

股利政策与盈余信息对 A、B 股市场影响的比较研究^{*}

吕长江 韩慧博

(吉林大学商学院会计系, 130012)

内容提要： 本文从股利政策与盈余信息协同作用的角度，考察了二者对市场变动的共同影响，并分别针对 A 股市场和 B 股市场来进行，以比较两个市场对年度报告信息的反应方向和程度。本文发现，年报公告行为无论对 A 股市场还是 B 股市场都存在着显著的市场反应，且对 B 股市场的影响更加强烈。这种市场反应同时包含了股利政策和盈余信息的信息价值。进一步的测试表明，无论 A 股市场还是 B 股市场，非预期股利和非预期盈余信息对股票的累计非正常收益率（CAR）是共同起作用的，二者均与 CAR 呈正向变动。

关键词： 股利政策、盈余信息、协同作用、市场反应

一、引言

Ball 和 Brown(1968) 的关于会计非预期收益和股票的非预期报酬率之间关系的开拓性论文，揭开了盈余信息价值研究的序幕。从那时开始，大量的实证研究证明，盈余和股利公告能够向资本市场提供决策有用的新信息。然而，这些研究大多单独检验盈余信息或股利信息的影响，而没有考虑二者的相互作用所引起的协同作用。Brown, Finn 和 Hancock (1977) 在研究股利政策与盈余信息协同作用方面作了开拓性的工作，他们以澳大利亚公司 1963-1969 年的 647 个股利和盈余宣告样本为研究基础，发现股利变动和盈余变动的方向和大小对股票非正常收益率的影响具有交互作用，并由此断定投资者对这两项信息的估价是从二者相关的角度进行的。Kane, Lee 和 Marcus (1984) 选取美国 1979 到 1981 年的 352 个股利和盈余的季度公告为样本，研究二者对股价的影响。他们发现当每股盈余和每股股利呈相反方向变动时，股价的调整将减小，相反，当每股盈余和每股股利呈相同方向变动时，股价将显著调整，支持了 Brown, Finn 和 Hancock (1977) 的观点。Conroy, Eades 和 Harris (2000) 使用 1988-1993 年的日本上市公司的 3890 个样本，针对日本公司进行股利和盈余宣告的特殊环境，研究股利和盈余的市场影响，结果表明，当前股利对市场价格没有显著影响，管理当局预期股利对市价有较小的影响，而当前盈利和管理当局对未来的预期盈利对股价具有显著的影响。

我国学者对股利政策及盈余信息市场反应问题的研究，同样作了大量的工作。在股利政策的市场反应方面，陈浪南、姚正春 (2000) 运用上海股市数据进行研究，认为现金股利不能成为有效的信号传递机制，而股票股利却有比较明显的信号传递作用。俞乔、程滢 (2001) 以我国证券市场成立以来的 1840 个公司红利公告事件为样本，考察红利政策与股市波动的关系，结论认为，无论是首次红利公告还是一般的分红公告，公告日当天及公告日后一天的股价都出现了显著的超额收益，并且与国际市场不同，首次红利公告效应与一般红利公告效应的区别不大。在盈余信息的市场反应方面，赵宇龙 (1998) 以上海股市 123 家公司 1994-1996 年的会计盈余披露行为作为样本，研究会计盈余披露日前后各 8 个交易周的非预期盈余与股票非正常报酬率之间关系，发现在上海证券市场，非预期会计盈余的符号与股票非正常报酬

^{*} 本文得到国家自然科学基金项目 (70172051)、(70272005)，国家社科基金项目 (02BJY023)，教育部人文社会科学十五规划项目 (01JA630023)，吉林大学人文社会科学研究精品项目的资助。
作者感谢陈超教授、蒋义宏教授等在两次会议上的有益指导。

率的符号存在统计意义上的显著相关,这一发现支持会计盈余数据的披露具有信息含量的假设。孙爱军,陈小悦(2002)以1992-1998年在上海、深圳证券交易所的所有A股公司为样本,他们发现在中国股票市场中,会计盈余对股票收益具有显著的解释能力,而且这种影响呈现不断增强的趋势。

