)	Wilcoxon statistic (p-value)
Perceptions of the merits of the bid^b	1	2.9635	0.8080	3.279 (0.001)***	1224.0 (0.001)***
	0	2.4319	0.6713		
Perceptions of the attractiveness of the bid^c	1	2.8490	0.8098	0.033 (0.974)	3167.5 (0.997)
	0	2.8431	0.8577		
Perceptions of the target company's performance if the bid is successful^d	1	3.5781	0.7991	2.590 (0.011)**	1372.5 (0.020)**
	0	3.1176	0.9071		

^a DISC = disclosure variable (1 when the target company issues a press release and 0 otherwise).

^b This variable represents the average score of three items. Participants have to indicate whether the bid is justifiable, justified and relevant, using a five-point scale anchored by 1 ("strongly disagree") and 5 ("strongly agree").

^c This variable represents the average score of three items. Three statements are provided to participants: (i) the bid is unappealing; (ii) the bid does not represent an important opportunity; and (iii) the bid premium is insufficient. They have to indicate whether they agree or disagree with each of these statements, using a five-point scale anchored by 1 ("strongly disagree") and 5 ("strongly agree").

^d This variable represents the average score of four items. Four statements are provided to participants: (i) the current economy would favour high performance; (ii) the company's future seems bright; (iii) the company would be well positioned to face any downturn in the economy; and (iv) the company's prospects appear strong. They have to indicate whether they agree or disagree with each of these statements, using a five-point scale anchored by 1 ("strongly disagree") and 5 ("strongly agree").

*** and ** indicate significance at the 1% and 5% levels, respectively.

As reported in Table 16, there are significant differences in terms of the perceptions of the bid between participants who receive a press release and participants who do not. However, the pattern of means presented in Table 16 is not consistent with H1. Unexpectedly, when the target company issues a press release, the mean perceptions of the merits of the bid are higher compared to when there is no press release. This difference is significant at the 1% level. Similarly, the mean perceptions of the target company's performance if the bid is successful are significantly higher when the target company issues a press release (mean = 3.5781) than when there is no press release (mean = 3.1176). In contrast, the mean perceptions of the attractiveness of the bid are not significantly different between participants who receive a

⁹¹ In untabulated analyses, I assign a value of one (two) to participants that receive a defensive (an attacking) press release with no emphasis. Results of 3x1 analyses of variance (ANOVAs) reveal that one or more of the differences between means are statistically significant. Because I have specific hypotheses to test, I then use planned contrast tests to determine which conditions differ. It appears that the contrast between the disclosure and non-disclosure of a press release is significant.

press release and those who do not. One possible explanation is that participants rely more on accounting and financial data to gauge the attractiveness of the bid.

- *Test of H2 and H3*

The second hypothesis predicts that small shareholders will have lower perceptions of the bid when the target company issues a defensive rather than an attacking press release. The third hypothesis posits that small shareholders will have lower perceptions of the bid when the target company uses emphasis in its press release than when there is no emphasis. I conduct 2x2 ANOVAs to test these hypotheses related to impression management with the ‘press release’ variable and the ‘emphasis’ variable as independent variables. In separate analyses, the dependent variables are the perceptions of the merits of the bid, the perceptions of the attractiveness of the bid and the perceptions of the target company’s performance if the bid is successful⁹².

Panel A of Table 17 provides descriptive information. Panel B of Table 17 presents ANOVA results for participants’ perceptions of the merits of the bid. The effect of the ‘press release’ variable is not significant ($p = 0.127$), nor is that of the ‘emphasis’ variable ($p = 0.413$).

Table 18 provides descriptive information and ANOVA results for participants’ perceptions of the attractiveness of the bid. As reported in Table 18, Panel B, the main effect of emphasis is marginally significant ($F = 3.149$, $p = 0.078$). Moreover, the pattern of means presented in Table 18, Panel A is consistent with H3. When the target company employs emphasis techniques in its press release, the mean perceptions of the attractiveness of the bid are lower compared to when there is no emphasis. In contrast, the main effect of the ‘press

⁹² Because there is no theoretical reason to suspect relationships between the dependent variables, three ANOVAs were conducted. I run factorial analysis of the dependent variables to validate this choice.

release' variable is not significant ($F = 0.962$, $p = 0.329$), nor is the interaction term ($F = 0.033$, $p = 0.857$). These results are not consistent with H2.

Table 17: Perceptions of the merits of the bid^a: Descriptive statistics and ANOVA

Panel A: Descriptive statistics				
	Mean	Standard deviation	n	
Defensive press release with no emphasis ^b	3.111	0.785	30	
Attacking press release with no emphasis ^b	2.833	0.818	34	
Defensive press release with emphasis ^b	2.933	0.685	35	
Attacking press release with emphasis ^b	2.781	0.902	32	

Panel B: ANOVA				
	Sum of squares	Mean square	F-statistic	p-value
Press release ^c	1.508	1.508	2.361	0.127
Emphasis ^d	0.431	0.431	0.675	0.413
Press release x emphasis	0.129	0.129	0.202	0.654

^a This dependent variable represents the average score of three items. Participants have to indicate whether the bid is justifiable, justified and relevant, using a five-point scale anchored by 1 ("strongly disagree") and 5 ("strongly agree").

^b Defensive press release with no emphasis: condition 1. Attacking press release with no emphasis: condition 2. Defensive press release with emphasis: condition 3. Attacking press release with emphasis: condition 4.

^c Press release was manipulated between participants at two levels: defensive, attacking.

^d Emphasis was manipulated between participants at two levels: emphasis, no emphasis.

Table 18: Perceptions of the attractiveness of the bid^a: Descriptive statistics and ANOVA

Panel A: Descriptive statistics				
	Mean	Standard deviation	n	
Defensive press release with no emphasis ^b	2.756	0.788	30	
Attacking press release with no emphasis ^b	2.931	0.832	34	
Defensive press release with emphasis ^b	2.514	0.909	35	
Attacking press release with emphasis ^b	2.635	0.917	32	

Panel B: ANOVA				
	Sum of squares	Mean square	F-statistic	p-value
Press release ^c	0.719	0.719	0.962	0.329
Emphasis ^d	2.355	2.355	3.149	0.078*
Press release x emphasis	0.024	0.024	0.033	0.857

^a This dependent variable represents the average score of three items. Three statements are provided to participants: (i) the bid is unappealing; (ii) the bid does not represent an important opportunity; and (iii) the bid premium is insufficient. They have to indicate whether they agree or disagree with each of these statements, using a five-point scale anchored by 1 ("strongly disagree") and 5 ("strongly agree").

^b Defensive press release with no emphasis: condition 1. Attacking press release with no emphasis: condition 2. Defensive press release with emphasis: condition 3. Attacking press release with emphasis: condition 4.

^c Press release was manipulated between participants at two levels: defensive, attacking.

^d Emphasis was manipulated between participants at two levels: emphasis, no emphasis.

* indicates significance at the 10% level.

Table 19 reports the participants' perceptions of the target company's performance if the bid is successful. Again, the main effect of emphasis is significant ($F = 11.937$, $p = 0.001$), whereas the main effect of the press release is not significant ($p = 0.988$). When the target company employs emphasis techniques in its press release, the mean perceptions of the

target company's performance are significantly lower compared to when there is no emphasis. This result supports H3.

Table 19: Perceptions of the target company's performance if the bid is successful^a: Descriptive statistics and ANOVA

Panel A: Descriptive statistics				
	Mean	Standard deviation	n	
Defensive press release with no emphasis ^b	3.525	0.789	30	
Attacking press release with no emphasis ^b	3.625	0.817	34	
Defensive press release with emphasis ^b	3.143	0.847	35	
Attacking press release with emphasis ^b	3.047	0.708	32	
Panel B: ANOVA				
	Sum of squares	Mean square	F-statistic	p-value
Press release ^c	0.000	0.000	0.000	0.988
Emphasis ^d	7.523	7.523	11.937	0.001***
Press release x emphasis	0.313	0.313	0.497	0.482

^aThis dependent variable represents the average score of four items. Four statements are provided to participants: (i) the current economy would favour high performance; (ii) the company's future seems bright; (iii) the company would be well positioned to face any downturn in the economy; and (iv) the company's prospects appear strong. Participants have to indicate whether they agree or disagree with each of these statements, using a five-point scale anchored by 1 ("strongly disagree") and 5 ("strongly agree").

^bDefensive press release with no emphasis: condition 1. Attacking press release with no emphasis: condition 2. Defensive press release with emphasis: condition 3. Attacking press release with emphasis: condition 4.

^cPress release was manipulated between participants at two levels: defensive, attacking.

^dEmphasis was manipulated between participants at two levels: emphasis, no emphasis.

*** indicates significance at the 1% level.

5.3 Additional analyses and discussion

Unexpectedly, this study provides strong evidence that small shareholders have higher perceptions of a bid when a press release, whether defensive or attacking, is issued by the target company than when no press release is issued. One possible explanation can be found in the type of participants. Accounting students could have assigned quite high importance to accounting and financial data such as valuation elements. Thus, it could have been interesting to replicate the experiment on students with less accounting knowledge. For instance, Stanton et al. (2004) find that marketing students perceive the company's performance more favourably than accounting students when reading the same biased report. However, in the context investigated here (hostile takeover bids), highly specific language is used. Consequently, when I attempted to replicate my study using graduate business students, it was too difficult for them to answer questions.

I also find a significant influence of the use of emphasis techniques on participants' perceptions of both the attractiveness of the bid and the target company's future performance if the bid is successful. Specifically, I provide evidence that participants have lower perceptions of the bid when the target company uses emphasis techniques in its press release than when there is no emphasis. Responses to the questions in part four of the questionnaire (debriefing) can explain this result. In this part, I ask participants to indicate, on a five-point scale, how important the press release was in making their decision (1 = not at all important; 5 = extremely important). Table 20 presents descriptive information and the results of the difference of means tests for the importance assigned to the press release. Interestingly, it appears that when the target company uses emphasis techniques in its press release, participants declare having assigned greater importance to the press release compared to when there is no emphasis. As shown in Panel B of Table 20, this difference is significant at the 1% level ($p = 0.000$).

Table 20: Importance of the press release^a: Descriptive statistics and difference of means tests

Panel A: Descriptive statistics			
	Mean	Standard deviation	N
Emphasis	4.149	0.803	67
No emphasis	3.547	0.991	64
Panel B: Difference of means tests			
	Mean difference	t-statistic (p-value)	Wilcoxon statistic (p-value)
Importance of the press release	0.602	3.832 (0.000)***	3475 (0.000)***

^a Participants responded to the following request: how important was the press release in making your decision? They responded using a five-point scale anchored by 1 ("not at all important") and 5 ("extremely important").

