



Mergers and Acquisitions, Abnormal Stock Returns and Investor Attention

Liu Zhaoliang¹, Duan Ling²

¹School of Management and Economics, University of Electronic Science and Technology of China, Chengdu, China

²Department of Economics and Management, Sichuan Technology & Business College, Chengdu, China

Email address:

liuzl_uestc@126.com (Liu ZhaoLiang)

To cite this article:

Liu Zhaoliang, Duan Ling. Mergers and Acquisitions, Abnormal Stock Returns and Investor Attention. *Science Innovation*.

Vol. 6, No. 4, 2018, pp. 225-231. doi: 10.11648/j.si.20180604.19

Received: June 14, 2018; Accepted: July 31, 2018; Published: August 3, 2018

Abstract: This article uses more than 1,000 M&A events in China's A-share listed companies from 2012 to 2017 as a sample to calculate the cumulative abnormal return rate of the corresponding stocks. Combining the methods of event study, the results show that: in the event window, the cumulative abnormal return rate of cross-industry mergers and acquisitions is significantly higher than that of non-cross-industry cumulative abnormal returns. The overall sample shows a significantly positive cumulative rate of return, meaning that M & A events can increase shareholder wealth. The merger and acquisition events are classified according to asset restructuring, absorption merger and tender offer. The results show that the cumulative abnormal return rate of asset restructuring is significantly higher than the latter two categories. This result is also stable under the market model and the three-factor model. In order to explain the average cumulative abnormal return rate, this paper adopts the method of multiple regression to construct a regression model with investor attention as the main explanatory variable. At the same time, after controlling the effects of years and industries, the sample of XueQiu data measured by investors' attention has been used as the main explanatory variable, and it has been found to have a significant positive correlation with the dependent variable CAR.

Keywords: Mergers and Acquisitions, Abnormal Returns, Event Study, Investor Attention, XueQiu Finance

企业并购、股票异常收益与投资者关注

刘兆亮¹, 段玲²

¹经济与管理学院, 电子科技大学, 成都, 中国

²经济与管理系, 四川工商职业技术学院, 成都, 中国

邮箱:

liuzl_uestc@126.com (刘兆亮)

摘要: 本文以2012-2017年的中国A股上市公司中的1000余起并购重组事件为样本, 计算出相应股票的累积异常收益率。结合事件研究的方法, 结果表明: 在事件窗内, 跨行业并购的累积异常收益率显著高于非跨行业的累积异常收益率。整体样本显示出显著为正的累积收益率, 意味着并购事件能增加股东的财富。将并购事件按资产重组、吸收合并和要约收购分类, 结果显示: 资产重组的累积异常收益率要明显高于后两个分类。该结果在市场模型和三因素模型下同样成立。为了解释平均累积异常收益率, 本文采用了多元回归的方法, 构建了以投资者关注度为主要解释变量的回归模型。在控制了年份和行业效应后, 利用衡量投资者关注度的雪球财经上的数据作为主要解释变量, 发现其与因变量CAR(累计异常收益率)呈显著的正相关关系。

关键词: 企业并购, 异常收益率, 事件研究, 投资者关注, 雪球财经

1. 引言

通过资本市场手段实现资源的优化配置, 上市企业采用兼并或收购措施来壮大已有主营业务、整合上下游企业或达到借壳上市等目的已非常普遍。

市场对并购事件的反应集中表现在涉及该并购事件的上市公司股票价格信息中, 进而造成股票收益率短期异常表现。如何有效地刻画出市场对并购事件的观点就显得十分有意义, 利用事件研究法, 探究一定时期内股票的累计异常收益率表现, 从而判断出该并购事件在短期内是否被市场看好。

2. 文献回顾与研究假设

中国企业的收购兼并活动自20世纪80年代开始活跃起来。并购的高峰期是21世纪后, 主要包括横向并购、纵向并购和混合并购。混合并购是很多企业谋求多元化经营的需要, 图谋战略转型, 角逐更高的竞争平台。比较横向并购、纵向并购而言, 混合并购的不确定性更大, 中国及国际上的各个研究对于混合并购及由此引发的多元化经营战略的利弊在认识上也存在分歧, 对其所带来的财富效应的认识也不一致。

