

媒體訊息及廣告投入對併購公司績效的影響

The media messages and advertising on the performance of Mergers and acquisitions

翁鶯娟

國立高雄應用科技大學 企業管理系 助理教授

yjwong@kuas.edu.tw

吳穎帆

國立高雄應用科技大學 企業管理系 研究生

st851680@yahoo.com.tw

摘要

本研究以 2005 年至 2010 年以股換股美國公司為樣本，以事件研究法探討美國上市公司媒體訊息之股價異常報酬的影響。利用迴歸分析來探討媒體訊息之股價異常報酬是否有正向或負向的影響對併購公司長短期績效，並加入廣告密集度作為干擾變數，檢視此干擾變數加入對併購績效之股價異常報酬的影響。

本研究實證結果顯示，媒體正面消息對股東報酬率為正面影響；媒體正面消息對併購績效亦為正面影響；併購前三十天公司會釋放正面消息影響股東報酬率與公司併購績效；以廣告密集度作為干擾變數正向影響媒體好消息對併購績效與股東權益報酬率。

關鍵詞：媒體訊息、廣告投入、併購績效

第一章緒論

第一節研究背景與動機

近年來，企業併購的議題被研究學者廣為探討，企業主為擴展企業的發展，以橫向、縱向混合併購的方式尋求擴張，希望藉由企業產權不斷轉移、交換來獲得經營、財務協同的效應。(King, D. R.; Slotegraaf, R.; Kesner, . 2008)。

企業併購的實際動機繁多，一、為達生產規模經濟，降低成本，二、擴大市場占有率，確立行業中的地位，三、擁有更高對於中上下游的議價能力，四、分享該公司品牌知名度，實施品牌戰略，獲取更高報酬，五、獲取被併公司技術、人力、中上下游資源、銷售管道，六、透過不同產業併購，進入該產業，七、透過現金或股票併購，使其併購或被併方獲得超常收益(Furubotn, Eirik Grundtvig, and Rudolf Richte 2005)。

併購的高收益往往伴隨著高風險，包括了融資、債務、經營、反收購、法律、訊息、違約風險等(Shleifer and Vishny, 2003)，因此併購盈餘管理成為併購課題最熱門的探討話題，學者紛紛研究主併購公司與被併公司的財務關係，希望取得最適化結果。

併購支付方式分為兩種，現金以及股票併購，現金併購則是以現金作為支付方式購買被併公司股份，股票併購則是，主併公司以股票購買被併企業股票 (Shleifer and Vishny, 2003)。

過去研究指出，若透過股票作為支付併購的方式，大部份被併公司，為獲取在併購時的超額利益，會在宣布公告時點的前三年，大量投入資金於廣告，拉高被併公司股價，而現金併購交易卻沒有此溢價現象(Erik Devos and William B. Elliott and Mohammad A. Karim 2012)本研究希望進一步針對以股換股的併購方式探討主併公司廣告投入與媒體好消息釋放對企業併購之影響。

Ahern and Sosyura(2011)學者指出，企業大量廣告投入，會增加企業知名度，藉此推動企業股價，本文推論股價的提升會增進換股比率，也代表著併購成本的降低，會使得企業長短期績效增加。

第二節 研究目的

本研究之研究目的如下：

1. 探討主併公司是否在併購宣告前釋放好消息。
2. 主併公司透過媒體訊息正向影響長短期併購績效。
3. 以股票作為併購支付方式時，主併公司投入廣告費用是否會干擾媒體訊息影響併購績效。

第二章 文獻探討

本章將透過文獻探討，以取得本研究相關變數之理論與觀念並加以彙整，第一節至第三節分別為併購、媒體訊息與併購宣告、廣告支出併購公司與媒體訊息揭露之相關文獻探討。

第一節 併購

一、併購目的

併購是由一家公司（收購方）購買另外一家公司（目標公司）(Matthias. And Buehlmaier, 2012)之策略活動。併購交易在美國市場價值達到數萬億美元交易價值，因併購活動影響股東財富(Matthias M. M. Buehlmaier, 2012)，股東們發現併購後的經營協同效應，與併購交易中的溢價，能帶給他們更多投資利益，於是企業積極尋找併購的機會，與其他企業進行併購，以擴大公司之經營範疇和經濟效益，進而增加股東財富 (Datta, Sudip, Mai Iskandar-Datta, and Kartik Raman, 2001)。

由於併購是具有高風險的投資策略，故公司的併購並不全然可使得公司獲利，甚至可能導致虧損，很大的原因是因為高估了被併企業之價值，美國1980~1990年間，平均每次併購，損失了1990百萬美元(Moeller, Sara., Frederik. Schlingemann, and René. Stulz, 2005)，除此之外，公司也會面臨一些併購風險、戰略風險、體制風險、法律風險、估價風險、融資支付風險、經營風險、整合人事制度文化風險 Shleifer, and Vishny(2003)，雖然併購充滿風險，但這並不影響企業進行併購策略，因為併購是企業追求更多利益的方式之一，所以管理階層會盡可能追求股東和公司利益最大化(Denis, and Sarin, 1997)，而進行併購活動。

二、併購方式及併購收益

併購方式分為兩種付款方式：現金併購或者股票併購，根據文獻研究，現金併購較不容易出現交易中溢價問題，但股票卻是最為大宗交易方式，因為若是以現金支付，公司必須付出大量現金購買被併公司股份，可能影響公司營運，破壞公司原有現金鏈，造成經營問題(Shleifer and Vishny, 2003)，所以股票併購的方式，溢價問題則變的尤其重要，收購方和目標公司，會針對即將到來的併購，設法從中獲取更好的報酬。

在併購前，以股換股有兩種增加併購收益的方式和作為，1.在以股換股的併購之下，被併公司在前三年會大力投入廣告支出，希望藉由廣告大力宣傳公司未來美好前景，讓更多投資客能夠購買股票，增加公司價值(Devos, Erik, William, Elliott, and Mohammad. Karim 2013)。其次，目標公司的管理者將進行盈餘管理檢測，在過去的研究盈餘文獻中發現，盈餘管理會影響公司併購後的績效和股票購回(Shleifer and Vishny, 2003)，在過去的文獻當中，已有許多學者提到，盈餘管理在併購中有相當的價值 DeAngelo(1986)及 Dechow (1996)提到併購以股票換股票的方式進行時，企業會進行盈餘管理。例如，管理階層會設法降低成本，試圖減少收購價格，或如同 DeAngelo(1990)及 Perry, and Williams (1994)證實發現在併購的交易過程當中，管理階層會在會計項目中做調整，來達到股價的提升。並於宣告日前一個季度誇大其收益報告(Erickson and Wang, 1999)。

Jensen and Ruback (1983)認為公司會希望藉由股票市場變化，在併購前儘可能變化股價，提升在併購後收益。研究發現盈餘操縱以提高公司股票，也是企業普遍存在現象，而且愈發明顯(D'Avolio, Gildor, and Shleifer, 2001)，但是 Shivakumar(2000)也研究併購盈餘，發現一般公司會進行盈餘管理，盈餘管理往往誇大公司收益，因當吸引股民投資，但股民也因為過往盈餘管理的表現，產生不信任，股票因而沒有上揚。

