

# 盈余和股利信息含量的交互作用

陈工孟<sup>1</sup>, 高 宁<sup>2</sup>

(1. 中国风险投资研究院(香港), 香港; 2. 国泰安信息技术有限公司, 广东 深圳 518034)

**摘要:**文章主要研究中国上市公司年度盈余宣告和股利宣告的信息含量。中国上市公司在宣告会计盈余的同时宣告现金股利和股票股利, 文章在检验这三类宣告信息有用性的同时, 也对三者之间的相互影响进行检验。基于对 1232 个同时宣告的数据集的研究, 我们发现非预期盈余(用盈余变化表示)与异常收益正相关, 这表明投资者利用盈余宣告信息来确定股票市价。股票股利则加强或减弱了盈余信号。股票股利和股票收益之间存在着较弱的相关性。现金股利和股票收益之间也没有明显的联系, 这和股利不相关理论是一致的。此外, 各项的敏感性检验结果都表明, 文章的结论是稳健的。

**关键词:** 盈余; 股利; 信息含量; 交互作用

中图分类号: F230 文献标识码: A 文章编号: 1001-9952(2005)03-0058-10

关于会计盈余和股利宣告的信息含量的研究一直是会计金融学家们关注的热点话题。国外有许多文献证明会计盈余和股利都具有信息含量, 如, Collins(1997)研究表明会计盈余与股价、股票收益、短期股价变动正相关; Firth(1996)认为, 当盈余和股利分开宣告时, 非预期盈余和非预期股利与异常收益率有关。但是要注意, 这些研究都是建立在外国较为完善的证券市场之上的, 而且大多数的研究者都对盈余信息和股利信息宣告分开进行研究, 很少关注二者同时宣告的情况对股票价格的影响。

中国股票市场的一个显著特点是年报中宣告盈余的同时宣告股利。在我国, 年度财务报告是个人投资者的主要信息来源, 与盈余信息同时发布的股利信息对盈余传递的信号具有补充作用。因此, 本文以中国股票市场 1995~1998 年 1232 个同时宣告盈余、现金股利和股票股利的股票为样本进行实证研究。检验结果表明, 非预期盈余宣告(用盈余变动表示)对股价具有一定的影响, 投资者会根据会计盈余去评价股价, 并在一定程度上用股票股利和现金股利来佐证。此外, 相对现金股利, 股票股利对股票市场的影响更大。

收稿日期: 2004-12-20

作者简介: 陈工孟(1964-), 男, 浙江温州人, 中国风险投资研究院(香港)教授, 博士生导师;

高 宁(1972-), 男, 陕西西安人, 国泰安信息技术有限公司, 博士。

## 一、文献回顾

国外对盈余信息公告和股利信息公告进行的实证研究很多。Aharony 和 Swary (1980) 的研究指出, 在美国, 股利和盈余变动都有信息含量。但是, 他们的样本没有覆盖股利和盈余同时宣告的情况(股利和盈余宣告至少间隔 10 天)。Kane 等 (1984) 检验了美国股利和盈余宣告日期间少于 10 天的情况(但是几乎没有同时宣告的), 发现股利和盈余对异常收益率产生的影响之间具有很强的相互作用。如果盈余随同股利上升, 股价则具有更强的正向反应。与此相应, 如果股利随同盈余下降, 将导致更大幅度的负收益。

Kane 等 (1984) 认为因为盈余和股利都包含信息, 当它们同时宣告时, 投资者会关注它们的一致性。一方面, 非预期股利上升可以确证非预期盈余上升所传送的信号; 另一方面, 非预期股利下降会削弱同期非预期盈余上升所传递的信息。Leftwich 和 Zmijewski (1994) 运用不同于 Kane 等的研究方法, 发现美国公司同时宣告的股利和盈余有一定的相互作用, 而且与盈余和股利反方向变化相比, 盈余和股利同方向变化会导致更大幅度的异常收益率。他们还发现, 与股利相比, 盈余与异常收益率联系更紧密。Easton (1991) 用澳大利亚的数据得出了和 Kane 等相似的结论。Conroy 等 (2000) 得出结论, 当期的现金股利对股票价格影响非常小, 但是, 当期的盈余、未来股利和盈余的预期与股票价格是正相关的。