Wansley[1]对1970-1978年美国市场的203个并购事件所进行的研究表明, 事件窗选择(-40, 40)内, 纯多元化并购样本的累计异常收益率高于横向及纵向并购的样本, 且累计异常收益显著为正。Agrawal[2]对1955-1987年美国765个并购事件进行了实证研究, 发现在事件公告日后的5年时间, 多元化并购样本的5年超额收益为-8.6%。Gregory[3]在对英国1984~1992年的452起并购事件实证研究中发现, 在事件公告日后的24个月内, 多元化并购样本的超额收益率为-11.33%。Megginson[4]对1977-1996年美国市场的204起战略并购事件进行实证分析表明, 非相关并购会使收购公司股东财富三年后下降18%。

不同的支付方式也可能影响到财富效应, Loughran[5]对美国1970-1989年947个并购事件的研究表明, 并购5年后采取现金支付的样本超额收益达到61.7%, 而股票支付的则为-25.0%。

近年来, 国际上关于社交媒体与股市之间的关系研究主要集中在Twitter和以及Google指数上面, Bollen[6]发现构建的Twitter情绪指数能以86.7%的准确度预测出后一天的道琼斯收盘价的上涨和下跌。Barber and Odean[7]和 Seasholes and Wu[8]发现关注度对股票价格有显著的正向影响。Huang[9]利用东方财富网股吧论坛的发帖数据, 用IP识别方法判断发帖人所在地, 证实了本地关注现象的存在, 检验了公司特征、区域经济发展程度等因素对本地关注的影响。

彭志[10]选择了2009~2014年期间中国上市公司并购重组事件作为样本, 主要研究了高管或股东在并购重组过程中的内幕交易存在性及其影响因素, 结果表明公司在并购重组期间信息提前泄露和内幕交易问题普遍存在。同时

发现, 异常收益的高低与并购重组交易的金额大小以及内幕交易的严重程度呈正相关关系。

在研究影响股票异常收益的因素研究中, 马仁敏[11]以2014~2016年中国A股上市的信息技术行业中完成兼并收购事项为研究对象, 用异常收益率作为被解释变量, 分析了各因素对股票的短期和中期收益率的影响。结果表明并购期间的净资产和市值对公司股票异常收益率呈显著负相关关系。

采用事件研究的方法, 杨胜利和奉佳[12]以圆通速递借壳上市为研究对象, 以重组事件首次公告发布日以及并购重组委员会通过审核日为事件发生日, 结果表明事件窗内取得了55.98%的累计异常超额收益率, 即借壳上市的并购重组给股东带来了显著的正向财富效应。

关于投资者有限关注的研究, 郇金梁等[13]利用“百度股市通”的数据, 实证表明其产生了舆论影响力, 加速了信息融入市场的过程, 但对于所推荐股票的长期价格没有影响。刘海飞[14]利用新浪微博的数据构建了社交网络信息质量指标体系, 实证研究表明, 微博的信息质量与股票价格同步性两者之间有着显著的负相关关系。

杨晓兰[15]利用投资者在东方财富股吧所发表的90多万条帖子为研究对象, 构建了本地关注度指标, 并提取了帖子所体现的情绪倾向, 构建衡量投资者的情绪指标, 实证表明当投资者持积极情绪时, 本地关注对股票收益率有显著正的影响。金雪军[16]也采用了中国最大的股票论坛(东方财富网股吧)在2012/10~2013/09期间共580万条的贴吧数据为研究对象, 采用文本挖掘技术, 构建了看涨指数, 实证发现该指数与股票收益率呈正相关关系, 且看涨指数对第二天的收益率具有预测作用, 但滞后多期的看涨指数对收益率的影响不显著。

中国的学者对并购绩效的研究始于上世纪90年代中后期, 而专门对混合并购进行研究则是近几年的事。张新[17]对1993-2002年中国上市公司的1216个并购事件进行分析, 得出并购重组为被并方公司股东创造了价值, 目标公司股票的溢价高达29.05%, 与此同时, 主并方股东却因此遭受了负的影响。李善民[18]对中国沪深股市1998-2002年发生的251起混合并购事件进行了实证分析, 认为并购使收购公司的股东财富在并购后3年发生损失约6.5%-9.6%。

赵息[19]选取2009年进行并购交易的上市公司作为样本, 采用事件研究法和财务报表分析法得出, 不同支付方式在事件窗内能带来不同的收益率, 相对于股票支付方式能带来显著的超额收益, 现金支付只能带来正常收益。