故由以上文獻可得知，企業進行併購策略為降低併購成本及提高併購收益，除了採取盈餘管理之方式外，透過增加廣告支出對投資者釋出好消息以影響股價增加換股比率籌碼亦是併購策略手段之一。

三、併購績效

併購績效的測量有許多學者提及，Healy, Palepu and Ruback (1992)提出根據公司的異常報酬來計算併購績效，Mitchell and Mulherin, (1996)隨後提出合併後經營績效的變化的公式，探討併購後經營績效的變化，Denis and Denis (1995)也表示，其他事件的發生也會引起併購績效的改變，例如 CEO 的離職。

Shleifer and Vishny(2003)提及溢價作用是併購的驅動力之一，使收購方股價減少及增加目標股價為目的。Shleifer and Vishny(2003)也提到衡量溢價是以市場價值與股東權益報酬率來看，但大部分以股換股的方式，常會因為定價錯誤，造成大部分高估，同時這研究也顯示出目標股票價格會在前兩個月競標期間上升而現金則沒有這種問題，但不置可否的併購以股換股方式是最常見的，而在股票市場盛行的時候，大多數的企業都多以股換股的方式進行併購。Nelson (1959) 及 Shleifer and Vishny(2003)研究顯示，當併購企業以股換股為支付方式，進行併購宣告時，好消息的釋放，會使股價短期內產生波動，並對併購績效產生的影響。因此，併購後長期的協同效應，也是併購績效回報的重要因素，必須考慮長期報酬，Loughran and Vijh (1997) 發現併購奇特的現象，市場無法迅速反應目標公司的情況，但以長期報酬來看，以現金作為併購方式不會有特別異常的回報，而以股票併購會有異常報酬，故併購宣告對長、短期績效是具有差異性的。

Fama, and French.,(1997)學者同時也提及長期績效變化，為了了解收購溢價是否會使併購雙方產生更大的協同效應，學者研究績效合併後的結果，揭示了合併相關損失與利益，使我們能夠評估併購得失。過去的研究證明併購會帶來正面或負面的異常報酬和績效，Loughran and Vijh(1997)發現市場的效率和併購的績效呈正向顯著的關係，而 Jensen 和 Ruback (1983)研究結果卻顯示，市場與公司的效率不一致，造成負異常報酬的結果，若是合併後公司效率提升，則股票報資報酬率則會是正向的(Jensen., and Ruback, 1983)。

由以上文獻可得知，併購宣告對長、短期績效是具有差異性的，因此，本研究採用學者 Fama and French(1997)長期報酬與 Shleifer and Vishny(2003)短期報酬來衡量併購績效。

第二節 媒體訊息與訊息判讀

一、媒體訊息

Fang, Lily., and Joel Peress, (2009)認為媒體訊息為公司想要發布的資訊或者新聞記者關注此公司的報導。Buehlmaier, M.(2013)媒體被認為是有效的工具，用來影響股東信念的工具，特別是當該公司形象被廣泛認同接受，媒體散播更有效果。Solomon, David H(2012)也證明公司可以透過故事構築公司美好前景，此媒體報導很可能會增加其可信度或投資者意願。Pastor-Stambaugh (2003) 學者研究，媒體會積極影響股票市場，Merton, Robert C(1987) 表示媒體的資訊可能影響股票市場的股價，媒體的報導會造成股票異常溢價 Tetlock (2007) 也說到在媒體在利用媒體新聞渲染之下，股票價格會隨之影響，Klibanoff (1998) 的研究發現紐約時報的頭版針對特定國家的新聞，該國家針對性的基金股票會受到影響，他們發現媒體頭版新聞與股價變動有密切的關係，Tetlock (2008) 的進一步研究發現，在媒體針對特定公司新聞，有助於影響股價的效率，甚至 Frank (2004) 發現，媒體訊息能夠去預測市場波動，Meschke (2004) 發現一個有趣現象，媒體報導 CEO 在經由 CNBC 面談後的11天內，該公司股票會強勁上漲和逆轉。

二、訊息判讀

但媒體發佈訊息的類別不同，是會影響投資者意願的，媒體發布的訊息當中包含正面訊息或負面的訊息，會影響投資者感知，同時媒體也是會被操控的(Engelberg, Joseph, and Parsons, 2011)，Solomon, David H(2012)表示公司

會選擇性推廣他們的好消息增加投資者感知。

Chan (2003)以媒體訊息方法來代表媒體風向，媒體訊息好壞會影響併購的結果(Frank,2004)。而訊息之判讀有學者將媒體訊息以財務字彙做區分，分為積極負面一般，整理歸納，來判別文章披露屬性(Loughran ,andMcDonald 2011)，而有學者也做出後續的補充：媒體訊息是特定新聞基調：對特定企業的收購故事，表示支持或反對(Liu, Baixiao, and John J. McConnell2013)，媒體訊息是特定公司報章中出現負面字彙的比例，報紙文章字數不可低於50字(Tetlock, Saar-Tsechansky, and Macskassy,2008)。但也有學者進一步提出更客觀數據的判別方式，以事件調查法，判斷文章發佈前後一天股價的變動，來判別媒體訊息的好壞(Brockman, Paul, Khurana, and Xiumin Martin,2008)。

本研究採用 Saar-Tsechansky, and Macskassy (2008)學者提出的異常報酬率計算方式，以訊息前後一天平均異常報酬正負，來判別好壞消息，負為壞消息，正為好消息。

第三節 媒體訊息與併購

媒體訊息是影響併購的要素之一(Liu, Baixiao, andJohnJ.McConnell, 2013)，在併購的進程，投資者會受到媒體積極作用的影響，Ahern and Sosyura(2011)的研究發現，公司在併購前，會試圖管理媒體報導，釋放出利好消息，積極舉辦媒體活動，以獲得短暫的股票價格增加。而進一步有學者 Ahern and Sosyura(2011)表示，在合併交易期間，被併方會請媒體釋放出併購的一些基本信息增加企業的知名度，媒體會披露有關公司重要的信息，藉以提升股價。反之，當企業與媒體未有良好的溝通，導致媒體操控不當，使公司的資訊無法有效的傳達給社會大眾，甚至會為企業帶來負面的影響(Buehlmaier,2013)。

由於企業採取股權併購之交易成本來自於換股比率，所以併購之雙方之市場價值會影響換股比率之多寡，當被併公司在併購前會釋放好消息，提升股價 (AhernandSosyura2011)，故本研究推論主併公司也會採取相同策略，釋放好消息，提升主併公司股價，減少併購成本。故本研究作出以下假設推論：