*** indicates significance at the 1% level.

In the debriefing part, participants also rate the quality of the information provided on a five-point scale as measured by its relevancy and necessity⁹³. Table 21 provides descriptive information and the results of difference of means tests for the quality of the information provided. The results suggest that when the target company uses emphasis techniques in its press release, participants perceive the information as being of better quality compared to

⁹³ I confirm that the two items represent the same construct (the quality of the information) by conducting two reliability analyses. Cronbach's alpha for the two measures is 0.70. In addition, only one factor emerges from a factorial analysis that includes the two items associated with the quality of the information provided (with a variance percentage of approximately 73%).

when there is no emphasis. As shown in Panel B of Table 21, this difference is significant at the 5% level.

Table 21: Quality of the information^a: Descriptive statistics and difference of means tests

Panel A: Descriptive statistics			
	Mean	Standard deviation	n
Emphasis	4.284	0.664	67
No emphasis	4.023	0.639	64
Panel B: Difference of means tests			
	Mean difference	t-statistic (p-value)	Wilcoxon statistic (p-value)
Quality of the information	0.260	2.283 (0.024)**	3705 (0.014)**

^a This variable represents the average score of two items. Participants responded to the following questions: Would you say that the information provided is necessary? Relevant? They responded using a five-point scale anchored by 1 (“strongly disagree”) and 5 (“strongly agree”).

** indicates significance at the 5% level.

Despite the incentives of target managers to make opportunistic disclosures (e.g., to protect their employment), my findings reveal that investors do not filter out emphasis techniques as “cheap talk”. In contrast, emphasis appears to be an effective impression management strategy. It leads target shareholders to be more supportive of the target company. According to Merkl-Davies and Brennan (2007), target managers could employ discretionary disclosure strategies such as impression management to provide useful information or serve an opportunistic purpose. In this study, shareholders perceive the information as being of better quality in the presence of emphasis, suggesting that shareholders regard repetition and reinforcement as credible signals against the bid. Compared to a defensive or an attacking strategy, emphasis is a more subtle impression management strategy. This could explain why I obtain different results according to the impression management strategies adopted by the target company (i.e., thematic manipulation or emphasis).

At this stage of the analysis, an interesting question remains: do disclosure and impression management strategies influence shareholder decisions? Previous studies (e.g., Fortin and Berthelot 2012) provide evidence that disclosure indirectly affects investor decisions via its effect on their perceptions. Therefore, I perform mediation analyses to investigate whether disclosure and emphasis (i.e., the two variables that significantly influence perceptions of the

bid) affect shareholder decisions regarding the bid through perceptions. These analyses are conducted using the *bootstrapping* procedure popularised by Preacher and Hayes (2004; 2008)⁹⁴. I focus on the mediating effect of perceptions of the target company's performance if the bid is successful because of a significant influence of both disclosure and emphasis on this variable. Table 22 presents the results of the mediation analysis of the effect of disclosure on shareholder decisions.

Table 22: Mediation analysis of the effect of disclosure on shareholder decisions

Direct and total effects				
	β	Standard Error	t	p-value
Effect of disclosure on perceptions (<i>a</i>)	0.4605	0.1778	2.5898	0.0111**
	β	Standard Error	Z	p-value
Direct effect of perceptions on decisions, controlling for disclosure (<i>b</i>)	-1.2829	0.4122	-3.1121	0.0019***
Total effect of disclosure on decisions (<i>c</i>)	-0.5507	0.5108	-1.0783	0.2809
Direct effect of disclosure on decisions, controlling for perceptions (<i>c'</i>)	-0.4083	0.6673	-0.6118	0.5407
Nagelkerke Pseudo R² = 0.3410				
Bootstrap results for indirect effects^x				
	Mean	Standard Error	LL 95%CI	UL 95% CI
Indirect effect of disclosure on decisions, through perceptions (<i>a x b</i>)	-0.5907	0.3377	-1.3792	-0.1075

The disclosure variable equals one when the target company issues a press release and zero otherwise.

Perceptions of the target company's performance if the bid is successful represent the average score of four items. Four statements are provided to participants: (i) the current economy would favour high performance; (ii) the company's future seems bright; (iii) the company would be well positioned to face any downturn in the economy; and (iv) the company's prospects appear strong. Participants have to indicate whether they agree or disagree with each of these statements, using a five-point scale anchored by 1 ("strongly disagree") and 5 ("strongly agree").

The decision variable equals one if participants reject the bid and 0 otherwise.

M = mean; LL: Lower Limit; UL: Upper Limit; CI: Confidence Interval; Size of the bootstrap sample: 5000.

^x Indirect effects in the presence of a normal distribution are not available for binary dependent variables.

*** and ** indicate significance at the 1% and 5% levels, respectively.

Disclosure is positively and significantly linked to participant perceptions of the target company's performance if the bid is successful ($\beta = 0.4605$, $p = 0.0111$); the latter also have a negative and significant impact on participant decisions ($\beta = -1.2829$, $p = 0.0019$). When participant perceptions of the bid increase, the probability that they will reject the bid decreases. The mean indirect effect from the bootstrap analysis is negative ($a \times b = -0.5907$) and significant, because the confidence interval $[-1.3792; -0.1075]$ does not include zero; thus mediation is established. Disclosure indirectly affects participant decisions via its influence on

⁹⁴ I do not use the four-step procedure specified by Baron and Kenny (1986) because this procedure suffers from important limitations (for a review, see, for example, MacKinnon et al. 2002 and Zhao et al. 2010).

their perceptions of the target company's performance if the bid is successful. Specifically, the disclosure of a press release by the target company positively influences shareholder perceptions of the target company's performance if the bid is successful, which in turn has a negative effect on the probability that they will reject the bid.

Table 23 reports the regression coefficients of the mediating effect of perceptions in the relationship between emphasis and decisions.

Table 23: Mediation analysis of the effect of emphasis on shareholder decisions

Direct and total effects				
	β	Standard Error	t	p-value
Effect of emphasis on perceptions (<i>a</i>)	-0.4811	0.1379	-3.4876	0.0007***
	β	Standard Error	z	p-value
Direct effect of perceptions on decisions, controlling for emphasis (<i>b</i>)	-1.3421	0.4432	-3.0280	0.0025**
Total effect of emphasis on decisions (<i>c</i>)	-0.3040	0.5963	-0.5099	0.6102
Direct effect of emphasis on decisions, controlling for perceptions (<i>c'</i>)	-0.0551	0.4675	-0.1178	0.9062
Nagelkerke Pseudo R² = 0.4077				
Bootstrap results for indirect effects^x				
	Mean	Standard Error	LL 95% CI	UL 95% CI
Indirect effect of emphasis on decisions, through perceptions (<i>a x b</i>)	0.6457	0.3174	0.1911	1.3597

The emphasis variable equals one if the target company uses emphasis techniques in its press release and zero otherwise. The decision variable equals one if participants reject the bid and zero otherwise.

Perceptions of the target company's performance if the bid is successful represent the average score of four items. Four statements are provided to participants: (i) the current economy would favour high performance; (ii) the company's future seems bright; (iii) the company would be well positioned to face any downturn in the economy; and (iv) the company's prospects appear strong. Participants have to indicate whether they agree or disagree with each of these statements, using a five-point scale anchored by 1 ("strongly disagree") and 5 ("strongly agree").

M = mean; LL: Lower Limit; UL: Upper Limit; CI: Confidence Interval; Size of the bootstrap sample: 5000.

^x Indirect effects in the presence of a normal distribution are not available for binary dependent variables.

*** and ** indicate significance at the 1% and 5% levels, respectively.

Emphasis is negatively and significantly linked to participant perceptions of the target company's performance if the bid is successful ($\beta = -0.4811$, $p = 0.0007$); the latter also have a negative and significant impact on participant decisions ($\beta = -1.3421$, $p = 0.0025$). In other words, when participant perceptions of the bid decrease, the probability that they will reject the bid increases. The mean indirect effect from the bootstrap analysis is negative ($a \times b = -0.5907$) and significant, as the confidence interval [0.1911; 1.3597] does not include zero; thus mediation is established. Emphasis indirectly affects participant decisions via its

influence on their perceptions of the target company's performance if the bid is successful. More precisely, the use of emphasis techniques by the target company in its press release negatively influence shareholder perceptions of the target company's performance if the bid is successful, which in turn has a positive effect on the probability that they will reject the bid.

6. Conclusion

The purpose of this study was to examine whether the target managers' disclosure and impression management strategies during hostile takeover bids influence shareholder perceptions and decisions. My experiment, using students in a master's degree programme in accounting as proxies for small (individual) shareholders, reveals the following results. Small shareholders have higher perceptions of the bid when the target company issues a press release than when no press release is issued. In contrast, they have lower perceptions of the bid when the target company uses emphasis techniques (repetition and reinforcement) in its press release than when there is no emphasis. When emphasis techniques are used, shareholders perceive the information provided as being of better quality and declare having assigned greater importance to the press release. This could explain my result regarding the effects of emphasis on shareholder perceptions. Finally, I find that disclosure and emphasis indirectly affect shareholder decisions via their effect on shareholder perceptions of the bid.

The implications of these results are threefold. First, shareholders should be aware that their perceptions and decisions could be influenced by disclosure and impression management strategies. An awareness of such effects could lead them to improve their decision making by reading corporate documents with a critical eye. Second, managers should realise that the way in which the information is presented is nearly as important as the information itself. This study provides them with potential opportunities to increase the benefits of disclosure and impression management strategies (e.g., Baird and Zelin 2000). Finally, regulators may wish

to standardise the disclosures in press releases and should require a more detailed examination of the objectivity of the messages companies involved in hostile takeover bids provide.

Three main limitations to my study should be noted. According to Cianci and Kaplan (2007), an inherent limitation of all experimental research is that only limited information can be presented in an experimental scenario, making it difficult to generalise the results to natural settings. However, I base the experimental scenario on real life situations to strengthen the external validity of this study. In addition, I use students in a master's degree programme in accounting as proxies for small target shareholders. Nevertheless, I admit that (i) they are not representative of all target shareholders, who could be more sophisticated, and (ii) they do not have the same incentives as real shareholders. Finally, it is unclear whether the effects of emphasis on shareholder perceptions and decisions are due to repetition or reinforcement.

Therefore, there is a potentially fruitful avenue for future research examining how these different emphasis techniques influence shareholder perceptions. Specifically regarding repetition, it could be interesting to examine whether the type of repeated statement or word (positive or negative) and the frequency of this statement or word (once, twice, three times or more) affect shareholder behaviours. Future research could also investigate user reactions to impression management in other non-routine reporting contexts such as IPOs. Indeed, by affecting investor perceptions and decisions, impression management could in turn influence the proceeds of the share issue.