## 二、研究方法与样本描述

### 1. 研究方法

我们分别采用盈余变化和股利变化来衡量非预期盈余 (UE)、非预期的现金股利 (UD) 和非预期的股票股利 (USD)。盈余和股利的变化以宣告前一天的股价为基础, 采用的盈余不包括特别项目带来的盈利<sup>①</sup>。计算公式如下:

$$\text{非预期盈余 } UE = (E_t - E_{t-1}) / SP_{d-1} \quad (1)$$

$$\text{非预期现金股利 } UD = (D_t - D_{t-1}) / SP_{d-1} \quad (2)$$

$$\text{非预期股票股利 } USD = (SD_t - SD_{t-1}) / SP_{d-1} \quad (3)$$

其中:  $E_t$  和  $E_{t-1}$  分别是  $t$  年和  $t-1$  年的每股盈余;  $D_t$  和  $D_{t-1}$  是  $t$  年和  $t-1$  年的每股现金股利;  $SD_t$  和  $SD_{t-1}$  是  $t$  年和  $t-1$  年的每股股票股利;  $SP_{d-1}$  是盈余和股利宣告前一天的股价。

市场反应则用股票累积异常收益率 (CAR) 来表示。股票累积异常收益率是事件窗口期间实际收益和由市场模型得到的预期收益率之差的累积值。为消除盈余或股利信息泄露的影响, 我们根据宣告前 280 个工作日 (市场交易日) 到宣告前 31 个交易日共 250 天的收益来计算市场模型系数。

$$\text{模型 1: } CAR = \beta_0 + \beta_1 UE + \beta_2 UD + \beta_3 USD \quad (3)$$

$$\text{模型 2: CAR} = \beta_0 + \sum_{i=1}^{18} \beta_i \text{UE}(\text{ECS}) + \sum_{i=19}^{30} \beta_i \text{UD}(\text{ECS}) + \sum_{i=31}^{42} \beta_i \text{USD}(\text{ECS}) \quad (5)$$

其中: CAR= 盈余和股利宣告日前后三天时期内的异常收益<sup>②</sup>; (ECS)= 由盈余变化信号(E= + 或- )、现金股利变化信号(C= + 或 0 或- )、股票股利变化信号(S= + 或 0 或- )这三个信号组成的虚拟变量。比如, 如果盈余、现金股利和股票股利都增加, 此时, ECS (ECS= + + + ) 就等于 1, 否则为零。如果盈余和现金股利增加而股票股利不变(ECS= + + 0), 就取 1, 否则取零。我们没有非预期盈余是零的观测值, 对于 UD 而言, 就有 12 个虚拟变量:(+ + +), (+ + -), (+ 0+), (+ 0-), (+ - +), (+ - -), (- + +), (- + -), (- 0+), (- 0-), (- - +) 和 (- - -)。对于 USD 而言, 也有 12 个虚拟变量:(+ + +), (+ + -), (+ 0+), (+ 0-), (+ - +), (+ - -), (- + +), (- + -), (- 0+), (- 0-), (- - +) 和 (- - -)。在所有状况下, 第一个信号和盈余变化有关, 第二个信号与现金股利的变化有关, 第三个信号与股票股利的变化有关。

模型 1 中的系数  $\beta_1$ 、 $\beta_2$  和  $\beta_3$  分别表示盈余变化、现金股利和股票股利变化对累积异常报酬率的影响。模型 2 用来检验盈余和现金股利、股票股利同时宣告的相互作用, 即股票市场对盈余和股利不同变化方向的反应。

## 2 样本数据及其描述

本文以 1995~ 1998 年期间同时宣告年度盈余和股利的 1232 家 A 股上市公司为样本<sup>③</sup>, 样本数据包括这些上市公司的股利、盈余以及年报中所包含的其他数据。其中, 年度盈余依据国内会计准则计算, 股票收益已经进行过股本变化的调整。研究数据来源于深圳国泰安信息技术有限公司开发的中国股票市场研究(CSMAR)数据库。