H1股權併購之主併公司會在併購前釋放好消息

公司會透過大量媒體報導，使得投資者對公司前景有預期，更積極的媒體報導，可能會引起哄抬的股票價格，但這更高的期望，若是沒有相對運營實際效果，股民可能會導致最終結果的失望(Bushee, Brian., and Gregory S. Miller, 2007)。因此，股東投資報酬率和媒體之間是有顯著之關係(Grullon, Kanatas., and Weston 2004)。而 Engelberg, Joseph, and ChristopherParsons(2011)亦提及股票交易量與媒體報導有顯著的關係，顯示訊息的釋放，會影響投資者的交易行為。而媒體報導的反應速度和訊息亦會影響公司的股價，如果企業公開回應延遲，或有負面報導，將可能造成投資者的不信任，進而影響公司價值(Hirshleifer, David, and Siew Hong Teoh, 2003)。Ohl,., Pincus, Rimmer, and Harrison,.(1995)等學者更進一步提及媒體釋放正面訊息，會影響投資人購股意願，提升公司股價 Sloan (1996)也發現報導的好壞訊息會造成公司異常報酬。

以上文獻可看出，公司會採取釋放訊息，以影響股價。由於股權併購通常以換股比率作為議價方式，換股比率關係到併購之成本，是併購案是否可以符合股東最大利益的首要成功關鍵因素，因此，透過訊息釋放是公司併購成功與否的關鍵，因訊息會積極影響股價(Ohl, Pincus,., Rimmer, and Harrison,1995)，且媒體訊息好壞會影響目標公司股東，對併購活動贊成與否(Buehlmaier, 2013)。因此，公司在併購前會盡可能影響股價，以提升在併購後收益(Jensen and Ruback , 1983; Chemmanur and Yan,2009)。故本研究推論，就短期績效而言，併購前主併公司釋放好消息，會有利於投資者哄抬價格，增加公司股價之異常報酬；而長期績效而論，股價的提升，會減少主併公司相對之換股成本，增加換股比例之談判籌碼，而低的併購成本將有助於併購後達到長期績效的提升，故本研究進行假設二之推導：

H2 股權併購之主併公司釋放好消息會正向影響併購績效

第四節廣告支出、併購公司與媒體訊息揭露

廣告能夠影響一家公司股票收益，廣告同時也能增加公司本身的價值，Milgrom; and Roberts; (1986)研究發現，

高品牌價值企業往往能比低品牌價值企業更容易獲取高額利潤，更高的報酬，研究發現，高品牌價值企業在廣告方面，投入遠比低品牌企業來的多，消費者經由廣告能夠更了解公司，並且更信任公司，也願意花更多的錢在其產品，因此部份企業會積極投入廣告增加公司總體價值以及品牌價值，希望造就更更好長短期報酬。Frieder and Subrahmanyam (2005)強大的品牌知名度，可以帶來較好的獲益，投入廣告是增加品牌知名度的方式之一，當公司的知名度提高，會增加其有限公司所有權的廣度，和提高其股票的流動性，這也可能增加有限公司公司的價值 (Benston and Hagerman,1974)。

當企業進行併購活動，以股換股的方式，往往會高估企業價值，過去研究指出，企業會在併購前一季進行大量廣告，或併購盈餘管理，這將增加主併公司高估目標公司之風險(Tetlock 2007)。而 Francis, Philbrick, and Schipper(1994)更表示，許多併購也是圍繞著高估企業的驅動力進行，希望透過併購方式，讓自己企業賣出超過公司實際價值的價碼 Shleifer and Vishny(2003)。

過去有許多文獻探討過廣告對公司之間的關係(Stigler and Becker, 1977), Becker and Murphy (1993)提到，廣告的效力，會影響產品市場的供需，這樣新的渠道，會改變公司的價值，Barber and Odean (2008) 也提到過去公司價值低於公司實際價值，一部份原因是因為公司沒有投入適當的廣告策略吸引投資人的注意，Grullon, Kanatas, and Weston (2004) 也證明在股價流動性高的公司有大量個廣告投入，已經有學者證實，廣告的投入，會影響產品市場的需求 Borden. (1942)，而其後 Chemmanur, and Yan (2009)進一步看法，證實了廣告投入會影響股票的漲幅。

Chemmanur, and Yan (2009)學者證實併購股票漲幅與廣告投入之間關係，發現大部分併購公司在併購過程中，被併公司會設法增加股票價值，投入大量廣告，在過去研究裡，廣告會對回報或公司的財務決策產生影響，進而影響股價，Tetlock (2007)也證實廣告和新股發行之間的聯繫，他們發現，需要籌集外部資本，公司更有可能增加他們的廣告投放力度，增加投資者的意識，從而提高股票價格。

Chemmanur, Thomas, and An Yan (2009)進一步研究發現廣告投入會影響股票支付的方式，若是以股票交換股票的交易形式作為併購支付方式，廣告投入越高，則公司則越會選擇以股換股方式進行併購，廣告強度與併購支付方式，有顯著關係，在過去 Erik Devos and William Elliott(2012)發現若是以股票併購，被併方的廣告，會在宣布併購前兩年，大大增加廣告投入，在現金併購的情況下則沒有變化。

Chauvin and Hirschey(1993)針對廣告與公司價值關聯性作探討，發現廣告支出與營收有密切的關係，對於公司的價值有正向的影響。進一步採用廣告費用占營收淨額比重發展出廣告密集度公式。

所以，當主併公司併購宣告前，透過媒體釋放好消息，並投入更高之廣告支出，以提高企業知名度及利多消息，將有利於主併公司股價之推升，增加換股比率之談判籌碼，以降低併購成本增加溢價空間。故本研究推論當主併公司透過媒體釋放好消息時，若加入大量之廣告曝光率時，將有利於主併公司之長短期績效。故本研究推論：

H3併購前增加廣告密集度會增強，併購前釋放好消息對併購績效的正面影響

第三章研究設計與方法

本章係依據第二章文獻探討的理論，說明本研究之研究方法，本章共分為五節；第一節係以研究背景與動機及目的為基礎所建立的研究架構；第二節則是依據本研究架構建立的研究假設；第三節說明本研究樣本與資料來源；第四節說明本研究變數定義與衡量；第五節說明研究公式與設計。