中国主要采用的是百度指数来衡量投资者对股票的关注, 俞庆进[20]利用百度指数和创业板股票价格表现, 验证了投资者关注能正向地影响股价, 但这种影响很快会发生反转。

采用事件研究法的并购事件研究中, 估计窗和时间窗的股票预期收益率采用的是市场模型法, 由于中国股市的

弱势有效性，市场模型在事件研究法的运用受到一定的质疑。本文除了使用市场模型法得到股票的预期收益率外，还使用了三因素模型得到相应区间的股票收益率。邓长荣和马永开[21]采用深市(1996/01~2003/12)的股票数据对Fama-French等三因素模型在进行了实证检验，结果证明了三因素模型在中国证券市场上成立的。

综合以上中国及国际上的研究，本文提出了如下两个假设。本文的创新点在于将雪球财经数据作为主要解释变量来考察其对股票异常收益率：

H1:企业并购对收购公司的股票收益在短期内正的影响，其中跨行业并购比非跨行业的影响更为显著。

H2:雪球财经上对某个股票在并购事件宣布前后附近一段时间的关注数量、评论数量和分享数量的异常增长率会正向影响股票的在事件窗内的收益率。

3. 研究方案及实证检验

本文收集近5年中国A股上市公司发生并购重组的事件作为样本。经过筛选后，再利用事件研究法思想，首先将累计异常收益率(CAAR)计算出来，并得出跨行业并购与非跨行业并购事件之间异常收益率的差异性结果。在控制了年度和行业效应之后，建立了以舆情指标为主要解释变量的多元回归模型，得到了股市舆情与超额收益率的显著相关关系。

3.1. 数据来源及样本选取

并购重组的样本数据包含了2012年1月至2016年12月间5年数据，除市场日无风险收益率来自锐思(RESSET)数据库外，其余数据全部来源于国泰安(CSMAR)数据库。同时本文的“舆情指标”数据来源于万德(Wind)数据库，但该指标数据起始于2014年5月29日。

3.2. 描述性统计

本文将并购重组分为以下三类：资产重组、股权收购以及吸收合并，且均为成功的事件样本，其中资产重组类由于全部构成重大资产重组，而另外两类不全构成重大资产重组。若样本内的公司在某一年内涉及超过一个并购事件，一般按照时间优先以及是否构成重大资产重组的原则选取一个，共计1144个研究样本，如表1所示。

表1 研究样本的年度分布。

	2012	2013	2014	2015	2016	合计
资产重组类	53	90	182	320	224	869
股权收购类	61	53	24	44	50	232
吸收合并类	8	5	3	14	13	43
合计	122	148	209	378	287	1144

按照《证监会行业分类标准2012》，划分出收购公司所处行业类别。由于目标公司较少为上市公司，因此主要是通过全国企业信息网等途径查询出其主营业务对它们所处行业进行划分。将收购公司与目标公司是否处于同一行业（或主营业务是否一致）作为衡量该事件是否为跨行业并购的标准，手工整理后的样本见表2。

表2 跨行业并购事件年度分布。

	2012	2013	2014	2015	2016	合计
资产重组类	4	10	46	109	74	243
股权收购类	0	1	0	2	5	8
吸收合并类	1	1	0	0	0	2
合计	5	12	46	111	79	253

跨行业并购事件数目整体呈现显著增加的趋势，随着市场波动加剧，2015年该数目间达到巅峰，约占5年间跨行业并购事件总数目的43.4%，而这一数目2016年较前一年度有显著下降。从整体样本来看，跨行业并购虽然仅占总体并购事件的23.5%，相关并购仍然为并购的主要组成部分。

表3 并购事件的支付方式统计。

并购支付方式	数目	并购支付方式	数目
资产支付	1	现金和股票项混合支付	386
现金支付	414	现金和承担债务混合支付	3
股票支付	336	其他支付方式	2
现金和资产混合支付	2	合计	1144

所有样本中，采用最多的是现金支付方式进行并购，紧随其后的分别是：现金和股票项混合支付、股票支付，采用以上三类方式的并购样本占总体样本的99.30%。资产支付、现金和资产项混合支付、现金项和承担债务混合支付共4类支付方式的样本不足整体样本的7%。