上述研究从不同角度,应用不同时期的样本、变量及模型对股利政策与盈余信息的市场反应进行测试,其结论未能达到一致,并且对股利政策和盈余公告两个问题都是分别进行研究,没有考虑两者协同作用的影响,事实上,公司的年度报告公布时,同时包括了盈余和股利政策方面的信息(当然还包括董事会报告、资产规模、资本结构等其他方面的信息),因而其市场反应也必然是二者协同作用的结果。同时,我国的证券市场同时存在A股和B股两个市场,二者对股利及盈余信息的反应机制可能有所不同。因此,本文将从股利政策与盈余信息协同作用的角度,考察二者对市场变动的共同影响,并分别针对A股市场和B股市场来进行,以比较两个市场对年度报告信息的反应方向和程度。

按照本文的思路,在第二部分介绍A、B股市场环境的主要差异;第三部分介绍实证研究所使用的样本和变量;第四部分进行具体的测试分析,并得出基本结论;第五部分进行敏感性分析,考虑其他因素对基本结论的影响程度;第六部分总结文中的主要结论。

二、A、B股市场环境的比较

1. 市场规模的差异

B股市场诞生于1991年,到99年底共上市108家,筹资总额44.64亿元;A股市场自1991年上市以来,到99年底共上市949家,筹资总额2197.77亿元。1993年之后,随着国内公司海外上市进程的加快,政府对B股市场的功能定位变得模糊,使得投资人对B股的前景难以准确定位,B股市场的筹资功能日趋萎缩。B股市场的扩容速度远不如同期的A股市场,据统计,1998年深沪两市B股只有7家新股发行上市,1999年仅有2家公司B股发行上市,而2000年,B股扩容速度虽开始加快,但筹资规模仍较为有限。相反,许多B股公司纷纷突破限制而增发A股,B股的融资功能在一定程度上已逐步被A股市场取代。因此,在市场规模上,B股市场要远小于A股市场。

2. 投资人构成的差异

虽然在市场创建之初,境外机构投资者在B股市场中占有举足轻重的地位,这是由B股私募发行方式所决定的。但是由于B股的市场规模小,交易不活跃以及功能定位模糊等问题,近几年来,境外投资者所占比例逐渐减少,境内投资者用各种办法违规入市,大量境内资金流入B股市场。2001年2月,证监会又进一步放宽B股市场,允许境内投资者投资B股,B股市场的对内开放,对刺激B股市场的发展具有重要意义。2002年末,我国又出台了QFII制度,允许合格的境外机构投资者,在一定规定和限制下进入境内资本市场,这两项政策使A、B股市场的投资者构成差异日趋弱化。但本文仍是以对内开放之前的数据来进行分析,这主要是因为开放B股的时间太短,还无法得到足够的数据,并且我们认为,正确分析B股市场的历史经验,对于认识境内外资股的定价特点及市场反应机制具有重要意义。

3. 监管环境的差异

从已有的监管举措来看,相对于B股市场,证监会的监管主要侧重于A股市场的监管。这种监管环境的差异,一方面是由B股市场的弱势地位所决定的,另一方面也是因为B股市场的涉外监管实施起来相当困难。首先是涉外监管的法律冲突问题,B股市场的涉外监管中,由于参与B股交易的部分投资者、中介机构、清算银行等存在一定的涉外因素,因此,对于同一主体或其行为,可能同时适用我国和他国(或地区)的法律,如果二者对某一具体问题的规定不同,便会导致B股涉外监管中的法律冲突。另外,对于监管措施的执行,也

需要国外政府部门和证券机构的配合。因此,对刚起步的中国证券市场来说,B股市场的完善还需要一个过程。

三、样本与变量选择

1. 样本

为比较 A、B 股两个市场对股利政策与盈利信息的反应程度,我们选择在 1998 年以前上市、同时发行 A、B 股的 75 家在深圳和上海证券交易所上市的公司。这些公司 1997、1998、1999 三年年报分别在 1998、1999、2000 年的公告行为作为主样本,由此可获得 225 个混合样本。为单独考虑现金股利的影响,我们把利润分配预案中包含送股、转增的 52 个样本暂时排除在外,这样,有效样本共 173 个。这些样本分布在 79 个公布日内(其中 39 个公布日只有一次样本,40 个公布日有大于 1 次的公布样本)。对于送股与转增股本的情况,我们将在敏感性分析中加以讨论。