第一節研究架構

本研究係針對併購，探討併購方式、媒體訊息、廣告支出與併購績效之關係。經由文獻探討，本研究提出研究

架構如圖 1-1 所示。

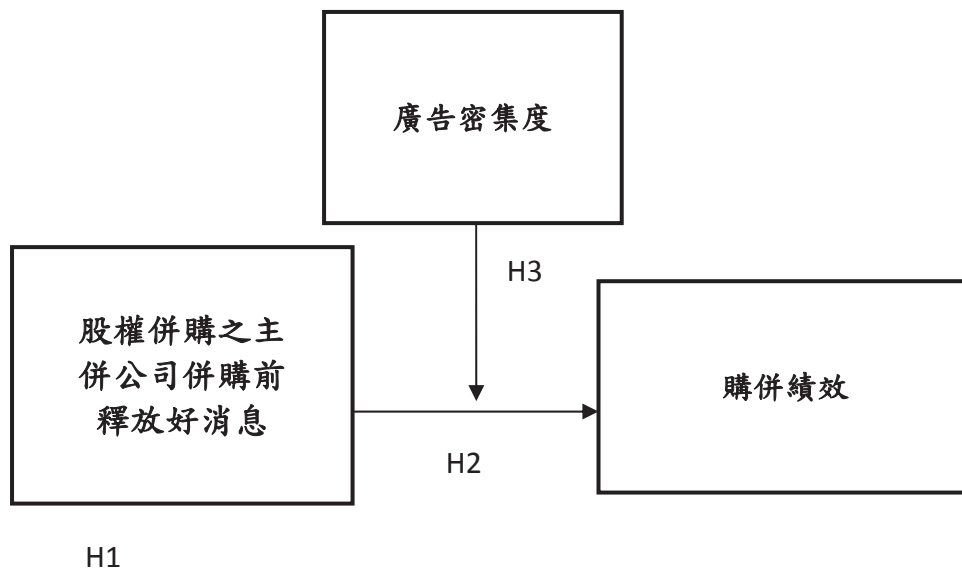


圖 1-1 研究架構圖

第二節 研究樣本與資料來源

最初的購併樣本是來自湯姆森金融公司的證券數據公司有限公司，美國購併與收購數據庫(Financial's Securities Data Corporation(SDC) US Mergers and Acquisition database)，我們蒐集 2005 年至 2010 年間合併資料，並以併購雙方均為美國公司，且成交值公司必須超過 100 萬美元，樣本也包含收購方擁有 100%的目標的有限公司的股份，樣本均為以股換股併購樣本，排除現金併購樣本，比對 Wharton Research Data Services(WRDS)資料庫中擁有健全財務資訊與日報酬率企業共 45 家，而新聞由 LexisNexis 新聞資料庫蒐集 2005 年至 2010 年間新聞資料共 1421 筆觀察樣本。

一、事件研究法

沈中華、李建然(2000)學者研究針對特定某事件發生，對股票價格上漲或下跌影響作為研究方式，探討事件發生後前後一天所造成的異常報酬，而學者 Fama and Blume(1996)又繼而提出報酬率異常累積，作為對特定事件異常累積的影響稱之為累積平均異常 (Cumulative Abnormal Return, CAR)。

二、時間參數設定

本研究以 LexisNexis 新聞宣告日為研究樣本與宣告日，觀察併購宣告後股價變化，針對事件前後發生各日期參數作下列說明：

1.宣告日:以 LexisNexis 新聞宣告公司併購日期為主。

- 2.相對天數:以併購事件宣告日為第 0 天,而以 $-t$ 表示宣告日前的第 t 個交易日,以 $+t$ 表示宣告日後的第 t 個交易日。
- 3.估計期:是以宣告日前 200 個交易日至宣告日 31 個交易日,共 139 天作為估計期間,。估計期長度共計 T 期, $T = t_2 - t_1 + 1$ 。以此估計期建立之股票報酬率預期模式,預測可能會受到事件影響的事件期間(t_e 至 t_4),亦即事件期共計 W 期, $W = t_4 - t_3 + 1$ 。在事件期中,在以實際報酬率減去預期報酬率,即可得到每一事件期受到事件影響所產生的異常報酬率。事件日定義為第 0 期,事件日前期定義為-1 期,前二期定義為-2 期;事件日後期則為+1 期,後二期為+2 期等等,以此類推。
- 4.事件期:併購宣告效果以宣告日前 30 個交易日至宣告日後 30 個交易日為觀察期,稱為研究併購宣告的事件期。此觀察期的是為了觀察特定事件在一特定窗期內所產生的宣告效果。
- 本研究定義窗口事件起始日為 a , 事件結束日為 b 。

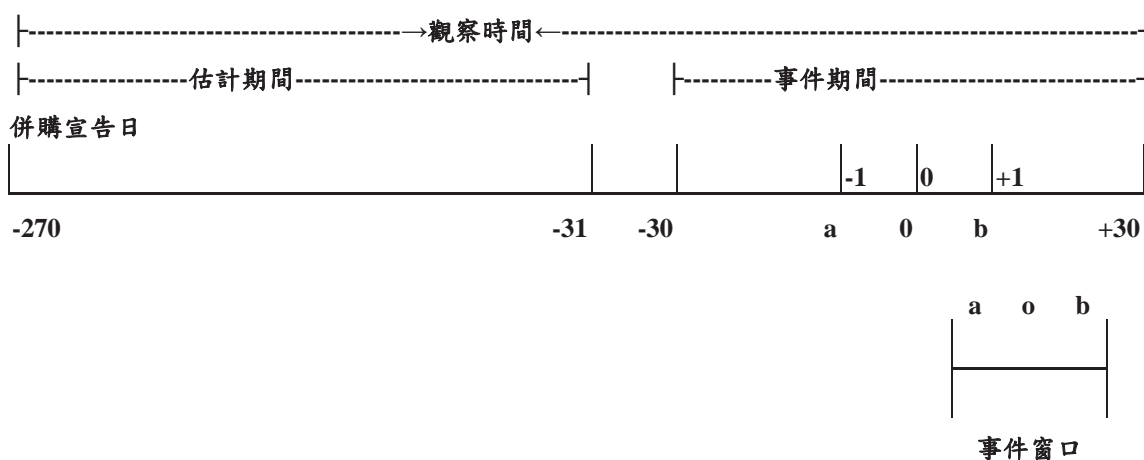


圖 1-2 本研究各時間參數圖

三、市場模式

本研究將採用 Brown, Warner 學者提出市場模式, 以市場報酬建立個別股票調整報酬的線型模式, 使用一般最小平方法(Ordinary Least Squares Estimation OLS 法作事件期間預期之正常的報酬之估計, 再以實際報酬比較異常報酬。

1. 股票報酬率回歸式為:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it},$$

其中, ε_{it} 為誤差項且 $\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma^2)$ 。經過最小平方法即可以得到估計值 $\hat{\alpha}_i$ 與 $\hat{\beta}_i$, 因此事件期的預期報酬率為:

$$E(\hat{R}_{iE}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mE}$$

異常報酬是以事件期的實際報酬率減去預期報酬率

2. 異常報酬回歸式為:

$$AR_{iE} = R_{iE} - E(\hat{R}_{iE})$$

其中, AR_{iE} 為 i 公司在事件期 E 之異常報酬率, R_{iE} 為實際報酬率與 $E(\hat{R}_{iE})$ 為預期報酬率

第三節變數定義及衡量

一、依變數

(一)短期績效

為探討企業短期績效是否受到併購事件宣告之影響,本研究利用事件研究法,觀察其股票報酬率是否有所變化,本研究,CRSP得報酬資料以事件研究法計算購併宣告日前後三天之累積異常報酬,用來表示併購短期績效,其公式為:

$$CAR_i = \sum_{t=a}^b AR_{it}$$

(二)長期經營績效

本研究對公司併購後財務績效計算合併後三年的股東權益報酬率(ROE),以衡量長期經營績效之指標(Fama and French,1997)。ROE是衡量公司營利的指標,指利潤額與平均股東權益的比,值越高,代表投資人投資所帶來的利潤越高,反之,則代表獲利能力越低,

$$\text{ROE股東權益報酬率} = (\text{淨收益/營業額}) \times (\text{營業額/總資產}) \times (\text{總資產/股東權益})$$