References

- Abdel-khalik, A. R. (1974). On the efficiency of subject surrogation in accounting research. *The Accounting Review* 49 (4): 743-750.
- Aerts, W., Cheng, P. (2011). Causal disclosures on earnings and earnings management in an IPO setting. *Journal of Accounting and Public Policy* 30: 431-459.
- Aerts, W., Cormier, D. (2009). Media legitimacy and corporate environmental communication. *Accounting, Organizations and Society* 34 (1): 1-27.
- Ahern, K. R., Sosyura, D. (2014). Who writes the news? Corporate press releases during merger negotiations. *The Journal of Finance* 69 (1): 241-291.
- Amel-Zadeh, A., Lev, B., Meeks, G. (2013). Great expectations: Managerial earnings forecasts in mergers and acquisitions. Working Paper, University of Cambridge.
- Arkes, H. R., Hackett, C., Boehm, L. (1989). The generality of the relation between familiarity and judged validity. *Journal of Behavioral Decision Making* 2: 81-94.
- Bacon, F. T. (1979). Credibility of repeated statements: Memory for trivia. *Journal of Experimental Psychology: Human Learning and Memory* 5: 241-252.
- Baird, J. E., Zelin, R. C. (2000). The effects of information ordering on investor perceptions: An experiment utilizing presidents' letters. *Journal of Financial and Strategic Decisions* 13 (3): 71-80.
- Bansal, P., Kistruck, G. (2006). Seeing is (not) believing: Managing the impressions of the firm's commitment to the natural environment. *Journal of Business Ethics* 67 (2): 165-180.
- Baron, R. M., Kenny, D. A. (1986). The moderator-mediator variable distinction in psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology* 51 (1): 1173-1182.
- Bartlett, S. A., Chandler, R. A. (1997). The corporate report and the private shareholder: Lee and Tweedie twenty years on. *British Accounting Review* 29: 245-261.
- Botsari, A., Meeks, G. (2008). Do acquirers manage earnings prior to a share for share bid? *Journal of Business Finance & Accounting* 35 (5&6): 633-670.

- Bowen, R. M., Davis, A. K., Matsumoto, D. A. (2005). Emphasis on pro forma versus GAAP earnings in quarterly press releases: determinants, SEC intervention, and market reactions. *The Accounting Review* 80 (4): 1011-1038.
- Brennan, N. (2000). An empirical examination of forecast disclosure by bidding companies. *Accounting and Business Research* 30 (3): 175-194.
- Brennan, N. M., Daly, C. A., Harrington, C. S. (2010). Rhetoric, argument and impression management in hostile takeover defence documents. *British Accounting Review* 42 (4): 253-268.
- Brennan, N. M., Guillamon-Saorin, E., Pierce, A. (2009). Impression management: Developing and illustrating a scheme of analysis for narrative disclosures – A methodological note. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 22 (5): 789-832.
- Brown, S. V., Tucker, J. W. (2011). Large-sample evidence on firms' year-over-year MD&A modifications. *Journal of Accounting Research* 49 (2): 309-346.
- Cho, C. H., Phillips, J. R., Hageman, A. M., Patten, D. M. (2009). Media richness, user trust, and perceptions of corporate social responsibility – An experimental investigation of visual web site disclosures. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 22 (6): 933-952.
- Cianci, A. M., Kaplan, S. E. (2007). The effects of management's preannouncement strategies on investors' judgments of the trustworthiness of management. *Journal of Business Ethics* 79: 423-444.
- Cianci, A. M., Kaplan, S. E. (2010). The effect of CEO reputation and explanations for poor performance on investors' judgments about the company's future performance and management. *Accounting, Organizations and Society* 35: 478-495.
- Clatworthy, M., Jones, M. J. (2001). The effect of thematic structure on the variability of annual report readability. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 14 (3): 311-326.
- Cooke, T. E., Luther, R. G., Pearson, B. R. (1998). The information content of defence documents in UK hostile take-over bids. *Journal of Business Finance and Accounting* 25 (1&2): 115-143.
- Courtis, J. K. (2004). Colour as visual rhetoric in financial reporting. *Accounting Forum* 28 (3): 265-281.
- Davis, A. K., Piger, J. M., Sedor, L. M. (2012). Beyond the numbers: Measuring the information content of earnings press release language. *Contemporary Accounting Research* 29 (3): 845-868.



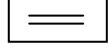

- Davison, J. (2008). Rhetoric, repetition, reporting and the “dot.com” era: words, pictures, intangibles. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 21 (6): 791-826.
- Elliott, W. B. (2006). Are investors influenced by pro forma emphasis and reconciliations in earnings announcements? *The Accounting Review* 81 (1): 113-133.
- Fortin, A., Berthelot, S. (2012). MD&A risk disclosures and nonprofessional investors’ perceptions and investment decisions. *Advances in Accounting Behavioral Research* 15: 1–28.
- Franks, J., Mayer, C. (1996). Hostile takeovers and the correction of managerial failure. *Journal of Financial Economics* 40 (1): 163-181.
- Garcia-Osma, B., Guillamon-Saorin, E. (2011). Corporate governance and impression management in annual results press releases. *Accounting, Organizations and Society* 36 (4&5): 187-208.
- Gardner, W. L., Martinko, M. J. (1988). Impression management in organizations. *Journal of Management* 14 (2): 321-338.
- Godfrey, J., Mather, P., Ramsay, A. (2003). Earnings and impression management in financial reports: The case of CEO changes. *ABACUS* 39 (1): 95-123.
- Green, W. (2008). Does repetition impair auditors’ judgments? *Managerial Auditing Journal* 23 (8): 724-743.
- Henry, E. (2006). Market reaction to verbal components of earnings press releases: Event study using a predictive algorithm. *Journal of Emerging Technologies in Accounting* 3: 1-19.
- Henry, E. (2008). Are investors influenced by how earnings press releases are written? *Journal of Business Communication* 45(4): 363-407.
- Hirshleifer, D., Titman, S. (1990). Share tendering strategies and the success of hostile takeover bids. *Journal of Political Economy* 98 (2): 295-324.
- Holm, C., Rikhardsson, P. (2008). Experienced and novice investors: Does environmental information influence investment allocation decisions? *European Accounting Review* 17 (3): 537-557.
- Hooghiemstra, R. (2000). Corporate communication and impression management - New perspectives why companies engage in corporate social reporting. *Journal of Business Ethics* 27 (1&2): 55-68.
- Huang, X., Nekrasov, A., Teoh, S. W. (2013). Headline salience and over- and underreaction to earnings. Working Paper, California State University.

- Joe, J. R. (2003). Why press coverage of a client influences the audit opinion. *Journal of Accounting Research* 41 (1): 109-133.
- Kachelmeier, S. J., King, R. R. (2002). Using laboratory experiments to evaluate accounting policy issues. *Accounting Horizons* 16 (3): 219-232.
- Kandel, E., Massa, M., Simonov, A. (2011). Do small shareholders count? *Journal of Financial Economics* 101: 641-665.
- Kelton, A. S., Pennington, R. R. (2012). Internet financial reporting: The effects of information presentation format and content differences on investor decision making. *Computers in Human Behavior* 28: 1178-1185.
- Lang, M., Lundholm, R. (2000). Voluntary disclosure and equity offerings: Reducing information asymmetry or hyping the stock? *Contemporary Accounting Research* 17 (4): 623-662.
- Leary, M. R., Kowalski, R. M. (1990). Impression management: A literature review and two-component model. *Psychological Bulletin* 107 (1): 34-47.
- Levit, D. (2010). Advising shareholders in takeovers. Working paper, Stanford University.
- Libby, R., Bloomfield, R., Nelson, M. W. (2002). Experimental research in financial accounting. *Accounting, Organizations and Society* 27: 775-810.
- MacKinnon, D. P., Lockwood, C. M., Hoffman, J. M., West, S. G., Sheets, V. (2002). A comparison of methods to test mediation and other intervening variable effects. *Psychological Methods* 7 (1): 83-104.
- Merkel-Davies, D. M., Brennan, N. M. (2007). Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management? *Journal of Accounting Literature* 26: 116-196.
- Miller, B. (2010). The effects of reporting complexity on small and large investor trading. *The Accounting Review* 85: 2107-2143.
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R. W. (1989). Characteristics of hostile and friendly takeover targets. In: *Corporate Takeovers: Causes and Consequences* (Ed, Auerbach, A.J.). Chicago: University of Chicago Press, 101-134.
- Newman, K. (1983). Financial communications and the contested take-over bid, 1958-1982. *International Journal of Advertising* 2: 47-68.

- Nunnally, J. (1978). *Psychometric theory* (2nd edition). New York: McGraw-Hill.
- Ohl, C. M., Pincus, J. D., Rimmer, T., Harrison, D. (1995). Agenda building role of news releases in corporate takeovers. *Public Relations Review* 21 (2): 89-101.
- Parker, L. D. (1982). Corporate annual reporting: A mass communication perspective. *Accounting and Business Research* 12 (48): 279-286.
- Pinsker, R. (2007). Long series of information and nonprofessional investors' belief revision. *Behavioral Research in Accounting* 19: 197-214.
- Pinsker, R. (2011). Primacy or recency? A study of order effects when nonprofessional investors are provided a long series of disclosures. *Behavioral Research in Accounting* 23 (1): 161-183.
- Powell, R. G. (1997). Modelling takeover likelihood. *Journal of Business Finance & Accounting* 24 (7): 1009-1030.
- Preacher, K. J., Hayes, A. F. (2004). SPSS and SAS procedures for estimating indirect effects in simple mediation models. *Behavior Research Methods, Instruments, and Computers* 36: 717-731.
- Preacher, K. J., Hayes, A. F. (2008). Asymptotic and resampling strategies for assessing and comparing indirect effects in multiple mediator models. *Behavior Research Methods* 40: 879-891.
- Rennekamp, K. (2012). Processing fluency and investors' reactions to disclosure readability. *Journal of Accounting Research* 50 (5): 1319-1354.
- Riess, M., Rosenfeld, P., Melburg, V., Tedeschi, J. T. (1981). Self-serving attributions: Biased private perceptions and distorted public descriptions. *Journal of Personality and Social Psychology* 41 (2): 224-231.
- Schlenker, B. R. (1980). *Impression management: The self-concept, social identity, and interpersonal relations*. Belmont: Brooks-Cole.
- Schoenberg, R., Thornton, D. (2006). The impact of bid defences in hostile acquisitions. *European Management Journal* 24 (2&3): 142-150.
- Schwartz, M. (1982). Repetition and rated truth value of statements. *The American Journal of Psychology* 95 (3): 393-407.
- Sirower, M. L., Lipin, S. (2003). Investor communications: New rules for M&A success. *Financial Executive*: 26-30.