表4 是否构成重大资产重组。

		资产重组	股权收购	吸收合并	合计
2012	是	53	7	0	60
	否	0	54	8	62
2013	是	90	3	0	93
	否	0	50	5	55
2014	是	182	5	0	187
	否	0	19	3	22
2015	是	320	10	2	332
	否	0	34	12	46
2016	是	224	11	2	237
	否	0	39	11	50

资产重组类样本全部选择的构成重大资产重组的并购事件为研究对象。考虑到股权收购类和吸收合并类样本较少，构成重大资产重组且最终并购成功的样本更少，约占两类总样本数的14.55%。因此这两类的样本没有刻意选取构成重大资产重组的样本，而是选择所有成功的事件样本。

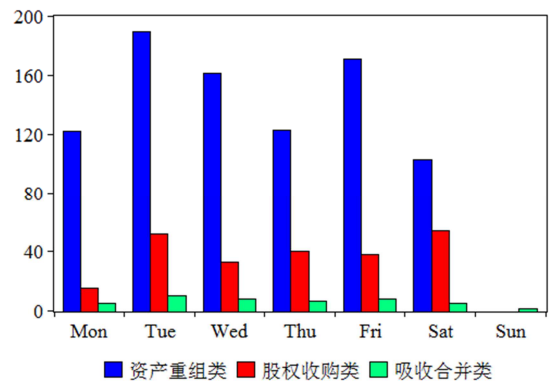


图1 三类并购的首次信息发布日周内分布。

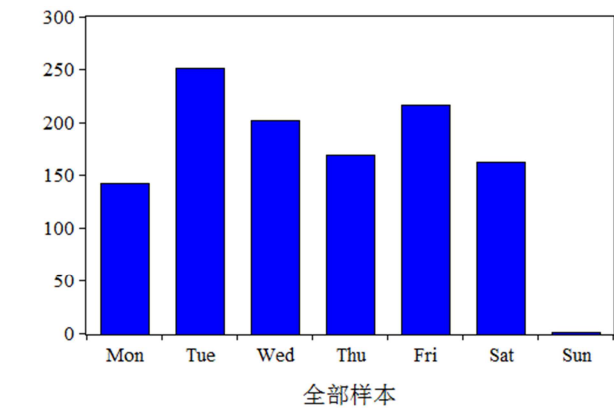


图2 全部样本的首次信息发布日周内分布。

从全部样本来看，并购事件的首次信息发布日在一周内分布比较均匀，选择在周日发布信息的上市公司几乎为0，周二和周五发布并购信息的数目较周内其它天都要高。资产重组类的并购事件首次信息发布日表现和总体样本类似，股权收购类并购则在周二与周六发布信息频率最高，选择周一发布的相对较少。吸收合并类的并购事件信息发布日较其它两类比较特殊，存在一例在周日选择发布的样本，但周二仍然是发布信息频率最高的。

表5 样本所在行业分布。

行业代码	并购方	目标方
A农、林、牧、渔业	5	4
B采矿业	7	3
C制造业	143	71
D电力、热力、燃气及水生产和供应业	4	14
E建筑业	3	3
F批发和零售业	15	2
G交通运输、仓储和邮政业	3	1
I信息传输、软件和信息技术服务业	36	78
J金融业	4	24
K房地产业	10	3
L租赁和商务服务业	7	17
M科学研究和技术服务业	1	2
N水利、环境和公共设施管理业	3	10
P教育	0	3
Q卫生和社会工作	1	3
R文化、体育和娱乐业	9	15
S综合	2	0
总计	253	253

在253个跨行业并购事件中，并购方所在行业C类（制造业）占的比例最大，约占总样本的56.6%，所占份额次之的为I类（信息传输、软件和信息技术服务业）行业。其它行业类的并购方分布比较均匀。

目标企业的行业主要集中在I类（信息传输、软件和信息技术服务业）C类（制造业），分别占总数的31.3%和28.3%。而I类被并购的公司中，大部分公司的主营业务为手机游戏或网络游戏，云计算、大数据相关业务公司也是十分被收购公司青睐。