(三)好壞消息

本研究以新聞報導日前後一天(1,-1)的股票的異常報酬作為判別基準,若是為正則代表好消息,負責代表壞消息當媒體訊息異常報酬為正數時,虛擬變數設為1;其餘則設為0。

二、自變數

(一)購併三十天內媒體訊息

購併三十天內媒體訊息即是併購宣告日前三十天內,新聞媒體所釋放的媒體新聞訊息。

(二)購併三十天內之正面媒體訊息

本研究以新聞報導日前後一天(1,-1)的股票的異常報酬作為判別基準,若是為正則代表的媒體報導之公司訊息為好消息 (Degeorge, Patel and Zeckhauser, 1999),好消息於三十天內發布,則為購併三十天內之正面媒體訊息。

當媒體訊息為購併宣告前三十天內且異常報酬為正數時,虛擬變數設為1;其餘則設為0。

三、調節變數

Chauvin and Hirschey(1993)針對廣告與公司價值關聯性作探討,發現廣告支出與營收有密切的關係,故本研究將廣告費用除與營收淨額作為衡量廣告密集度之代理變數。

$$\text{廣告密集度} = \text{廣告費用} / \text{營收淨額}$$

四、控制變數

本研究為了控制其它因素也會對於併購績效的影響,納入了公司規模、負債比率、資產報酬率、研究發展費用率、總資產機會成長率等因素。

(一)公司規模

學者沈榮芳(2005)與曾姿蓉(2006)指出公司資訊揭露程度與公司規模呈現顯著正向關係。為了避免公司規模對異常報酬的影響,因此將公司規模做為控制變數,以公司總資產取自然對數,作為衡量公司規模大小的代理變數。

(二)負債比率

Watts and Zimmerman(1990)學者指出為了排除負債比率對併購績效的影響,加入負債比率。根據融資順位理論,負債比率愈高,則獲利會愈低,因此公司價值將較差。本研究負債比率計算公式如下:

$$\text{負債比率} = \text{負債總額} / \text{資產總額} * 100\%$$

(三)研究發展費用率

Lev and Zarwain(1999)學者指出，研發費用的投入，對企業之績效有正面的影響，會影響期公司市場價值以及公司是否能發展，因此本研究加入研究發展費用率做為控制變數，以衡量未來公司成長機會。故本研究發展費用率之計算公式如下：

$$\text{研究發展費用率}=\text{研究發展費用}/\text{營業收入淨額}*100\%$$

(四)總資產機會成長率

Mason&Merton(1985)認為工廠產能的提高、維修費用的減少、資產的變更，會影響股權與資本結構，造成企業績效產生顯著差異，因此本研究加入總資產成長率作為控制變數，以衡量未來公司價值影響程度。故本研究總資產機會成長率之計算公式如下：

$$\text{總資產機會成長率}=(\text{本期總資產}-\text{上一期總資產})/\text{上一期總資產}*100\%$$

第五節實證模型

實證模型乃用以驗證本研究建立本研究之研究假說，假設一為瞭解主併公司在進行併購宣告前是否釋放好消息。假設二為驗證股權併購之主併公司釋放好消息會正向影響併購績效，假設三為驗證廣告密集度會增強，主併公司在購併前釋放好消息對併購績效的正面影響，各實證模型如下。

一、主併公司併購訊息釋放

H1 股權併購之主併公司會在併購前釋放好消息

故本研究假設一採用羅吉斯迴歸分析，當係數為正，且達顯著水準，則判斷股權併購之主併公司會在併購前釋放好消息。實證模型如下：

$$\text{Pr}(\text{GNt})=\beta_0 + \beta_1 \text{購併三十天內媒體訊息} + \beta_2 \text{asset}_{t-1} + \beta_3 \text{liability rate}_{t-1} + \beta_4 \text{development expense ratio}_{t-1} + \beta_5 \text{growth rate of total asset}_{t-1} + \epsilon_i$$

Pr(GNt)為異常報酬，當 Pr(GNt)=為1,則為好消息,0則為壞消息

asset_{t-1}為控制變數-公司規模

liability rate_{t-1}負債比率

development expense ratio_{t-1}研究發展率

growth rate of total asset_{t-1}總資產機會成長率

二、併購績效

假設二採用迴歸分析探討新聞訊息發布對併購績效異常報酬之效果，本研究預期股權併購之主併公司釋放好消息會正向影響併購績效，實證模型如下。

併購績效(長期及短期績效)

$$= \beta_0 + \beta_1 \text{購併三十天之正面媒體訊息} + \beta_2 \text{asset}_{t-1} + \beta_3 \text{liability rate}_{t-1} + \beta_4 \text{development expense ratio}_{t-1} + \beta_5 \text{growth rate of total asset}_{t-1} + \epsilon_i$$

三、廣告密集度

假設三採用迴歸分析進一步探討廣告密集度對新聞消息好壞發布與併購績效異常報酬之干擾效果進行實證檢測。本研究預期廣告密集度將正向干擾新聞消息發布與併購績效之結果，實證模型如下：

併購績效(長期及短期績效)

$$= \beta_0 + \beta_1 \text{購併三十天內之正面媒體訊息} + \beta_2 \text{廣告密集度} + \beta_3 (\text{購併三十天內之正面媒體訊息} * \text{廣告密集度}) + \beta_4 \text{asset}_{t-1} + \beta_5 \text{liability rate}_{t-1} + \beta_6 \text{development expense ratio}_{t-1} + \beta_7 \text{growth rate of total asset}_{t-1} + \epsilon_i$$

第四章結果分析與討論

第一節樣本敘述統計

本研究探討新聞發布好壞消息對公司併購短期績效以及長期公司績效的影響，我們於美國 SDC 併購資料庫中尋找 2005 年至 2010 年期間六年股票併購公司，比對 SEC 新聞資料庫發布公司新聞，利用 WRDS 資料庫尋找公司每日股價報酬報酬以及年財務資訊，用以計算併購異常報酬、公司規模、負債比例、研究發展費率、總資產成長率、廣告密集度，比對篩選後共有 45 家企業，1421 新聞個觀測值。

第二節樣本分析及相關分析

一、各變數樣本分析

從表 1-1 可看出，消息好壞的平均數為 0.47、發佈三十天內外的平均數為 0.43、三十天內且好消息的平均數為 0.36、併購績效、公司規模、負債比例、研究發展費率、總資產成長率、廣告密集度、三十天好消息*廣告密集度、股東權益報酬率的平均數分別為 0.19、4.03、0.17、0.09、0.16、0.17、0.12、0.31。

二、皮爾森相關分析

相關分析是用檢驗兩兩隨機配對之變數間的關係，為了探討新聞消息好壞、發布於三十天內外新聞與新聞三十天內發布新聞且好消息的相關程度，本研究採用 Pearson 相關係數檢驗兩兩隨機配對之變數間的相關程度。表 4-1 顯示，新聞消息好壞、發布於三十天內外新聞與新聞三十天內發布且有好消息及廣告密集度有顯著正相關，相關係數為 0.614、0.770、0.780、0.776。由表可知，各變數相關係數並未高於 0.8，因此初步判定本研究各變數之間共線性問題並不嚴重，故可進行後續更進一步的資料分析動作。