- Smith, M., Taffler, R. (1995). The incremental effect of narrative accounting information in corporate annual reports. *Journal of Business Finance & Accounting* 22 (8): 1195-1210.
- Stanton, P., Stanton, J., Pires, G. (2004). Impressions of an annual report: An experimental study. *Corporate Communications: An International Journal* 9 (1): 57-69.
- Sudarsanam, P. S. (1995). The role of defensive strategies and ownership structure of target firms: Evidence from UK hostile takeover bids. *European Financial Management* 1 (3): 223-240.
- Tan, H.-T., Libby, R., Hunton, J. E. (2002). Analysts' reactions to earnings preannouncement strategies. *Journal of Accounting Research* 40 (1): 223-246.
- Tan, H.-T., Wang, E. Y., Zhou, B. (2014). When the use of positive language backfires: The joint effect of tone, readability, and investor sophistication on earnings judgments. *Journal of Accounting Research* 52 (1): 273-302.
- Yuthas, K., Rogers, R., Dillard, J.F. (2002). Communicative action and corporate annual reports. *Journal of Business Ethics* 41: 141-157.
- Zhao, I., Lynch, J. G., Chen, Q. (2010). Reconsidering Baron and Kenny: Myths and truths about mediation analysis. *Journal of Consumer Research* 37 (2): 197-206.

Appendix 4: The four different press releases

	Defence of the target company's performance and management
	Attack on the bidding company's performance and management
	Reinforcement
	Repetition

Panel A: Defensive press release with no emphasis

Company T's first reaction to the filing of a hostile takeover bid initiated by company B
<p>It was with surprise and disbelief that the board of directors learned yesterday of the filing of a cash takeover bid initiated by company B for the shares of company T. This offer was not encouraged by company T's board of directors and is therefore unsolicited. The board of directors will publish a response document setting out its reasons for recommending that the bid be rejected. Without prejudice to that document, the initial conclusions of the board are the following.</p> <p>The price of 7 Euros per share offered by company B does not reflect the intrinsic value of company T. Beyond the insufficient nature of the terms of the offer, the board underlines that there are few prospective synergies between companies B and T and expresses doubts regarding the strategic merits of the proposed transaction. The company T's Chief Executive Officer (CEO) comments: <i>"Accepting this offer is not the best approach to preserve the interests of company T, its shareholders and its employees"</i>.</p> <p>The board wishes shareholders to benefit from the growth expected of company T. Through its strategy, company T has indeed become a major player in its sector and is well-positioned to take advantage of the future prospects of the market. The board concludes by reiterating its confidence in the management of company T and supported its ongoing efforts, together with the employees of company T, to maximise value-creation for all company stakeholders.</p>

Panel B: Attacking press release with no emphasis

Company T's first reaction to the filing of a hostile takeover bid initiated by company B
<p>It was with surprise and disbelief that the board of directors learned yesterday of the filing of a cash takeover bid initiated by company B for the shares of company T. This offer was not encouraged by company T's board of directors and is therefore unsolicited. The board of directors will publish a response document setting out its reasons for recommending that the bid be rejected. Without prejudice to that document, the initial conclusions of the board are the following.</p> <p>The price of 7 Euros per share offered by company B does not reflect the intrinsic value of company T. Beyond the insufficient nature of the terms of the offer, the board underlines that there are few prospective synergies between companies B and T and expresses doubts regarding the strategic merits of the proposed transaction. The company T's Chief Executive Officer (CEO) comments: <i>"Accepting this offer is not the best approach to preserve the interests of company T, its shareholders and its employees"</i>.</p> <p>Given the absence of a clear strategy from the management of company B, the board considers that company B's ability to become a value-adding majority shareholder for company T needs to be evaluated carefully. Moreover, the board underlines that the evaluations of company T, produced by company B, are questionable. Finally, the board regrets that company B has chosen to adopt a closed-minded attitude towards company T and its shareholders.</p>

Panel C: Defensive press release with emphasis

Company T's first reaction to the filing of a hostile takeover bid initiated by company B
<p>It was with <u>great</u> surprise and disbelief that the board of directors learned yesterday of the filing of a cash takeover bid initiated by company B for the shares of company T. This offer was <u>in no way</u> encouraged by company T's board of directors and is therefore a hostile offer. The board of directors will publish a response document setting out its reasons for recommending that the bid be rejected. Without prejudice to that document, the initial conclusions of the board are the following.</p> <p>The price of 7 Euros per share offered by company B in <u>no way</u> reflects the intrinsic value of company T. Beyond the <u>clearly</u> insufficient nature of the terms of the offer, the board underlines that there are <u>very</u> few prospective synergies between companies B and T and expresses <u>strong</u> doubts regarding the strategic merits of the proposed transaction. The company T's Chief Executive Officer (CEO) comments: "Accepting this hostile offer is <u>absolutely</u> not the best approach to preserve the interests of company T, its shareholders and its employees".</p> <p>The board wishes shareholders to <u>fully</u> benefit from the <u>strong</u> growth expected of company T. Through its strategy, company T has indeed become a major player in its sector and is <u>particularly</u> well-positioned to take <u>full</u> advantage of the <u>substantial</u> future prospects of the market. The board concludes by reiterating its <u>full</u> confidence in the management of company T and supported its ongoing efforts, together with the employees of company B, to maximise value-creation for all company stakeholders.</p>

Panel D: Attacking press release with emphasis

Company T's first reaction to the filing of a hostile takeover bid initiated by company B
<p>It was with <u>great</u> surprise and disbelief that the board of directors learned yesterday of the filing of a cash takeover bid initiated by company B for the shares of company T. This offer was <u>in no way</u> encouraged by company T's board of directors and is therefore a hostile offer. The board of directors will publish a response document setting out its reasons for recommending that the bid be rejected. Without prejudice to that document, the initial conclusions of the board are the following.</p> <p>The price of 7 Euros per share offered by company B in <u>no way</u> reflects the intrinsic value of company T. Beyond the <u>clearly</u> insufficient nature of the terms of the offer, the board underlines that there are <u>very</u> few prospective synergies between companies B and T and expresses <u>strong</u> doubts regarding the strategic merits of the proposed transaction. The company T's Chief Executive Officer (CEO) comments: "Accepting this hostile offer is <u>absolutely</u> not the best approach to preserve the interests of company T, its shareholders and its employees".</p> <p>Given the absence of a clear strategy from the management of company B, the board considers that company B's ability to become a value-adding majority shareholder for company T needs to be evaluated with <u>utmost</u> care. Moreover, the board underlines that the evaluations of company T, produced by company B, are <u>largely</u> questionable. Finally, the board regrets that company B has chosen to adopt a <u>particularly</u> closed-minded attitude towards company T and its shareholders.</p>

Appendix 5: Summary of offer and response documents

Panel A: Summary of the offer document issued by company B

1. PRESENTATION OF THE OFFER

Company B (the “Offeror”) is making an offer to the holders of shares issued by company T, to acquire any and all of the shares of the company that are traded on Eurolist (compartment B) of Euronext Paris.

1.1 Reasons for the offer

The sectors in which companies B and T are active (i.e., telecommunication sectors) are rapidly growing. This acquisition would enable company B to take a significant position on an adjacent market with strong growth potential, thus reinforcing the potential expansion of the company. The integration of company T would also reinforce company B’s product offer and would enable customers to benefit from a recognised expertise.

The offer is entirely in cash and offers a substantial premium compared to the last closing share price of company T of 4.08 Euros.

1.2 Offeror’s intentions for the next twelve months

Company T will maintain important leeway in terms of operating management within company B. In the event of the success of the offer, the Offeror intends to modify the composition of the board of directors of company T to reflect its new ownership, in accordance with applicable regulations.

The Offeror does not contemplate any material restructuring following the offer. The Offeror is not yet able to determine what the dividend distribution policy for company T will be in the event of the success of the offer.

The Offeror intends to integrate company T into company B and reserves its rights to undertake operational reorganisation within company T, subject to the outcome of the offer.

Pursuant to the provisions of articles 237-14 *et seq.* of the AMF General Regulations, the Offeror intends to request the AMF, within three months following the closing of the offer, to implement a squeeze-out of the shares.

1.3 Reasoned opinion from the board of directors of company B

The board of directors of the Offeror approved the principles as well as the terms and conditions of the offer that they consider to be in the best interest of the Offeror.

2. TERMS AND CONDITIONS OF THE OFFER

The offer proposes to purchase all the securities of company T. The Offeror is proposing to the shareholders, that they tender their shares for a sum in cash of 7.0 Euros per share.

Pursuant to the provisions of article 231-9 of the AMF General Regulations, the offer is subject to the condition that, as of the closing of the offer, shares representing at least 50.01% of the share capital of company T, be tendered in the offer.

The Offeror will have sufficient resources to implement the acquisition of the securities of the offer.

On the basis of the valuation elements presented hereafter, the offer price implies the following premiums and discounts (the number of shares used for the valuation in these different methods corresponds to the total number of shares targeted by the offer, *i.e.*, 17,316,923 shares).

Criterion	Share price (Euros)		Premium/discount offered (in %)	
Last share price before the filing of the offer	4.08		71.6%	
5-day average	4.02		74.3%	
1-month average	4.38		59.8%	
3-month average	4.62		51.7%	
6-month average	5.61		24.9%	
12- month average	8.56		-18.3%	
5-day volume weighted average	4.01		74.6%	
1-month volume weighted average	4.44		57.5%	
3-month volume weighted average	4.68		49.5%	
6-month volume weighted average	5.58		25.5%	
12-month volume weighted average	8.99		-22.1%	
Comparable transactions	5.88	6.80	19.1%	2.9%
Trading comparables	5.70	6.40	22.8%	9.5%
Discounted cash flow	5.13	6.11	36.6%	14.6%
Research analyst target price	4.50	6.00	55.6%	16.7%

Panel B: Summary of the response document issued by company T

1. PRESENTATION OF THE OFFER

1.1 Description of the offer

Company B (the “Offeror”) is offering holders of shares issued by company T the possibility to acquire any or all of the shares of the company that are traded on Eurolist of Euronext Paris (compartment B).

The offer was cleared by the AMF and the offer document of company B received the AMF visa.

1.2 Context of the offer

A meeting was organised between the representatives of companies B and T to discuss a potential combination between the two companies. Following this discussion, it became obvious to company T’s representatives that the two parties had different opinions on the terms of such a combination.

2. REASONED OPINION OF THE BOARD OF DIRECTORS OF COMPANY T

During its meeting, company T’s board of directors unanimously decided that company B’s cash takeover bid was not in the interest of company T, its shareholders or employees. As a result, company T’s board of directors unanimously decided to recommend to the shareholders of company T not to tender their securities in this offer.

The board of directors underlines that the offer was not solicited. The board unanimously considered that the opportunistic timing of company B’s offer is unfavourable to all stakeholders in company T. The offer has been made during a period of financial market turmoil backing the wake of the financial crisis (e.g., Lehman Brothers’ bankruptcy).

It does not reflect the strategic benefit to company B of acquiring company T.

Indeed, company T is strategically positioned in its market and is recognised for its innovative technologies, products and prime client relationships.

Company B’s offer significantly undervalues company T based on several widely accepted valuation methodologies (see the table below).