我们以盈余和股利的同时宣告为事件, 以宣告日为事件日, 可选取四种事件窗口: (- 7, 7), (- 5, 5), (- 2, 2) 和 (- 1, 1)。文中我们主要以(- 1, 1) 为事件窗口, 但在敏感性分析中, 对其他三个事件窗口进行了检验。

表 1 按非预期盈余变动和非预期现金股利及股票股利变动的样本分类

A. 非预期盈余和非预期现金股利					B. 非预期盈余和非预期股票股利				
		非预期盈余变动 (UE)					非预期盈余变动 (UE)		
		增加	减少	合计			增加	减少	合计
非预期 现金股利 变动 (UD)	增加	243	92	335	非预期 股票股利 变动 (USD)	增加	196	71	267
	不变	341	189	530		不变	286	254	540
	减少	193	174	367		减少	189	146	335
	合计	777	455	1 232		合计	671	471	1 142

现金股利和盈余组合独立性的  $\chi^2$  检

股票股利和盈余组合独立性的  $\chi^2$  检

验:  $\chi^2 = 84.16$ ,  $p$  值 = 0.00。

验:  $\chi^2 = 141.03$ ,  $p$  值 = 0.00。

续表 1 按非预期盈余变动和非预期现金股利及股票股利变动的样本分类

C 非预期盈余和非预期现金股利及股票股利

			非预期盈余变动 (UE)		
非预期股利变动	UD	USD	增加	减少	合计
	增加	增加	29	11	40
	增加	不变	60	46	106
	增加	减少	59	29	88
	不变	增加	116	30	146
	不变	不变	155	123	278
	不变	减少	66	66	132
	减少	增加	51	30	81
	减少	不变	42	71	113
	减少	减少	64	51	115
合计			642	457	1 099

注: 股利和盈余组合独立性的  $\chi^2$  检验:  $\chi^2 = 260.86$ ,  $p$  值 = 0.00。

表 1 按非预期盈余和非预期股利符号的不同组合列出样本。其中, A 组给出了盈余和现金股利的组合结果, B 组给出了盈余和股票股利的组合结果, C 组给出了盈余、现金股利和股票股利这三者的组合结果。大约 63% 的样本有正的非预期盈余(由每股盈余增量表示), 约 37% 的样本有负的非预期盈余(由每股盈余减量表示)。所有样本盈余均发生了变化。

如 A 组所示, 大约有 27% 的公司增加了现金股利 ( $n = 335$ ), 43% 的公司现金股利没发生变化 ( $n = 530$ ), 30% 的公司减少了现金股利。降低股利的公司所占比例比其他国家高, 股利不变的公司所占比例远远低于美国和澳大利亚。从表 1 组 A 可以看出, 公司盈余增加时, 现金股利也增加。然而, 当盈余增加或减少时, 股利都可能减少。运用  $\chi^2$  检验考察现金股利和盈余的相互独立性, 检验结果拒绝相互独立的原假设, 其中  $\chi^2$  检验值为 84.16,  $p$  值为 0。非预期盈余和非预期股利的相关性检验表明, 两者之间有一定程度的相互影响, 相关系数为 0.115(在 0.05 显著性水平上是显著的)。

非预期股票股利的变化(见表 1 组 B)和非预期现金股利的变化具有相同的变化模式(组 A)。用  $\chi^2$  检验来检验股票股利和盈余的独立性, 检验结果拒绝这两者独立的原假设。非预期盈余和非预期股票股利之间在 5% 的显著性水平下的相关系数是 0.074, 比盈余和现金股利之间的相关性要小。

表 1 中 A 组和 B 组具有相同的变化模式, 进一步的研究表明现金股利和股票股利可以相互替代。现金股利和股票股利在整个样本区间的相关系数是 -0.142, 但是, 当样本区间局限在那些支付现金股利和股票股利的公司时, 这两者之间的相关系数就是 -0.237。在这两种样本区间之内, 股票股利和现金股利的相关系数在 1% 的显著性水平下都是显著的。这两种股利之间的负相

关性表明,公司如果增加股票股利的话,现金股利就会相应减少。同样,如果增加现金股利的话,股票股利也会相应减少。组C证实了这种相关性。在组C中,有40个案例是现金股利和股票股利同时增加的,有88个案例是现金股利增加,股票股利减少的,还有少量的案例是现金股利减少的(见组C的底部)。此外,还有大量的案例是现金股利减少但是股票股利增加的( $n=81$ )。