表 1-1 各變數之平均數、標準差及相關性樣本分析結果表

變數	平均數	標準差	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
消息好壞	0.47	0.49	1	.614**	.770**	.780**	.752**	-.445**	.571**	.527**	.776**	.770**
媒體訊息-發佈三十天內	0.43	0.49			1	.580**	.563**	-.267**	.431**	.307**	.599**	.531**
媒體訊息-三十天內且好消息	0.36	0.48			1	.697**	.679**	-.343**	.524**	.437**	.722**	.659**
併購績效	0.19	0.24				1	.700**	-.553**	.618**	.508**	.678**	.673**
公司規模	4.03	1.763					1	-.612**	.588**	.471**	.668**	.629**
負債比率	0.17	0.14						1	-.336**	-.484**	-.483**	-.532**
研究發展費率	0.09	0.09							1	.462**	.683**	.665**
總資產成長率	0.16	0.14								1	.489**	.600**
廣告密集度	0.17	0.15									1	.644**
股東權益報酬率	0.31	0.32										1

備註: **、*分別表示達 1%、5%之顯著水準

從表 1-1 可看出，消息好壞平均數為 0.47、發布消息三十天內外平均數為 0.43、三十天內好消息平均數為 0.36、併購績效平均數為 0.19，公司規模、負債比例、研究發展費率、總資產成長率、廣告密集度、三十天且好消息乘廣告密集度、股東權益報酬率平均數為 4.030、0.17、0.09、0.16、0.17、0.12、0.31

表 1-1

三、羅吉斯迴歸分析

從模型圖表中可以得出好消息對併購三十天內發布為B值2.253且 $P < 0.001$ 為正向顯著關係，表示公司會在併購三十天內發布好消息，H1:公司會併購前釋放好消息成立，此外好消息發布也對公司規模、總資產成長率、股東權益報酬率有正向顯著關係，B值為0.511、4.777、4.339且P值皆 < 0.001 ，表示好消息發布對規模相對大的公司，有正向顯著關係，公司較大會發布較多好消息；總資產成長率高的公司，也就是資產相對去年快速上升的公司，也會發布較多好消息；股東全權益報酬高的公司，也會發布好消息。從圖表中也可得出，Hosmer 和 Lemeshow 檢定為顯著結果，代表模型適合度良好，Cox & Snell R平方與Nagelkerke R平方關聯強度為0.592、0.789。

表 1-2 羅吉斯迴歸分析

變數名稱	B 之估計值	標準誤	Wals	顯著性	自由度
三十天內外發布	2.253	.333	74.472	.000	1
公司規模	.511	.133	21.301	.000	1
負債比率	.611	.927	0.462	.536	1
研究發展費率	1.372	1.113	1.651	.313	1
總資產成長率	4.777	.762	33.241	.000	1
股東權益報酬	4.339	.576	66.324	.000	1
常數	6.431	.534	104.212	.000	1
Hosmer Lemeshow 檢定	卡方 =53.33	Df=8	顯著性 =0.000		
關聯強度	Cox & Snell R 平方= .592	Nagelkerke R 平方 =.789			

四、統計迴歸分析

(一)新聞消息好壞發布對併購績效異常報酬之直接效果

本階段探討新聞三十天內好消息發布對併購績效異常報酬之迴歸分析，檢驗假設二。模式一以併購績效作為測量依變數，模式之整體累積解釋變異量 R^2 為 0.835，結果顯示併購績效對新聞三十天內好消息發布之異常報酬之 β 值為 0.062 且 $P < 0.1$ 顯著水準，表示併購績效對新聞三十天內好消息發布之異常報酬有正面顯著影響性的關係，意即當新聞好消息發布時，併購績效隨之增加。

模式二以股東報酬率作為測量依變數，模式之整體累積解釋變異量 R^2 為 0.774，結果顯示股東報酬率對新聞消息好壞發布之異常報酬之 β 值為 0.058 達且 $P < 0.1$ 之顯著水準，表示股東報酬率對在三十天內發布新聞消息好之異常報酬有正面顯著影響性的關係，意即當三十天內新聞好消息發布時，股東報酬率隨之增加。

(二)新聞消息好壞發布對併購績效異常報酬與廣告密集度之間接效果

模式三為檢驗假設三，將三十天內好消息與干擾變數(廣告密集度)之交乘項置入，結果假設成立，併購績效與三十天內好消息與干擾變數(廣告密集度)之交乘項，整體累積解釋變異量 R^2 為 0.854， β 值為 0.092 且 $P < 0.1$ 顯著水準，表示併購績效與三十天內好消息與干擾變數(廣告密集度)之交乘項有正面顯著影響性的關係，意即併購績效提高，三十天內好消息提升，廣告密集度也隨之增加。

模式四為檢驗假設三，將三十天內好消息與干擾變數(廣告密集度)之交乘項置入，結果假設成立，股東權益報酬率與三十天內好消息與干擾變數(廣告密集度)之交乘項，整體累積解釋變異量 R² 為 0.795，β 值為 0.071 且 P< 0.1 顯著水準，表示股東權益報酬率與三十天內好消息與干擾變數(廣告密集度)之交乘項有正面顯著影響性的關係，意即股東權益報酬率提高，三十天內好消息提升，廣告密集度也隨之增加。

表 1-2 新聞消息好壞發布對併購績效異常報酬之迴歸分析
新聞消息好壞發布異常報酬

Dep. Var.	<u>Model 1</u>	<u>Model 2</u>	<u>Model 3</u>	<u>Model 4</u>
	短期績效 異常報酬	長期績效 股東權益報酬率	短期績效 異常報酬	長期績效 股東權益報酬率
Intercept(常數)	0.27 (22.103)***	0.278 (14.306)***	0.208 (16.867)***	0.189 (9.527)***
主變數				
(媒體訊息)	0.062 (8.030)***	0.058 (4.742)***	0.03 (5.114)***	0.01 (3.778)***
干擾變數				
(廣告密集度)			0.501 (13.616)***	0.71 (11.999)***
主變數*干擾變數				
(媒體訊息)*(廣告密集度)			0.016 (2.687)*	0.018 (5.374)***
控制變數				
公司規模	0.099 (39.270)***	0.104 (25.897)***	0.071 (22.443)***	0.064 (12.558)***
負債比率	-0.005 (.001)	0.021 (.554)	-0.035 (-1.508)	-0.03 (-.818)
研究發展費率	0.229 (6.616)***	0.649 (11.798)***	0.053 (1.510)	0.396 (7.043)***
總資產成長率	0.116 (5.026)***	0.492 (13.426)***	0.093 (4.274)***	0.458 (8.124)***
Adjusted R²	0.835	0.774	0.854	0.795
F-value	1.43***	9.72***	1.89***	7.89***