3.3. 事件研究结果

本文考察并购事件造成股票价格变动的标准是收购公司是否产生短期异常收益，采用事件研究法，计算出事

件窗内的CAR，然后计算其统计量，判断其显著性，同时验证假设H1。

表6 事件研究法相关指标及计算公式。

指标	计算公式
预期收益(市场法下的 R_{it})	$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$
预期收益(三因素模型下的 R_{it})	$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i (R_{mt} - R_{ft}) + s_i SMB_t + h_i HML_t + \varepsilon_{it}$
事件窗内正常收益率 $E(R_i)$	$E(R_i) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$
超额收益率 AR_{it}	$AR_{it} = R_{it} - E(R_i)$
平均超额收益率 AAR_{it}	$AAR_{it} = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^T AR_{it}$
累积异常收益率 CAR_{it}	$CAR_{it} = \sum_{t=1}^T AR_{it}$
平均累积异常收益率 CAR_T	$CAR_T = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^T AAR_{it}$

本文的估计窗设定为并购重组消息披露日前53天至前11天(-53,-11)，事件窗设定为消息披露日前10天至后10天(-10,10)，若估计窗和事件窗在设定的时间窗内停牌(因重大事项或其它停牌等)，通过数据处理将会找出距离该事件宣布日最近且可用时间段。

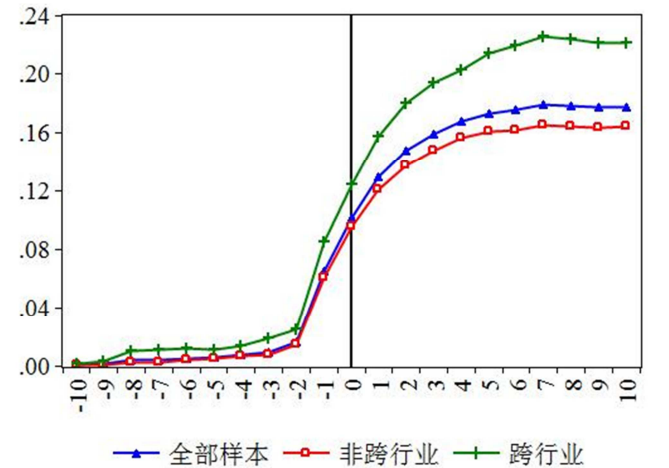


图3 市场模型下的各类并购事件的CAR。

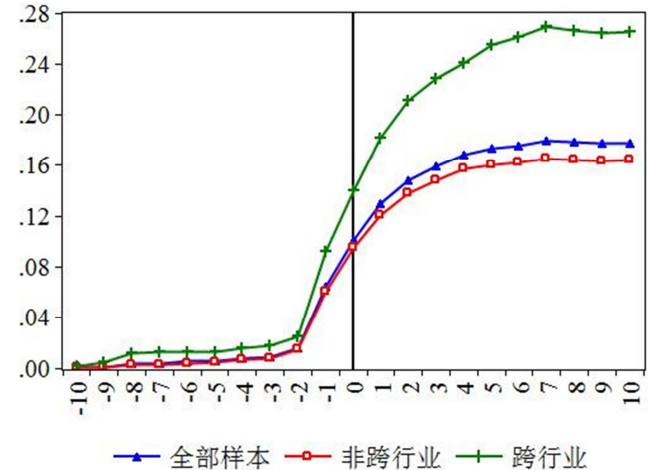


图4 三因素模型下的各类并购事件的CAR。

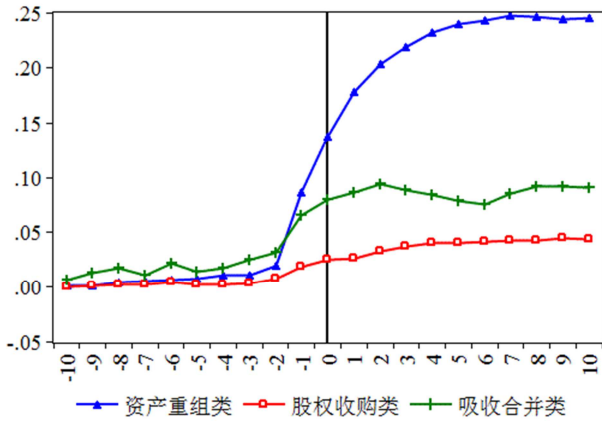


图5 市场模型下三类并购事件的CAR。

市场模型下,资产重组类并购事件的CAR在(-10,10)区间内显著为正,最终稳定在24.46%。股权收购类的并购事件除去在(-9)当天没有显著为正的CAR外,事件窗内其余天内均显著为正,但其值较低,最终处于4.39%的水平。吸收合并类的并购事件CAR在(-10,10)区间内均显著为正,其值相对于股权收购类的并购较高,但均远低于资产重组类,最终稳定在9.07%左右。