The board of directors requested the study of different opportunities that represent a greater industrial, corporate and financial coherence to the interests of company T, its shareholders and employees and undertook to review all projects that would be presented to the board of directors.

The directors unanimously indicated their intention at this stage not to tender their own securities to the offer.

3. CONTRACTUAL CLAUSES THAT MAY HAVE AN IMPACT ON THE APPRECIATION OF THE OFFER OR ITS OUTCOME

To the company’s knowledge, there is no clause of any agreement that would have a significant impact on the appreciation of the offer or its outcome.

Criterion	Share price (Euros)		Premium/discount offered (in %)	
Last share price before Lehman Brothers’ bankruptcy	4.5		54.2%	
1-month volume weighted average before Lehman Brothers’ bankruptcy	4.7		47.9 %	
3-month volume weighted average before Lehman Brothers’ bankruptcy	4.9		42.1 %	
6-month volume weighted average before Lehman Brothers’ bankruptcy	5.9		19.4 %	
9-month volume weighted average before Lehman Brothers’ bankruptcy	7.2		-3.1 %	
12-month volume weighted average before Lehman Brothers’ bankruptcy	9.7		-27.6 %	
52-week intraday high price as at the filing of the offer	20.3		-65.6 %	
Trading comparables	9.7	10.6	-28.2 %	-33.8 %
Comparable transactions	15.5		-54.9 %	

4. INFORMATION ON THE COMPANY T

The table below presents the share price performance of company T since the beginning of the year.

	Highest share price	Lowest share price	Monthly average	Trading volumes
January	12.13	8.12	10.12	1,852,527
February	11.32	8.15	8.98	1,993,315
March	7.82	6.68	7.29	1,088,428
April	8.43	6.12	7.30	1,617,600
May	6.83	6.10	6.46	1,011,704
June	6.74	5.66	6.29	1,075,060
July	5.72	4.42	4.96	1,689,284
August	4.95	4.25	4.54	1,359,760
September	4.99	3.90	4.45	1,286,230
October (filing of the offer)	6.65	3.98	6.11	2,244,525
November	7.09	6.24	6.44	1,985,838
December	8.27	6.81	8.08	4,765,303

Appendix 6: Research questionnaire

Panel A: Pre-experiment questions - Background information

Age:	Gender:	<input type="checkbox"/> Female	<input type="checkbox"/> Male
 <u>What is your level of education?</u>			
<input type="checkbox"/> First year of master's degree	<input type="checkbox"/> Second year of master's degree		
 <u>Do you have work experience in the accounting and/or finance fields (employment or work placement)?</u>			
<input type="checkbox"/> Yes	<input type="checkbox"/> No		
 <u>Have you previously invested in the stock market?</u>			
<input type="checkbox"/> Yes	<input type="checkbox"/> No		
 <u>Have you previously practiced trading with a virtual stock exchange?</u>			
<input type="checkbox"/> Yes	<input type="checkbox"/> No		

Panel B: Pre-experiment questions - General knowledge questions on takeover bids

	TRUE	FALSE
1. A takeover bid is a public offer made to the holders of the securities of a company to acquire all or some of those securities, which follows or has as its objective the acquisition of control of the offeree company.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
2. The offeror (or bidding company) is the company making a bid.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
3. The offeree company (or target company) is the company the securities of which are the subject of a bid.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
4. A share exchange offer consists in offering cash in exchange for the shares of the target company.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
5. A hostile takeover bid is launched with the approval of the target company's board of directors or supervisory board.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
6. The bid premium is the difference between the bid price and the pre-bid share price of the target company.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Panel C: Experimental questions

1. Did company T disclose a press release?

☐ Yes ☐ No

2. What **sum in cash** is proposed by company B to the shareholders of company T for each share tendered in the offer?

☐ 5 Euros ☐ 7 Euros ☐ 9 Euros ☐ 11 Euros

3. Would you say that this offer is ...

Please indicate the extent to which you agree or disagree with each of the following adjectives describing the offer, using the five-point scale below (where 1 = strongly disagree; 5 = strongly agree).

Please tick only **one box per line**.

	Strongly disagree		Neither agree nor disagree		Strongly agree
	1	2	3	4	5
Justified	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Justifiable	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Relevant	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

4. The statements below refer to company B's bid for company T.

Please indicate the extent to which you agree or disagree with each of the following statements using the five-point scale below (where 1 = strongly disagree; 5 = strongly agree).

Please tick only **one box per line**.

	Strongly disagree		Neither agree nor disagree		Strongly agree
	1	2	3	4	5
The bid is unappealing	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
This offer does not represent an important opportunity	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
The bid premium is insufficient	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

5. The statements below refer to company T's future performance if the bid is successful.

Please indicate the extent to which you agree or disagree with each of the following statements using the five-point scale below (where 1 = strongly disagree; 5 = strongly agree).

Please tick only **one box per line**.

	Strongly disagree		Neither agree nor disagree		Strongly agree
	1	2	3	4	5
The current economy will favour high performance	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
The company's future seems bright	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
The company appears to be positioned to face any downturn in the economy	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
The company's prospects appear strong	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

6. As a shareholder of company T and given the current conditions of the offer, what is your **decision** regarding the offer of company B?

☐ I accept it ☐ I reject it

Panel D: Post-experiment questions - Debriefing

1. Using the five-point scale below (where 1 = not at all important; 5 = extremely important), please indicate how **important** the press release was to you in making your decision.

Please tick only **one box per line**.

	Not at all important		Moderately important		Extremely important
	1	2	3	4	5
Press release of company T	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

2. Would you say that the **information provided** was ... :

Please tick only **one box per line**.

	Strongly disagree		Neither agree nor disagree		Strongly agree
	1	2	3	4	5
Necessary?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Relevant?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Conclusion générale

La diffusion volontaire d'informations lors d'OPA/OPE constituait l'objet de cette recherche. Son principal point de départ était la place centrale occupée par la communication lors d'opérations particulièrement médiatisées, comme celles opposant la société visée à son prédateur, ainsi que l'intérêt des régulateurs pour le thème. Etant donnée la quasi-absence de littérature sur ce sujet, nous avons souhaité investiguer différentes phases du processus de diffusion d'informations dans ce contexte en répondant à trois questions de recherche. Dans le premier chapitre, nous nous sommes intéressées à la décision de diffusion volontaire d'informations des cibles d'OPA/OPE au travers de l'étude des facteurs exerçant une influence à cet égard. Dans le deuxième chapitre, les stratégies discursives adoptées par les acquéreuses et/ou cibles ont été examinées afin de mettre à jour les motivations des entreprises émettrices. Enfin, dans le troisième chapitre, un positionnement du point de vue des actionnaires a été adopté au travers de l'étude de l'influence des stratégies de diffusion et de gestion des impressions des cibles d'offres hostiles sur leurs perceptions et décisions.

La conclusion générale est organisée de la façon suivante. La première section synthétise les résultats obtenus. La deuxième section précise les contributions, limites et voies de recherche.

1. Synthèse des résultats obtenus

Dans le **premier chapitre**, il s'agissait de s'intéresser à la décision de diffusion volontaire d'informations des cibles d'OPA/OPE. Plus spécifiquement, notre interrogation concernait les facteurs incitatifs à la diffusion dans un tel contexte. Pour répondre à cette interrogation, nous

avons retenu comme information volontaire la diffusion faite par les cibles au sujet des synergies attendues de l'opération. En nous basant sur l'étude de Singh et Van der Zahn (2008) selon laquelle les déterminants « classiques » ne peuvent suffire à expliquer la décision de diffusion en contextes spécifiques, plusieurs hypothèses relatives à l'influence de facteurs contextuels ont été formulées. Celles-ci concernent le type d'offre, la complexité de l'offre, la probabilité de réussite de l'opération et le niveau de la prime. Ces hypothèses ont été testées sur un échantillon de 124 OPA/OPE visées par l'AMF sur la période 1999-2011. Les résultats montrent l'influence significative sur la décision de diffusion des facteurs contextuels : complexité de l'offre (via moyen de paiement, visibilité de l'initiatrice et taille de la cible) et probabilité de succès de l'opération (via nature de l'offre et part du capital de la cible détenue par l'initiatrice avant le dépôt de l'offre). Ainsi, les cibles diffusent volontairement des informations pour aider les actionnaires dans leur évaluation de l'offre lorsque celle-ci est fortement complexe et incertaine, ce qui semble aller dans le sens d'une communication informative. En revanche, les déterminants « classiques » (variables de gouvernance et variables structurelles) de la diffusion jouent un rôle moindre dès lors que l'on s'intéresse à l'information émise lors d'OPA/OPE.

A l'issue de ce premier chapitre, il ressort que la décision de diffusion volontaire d'informations lors d'OPA/OPE découle principalement de l'influence de facteurs contextuels. Cela confirme la nécessité d'aller au-delà des déterminants « classiques » de la diffusion dès lors que l'on s'intéresse à l'information émise en contextes spécifiques.

Dans le **deuxième chapitre**, il nous a semblé opportun d'examiner le contenu de l'information diffusée. La façon dont les entreprises énoncent les informations (c.à.d. le vocabulaire employé) témoigne en effet des stratégies discursives adoptées auxquelles correspondent différentes motivations des émettrices. C'est dans l'objectif d'identifier ces stratégies discursives qu'une analyse lexicale de 129 communiqués de presse relatifs à

l'ensemble des OPA/OPE visées par l'AMF entre décembre 2006 et juin 2011 a été effectuée à l'aide du logiciel ALCESTE. Quatre profils de diffusion ont été mis en exergue, chacun correspondant à une stratégie discursive spécifique reflétant les motivations des émettrices. Le premier est caractéristique des communiqués volontairement diffusés sur la période pré-offre et communs aux acquéreuses et cibles d'offres amicales. Le vocabulaire est centré sur les complémentarités stratégiques traduisant ainsi la volonté des entreprises de convaincre du bien-fondé de l'opération : une stratégie de promotion de l'offre est mise en œuvre. Le deuxième profil est celui des communiqués diffusés par les cibles d'offres hostiles sur la période d'offre : le vocabulaire concerne les raisons de l'opposition à l'offre. Il s'agit d'une stratégie défensive visant à peser sur les termes de l'opération. Les deux derniers profils sont plus factuels, l'un concerne les modalités de l'offre lors de rapprochements obligatoires, l'autre émane des acquéreuses et traduit les résultats de l'opération. Il s'agit dans les deux cas de communiqués volontaires informatifs qui témoignent d'une stratégie de transparence sur les périodes pré-offre ou post-offre.

Ainsi, l'analyse lexicale menée a confirmé que le choix des mots n'est pas neutre. Au contraire, il témoigne de stratégies discursives spécifiques auxquelles correspondent différentes motivations des entreprises émettrices. Cela confirme le déplacement des questions de recherche dans la littérature académique vers le langage utilisé par les dirigeants dans leurs communications (ex. Davis et al. 2012).