備註:***、**、*分別表示達<0.001、0.05、0.1之顯著水準

第五章 研究結論與建議

第一節 研究結論

一、本研究結論

本研究主要的目的探討新聞消息好壞是否對公司股東報酬率與短期併購績效的影響，並加入廣告集中度作為調節變數，結果顯示當公司在併購前三十天發布好消息，會正向影響長期績效(股東報酬率)，與短期併購績效，也就是說，當公司在併購前釋放好消息，會影響股民對公司投資的信心，進而購買股票，使股價報酬率提高，也使的併購績效增加，甚至影響公司未來長期績效，此外作為調節變數之廣告密集度，對於併購前三十天內釋放好消息對併購績效與股東權益報酬率也有正向顯著的影響，意即當公司大量投資於廣告費用上，會正向提升公司釋放好消息對長期與短期公司績效上的影響。

二、管理上的建議

(一)針對公司併購管理上的措施

本文研究結果表示，三十天內好消息的釋放是會增進公司短期與長期績效，意即是當股民在併購前若是得知併購有利消息，會對公司併購事件產生信心，進而購買公司股票，造成公司股價提升，作為管理者角度，為提升公司之績效，應當在併購前，找尋新聞社釋放增進股民信心之併購消息，

Buehlmaier(2013)學者也表示，媒體的好與壞消息釋放，會影響股民對公司態度與信心，但管理者必須注意，若是公司不斷積極利用媒體創造好消息，實際營運結果卻沒有明顯改變，僅只是股價哄抬的效果，最終可能導致股民失望，對公司失去信心 Bushee, Brian., and Gregory S. Miller, (2007)。

管理者應當以實際的好消息為主，讓股民對公司擁有良好長遠的信心，才是增進公司長短期績效之根本。

(二)廣告費用在併購期間的投入

過去 Chemmanur, and Yan (2009)學者已經證實廣告投入與股票之間的關係，當公司大量投放廣告，會影響股價之變動，本文研究進一步表示，三十天內好消息的釋放是會增進公司短期與長期績效，此外在其間增進廣告費用，也會間接正向影響三十天內好消息的釋放對公司短期與長期績效，意即若是站在管理角度，在併購期間應該積極投入廣告費用，讓更多股民得知公司詳盡併購好消息訊息，藉此增加股民信心，以其增進公司之短期與長期報酬。

三、研究限制與未來研究建議

本研究探討美國公司併購前三十天投放好消息對公司長短期併購績效的影響，樣本來源為美國公司，但不同國家對公司股價期望情況不一致，可能由於文化、歷史等差異，若是以其他國家與地區區分，也許會有不一樣的結果。

參考文獻

一、中文部份

1. 沈榮芳，2005。資訊揭露透明度對公司價值影響之研究-以台灣上市、上櫃公司為例。中華大學經營管理研究所碩士論文。未出版。
2. 曾姿蓉，2006，台灣股票上市時機與異常報酬率關聯性之研究。銘傳大學財務金融系碩士論文。未出版。
3. 沈中華、李建然，2000。事件研究法-財務與會計實務必備台北:華泰文化。

一、英文部份

4. Ahern, K. R. and Sosyura, D. (2011). Who Writes the News? Corporate Press Releases During Merger

Negotiations. Working Paper

5. Borden, N.H. (1942), *The Economic Effects of Advertising*, Homewood, Chicago, IL
6. Barber, B., Odean, T., 2008, "All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors," *Review of Financial Studies* 21, 785-818
7. Benston, G. J., and R. L. Hagerman, 1974, "Determinants of Bid-Ask Spreads in the Over-the-Counter Market," *Journal of Financial Economics*, 1, 353-364
8. Buehlmaier, M. "The role of media in takeovers: theory and evidence." Unpublished working paper, The University of Hong Kong (2013).
9. Bushee, Brian J., and Gregory S. Miller, 2007, *Investor relations, firm visibility, and investor following*, Working paper, The Wharton School, University of Pennsylvania.
10. Barger, L., Schlingemann, F., Stulz, R., Zutter, C., 2008. Why do private acquirers pay so little compared to public acquirers? *Journal of Financial Economics* 89, 375-390
11. Barber, B., Lyon, J., 1996. Detecting abnormal operating performance: the empirical power and specification of test-statistics. *Journal of Financial Economics* 41, 359-400
12. Bebchuk, L., Cohen, A., Ferrell, A., 2009. What matters in corporate governance? *Review of Financial Studies* 22, 783-827.
13. Chemmanur, T. and Yan, A. (2009a), "Advertising, attention, and stock returns", working paper, Carroll School of Management, Boston College, Boston, MA and Graduate School of Business Administration, Fordham University, New York, NY, February
14. Chauvin, Keith W., and Mark Hirschey. "Advertising, R&D expenditures and the market value of the firm." *Financial management* (1993): 128-140.
15. Chemmanur, T. and Yan, A. (2009a), "Advertising, attention, and stock returns", working paper, Carroll School of Management, Boston College, Boston, MA and Graduate School of Business Administration, Fordham University, New York, NY, February
16. Chemmanur, Thomas, and An Yan (2009b): "Product market advertising and new equity issues." *Journal of Financial Economics* 92.1 : 40-65.
17. Chan, Wesley, 2003, Stock price reaction to news and no-news: Drift and reversal after headlines, *Journal of Financial Economics* 70, 223-260.
18. Chemmanur, Thomas, and An Yan (2009b): "Product market advertising and new equity issues." *Journal of Financial Economics* 92.1 : 40-65.
19. DeAngelo, L., (1986) ,Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review* 67-96
20. Dechow, P., Sloan, R., Sweeney, A., 1996. Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research* 13, 136
21. DeAngelo, L., 1990. Equity valuation and corporate control. *The Accounting Review* 65, 93, 112
22. Denis, D., Denis, D., 1995. Performance changes following top management dismissals. *Journal of Finance* 50, 1029-1058.
23. Datta, Sudip, Mai Iskandar-Datta, and Kartik Raman, 2001, *Executive compensation and corporate*