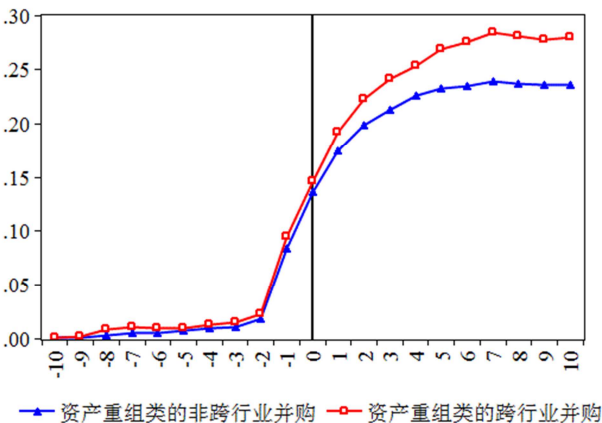


图6 资产重组类的跨行业与非跨行业并购。

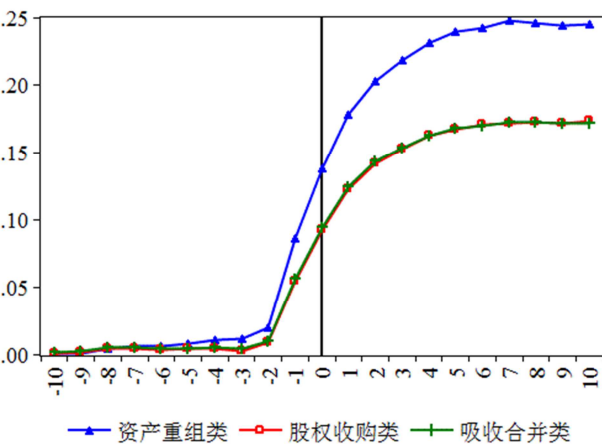


图7 三因素模型下三类并购事件的CAR。

三因素模型下,资产重组类、股权收购类以及吸收合并类的并购事件的CAR在事件窗(-10,10)区间内都显著

为正,资产重组类下的跨行业以及非跨行业的CAR在事件窗内依然显著为正,三因素模型基本上支持了市场模型下的各个结果。但是也可以看到,股权收购类与吸收合并类在三因素模型下的CAR较市场模型下的CAR曲线更加平缓。其中股权收购类的CAR在两个模型下的有显著的差异,三因素模型下可以看到其值最终超过15%,而市场模型下仅为4.65%左右。吸收合并类也有上述同样的情况,但无前者明显的差异。从这两者的情况来看,三因素模型比市场模型估计的CAR偏高。

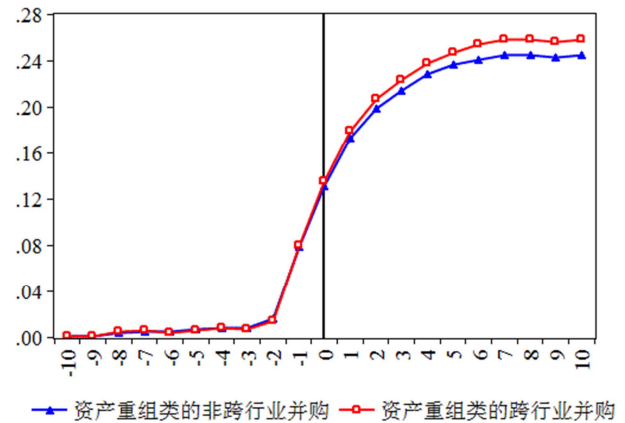


图8 资产重组类的跨行业与非跨行业并购。

单独将资产重组类的并购事件分组为跨行业与非跨行业并购是由于其它两个大分类情况下,两个类别样本数目悬殊。如股权收购类样本中,仅有8个事件涉及跨行业并购,占232个股权收购总样本的3.45%。吸收合并类的样本也存在上述类似的问题,5年内跨行业并购事件占其所在类别总样本的4.65%。因此,仅考察了资产重组类别下的跨行业与非跨行业并购的CAR显著性。

为了比较跨行业的CAR与非跨行业的CAR是否存在显著差异,分别对市场模型和三因素模型下的跨行业并购 CAR_1 与非跨行业并购的 CAR_0 进行单因素方差分析。