Enfin, dans la **troisième étude**, un positionnement du point de vue des actionnaires a été adopté, ces derniers se situant en tant que récepteur de l'information au terme du processus de diffusion. Plus précisément, nous nous sommes intéressées à l'influence des stratégies de diffusion et de gestion des impressions des cibles d'OPA/OPE hostiles sur les perceptions et décisions des actionnaires. Une expérimentation à laquelle 165 étudiants en master 1 et 2 comptabilité-contrôle ont volontairement participé a été menée, ces derniers étant utilisés en

tant que substituts aux actionnaires individuels. L'expérimentation faisait varier dans un premier temps l'émission ou non d'un communiqué de presse, puis certains éléments plus spécifiques de son contenu (thèmes et procédés d'emphase). Les résultats révèlent que l'émission d'un communiqué par la cible (qu'il soit défensif ou offensif) en réaction au dépôt d'une OPA/OPE hostile conduit à une meilleure perception de l'offre par les actionnaires qu'en l'absence d'un tel communiqué. Au contraire, l'utilisation de procédés d'emphase de type répétitions et renforcements par la cible dans son communiqué de presse influence négativement la perception de l'offre par les actionnaires. Enfin, la diffusion d'un communiqué et l'utilisation de procédés d'emphase a un effet indirect sur la décision des actionnaires d'accepter ou de rejeter l'opération.

Au terme de ce troisième chapitre, il ressort que les stratégies de diffusion d'informations et de gestion des impressions adoptées par les cibles d'OPA/OPE hostiles influencent la perception de l'offre par les actionnaires et *in fine* leur décision d'accepter ou de rejeter l'opération. Ce résultat confirme l'existence d'enjeux importants liés à la mise en œuvre de telles stratégies.

En résumé, nous avons mis en évidence que le contexte des OPA/OPE est un contexte particulièrement propice à la diffusion volontaire d'informations, et que celle-ci n'est pas neutre puisqu'elle peut modifier la perception de l'offre par les actionnaires et finalement leur décision. La figure 10 résume les trois principaux chapitres constituant la thèse et met en évidence leur articulation autour du processus de diffusion d'informations.

Figure 10 : Représentation schématique de la thèse

	Etape du processus de diffusion	Question de recherche	Méthode de recherche	Résultats
CHAPITRE I	Décision de diffusion	Quels sont les facteurs incitatifs à la diffusion volontaire d'informations ?	Modèle économétrique	Influence significative des facteurs contextuels sur la décision de diffusion
CHAPITRE II	Contenu de l'information diffusée	Quelles sont les stratégies discursives adoptées ?	Analyse lexicale	Différentes stratégies discursives selon le type d'offre et d'émetteur
CHAPITRE III	Réception de l'information	Influence sur les perceptions et décisions des actionnaires ?	Expérimentation	Modification des perceptions et <i>in fine</i> décisions des actionnaires

2. Contributions, limites et voies de recherche

Au terme de chaque étude, les contributions, limites et perspectives de la recherche ont été énoncées. Cependant, nous souhaitons conclure ce travail par des éléments plus globaux. Cette recherche présente en effet des **contributions** académiques, méthodologiques et pratiques plus générales que celles précédemment définies.

D'un point de vue académique, le thème de la diffusion volontaire d'informations lors d'OPA/OPE a jusqu'à présent été peu étudié dans la littérature, et ce aussi bien en France que sur le plan international. Ainsi, nous espérons par la présente recherche « *apporter notre pierre à cet édifice* » (Moris 2010, p. 274). En outre, l'étude d'un même objet de recherche sous trois angles différents a permis de donner un aperçu global du processus de diffusion volontaire d'informations dans ce contexte. De façon simplifiée, celui-ci va de la décision d'émettre une information à sa réception par le(s) destinataire(s) concernés. C'est la raison pour laquelle nous avons tout d'abord adopté le point de vue des dirigeants (chapitres 1 et 2), puis nous nous sommes placées du côté des actionnaires de la cible (chapitre 3).

D'un point de vue méthodologique, le principal apport de cette recherche réside dans la diversité des méthodes empiriques utilisées. La pluralité des questions de recherche examinées a en effet nécessité la mobilisation de différentes méthodes de recherche : modèle économétrique, analyse lexicale et expérimentation. Parmi ces méthodes, certaines peuvent être qualifiées d'originales. C'est le cas de l'expérimentation qui demeure à ce jour peu utilisée en France dans les recherches comptables voire même plus généralement en sciences de gestion (Heraud et Michel 2007). Un recensement des articles publiés dans la revue *Comptabilité-Contrôle-Audit*, considérée en France comme la revue de référence pour la discipline comptable, et ayant mobilisé une expérimentation sont en effet peu nombreux (ex.

Ben Amar et Viger 2000 ; Lesage 2000 ; Fortin et Legault 2006 ; Cauvin et al. 2010). C'est la raison pour laquelle nous avons tenté de décrire de la façon la plus complète et rigoureuse possible les différentes étapes allant du choix de l'expérimentation à l'analyse des résultats obtenus. Une même démarche a été utilisée lors de la description du fonctionnement du logiciel ALCESTE et ce dans l'objectif de faciliter son utilisation dans les recherches futures. Les logiciels d'analyse lexicale demeurent en effet, à ce jour, peu utilisés en sciences de gestion (Chekkar et Onnée 2006), en raison notamment d'une certaine opacité de ces logiciels. Enfin, une autre contribution est liée aux matériaux textuels investigués : les communiqués de presse, ces derniers demeurant encore trop peu étudiés dans le contexte européen (Brennan et al. 2009), et particulièrement français.

D'un point de vue pratique, cette recherche est susceptible d'intéresser différents types d'acteurs. S'agissant des destinataires de l'information diffusée lors d'OPA/OPE, qui sont principalement les actionnaires de la cible, les résultats obtenus peuvent leur permettre de mieux cerner les motivations qu'ont les dirigeants à la diffusion volontaire d'informations dans ce contexte. Ils peuvent également les amener à prendre conscience de l'influence que peut avoir la mise en œuvre de stratégies de diffusion sur leurs propres perceptions voire décisions. Ce travail leur offre ainsi les clefs pour mieux appréhender et interpréter les documents émis par les entreprises impliquées dans de telles opérations, l'objectif étant *in fine* une meilleure appréciation des termes de l'offre. L'intérêt des régulateurs pour le sujet traité a précédemment été démontré. En outre, cette recherche peut contribuer à faire avancer des réflexions amorcées il y a de cela plusieurs années sur le thème de l'information en période d'OPA/OPE. Faut-il un encadrement plus strict de la diffusion d'informations dans ce contexte ? La question a le mérite d'avoir été posée. Nos résultats suggèrent que lors de l'élaboration des réglementations futures, les législateurs ne devront pas seulement statuer sur

les informations à diffuser ou non, mais aussi sur la façon dont celles-ci doivent être énoncées.

Malgré ses apports, cette recherche n'est bien évidemment pas exempte de **limites**. Si notre connaissance des stratégies de diffusion d'informations lors d'OPA/OPE a progressé, il n'en reste pas moins que ce sujet jusque-là peu étudié dans la littérature aurait pu être abordé de façon différente. La conduite de toute recherche suppose de faire des choix, et nous avons privilégié l'étude d'un processus dans sa globalité. Cela nous a notamment amené à nous focaliser majoritairement du point de vue des entreprises cibles, comme cela a été explicité au sein des précédents chapitres. Cependant, étant donné le contexte investigué, il aurait aussi été intéressant d'adopter une double perspective cible/acquéreuse tout au long de ce travail. Un tel positionnement n'a pas été retenu car il aurait nécessité une focalisation sur une seule étape du processus de diffusion. De cette limite découle néanmoins des perspectives de recherche intéressantes, comme celle définie dans la conclusion du deuxième chapitre sur les interactions cibles/acquéreuses.

Par ailleurs, la diffusion volontaire d'informations a été investiguée de manière quelque peu isolée. En d'autres termes, nous avons étudié la diffusion d'informations sans intégrer les autres outils à disposition des entreprises pour transmettre leur point de vue sur l'offre. Parmi ces outils figurent en première place la gestion des données comptables. Plusieurs études ont d'ailleurs mis en exergue une manipulation des résultats par les dirigeants dans le contexte des OPA/OPE (ex. Missonier-Piera et Ben-Amar 2007 ; Ben-Amar et Missonier-Piera 2008). La prise en compte de ces outils est néanmoins nécessaire pour fournir une vue d'ensemble des stratégies informationnelles adoptées par les dirigeants dans ce contexte. Les recherches antérieures sur la diffusion d'informations lors d'OPA/OPE étaient cependant trop peu nombreuses pour avoir le recul permettant de mener une telle étude.

Outre les pistes de recherche déjà évoquées dans chacune des trois études, cette thèse ouvre la voie à des **perspectives de recherche** plus générales. Certaines découlent d'ailleurs des limites mentionnées ci-dessus.

La littérature sur les OPA/OPE, ou plus généralement sur les prises de contrôle, a montré que les dirigeants des entreprises initiatrice et cible adoptaient des comportements comptables spécifiques leur permettant d'influer sur le niveau des résultats, et ce quel que soit le type d'offre. Dans le cadre d'opérations amicales, les entreprises cibles semblent gérer les résultats à la baisse afin de diminuer le prix des titres et ainsi faciliter la transaction (ex. Missonier-Piera et Ben-Amar 2007 ; Ben-Amar et Missonier-Piera 2008). Au contraire, lors d'opérations hostiles, une gestion à la hausse des résultats peut être opérée afin de convaincre les actionnaires que le prix offert n'est pas intéressant et qu'il serait donc dans leur intérêt de rejeter l'opération (ex. Eddey et Taylor 1999). S'agissant des initiatrices, les résultats des études antérieures convergent plutôt vers une gestion à la hausse des résultats afin d'influencer le ratio d'échange et par conséquent réduire le prix d'acquisition (ex. Djama et Boutant 2006 ; Boutant 2008). Un tel comportement est particulièrement visible lors des transactions financées par échange d'actions, l'objectif sous-jacent étant de limiter le nombre d'actions à émettre (ex. Erikson et Wang 1999 ; Botsari et Meeks 2008). Outre ces comportements de gestion des résultats, notre thèse montre que des stratégies de diffusion d'informations sont également mises en œuvre dans le contexte des OPA/OPE. Dès lors une question intéressante concerne le caractère complémentaire ou substituable de ces deux types de stratégies. Des études ont récemment été conduites sur l'association entre gestion des résultats et stratégies de diffusion d'informations (ex. Godfrey et al. 2003 ; Guillaumon-Saorin et Garcia-Osma 2010 ; Aerts et Cheng 2011). Ainsi, il serait intéressant de répondre aux questions suivantes. Les cibles qui opèrent une gestion à la hausse des résultats face à une OPA/OPE hostile, sont-elles celles qui émettent le plus ou le moins de communiqués

volontaires ? De la même façon, celles qui gèrent les résultats à la baisse pour faciliter la réussite d'opération amicales, sont-elles celles qui diffusent volontairement des informations sur les synergies ? C'est dans cette direction que nous souhaiterions poursuivre cette recherche.