研究中所使用财务指标及市场收益率数据来源于《CSMAR2001 数据库》,年报公布日期及股利分配预案的数据来源于《中国证券报》。

2. 变量

为测试股利政策的市场反应,我们首先需要选择预期股利额的估计方法。从国外来看,由于其股利政策大多趋于平稳,因而预期的基准股利往往使用上年股利或分析师预测的股利额,理论上,使用财务分析师的预测值较为合理,因为它可以反映最新的市场预测。但我国的财务分析师职业才刚刚起步,还没有公认的预测值作为参考,因此我们只能用随机游走模型即上一年的股利额作为本年度股利的预期值,以此为基准测试股利分配预案中包含的新信息。由此可定义非预期股利额(DIVSUR)为: $DIV1-DIV0$,其中 DIV1 为本年度年报分配预案中所披露的每股现金股利额, DIV0 为上年实际的每股现金股利额。另外,考虑到我国上市公司的分红政策并不连续,很难从上年股利预测下一年的股利额,因此,我们将在敏感性分析中使用零股利作为市场的预期值作进一步测试,其结论与随机游走模型的结论基本一致。

为测试盈利信息的市场反应,我们使用随机游走模型作为预期利润额的估计模型,即以上年净利润作为预期利润额的估计值,并使用净利润变化率来计量非预期盈余(ERSUR)。净利润变化率定义为 $(E1-E0)/E0$, E0 表示预期净利润额,即上年净利润; E1 表示公布的真实净利润额。这里选择净利润而不是每股盈余(EPS),主要是因为当年股份不发生改变的情况下,二者的变动率应是一致的,如果考虑年度内股份数的变化,那么二者可能会存在差异,而每股盈余的公布通常包括两种:摊薄的每股收益和加权的每股收益,理论上应使用加权的每股收益比较合理。但是由于 99 年以前加权每股收益的加权方法没有统一规定(证监会于 2001 年 1 月 19 日发布《公开发行证券公司信息披露编报规则第 9 号--净资产收益率和每股收益的计算及披露》统一了每股收益的计算方法),因而不利于比较,而净利润的变化率则相对可靠。

对于股票的预期收益率,我们使用市场模型估计,即

$$E(R) = \alpha + \beta R_M$$

为提高 β 系数估计的可靠性,我们以基准日的前 100 个交易日至前 21 个交易日期间估

计 β 系数

收益率取连续复合报酬率(continuously compounded rate of returns),经除权处理,公式如下:

$$\text{个股收益率} = \ln\left(\frac{P_{n,t}(1 + F_{n,t} + S_{n,t}) + D_{n,t}}{P_{n,t-1} + S_{n,t} * K_{n,t}}\right)$$

- $P_{n,t}$: 股票 n 在 t 日的收盘价 ;
 $P_{n,t-1}$: 股票 n 在 t-1 日的收盘价 ;
 $F_{n,t}$: 股票 n 在 t 日为除权日时的每股红股数 ;
 $S_{n,t}$: 股票 n 在 t 日为除权日时的每股配股数 ;
 $K_{n,t}$: 股票 n 在 t 日为除权日时的每股配股价 ;
 $D_{n,t}$: 股票 n 在 t 日为除权日时的每股现金股利 ;

$$\text{市场收益率} = \ln\left(\frac{INDEX_t}{INDEX_{t-1}}\right);$$

$INDEX_t$: 第 t 日的市场指数, 沪市公司分别使用上证 A 股综合指数和 B 股综合指数, 深市公司分别使用深证 A 股综合指数和 B 股综合指数。

四、实证分析

股利及盈余信息同时包含在年度报告之中, 随着年度报告的公告而同时进入市场。因此, 为测试股利及盈余信息对市场的影响, 我们首先考察年报公布对股票非预期报酬率的总体影响程度, 然后进一步考察其中股利及盈余信息的影响。

1. 年报公布的市场反应测试

我们采用事件研究方法, 以累计非正常报酬率 (CAR) 表示年报公布对股票市场的影响程度, 从较短的时间窗口来测试年报公布行为的市场反应程度。取公布日所在的交易周为 0 点, 前后各取 3 个交易周, 观察各周内的 CAR 及其标准差。测试结果如表 1:

表 1: 年报公告行为的市场反应测试结果

交易周	A 股 CAR	B 股 CAR	A 股 CAR 的标准差	B 股 CAR 的标准差
-3	0.010561**	0.013766***	0.057167	0.061506
-2	0.003015	0.006686	0.056013	0.056862
-1	0.000699	0.001576	0.055751	0.070649
0	-0.01125**	-0.02968***	0.060104	0.079631
1	0.000414	0.00349	0.057765	0.052492
2	0.009906**	0.000698	0.056759	0.060411
3	0.002201	0.006465	0.054854	0.055834