在市场模型下,整个事件窗内(-10,10)的CAR之间差异性并不显著,说明跨行业并购与非跨行业并购在事件窗内表现相似。但在(0,10)内两者间存在显著差异,在(-10,-1)内两者之间的差异不显著。最后对两者之间的差值 $CAR_1 - CAR_0$ 关于0进行了单因素方差分析,结果显示该差值在整个事件窗内显著异于0。三因素模型下上述结果依然成立。

3.4. 多元回归结果

研究设置了模型(1)、(2)、(3)对H2进行检验:

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 FOCUS_ADDED + \beta_2 ROA + \beta_3 SIZE + \beta_4 B/M + \beta_5 LEVER + \varepsilon \quad (1)$$

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 COMMENT_ADDED + \beta_2 ROA + \beta_3 SIZE + \beta_4 B/M + \beta_5 LEVER + \varepsilon \quad (2)$$

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 SHARED_ADDED + \beta_2 ROA + \beta_3 SIZE + \beta_4 B/M + \beta_5 LEVER + \varepsilon \tag{3}$$

3.4.1. 因变量

CAR利用事件窗(-10,10)共21天对应的股票累计异常收益率来计量。

3.4.2. 主要解释变量

模型(1)的FOCUS_ADDED表示事件前窗(-10,0)期间相对于估计窗(-53, -11)的对该股票的超常关注数增长率。

模型(2)的COMMENT_ADDED表示事件前窗(-10,0)期间相对于估计窗(-53, -11)的对该股票的超常评论数增长率。

模型(3)的SHARES_ADDED表示事件前窗(-10,0)期间相对于估计窗(-53, -11)的对该股票的超常分享数增长率。

3.4.3. 控制变量

ROA为资产收益率，用于表示企业的盈利能力，采用事件发生前一年度的年报数据；SIZE为公司规模，采用事

件发生前一年度的总资产的自然对数来计量；B/M表示公司的盈利能力，采用事件发生前一年度的股东权益账面价值除以市场价值计量；LEVER为公司的财务杠杆，采用事件发生前一年度负载总额/资产总额计量。

表7 变量描述性统计。

变量	均值	标准差	中位数	样本数
CAR	0.25	0.35	0.16	91
ROA	6.88	6.14	5.99	91
SIZE	21.89	1.34	21.77	91
B/M	0.29	0.29	0.24	91
LEVER	43.5	21.81	40.7	91
FOCUS_ADDED	92.13	395.66	-2.67	91
COMMENT_ADDED	16.79	45.96	3.33	91
SHARES_ADDED	1.39	3.75	0	91

表7列示了本文的主要变量的描述性统计，经过处理后，可用的样本为91个。CAR的均值为0.25，标准差为0.35，说明在事件窗内变化较小。另外，三个主要解释变量中，均值和标准差从大到小依次为 FOCUS_ADDED、COMMENT_ADDED以及SHARES_ADDED，说明不同股票的关注人数增长率的差异较大，评论增长率和分享增长率对于不同的股票差异不大。

表8 雪球舆情对累计异常收益率的影响。

变量	(1)CAR	(2)CAR	(3)CAR
FOCUS_ADDED	0.00023**(2.31)		
COMMENT_ADDED		0.00211**(2.23)	
SHARES_ADDED			0.02118**(2.11)
ROA	-0.0073(-1.1)	-0.0074(-1.12)	-0.0072(-1.08)
SIZE	0.03184(0.68)	0.01856(0.39)	0.02832(0.6)
B/M	-0.2178(-1.35)	-0.1894(-1.16)	-0.1983(-1.21)
LEVER	-0.0016(-0.73)	-0.0016(-0.7)	-0.0023(-1.01)
Constant	-0.7109(-0.66)	-0.4644(-0.44)	-0.4691(-0.44)
INDUSTRY	控制	控制	控制
YEAR	控制	控制	控制
N	91	91	91
Adjusted-R ²	0.3194	0.3162	0.3115

表8列示了模型(1)、模型(2)和模型(3)的回归结果。4个控制变量虽然不显著，但每个模型中其符号都是一致的。从表中可以看出，FOCUS_ADDED、COMMENT_ADDED和SHARES_ADDED的系数显著为正。即事件前窗对股票的超常关注人数增长率、超常评论数量增长率以及超常分享人数增长率越大，带来的异常收益率也就越高。其中SHARES_ADDED的系数最大，因此超常分享数量增长率较另外两个主要解释变量对CAR的贡献更大。