Une autre perspective de recherche envisagée consiste à comparer les pratiques de diffusion d'informations des entreprises initiatrices et cibles les années précédant et suivant l'opération. L'idée est ici de voir si les entreprises qui accordent une place prépondérante à la communication lors d'événements particuliers de type OPA/OPE sont également celles qui diffusent le plus d'informations hors contextes spécifiques. Par exemple, les entreprises qui émettent le plus de communiqués volontaires dans le cadre d'OPA/OPE sont-elles celles qui ont des niveaux importants de publication volontaire dans leurs rapports annuels ? La conduite d'une telle recherche pourrait permettre de mieux saisir si la diffusion volontaire lors d'OPA/OPE résulte d'une rigueur de l'entreprise en termes de transparence, de la politique de communication de l'entreprise ou au contraire d'un « coup médiatique » visant à influencer sur le résultat de l'opération. Une autre interrogation intéressante est la suivante : dans quelle mesure les événements de type OPA/OPE peuvent-ils déclencher une prise de conscience, chez les dirigeants, de l'importance de la communication, et ainsi contribuer à la modification des pratiques des entreprises en la matière. Chekkar (2007) montre en effet que les efforts effectués par la société Saint-Gobain en matière de communication lors de la tentative de prise de contrôle hostile par BSN ont été bénéfiques, c'est-à-dire qu'ils ont contribué de façon indéniable à l'échec de l'opération. L'auteur souligne que cet événement a été l'occasion pour Saint-Gobain de prendre de « *bonnes résolutions* » (Chekkar 2007, p. 279) en termes de diffusion d'information à destination des actionnaires, ou plus généralement des parties prenantes. De la même façon, la Société Générale a revu ses pratiques en la matière suite au

raid de la BNP (Chekkar-Mansouri et Onnée 2013). Pour répondre à cette interrogation, une étude de cas longitudinale pourrait être menée.

Enfin, une partie de ce travail a été consacrée aux raisons qui incitent les entreprises à diffuser volontairement des informations lors d'OPA/OPE. Au cours de cette recherche, nous avons pu constater que si certaines d'entre elles choisissent de diffuser volontairement des informations, d'autres préfèrent au contraire s'abstenir d'une telle diffusion, et ainsi s'en tenir aux strictes obligations en la matière. Dès lors une question intéressante, qui a pourtant été occultée ici, est la suivante : Pourquoi les entreprises impliquées dans une OPA/OPE décident-elles de ne pas diffuser d'informations volontaires ? Une telle question s'inscrit dans la veine des recherches actuelles sur la rétention d'informations, par exemple dans les rapports annuels (ex. Depoers 2010 ; Depoers et Jeanjean 2012), ou plus généralement sur le silence (ex. Hollander et al. 2010 ; Chen et al. 2011).

Cette recherche ouvre donc la voie à de nombreuses recherches futures sur l'information en période d'OPA/OPE et plus généralement en contextes spécifiques. Ainsi, bien que la diffusion d'informations soit devenue un thème récurrent dans les recherches en comptabilité financière, il reste néanmoins beaucoup à faire dans ce domaine. A ce titre, le champ comptable gagnerait à s'inspirer d'autres disciplines telles que les sciences du langage et les sciences de la communication pour enrichir et renforcer ses recherches sur le thème, tant sur le plan théorique que méthodologique.

Bibliographie

- Aerts, W., Cheng, P. (2011). Causal disclosures on earnings and earnings management in an IPO setting. *Journal of Accounting and Public Policy* 30 (5): 431-459.
- Ben-Amar, W., Missonier-Piera, F. (2008). Earnings management by friendly takeover targets. *International Journal of Managerial Finance* 4 (3): 232-243.
- Ben Amar, W., Viger, C. (2000). L'impact du rapport d'audit sur les perceptions et décisions des investisseurs : une comparaison entre le Canada et les Etats-Unis. *Comptabilité – Contrôle - Audit* 6 (1): 101-118.
- Botsari, A., Meeks, G. (2008). Do acquirers manage earnings prior to a share for share bid? *Journal of Business Finance & Accounting* 35 (5&6): 633–670.
- Boutant, J. (2008). *Politique comptable des dirigeants et détermination de la parité d'échange dans les fusions-absorptions françaises : le cas des sociétés absorbantes*. Doctorat en Sciences de Gestion, Toulouse : Université Toulouse 1 Capitole.
- Brennan, N. M., Guillamon-Saorin, E., Pierce, A. (2009). Impression management: Developing and illustrating a scheme of analysis for narrative disclosures – A methodological note. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 22 (5): 789-832.
- Cauvin, E., Neumann, B. R., Roberts, M. L. (2010). Evaluation de la performance des managers : l'effet de l'ordre de la présentation et de l'importance relative des indicateurs financiers et non financiers. *Comptabilité – Contrôle – Audit* 16 (2): 31-48.
- Chekkar, R. (2007). *L'émergence de la communication financière dans les sociétés françaises cotées contribution à l'analyse de la relation entre l'entreprise et ses investisseurs le cas Saint-Gobain*. Doctorat en Sciences de Gestion, Orléans: Université Orléans.
- Chekkar-Mansouri, R., Onnée, S. (2013). Towards a theoretical understanding of the recurrence of crises embracing the issue of organizational learning: An illustration with the case of two hostile takeover bids faced by Société Générale (1988, 1999). *Journal of Contingencies and Crisis Management* 21 (1): 56-68.

- Chen, S., Matsumoto, D., Rajgopal, S. (2011). Is silence golden? An empirical analysis of firms that stop giving quarterly earnings guidance. *Journal of Accounting and Economics* 51 (1&2): 134–150.
- Davis, A. K., Piger, J. M., Sedor, L. M. (2012). Beyond the numbers: Measuring the information content of earnings press release language. *Contemporary Accounting Research* 29 (3): 845-868.
- Depoers, F. (2010). La rétention d'informations dans les rapports annuels des sociétés cotées : concept et mesure. *La Revue Sciences de Gestion* 74: 67-85.
- Depoers, F., Jeanjean, T. (2012). Determinants of quantitative information withholding in annual reports. *European Accounting Review* 21 (1): 115–151.
- Djama, C., Boutant, J. (2006). Stratégie comptable des dirigeants et parité d'échange : le cas des fusions françaises. *Comptabilité – Contrôle – Audit* 12 (2): 191-218.
- Eddey, P. H., Taylor, S. L. (1999). Director's recommendations on takeover bids and the management of earnings: Evidence from Australian takeovers. *Abacus* 35 (1): 29-45.
- Erickson, M., Wang, S. (1999). Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of Accounting and Economics* 27 (2): 149-176.
- Fortin, A., Legault, M. (2006). L'apprentissage au moyen d'une simulation en vérification : impact sur la performance et les perceptions des étudiants. *Comptabilité – Contrôle – Audit* 12 (3): 39-65.
- Godfrey, J., Mather, P., Ramsay, A. (2003). Earnings and impression management in financial reports: The case of CEO changes. *Abacus* 39 (1): 95-123.
- Guillamon-Saorin, E., Garcia Osma, B. (2010). *Self-serving financial reporting communication: A study of the association between earnings management and impression management*. Cahier de recherche, Universidad Carlos III Madrid.
- Heraud, J. M., Michel, H. (2007). *Comment vêtir sa blouse blanche lorsque l'on est gestionnaire ? Mise en place de l'expérimentation en sciences de gestion*. 16^{ème} Conférence Internationale de Management Stratégique, Montréal.
- Hollander, S., Pronk, M., Roelofsen, E. (2010). Does silence speak? An empirical analysis of disclosure choices during conference calls. *Journal of Accounting Research* 48 (3): 531-563.
- Lesage, C. (2000). L'expérimentation de laboratoire en sciences de gestion. *Comptabilité – Contrôle – Audit* 6 (3): 69-82.

- Missonier-Piera, F., Ben-Amar, W. (2007). La gestion des résultats comptables lors des prises de contrôle : une analyse dans le contexte suisse. *Comptabilité – Contrôle - Audit* 13 (1): 137-156.
- Moris, K. (2010). *Les médias en tant que mécanisme de gouvernance*. Doctorat en Sciences de Gestion, Bourgogne: Université de Bourgogne.
- Singh, I., Van der Zahn, J.-L.W.M. (2008). Determinants of intellectual capital disclosure in prospectuses of initial public offerings. *Accounting and Business Research* 38 (5): 409-431.

Liste des tableaux

Chapter I

Table 1: Descriptive statistics	99
Table 2: The synergy disclosure decision: Hypotheses and definition of the variables.....	103
Table 3: Differences in dummy variables between disclosing and non-disclosing targets....	105
Table 4: Differences in continuous variables between disclosing and non-disclosing targets	106
Table 5: The explanatory variables of the synergy disclosure decision.....	108
Table 6: Marginal effects	111
Table 7: Proportions of disclosing and non-disclosing targets before and after the implementation of the Directive.....	114
Table 8: Analysis of DIRTAK's impact on the synergy disclosure decision	115

Chapter II

Table 9: Summary of quantitative studies on disclosures during takeovers	144
Table 10: Press releases that are mandatory in the event of a takeover bid	149
Table 11: Descriptive statistics of press releases, based on the friendly or hostile nature of the bid.....	153
Table 12: Descriptive statistics of press releases, based on the voluntary or mandatory nature of the bid.....	154

Chapter III

Table 13: Summary of prior literature on user reactions to impression management	189
Table 14: Differences in the aspects of impression management between routine and non- routine situations	191
Table 15: Descriptive statistics for participants	203
Table 16: Differences in perceptions of the bid related to disclosure	205

Table 17: Perceptions of the merits of the bid ^a : Descriptive statistics and ANOVA.....	207
Table 18: Perceptions of the attractiveness of the bid ^a : Descriptive statistics and ANOVA .	207
Table 19: Perceptions of the target company's performance if the bid is successful ^a : Descriptive statistics and ANOVA	208
Table 20: Importance of the press release ^a : Descriptive statistics and difference of means tests	209
Table 21: Quality of the information ^a : Descriptive statistics and difference of means tests .	210
Table 22: Mediation analysis of the effect of disclosure on shareholder decisions	211
Table 23: Mediation analysis of the effect of emphasis on shareholder decisions	212

Liste des figures

Introduction générale

Figure 1: Plan de la thèse	13
----------------------------------	----

Chapitre introductif

Figure 2 : Typologie des OPA/OPE.....	18
Figure 3: Ancrage théorique de la thèse	48
Figure 4: Articulation des trois articles autour du processus de diffusion d'informations	57

Chapter II

Figure 5: Summary of disclosures during takeover bids.....	151
Figure 6: Dendrogram of five stable classes	156
Figure 7: Representation of classes by FCA	160

Chapter III

Figure 8: Overview of the research design.....	196
Figure 9: Order of questions in the research instrument	199

Conclusion générale

Figure 10: Résumé schématique de la thèse	234
---	-----

Liste des annexes

Chapter I

Appendix 1: Correlation matrix	128
--------------------------------------	-----

Chapter II

Appendix 2: List of takeover bids studied	172
Appendix 3: English translations of the French reduced forms	173

Chapter III

Appendix 4: The four different press releases.....	221
Appendix 5: Summary of offer and response documents	223
Appendix 6: Research questionnaire.....	226

Liste des acronymes

AMF : Autorité des Marchés Financiers

ALCESTE : Analyse des Lexèmes Cooccurents dans les Énoncés Simples d'un TExtE.