### 三、实证结果分析

我们根据非预期盈余和非预期股利符号分类的平均异常股票收益表作了统计。非预期盈余和非预期现金股利的统计表明,盈余上升时,异常收益也增加。盈余上升、股利下降时,平均异常收益为0.41%;盈余下降、股利下降时,平均异常收益为-2.90%。异常收益相差3.31个百分点,在1%的显著性水平上是显著的( $t=4.30$ )。股利不变和股利上升时的情况相似。盈余上升时的异常收益比盈余下降时的异常收益要高( $t$ 分别为5.70和2.40)。在所有的股利分组中,盈余下降时,负的异常收益为-2.70%,盈余上升时正的异常收益为0.30%。盈余下降时的平均收益在0.01显著性水平上是显著的( $t=-8.46$ )。相对于盈余而言,股利变化方向与异常收益关系不大。股利上升、盈余下降时,平均异常收益为-2.10%;股利下降、盈余下降时,平均异常收益为-2.90%。异常收益相差仅0.80个百分点,并且在统计上是不显著的( $t=-0.90$ )。当盈余上升时,股利上升与股利下降时的异常收益之差也不显著( $t=-0.85$ )。结论表明,股票收益的变化对盈余变化比较敏感,对现金股利变化的敏感性比较小。

非预期盈余和非预期股票股利的统计表明,对于三种水平的非预期股票股利而言,与非预期盈余下降相比,非预期盈余增加时的异常收益相对较高。非预期股票股利的增加或是减少都能导致异常收益的变化。对于负的盈余宣告信号而言,超额收益之差为2.60% (最小是-3.36%,最大是-0.76%),在统计上是显著的( $t=2.58$ )。同样,对于正的盈余而言,超额收益之差在统计上也是显著的。结果说明股票价格受非预期股票股利的影响。当公司同时宣告非预期的正的盈余和非预期的股票股利增加时,超额股票收益达到最大。同样,当公司同时宣告负的非预期的盈余和减少股票股利的时候,超额股票收益达到最小。综合而言,在证实或是修正股票价格对非预期的盈余所做出的反应时,股票股利比现金股利更加重要。

上面的统计仅给出了盈余、现金股利和股票股利信号所包含的增量信息的检验,并没有检验这些信号的大小。但是其结论既受盈余和股利变化方向的影响,也与它们的变化大小有关。

进一步,我们统计了非预期盈余和非预期现金股利及股票股利符号分类的平均非预期盈余和股利。我们发现,非预期盈余大于零的数量(777)显著超

过非预期盈余小于零的数量(455)。在 UD 为负值的情况下, UE > 0 时的非预期股利比 UE < 0 时的非预期股利要多, 并且此时的 t 统计量是 2.61, 在统计上是显著的。当股利不变的时候, 非预期的盈余达到最大(0.21%)。在非预期盈余为正值的情况下, 如果股利增加, 则 UE 达到最小(0.13%)。这样的检验结果是相当出乎意料的, 并且和 Leftwich 和 Zmijewski (1994) 的结果差别很大。

同时, 当股票股利增加时, 非预期盈余达到最大值 0.22%。当股票股利不变时, 非预期盈余达到最小值 - 0.38%。仅次于的是当股票股利减小时的盈余 - 0.30%。所有的检验都证明了盈余变化和股票股利变化之间的正相关关系。

1. 回归分析

表 2 给出了模型 1 的回归结果。其中, R<sup>2</sup> = 0.053, F 统计量是显著的。与澳大利亚和美国的关于盈余和现金股利的研究相比, 模型的解释能力很低。如果 UE、UD 和 USD 预期为正向信号, 也就是说正的盈余和正的非预期股利(由盈余和盈余的变化表示)就会引起股票价格的提高。描述盈余变化的变量 UE 和描述股票股利的变量 USD 在 1% 的显著性水平

表 2 异常收益对非预期盈余、非预期现金股利和非预期股票股利的回归

变量	系数	T 统计量
常数项	- 0.005	- 2.057**
UE	3.142	6.262***
UD	0.187	1.571*
USD	0.749	3.746***
调整后 R <sup>2</sup>	0.053	
F- 值	20.889***	