4. 结论

本文结合事件研究法对中国A股上市公司近5年发生的主要并购事件进行了财富效应的分析，得出了跨行业并购比非跨行业并购事件能给股东带来更高的收益率。同时也实证研究了股市舆情对并购的事件窗内CAR的影响，结果表明雪球财经的关注人数增长率、评论增长率已经分享的增长率指标与累计异常收益率有显著的正相关关系。

本文的不足之处在于控制变量不显著，其原因可能是雪球的相关数据是从2014年5月29号后才有的，同时也为该研究的继续进行提供了思路，考虑增加样本容量。同时在支付方式影响财富效应方面应增加分组。

参考文献

[1] Wansley. J., W. Lane, H. Yang, Abnormal Returns to Acquired Firms by Type of Acquisition and Method of Payment. Financial Management 12 (NO. 3, Autumn), 1983(3) : 16-22.

[2] A. Agrawal, J. F. Jaffe, G. N. Mandelker, The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of An Anomaly. The Journal of Finance, 1992(47) : 1605-1621.

[3] Gregory. A, An Examination of the Long Run Performance of UK Acquiring Firms. Journal of Business Finance and Accounting, 1997(24) : 971-1002.

- [4] W. L. Megginson, A. Morgan , L. Nail. Journal of Banking&Finance, 2004(3): 523-552.
- [5] Loughran. T., A. Vijh, Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions? Journal of Finance 1997(12) : 1765-1790.
- [6] Bollen J, Mao H, Zeng X. Twitter mood predicts the stock market[J]. Journal of Computational Science, 2011, 2(1):1-8.
- [7] Barber, Brad M. , and Terrance Odean. 2008. "All That Glitters: The Effect of Attention and News on the BuyingBehavior of Individual and Institutional Investors, "Review of Financial Studies, 21(2) : 785 ~818.
- [8] Seasholes, M. S., and Wu, G. 2007. "Predictable Behavior, Profits, and Attention, "Journal of Empirical Finance, 14(5) : 590 ~ 610.
- [9] Huang, Y. , H. Qiu, and Z. Wu. 2016. "Local Bias of Investor Attention: Evidence from China's Internet Stock Message Boards, "Journal of Empirical Finance, 38, 338 ~ 354.
- [10] 彭志,肖土盛.上市公司并购重组与内幕交易行为研究[J].证券市场导报,2018(01):30-39。
- [11] 马仁敏.A股并购事件异常收益的影响因素研究——以信息技术行业为例[J].上海金融,2018(2)。
- [12] 杨胜利,奉佳.圆通速递借壳上市绩效的实证研究——基于事件研究法视角[J].云南财经大学学报,2017,33(04):133-140。
- [13] 金梁,何诚颖,廖旦,何牧原.舆论影响力、有限关注与过度反应[J].经济研究,2018,53(03):126-141。
- [14] 郇金梁,何诚颖,廖旦,何牧原.舆论影响力、有限关注与过度反应[J].经济研究,2018,53(03):126-141。
- [15] 杨晓兰,沈翰彬,祝宇.本地偏好、投资者情绪与股票收益率:来自网络论坛的经验证据[J].金融研究,2016(12):143-158。
- [16] 金雪军,祝宇,杨晓兰.网络媒体对股票市场的影响——以东方财富网股吧为例的实证研究 [J]. 新闻与传播研究,2013,20(12):36-51+120。
- [17] 张新.并购重组是否创造价值?——中国证券市场的理论与实证研究[J].经济研究,2003(06):20-29。
- [18] 李善民,朱滔.多元化并购能给股东创造价值吗?——兼论影响多元化并购长期绩效的因素 [J]. 管理世界,2006(03):129-137。
- [19] 赵息,刘佳音.并购支付方式影响我国上市公司并购绩效的实证研究——基于事件研究法与财务报表分析法的比较研究[J].电子科技大学学报(社科版),2014,16(01):51-56。
- [20] 俞庆进,张兵.投资者有限关注与股票收益——以百度指数作为关注度的一项实证研究[J].金融研究,2012(08):152-165。
- [21] 邓长荣,马永开.三因素模型在中国证券市场的实证研究[J].管理学报,2005(05):591-596。