CA : Conseil d'Administration

CMF : Conseil des Marchés Financiers

COB : Commission des Opérations de Bourse

CS : Conseil de Surveillance

OPA : Offre Publique d'Achat

OPE : Offre Publique d'Echange

OPAS : Offre Publique d'Achat Simplifiée

OPES : Offre Publique d'Echange Simplifiée

PDG : Président Directeur Général

BD: Board of Directors

DHC: Descending Hierarchical Classification

EU: European Union

ECU: Elementary Context Unit

FCA: Factorial Correspondence Analysis

ICU: Initial Context Unit

IPOs: Initial Public Offerings

MBO: Management Buy-Out

SD: Supervisory Board

UK: United Kingdom

US: United States

Table des matières

Introduction générale.....	1
1. La communication au cœur des OPA/OPE	3
2. Une prise de conscience règlementaire.....	4
3. Des développements académiques peu nombreux	6
4. Présentation générale de la thèse	9
Chapitre introductif : Trois articles autour de la diffusion volontaire d’informations lors d’OPA/OPE.....	15
1. Définition des concepts clés de la recherche	15
1.1 Qu’est-ce qu’une OPA/OPE ?.....	15
1.2 La diffusion d’informations	19
<i>1.2.1 Etymologie et définitions.....</i>	<i>19</i>
<i>1.2.2 Caractère volontaire de la diffusion d’informations.....</i>	<i>20</i>
<i>1.2.3 Processus de diffusion volontaire d’informations.....</i>	<i>22</i>
2. Présentation des questions de recherche.....	24
2.1 Première question de recherche	24
2.2 Deuxième question de recherche	25
2.3 Troisième question de recherche.....	27
3. Cadre théorique.....	28
3.1 Logique informative.....	31
<i>3.1.1 Signal.....</i>	<i>32</i>
<i>3.1.1.a Fondements.....</i>	<i>32</i>
<i>3.1.1.b Diffusion volontaire d’informations et signal</i>	<i>33</i>
<i>3.1.2 Coûts d’agence.....</i>	<i>34</i>
<i>3.1.2.a Fondements.....</i>	<i>34</i>

3.1.2.b Diffusion volontaire d'informations et coûts d'agence	36
3.1.3 Compatibilité des théories.....	38
3.2 Logique opportuniste	39
3.2.1 Conflits d'intérêts : source de distorsion de l'information ?	39
3.2.2 Gestion des impressions.....	40
3.2.2.a A l'origine de la gestion des impressions : les travaux de Goffman (1973a ; 1973b).....	40
3.2.2.b Définitions	42
3.3 Application au contexte des OPA/OPE	43
3.3.1 Logique informative	44
3.3.1.a Signal.....	44
3.3.1.b Coûts d'agence	45
3.3.2 Logique opportuniste.....	46
4. Choix méthodologiques	49
4.1 Support de diffusion étudié : les communiqués de presse	49
4.2 Diversité des méthodes de recherche utilisées	51
4.2.1 Modèle économétrique	51
4.2.2 Analyse lexicale.....	52
4.2.3 Expérimentation	53
5. Structure et plan de la thèse	54
5.1 Structure de la thèse	54
5.2 Plan de la thèse.....	55
Bibliographie	58
Chapter I: Factors influencing synergy disclosures by target companies during takeover bids: Evidence from France	74
Abstract.....	74
Résumé long en français.....	75

1. Introduction	80
2. Background.....	86
2.1 The French regulatory environment.....	86
2.2 Theoretical perspective	88
3. Factors influencing voluntary disclosures by target companies	89
3.1 Hypotheses on the influence of contextual factors	89
3.1.1 <i>Type of bid (hostile vs. friendly)</i>	90
3.1.2 <i>Complexity of the bid</i>	91
• <i>Means of payment</i>	91
• <i>Visibility of the bidder</i>	92
• <i>Size of the target company</i>	93
3.1.3 <i>Probability of bid success</i>	93
3.1.4 <i>Level of the bid premium</i>	95
3.2 Control variables: the “traditional” factors influencing voluntary disclosure	96
3.2.1 <i>Governance variables</i>	96
• <i>Ownership concentration</i>	96
• <i>Managerial ownership</i>	96
• <i>CEO duality</i>	97
3.2.2 <i>Structural variables</i>	97
• <i>Performance</i>	97
• <i>Industry</i>	98
4. Methodology.....	98
4.1 Sample description.....	98
4.2 Definition of variables and explanatory model.....	100
• <i>Dependent variable</i>	100
• <i>Independent variables</i>	101

• <i>Control variables</i>	102
• <i>Explanatory model</i>	104
5. Results	104
5.1 Differences between disclosing and non-disclosing target companies.....	104
5.2 Determinants of the target firm's synergy disclosure	107
5.3 Marginal effects	110
6. Complementary analysis.....	112
7. Discussion and conclusion.....	116
7.1 Comparison with previous research findings.....	116
7.2 Opportunistic/strategic vs. informative motivations for disclosures	118
7.3 Suggestions for future research.....	119
References	121
Appendix	128
Chapter II: A lexical analysis of voluntary press releases issued during takeover bids	130
Résumé court	130
Résumé long en français.....	132
1. Introduction	136
2. Review of the literature on disclosures of information during takeovers.....	139
2.1 Study of the determinants of voluntary disclosures	139
2.1.1 <i>Determinants relating to the type of information disclosed and the details of the offer</i>	139
2.1.2 <i>Determinants relating to the characteristics of bidders and targets</i>	140
2.2 Study of the consequences of disclosures	141
2.2.1 <i>Consequences for the outcome of operations</i>	141
2.2.2 <i>Consequences for the cost of operations</i>	142
3. Methodology.....	145

3.1 Choice of the Alceste software and its analysis method	145
3.2 Constitution of the corpus of press releases	147
3.3 Definition of “star words”	152
4. Results	153
4.1 Descriptive analysis of press releases	153
4.2 The lexical worlds of the corpus	155
• <i>Class 1: Strategic complementarities</i>	155
• <i>Class 2: Opposition to the bid</i>	157
• <i>Class 3: Terms of the bid</i>	157
• <i>Class 4: Accounting data</i>	158
• <i>Class 5: Outcome of the bid</i>	158
4.3 Analysis of similarities and contrasts between classes: the results of the FCA	159
5. Discussion	161
5.1 Identifying the disclosure profiles	161
5.2 Contributions, limitations and avenues for further research	164
5.2.1 <i>Contributions and limitations</i>	164
5.2.2 <i>Avenues for research</i>	166
6. Conclusion	167
References	168
Appendix	172
Chapter III: Are shareholders influenced by target company disclosure and impression management strategies during hostile takeover bids?	176
Abstract	176
Résumé long en français	177
1. Introduction	181
2. Background and literature review	185

2.1 What is impression management?.....	185
2.2 User reactions to impression management in a corporate reporting context	186
• <i>Thematic manipulation</i>	186
• <i>Visual and structural manipulation</i>	187
2.3 User reactions to impression management in non-routine situations	188
3. Hypotheses.....	191
4. Methodology.....	194
4.1 Experimental design.....	194
4.2 Research instrument	197
4.3 Dependent and independent variables	199
• <i>Perceptions of the merits of the bid</i>	199
• <i>Perceptions of the attractiveness of the bid</i>	200
• <i>Perceptions of the target company's future performance if the bid is successful</i>	200
4.4 Participants.....	201
5. Results	204
5.1 Manipulation and other checks	204
5.2 Test of hypotheses.....	204
• <i>Test of H1</i>	204
• <i>Test of H2 and H3</i>	206
5.3 Additional analyses and discussion	208
6. Conclusion	213
References	215
Appendix	221
Conclusion générale	230
1. Synthèse des résultats obtenus.....	230
2. Contributions, limites et voies de recherche.....	235

Bibliographie	241
Liste des tableaux	244
Liste des figures	246
Liste des annexes.....	247
Liste des acronymes	248
Table des matières.....	249

Informations volontaires lors des OPA/OPE : de la décision de diffusion à leur influence sur les actionnaires

Résumé : Cette thèse porte sur la diffusion volontaire d'informations lors d'OPA/OPE. Elle est constituée de trois articles s'intéressant à une étape différente du processus de diffusion d'informations dans ce contexte. Le premier article vise à expliquer la décision de diffusion volontaire des entreprises cibles par une étude des facteurs incitatifs à la diffusion lors de telles opérations. Les résultats montrent que cette décision découle principalement de l'influence de facteurs contextuels. Le deuxième article identifie, à partir d'une analyse lexicale des communiqués de presse volontaires, les stratégies discursives adoptées par les acquéreuses et cibles ainsi que les motivations sous-jacentes. Enfin, dans le troisième article, une expérimentation est conduite afin d'examiner l'influence des stratégies de diffusion d'informations et de gestion des impressions des entreprises cibles d'offres hostiles sur les actionnaires. Il s'avère que celles-ci modifient leur perception de l'offre et *in fine* leur décision d'accepter ou de rejeter l'opération.

Mots-clefs : diffusion volontaire, OPA/OPE, déterminants, communiqués de presse, gestion des impressions.

Voluntary information during takeover bids: From the disclosure decision to its influence on shareholders

Abstract: This thesis deals with voluntary disclosure of information during takeover bids. It consists of three articles that are concerned with a different step of the disclosure process in this context. The first article aims at explaining the voluntary disclosure decision of target companies by studying factors influencing disclosure during such transactions. The results highlight that this decision is mainly explained by the influence of contextual factors. The second article identifies, through a lexical analysis of voluntary press releases, the discourse strategies adopted by both bidding and target companies and the underlying motivations. Finally, in the third article, an experiment is conducted to investigate the influence of disclosure and impression management strategies of the targets of hostile bids on shareholders. It turned out that these strategies modify their perception of the bid and ultimately their decision to accept or reject the bid.

Keywords: voluntary disclosure, takeover bids, determinants, press releases, impression management.