\*\*\*、\*\*、\* 表示显著性水平分别为 0.01、0.05、0.10, 单边检验。

下都是显著的。非预期的现金股利变量 UD 在 1% 的显著性水平下也是显著的。检验的结果说明, 非预期盈余宣告和非预期的股票股利宣告与超额收益是紧密相关的。

表 3 异常收益对非预期盈余、非预期现金股利和非预期股票股利的回归以及相互影响

变量	A. 非预期盈余的系数		变量	B. 非预期现金股利系数		变量	C. 非预期股票股利的系数和控制变量	
	系数	T 统计量		系数	T 统计量		系数	T 统计量
UE (+ + +)	9.432	4.157***	UD (+ + +)	0.019	1.012	USD (+ + +)	1.135	2.080**
UE (+ + 0)	9.126	4.025***	UD (- + +)	0.043	0.984	USD (- + +)	0.732	0.841
UE (+ + -)	3.473	2.862***	UD (+ + 0)	0.263	1.839**	USD (+ 0 +)	1.055	1.783**
UE (+ 0 +)	10.365	4.928***	UD (- + 0)	- 0.135	- 0.821	USD (- 0 +)	0.983	0.989
UE (+ 0 0)	4.951	2.914***	UD (+ + -)	0.225	0.860	USD (+ - +)	1.138	2.317**
UE (+ 0 -)	4.268	2.135**	UD (- + -)	- 0.382	- 0.769	USD (- - +)	0.483	1.138
UE (+ - +)	7.461	2.216**	UD (+ - +)	0.093	0.275	USD (+ + -)	0.209	1.004
UE (+ - 0)	6.035	2.785***	UD (- - +)	0.351	1.115	USD (+ - -)	1.983	2.443***
UE (+ - -)	1.100	1.969**	UD (+ - 0)	- 0.266	- 1.002	USD (+ 0 -)	0.738	1.083
UE (- + +)	0.988	2.007**	UD (- - 0)	0.149	0.864	USD (- 0 -)	2.068	2.538***
UE (- + 0)	2.560	2.137**	UD (+ - -)	- 0.122	0.996	USD (+ - -)	1.186	1.203

续表 3 异常收益对非预期盈余、非预期现金股利和非预期股票股利的回归以及相互影响

变量	A. 非预期盈余的系数		变量	B. 非预期现金股利系数		变量	C. 非预期股票股利的系数和控制变量	
	系数	T 统计量		系数	T 统计量		系数	T 统计量
UE (- + -)	5.266	3.098***	UD (- - -)	0.475	2.017**	USD (- - -)	3.142	2.689***
UE (- 0+)	0.738	1.849**						
UE (- 00)	2.673	2.244**						
UE (- 0-)	4.975	2.843***						
UE (- - +)	3.000	2.120**						
UE (- - 0)	2.837	2.005**						
UE (- - -)	6.070	4.082***						

\*\*\*、\*\*、\* 表示显著性水平分别为 0.01、0.05、0.10, 单边检验。

为了研究盈余和股利变化之间的相互作用, 我们检验了模型 2。表 3 列出了对模型 2 进行回归的结果。如表 3 的组 A 所示, 变量 UE 的系数都是正数, 与正的非预期盈余能导致股票价格上升(负的非预期盈余导致股票价格降低)这一结论相吻合。当非预期现金股利、非预期股票股利的信号和非预期盈余的信号相同时, UE 的系数达到最大。当这三个宣告的信号都相同时, 变量 UE 的 t 统计量也比较大。比如, 当 UE(+ 0+) 的系数最大, UE(+ + +) 的系数仅次之。当盈余变化为负值时, UE(- - -) 的系数是最大的。所有的检验都表明, 如果现金股利、股票股利和盈余同方向变动, 那么, 就能进一步增强盈余信号。该结果与澳大利亚和美国的研究结果(Easton 1992; How, 1993; Kane, 1984; Leftwich 和 Zmijewski, 1994)相一致。股票股利比现金股利具有更强的增强效果。例如, UE(+ - +) 的系数比 UE(+ + -) 的系数大。这样的结果说明, 相应的股票股利的信号增强正的盈余变化的冲击(系数是 7.461)的幅度要比现金股利的幅度大。相反, 当股票股利的信号与盈余信号相冲突时, 盈余的变化对股票收益的影响相对就比较小。