注: *, **, *** 分别表示在 10%, 5%, 1% 的水平上显著

从表 1 中可以看出, 在年报公布前的第三周, A、B 股市场都存在显著的正累计超额收益率 (CAR), 说明两个市场对年报公布都提前做出反应, 究其原因, 可能是由于有好消息的公司更急于提前放出消息, 使市场提前产生正向反应, 随后两周内 CAR 并不显著, 说明利好消息已经被市场吸收。而在宣告周内, CAR 显著为负, 说明公告行为产生了显著的负向市场反应, 其原因可能是由于好消息提前释放, 而在公告时坏消息的影响要远大于好消息。这种

反应大约维持一周的时间，在第二周又迅速回升，CAR 恢复不显著状态，这种变化趋势也可从图 1 中明显看出。

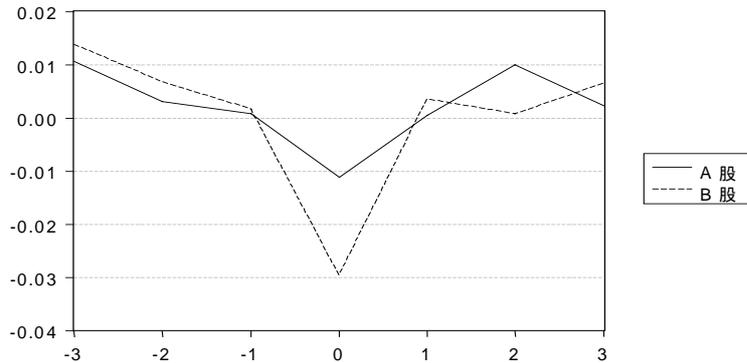


图 1：公告日前后各周内的 CAR 变化

显然，仅从 CAR 的高低还并不足以证明公告行为存在显著的市场反应，因为它是好消息和坏消息综合作用所得出的平均值，即 CAR 显著为负，仅代表了坏消息的影响超过了好消息，而使市场总体出现负的非预期收益。因此必须结合 CAR 的标准差来考察公告行为的市场反应程度。从表 1 的第三列和第四列可以看出，无论是 A 股市场还是 B 股市场，年报公告所在的交易周 CAR 的标准差都较前后的交易周高，说明市场由于年报公告行为所释放的新信息而产生了更大幅度的波动。综合两方面的因素，我们认为，年报公告行为存在着显著的市场反应。另外，从表 1 中我们还可以看出，无论是 CAR 的大小还是其标准差的高低，B 股市场均表现出了更高的变化程度。显然，公告行为对 B 股市场产生了更强的冲击。

尽管如此，我们尚不能根据以上分析确定股利和盈余信息的市场影响，为此我们进一步考察非预期股利和盈余信息对股票的累计非正常报酬率（CAR）的贡献方向和程度。

2. 非预期股利和盈余的市场反应测试

为进一步测试非预期股利和盈余对市场的影响，以宣告日所在交易周（-2，+2）作为时间窗口，计算 CAR 作为被解释变量，分别以非预期股利额（DIVSUR）和非预期盈余（ERSUR）作为解释变量，作混合数据回归（pooled regression），考虑到不同年度股利和盈余信息对 CAR 的影响程度可能不同，我们引入两个代表年度的虚拟变量 D98、D99，他们分别代表 98 年和 99 年年报的公告，即 D98 在样本点为 98 年年报公告时取 1，其他年度时取 0，D99 在样本点为 99 年年报公告时取 1，其他年度时取 0，虚拟变量的引入可以使我们进一步观察不同年度的影响程度并保证回归系数不受年度的影响。回归结果见表 2。

为分别测试非预期股利及盈余对 A、B 股市场各自的反应及二者的协同影响。我们建立了 6 个回归方程，表 2 列示了 6 个回归方程的解释变量系数（常数项没有列示），前三个方程是针对 A 股市场的回归，后三个方程是针对 B 股市场的回归。方程（1）显示，只有 DIVSUR 和两个年度虚拟变量进入方程时，即单独考虑非预期股利信息的影响时，非预期股利对 CAR 的影响方向和程度，结果表明，非预期股利的公告对 CAR 存在着显著的正向影响，该结果支持俞乔、程滢（2001）的结论（该文以最终的分红派息公告日基准日）。方程（2）显示了当只有 ERSUR 和两个年度虚拟变量进入方程时，即单独考虑非预期盈余信息的影响时，非预期盈余对 CAR 的影响方向和程度，结果表明，非预期盈余的公告对 CAR 也存在着显著的正向影响，即正的非预期盈余将会带来正的超额收益，该结果同样支持赵宇龙（1998）、孙爱军、陈小悦（2002）的关于盈余信息含量的结论。方程（3）显示了当两者同时进入方程时，非预期股利和盈余信息对 CAR 的共同影响。表 2 中显示，DIVSUR 和 ERSUR 的系数均显著大于零，这表明非预期股利和非预期盈余对 CAR 共同起作用，二者均与 CAR 呈