- acquisition decisions, *Journal of Finance* 56, 2299–2336
24. Dong, Ming, Daniel Hirshleifer, Scott Richardson, and Siew Hong Teoh, 2003, Does investor mis-valuation drive the takeover market? Working paper, The Ohio State University
 25. Denis, D., Denis, D.K, Sarin, A., 1997. Agency problems, equity ownership, and corporate diversification. *Journal of Finance* 52, 135–160
 26. Devos, Erik, William B. Elliott, and Mohammad A. Karim. "Product Market Advertising and the Choice of Method of Payment in M&A." (2012)
 27. D'Avolio, G., Gildor, E., Shleifer, A., 2001. Technology, information production, and market efficiency. In: Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Policy and the Information Economy
 28. Erickson, M., Wang, S., 1999. Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of Accounting and Economics* 27, 149–176
 29. Engelberg, Joseph, and Christopher A. Parsons, 2011, The causal impact of media in financial markets, *Journal of Finance* 66, 67–97
 30. Engelberg, Joseph, and Christopher A. Parsons, 2011, The causal impact of media in financial markets, *Journal of Finance* 66, 67–97
 31. Frieder, Laura, and Avanidhar Subrahmanyam, 2005, Brand perceptions and the market for common stock, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40, 57–85.
 32. Fang, Lily H., and Joel Peress, 2009, Media coverage and the cross-section of stock returns, *Journal of Finance* 64, 2023–2052
 33. Francis, J., D. Philbrick, and K. Schipper. 1994. Shareholder litigation and corporate disclosures. *Journal of Accounting Research* 32 (Autumn): 137–64
 34. Fama, E., French, K., 1997. Industry cost of equity. *Journal of Financial Economics* 43, 153–193.
 35. Fama, Eugene F. "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*." *The journal of Finance* 25.2 (1970): 383-417.
 36. Furubotn, Eirik Grundtvig, and Rudolf Richter. *Institutions and economic theory: The contribution of the new institutional economics*. University of Michigan Press, 2005.
 37. Fu, F., 2010. Overinvestment and the operating performance of SEO firms. *Financial Management* 39, 249–272
 38. Grullon, Gustavo, George Kanatas, and James P. Weston, 2004, Advertising, breadth of ownership, and liquidity, *Review of Financial Studies* 17, 439–461
 39. Grullon, G., Kanatas, G. and Weston, J.P. (2004), "Advertising, breadth of ownership, and liquidity", *The Review of Financial Studies*, Vol. 17 No. 2, pp. 439-61.
 40. Hirshleifer, David, and Siew Hong Teoh, 2003, Limited attention, information disclosure, and financial reporting, *Journal of Accounting and Economics* 36, 337–386
 41. Healy, P., Palepu, K., Ruback, R., 1992. Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics* 31, 135–175
 42. Jensen, M., Ruback, R., 1983. The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial*

Economics 11, 5–50

43. John, K., Ofek, E., 1995. Asset sales and increase in focus. *Journal of Financial Economics* 37, 105–126
44. Klibanoff, Peter, Owen Lamont, and Thierry A. Wizman, 1998, Investor reaction to salient news in closed-end country funds, *Journal of Finance* 53, 673–699.
45. King, D. R.; Slotegraaf, R.; Kesner, I. Performance implications of firm resource interactions in the acquisition of R&D-intensive firms. *Organization Science*. 2008, 19 (2): 327–340.
46. Lev, Baruch, and Paul Zarowin. "The boundaries of financial reporting and how to extend them." *Journal of Accounting research* (1999): 353-385.
47. Loughran, Tim, and Bill McDonald. "When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks." *The Journal of Finance* 66.1 (2011): 35-65.
48. Liu, Baixiao, and John J. McConnell. "The role of the media in corporate governance: Do the media influence managers' capital allocation decisions?." *Journal of Financial Economics* 110.1 (2013): 1-17.
49. Liu, Baixiao, and John J. McConnell. "The role of the media in corporate governance: Do the media influence managers' capital allocation decisions?." *Journal of Financial Economics* 110.1 (2013): 1-17.
50. Loughran, T., Vihj, A., 1997. Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions? *Journal of Finance* 52, 1765–1790
51. Merton, R.C. (1987), "A simple model of capital market equilibrium with incomplete information", *The Journal of Finance*, Vol. 42 No. 3, pp. 483-510.
52. Milgrom, P. and Roberts, J. (1986). Price and Advertising Signals of Product Quality. *Journal of Political Economy*, 94(4):796–821.
53. Majd, Saman, and Robert S. Pindyck. "Time to build, option value, and investment decisions." *Journal of financial Economics* 18.1 (1987): 7-27.
54. Merton, Robert C., 1987, A simple model of capital market equilibrium with incomplete information, *Journal of Finance* 42, 483–510
55. Meschke, Felix J., 2004, CEO interviews on CNBC, Working paper, Arizona State University
56. Mitchell, M., Mulherin, J., 1996. The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. *Journal of Financial Economics* 41, 193–229
57. Moeller, Sara B., Frederik P. Schlingemann, and René M. Stulz. "Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave." *The Journal of Finance* 60.2 (2005): 757-782.
58. Perry, S., Williams, T., 1994. Earnings management preceding management buyout offers. *Journal of Accounting and Economics* 18, 157-179
59. Product market advertising effects on the method of payment in M&A /Erik Devos and William B. Elliott Department of Economics and Finance, University of Texas at El Paso, El Paso, Texas, USA, and Mohammad A. Karim Department of Finance and Economics, Marshall University, Huntington, West Virginia, USA /*Managerial Finance* Vol. 39 No. 4, 2013 pp. 362-383
60. Pastor-Stambaugh (2003) Pastor, Lubos, and Robert F. Stambaugh, 2003, Liquidity risk and expected stock

- returns, *Journal of Political Economy* 111(3), 642–685
61. Rhodes-Kropf, M., Robinson, D., Viswanathan, S., 2005. Valuation waves and merger activity: the empirical evidence. *Journal of Financial Economics* 77, 561–603
 62. Shivakumar, L., 2000. Do firms mislead investors by overstating earnings around seasoned equity offerings? *Journal of Accounting and Economics* 29, 339–371
 63. Sloan, R., 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *Accounting Review* 77, 289–315.
 64. Solomon, David H. "Selective publicity and stock prices." *The Journal of Finance* 67.2 (2012): 599-638.
 65. Shleifer, A., Vishny, R., 2003. Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics* 70, 295–311.
 66. Schwert, G., 1996. Markup pricing in mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics* 41, 153–192
 67. Shleifer, A., Vishny, R., 2003. Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics* 70, 295–311
 68. Stigler, G., and G. Becker, 1977, "De Gustibus Non Est Disputandum," *American Economic Review* 67, 76–90
 69. Tetlock, Paul C., 2007, Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market, *Journal of Finance* 62, 1139–1168
 70. Tetlock, Paul C., 2007, Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market, *Journal of Finance* 62, 1139–1168
 71. Tetlock, Paul C., M. A. Y. T. A. L. SAAR-TSECHANSKY, and Sofus Macskassy. "More than words: Quantifying language to measure firms' fundamentals." *The Journal of Finance* 63.3 (2008): 1437-1467.
 72. Nelson, R., 1959. Merger Movements in the American Industry. NBER, New York. Polk, C., Sapienza, P., 2002. The real effects of investor sentiment. Unpublished working paper, Kellogg Graduate School of Business
 73. Nohel, T., Tarhan, V., 1998. Share repurchases and firm performance: new evidence on the agency costs of free cash flow. *Journal of Financial Economics* 49, 187–222
 74. Ohl, C. M., Pincus, J. D., Rimmer, T., and Harrison, D. (1995). Agenda Building Role of News Releases in Corporate Takeovers. *Public Relations Review*, 21(2):89–101
 75. Watts, Ross L., and Jerold L. Zimmerman. "Positive accounting theory: a ten year perspective." *Accounting review* (1990): 131-156.
 76. Fama, Eugene F., and Marshall E. Blume. "Filter rules and stock-market trading." *Journal of business* (1966): 226-241.