表 3 组 B 说明, 除了 UD(+ + 0) 和 UD(- - -) 的系数之外, UD 的其他系数在 5% 的显著性水平下都是不显著的。Leftwich 和 Zmijewski (1994) 还发现, 在他们的研究中, 利用美国的数据, 现金股利也是不显著的。基于表 2 和表 3 的检验结果, 对于中国而言, 在解释利润和现金股利宣告前后的异常收益时, 现金股利的解释能力要比盈余的解释能力弱。在中国, 股利没有那么重要的一个原因就是现金股利的波动性比其他国家现金股利的波动性大。魏刚(1999)认为, 股利的波动性一定程度上反映了公司扩张对现金需求的变化。在这种情况下, 现金股利能预示通过公司资本扩张而引起的增长。如果股利和扩张是负相关(股利减少、扩张增加)的话, 那么, 现金股利对股票价格就没有影响。表 2 和表 3 的结果和 Modigliani, Miller (1958) 和 Miller, Modigliani (1961) 提出的股利不相关理论是相一致的。

表 3 组 C 给出了股票股利变量(USD)的检验结果。USD 的系数都为正,

这说明高的股票股利和高的股票收益相关。这些结果表明,当盈余和股票股利同方向变动时,USD 的系数就比较大,而且通常情况下  $t$  统计量就越大。在 7 个超过 1 的 USD 系数中,有 6 个系数是出现在盈余信号和股票股利信号同方向的变化情况下的。股票股利的变化与股票收益相关,这两者之间相关的强度依赖于盈余变化的信号。如果盈余信号证实了股票股利的信号,那么股票股利的变化就是公司价值的更强的信号(就统计的显著性与系数的大小而言)。如果盈余变化是相反的信号,那么,股票股利的变化对股票价格的影响就会变小。在这种情况下,USD 的系数就是不显著的,现金股利的变化对 USD 系数的影响就比较小。

虽然股票股利和现金流没有什么联系,但股票股利和股票收益之间却有一定的联系。对别的国家的股票市场的研究(Kaski, 1998; Crawford 和 Franz, 2001)同样也发现了股票股利和股票收益之间的正相关关系。这些发现通常都认为这是由于股票股利意味着相关公司的前景会比较好。中国上市公司的一个特征就是频繁使用股票股利,并且每年的股票股利率都在变化。还有一些实证证明股票股利还被用来代替现金股利。

## 2 敏感性测试

为了检验结论的可靠性,本文进行了多项敏感性检验,如用  $t-1$  年的盈余和股利乘以  $(1+r)$  ( $r$  为  $t-1$  年相对于  $t-2$  年的增长率) 作为  $t$  年的预期,按照公司是否同时宣告增发来对样本分组,剔除从没有发放现金股利的上市公司,用 5 天、11 天、15 天的异常收益率代替 3 天的异常收益率进行检验,根据上市地点(上海或深圳),以及根据在盈余和股利宣告时是否有 A 股和 B 股同时上市对样本进行分类等,得出的结论与本文相似,敏感性检验确证了本文中的结论。

## 3 结论

盈余宣告会向股票市场传递信息,并且盈余变动和股票市场短期异常收益率之间存在正相关关系。与盈利同时发布的股利公告,对盈余传递信号具有补充作用。伴随股利上升的盈余上升具有最大的回归系数或盈余反应系数。伴随股票股利上升的盈余上升具有最大的回归系数或盈余响应系数。盈余变化与异常收益的相关性大小受股票股利变动信号的影响。简言之,股票股利的变化增强或者修正盈余信号。另一方面,现金股利对盈余信号的增强或者修正能力就比较小。因为现金股利与现金流相关,而股票股利不涉及现金流,所以我们就很难解释为什么在中国的股票市场中,股票股利具有较强的信号特性。

根据我们的研究,股利信号作用有限。当盈余下降伴随着股利下降时,股利与异常收益率具有显著的正相关关系。在其他情况下(股利下降、盈余上升,股利上升、盈余下降,股利上升、盈余上升),股利与异常收益率没有显著相