正向变动，且在去除其中一项的影响之后，另一项仍然对 CAR 呈显著的正向影响。此外，ERSUR 的加入使 DIVSUR 的系数扩大，这说明盈余信息增加了股利信息的影响程度。

表 2 非预期股利和盈余对 CAR 的回归方程

A 股市场的回归方程					
回归	DIVSUR	ERSUR	D98	D99	Adjusted R ²
(1)	0.10 (1.87)*		0.033 (2.78)***	0.041 (3.45)***	0.08
(2)		0.00039 (2.76)***	0.03 (2.42)**	0.035 (2.94)***	0.10
(3)	0.13 (2.31)**	0.00039 (2.83)***	0.027 (2.23)**	0.034 (2.86)***	0.12

B 股市场的回归方程					
回归	DIVSUR	ERSUR	D98	D99	Adjusted R ²
(4)	0.23 (3.17)***		0.035 (1.94)*	0.025 (1.38)	0.08
(5)		0.00037 (1.89)*	0.038 (1.95)*	0.019 (0.97)	0.04
(6)	0.27 (3.52)***	0.00039 (2.06)**	0.031 (1.67)*	0.014 (0.79)	0.13

注：括号内数值为 T 值，*，**，*** 分别表示在 10%，5%，1% 的水平上显著（以下各表同）。

方程（4）（5）（6）分别显示了在 B 股市场上 DIVSUR、ERSUR 以及二者共同对 CAR 作用的程度。从表中可以看出，与 A 股市场相似，单独考虑非预期股利与非预期盈余时，非预期股利和盈余信息均与 CAR 存在显著的正相关关系。方程（6）显示了二者同时进入方程时，对 CAR 的共同影响，同样与 A 股市场相似，非预期股利与盈余信息对 CAR 共同起正向作用，且在去除其中一项的影响之后，另一项仍然对 CAR 呈显著的正向影响。与 A 股不同的是，B 股市场的 DIVSUR 的系数几乎是 A 股市场 DIVSUR 系数的一倍还多，这表明相对于 A 股来说，B 股市场对股利信息的影响要更强。方程（3）和（6）中，ERSUR 的系数相同，表明如果去除股利信息的影响，A、B 股两个市场对盈余信息的市场反应程度基本相同。

另外，从年度虚拟变量的系数可以看出，A 股市场上年报公布日前后的累计非正常收益率各年度均显著不同，并呈逐年上升趋势，这表明投资人对年报信息的理解程度逐年增强，年报披露的信息对股票市场产生越来越重要的影响。这与孙爱军、陈小悦（2002）的“在中国股票市场中，会计盈余对股票收益具有显著的解释能力，而且这种影响呈现不断增强的趋势。”观点基本一致。但从 B 股市场的年度虚拟变量来看，却没有这种趋势，只有 98 年的系数略有上升，但显著性水平为 0.1，较 A 股仍不显著，其原因是 1998 年到 2000 年间正是 B 股市场的低迷时期，B 股市场的投资者规模小，并且较为稳定，所以对新信息的理解各年差异不大。

五、敏感性分析

1. 送股及转增股本的影响

前面的基本分析中，我们把分配预案中包含送股及转增的样本排除在外，单独考虑现金股利的影响。考虑到我国的送股及转增现象比较普遍，因此，下面我们把送股及转增的样本

考虑进来,同时引入一个新的虚拟变量 DUSH 表示送股或转增股本的情况,定义 DUSH 为:

$$DUSH = \begin{cases} 1 & \text{分配预案中包含送股或转增股本} \\ 0 & \text{其他} \end{cases}$$

将 DUSH 引入方程 (3) 和 (6) 重新回归,结果如表 3

表 3 引入送股及转增虚拟变量的回归方程

回归	DIVSUR	ERSUR	D98	D99	DUSH	Adjusted R ²
(7)	0.10 (2.2)***	0.00060 (2.52)**	0.030 (2.86)***	0.038 (3.57)***	0.038 (3.67)***	0.14
(8)	0.14 (2.26)**	0.00065 (1.71)*	0.056 (3.52)***	0.027 (1.65)	0.08 (4.99)***	0.20

从表中可以看出,无论是 A 股市场还 B 股市场,反应送股或转增信息的虚拟变量 DUSH 的系数均显著大于 0,表明送股及转增信息对市场产生显著的正向影响,这与俞乔、程滢 (2001) 的结论一致。从系数的大小来看,B 股市场的系数 (0.08) 大于 A 股 (0.038),表明 B 股市场对送股及转增股本的反应较 A 股更加强烈。

另外,引入送股变量以后,变量 DIVSUR 的系数有所减少,而 ERSUR 的系数反而增加,说明送股信息降低了市场对现金股利的关注,但增加了对盈余信息的反应程度。虽然两个变量的系数值有所变化,但仍显著为正,即正向的非预期现金股利与盈余信息仍能为市场贡献正的非预期报酬率。并且 DIVSUR 的系数 B 股市场仍大于 A 股,进一步证实了 B 股市场对股利信息的反应要大于 A 股市场。而 ERSUR 的系数两个市场仍没有太大差异,表明对盈余信息两个市场的反应基本相同。

2. 零股利预期的影响

考虑到我国上市公司的股利支付率较低,远低于资本利得,流通股的投资者对资本利得的预期要远高于股利收益,加之我国股市股利政策不连续的现象,使投资者很难根据上年股利预测下一年的股利,因此,使用随机游走模型计量预期股利可能有一定的偏差。作为另一种可替代的方法,我们考虑零股利预期模型,即以零股利为基准测试股利分配预案的新信息,此时,变量 DIVSUR 定义为 DIV1,即当年的每股现金股利额。重新估计方程 (3) 和 (6) 的系数,结果表明,虽然变量 DIVSUR 和 ERSUR 的系数均有所降低,但仍都显著为正,B 股市场对股利的影响仍较 A 股市场高,对盈利的影响两个市场基本相同,与随机游走模型基本一致。

3. 宣告顺序的影响

公司公告的顺序有所不同,可能会影响股利及盈余信息的作用程度。早公告的公司所提供的非预期盈余差异可能调整投资者对其他公司的预期,如果这种影响很显著,那么股利和盈余公告对股价的冲击可能就要考虑公告时间先后的影响。为此,我们把各年度的公告按时间先后顺序进行分组,按三分位数分成三组,分别表示最先宣告、中间宣告和最后宣告三种情况,并引入两个虚拟变量 DUME 和 DULA,分别代表中间宣告和最后宣告两种情况。这样,对方程 (3) 和 (6) 分别加入 DUME、DULA 两个虚拟变量重新回归得到回归方程 (9) 和 (10)。这两个虚拟变量系数只要其中一个显著非零,那么就表明宣告顺序确实影响股利和盈余公告对股价的影响。回归结果如表 3:

表 4：引入宣告顺序虚拟变量的回归方程

回归	DIVSUR	ERSUR	D98	D99	DUME	DULA	Adjusted R ²
(9)	0.13 (2.35)**	0.00034 (2.42)**	0.028 (2.32)**	0.036 (3.00)**	0.0083 (0.73)	-0.01 (-1.03)	0.13
(10)	0.29 (3.73)**	0.00030 (1.55)	0.033 (1.75)*	0.018 (0.98)	-0.0022 (-0.13)	-0.033 (-1.71)*	0.14

回归结果表明，对于 A 股市场，DUME 和 DULA 两个虚拟变量的回归系数均不显著，而 DIVSUR 的系数也没有变化，ERSUR 的系数虽然略有降低，但仍然显著大于零，从而我们认为，宣告顺序的先后对 A 股市场股利和盈余信息的市场反应不构成显著影响。从 B 股市场来看，DULA 的系数在 10% 的显著性水平下小于零，DUME 系数虽不显著但为负值，同时 ERSUR 的系数下降而且变得不显著，这表明宣告顺序的先后影响盈余信息的市场价值，而 DIVSUR 的系数则没有太大变化且仍显著大于零。因此，我们认为，在 B 股市场上，考虑年报公告的时间先后顺序以后，盈余信息对股价的影响降低，但股利政策的市场效应没有显著影响，可以看出，B 股市场对年报信息的理解要比 A 股市场深刻，能根据已公布年报的信息及时调整其他还没有公告的公司预期盈余，而 A 股市场投资者则没有显著的调整迹象。

六、主要结论

本文以 1998 年以前上市的、同时发行 A、B 股的 75 家上市公司 1997、1998、1999 三年年报的公告行为作为主样本，从股利政策和盈余信息协同作用的角度分别研究了非预期股利和盈余信息对 A、B 股市场的影响方向和程度。研究结果表明，年报公告行为无论对 A 股市场还是 B 股市场都存在显著的市场反应，且对 B 股市场的影响更加强烈。这种市场反应同时包含（但不是仅仅包含）了股利政策和盈余信息的信息价值。进一步的测试表明，无论 A 股市场还是 B 股市场，非预期股利和非预期盈余信息对股票的累计非正常收益率（CAR）共同起作用，二者均与 CAR 呈正向变动。如果考虑协同作用的影响，在剔除其中一项影响之后，另一项仍然对 CAR 呈显著的正向影响。另外，A、B 股两个市场对盈余信息的市场反应程度基本相同，但对股利信息的影响，B 股较 A 股市场的影响要更强。

此外，从年度差异来看，A 股市场上年报公布日前的累计非正常收益率各年均显著不同，并呈逐年上升趋势，这表明，投资人对年报信息的理解程度逐年增强，年报披露的信息对股票市场产生越来越重要的影响；从 B 股市场来看，却没有这种趋势。另外，本文在敏感性分析中发现送股及转增信息对市场产生显著的正向影响，且 B 股市场的反应较 A 股更加强烈，宣告顺序的先后对 A 股市场股利和盈余信息的市场反应不构成显著影响；而在 B 股市场上，年报公告的时间先后对盈余信息的市场反应影响显著，但对股利政策的市场效应没有显著影响。

参考文献：

1. 俞乔、程滢，“我国公司红利政策与股市波动”，《经济研究》，2001 年第 4 期；
2. 陈浪南、姚正春，“我国股利政策信号传递作用的实证研究”，《金融研究》，2000 年第 10 期；
3. 魏刚，“我国上市公司股利分配的实证研究”，《经济研究》，1998 年第 6 期；

- 4 . 赵宇龙 ,“ 会计盈余披露的信息含量—来自上海股市的经验证据 ”,《经济研究》,1998 年第 7 期 ;
- 5 . 孙爱军、 陈小悦 ,“ 关于会计盈余的信息含量的研究—兼论中国股市的利润驱动特性 ”,《北京大学学报》(哲学社会科学版),2002 年第 1 期 ;
- 6 . 吕长江、 王克敏 ,“ 上市公司股利政策的实证分析 ”,《经济研究》,1999 年第 12 期 ;
- 7 . Brown P.,Finn F.J.and Hancock P., “Dividend Changes, Earnings Reports and Share Prices: Some Australian Findings”, Australian Journal of Management,Vol.2,(October 1977),pp.127-147.
- 8 . Kane A.,Lee Y.K.and Marcus A., “Earnings and Dividend Announcements: Is There a Corroboration Effect?”,The Journal of Finance,Vol.39(September 1984),pp.1091-1099.
- 9 . How,J.C.Y.,Teo,C.S.,Izan,H.Y., “The Interaction Effect of Earnings and Dividend Announcement”, Managerial Finance, 1992; Vol. 18, Iss. 1; pg. 22-35.
- 10 . Robert M.Conroy,Kenneth M.Eades and Robert S.Harris “A Test of the Relative Pricing Effects of Dividends and Earnings: Evidence from Simultaneous Announcements in Japan”, The Journal of Finance,Vol, Iv,NO.3 June 2000 pp 1199-1227.

Comparative Influence of Dividends and Earnings Information on A, B Share Market

Lu Changjiang & Han Huibo
(Business School of Jilin University, 130012)

Abstract : This paper exam abnormal stock returns surrounding contemporaneous dividends and earnings announcement in A, B share market. We find that whether in A share or B share market, there exist significant market response to annual report announcement, and compared with A share market, B share market has more strong response. This market response includes dividends and earnings information synchronously. Further empirical result indicates unexpected dividends and unexpected earnings have a common positive action to CAR in A, B share market.

Key Words: Dividends, Earnings Information, Market Response