关关系。股利变动的边际信息含量也局限于股利和盈余都下降的情况。中国上市公司股利变化频繁,这可能削弱了它的信息含量。

注释:

- ①原因是特别项目实质上是短暂性项目,对价值评估影响较小。用包括营业外收支的盈余重新测试,本文的结论仍然适用。
- ②同时也使用了5天、11天和15天的窗口。
- ③通常情况下股利一年只支付一次。本文用年度数据。美国和澳大利亚的研究分别用年度和半年度数据。

参考文献:

- [1] Aharony J, I Swary. Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis[J]. Journal of Finance, 1980, (35): 1~ 12
- [2] Brown P, F J Finn, P Hancock. Dividend changes, earnings reports and share prices: Some Australian findings[J]. Australian Journal of Management, 1977, (2): 127~ 147.
- [3] Collins D W, E L M aydew, I S Weiss. Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years[J]. Journal of Accounting and Economics, 1997, (24): 39~ 67
- [4] Conroy R M, K M Eades, R S Harris. A test of the relative pricing effects of dividends and earnings: Evidence from simultaneous announcements in Japan[J]. Journal of Finance, 2000, (55): 1199~ 1227
- [5] Crawford D, D R Franz. Stock dividends and splits: Anticipation, signaling, and market response[J]. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 2001, 16(2): 141~ 166
- [6] Easton S. Earnings and dividends: Is there an interaction effect? [J]. Journal of Business Finance and Accounting, 1991, (18): 255~ 266
- [7] Firth M. Dividend changes, abnormal returns, and intra-industry firm valuations[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1996, (31): 189~ 211
- [8] Kane A, Y K Lee, A Marcus. Earnings and dividend announcements: Is there a corroboration effect? [J]. Journal of Finance, 1984, (39): 1091~ 1099
- [9] Koski J L. Measurement effects and the variance of returns after stock splits and stock dividends[J]. Review of Financial Studies, 1998, (11): 357~ 375
- [10] Leftwich R, M E Zmijewski. Contemporaneous announcements of dividends and earnings[J]. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 1994, (9): 725~ 762
- [11] Miller, M F Modigliani. Dividend policy, growth, and the valuation of shares[J]. Journal of Business, 1961, (34), 411~ 433
- [12] Modigliani F, M Miller. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment[J]. American Economic Review, 1958, (48): 261~ 297.
- [13] 魏刚. 我国上市公司股利分配的实证研究[J]. 经济研究, 1998, (6): 30~ 36

(下转第99页)

groups, emphasizing on the heterogeneity of interest. It analyzes the different value tendencies of China's macroeconomic policies in different periods, which are resulted from the deciders' taste. Meanwhile, it also analyzes how the stresses from the interest groups in different periods affect the deciders' taste, and provides a new perspective for the study on the changing of Chinese economic developing strategy.

**Key words:** new political economics; heterogeneity of interest; political business cycle; interest groups

(责任编辑 金澜)

---

(上接第 66 页)

## The Interactions of Announced Earnings, Cash Dividends and Stock Dividends

CHEN Gong-meng<sup>1</sup>, GAO Ning<sup>2</sup>

(1 *China Venture Capital Research Institute(Hong Kong), Hong Kong, China;*

2 *Guo Tai An Information Technology Co. Ltd., Shenzhen, 518034, China)*

**Abstract:** This study focuses on the information content of annual earnings and dividend announcements made by Chinese listed companies. Earnings, cash dividends, and stock dividends are announced concurrently in China and so this allows for the tests of their information usefulness and of the interactions among the three signals. Based on a data set of up to 1,232 announcements, we find that unexpected earnings, proxied by earnings changes, are positively related to abnormal returns, which shows that earnings are used by investors in setting market prices. If the sign of the unexpected stock dividend(increase, decrease) is the same as the sign of the unexpected earnings, then the earnings signal is stronger. If the signs are opposite, the earnings signal is weaker. Unexpected cash dividends have little impact on the earnings signal, which is in consistent with the dividend irrelevance arguments. Further, our results are robust across a number of sensitivity tests.

**Key words:** earnings, dividends, information content, interaction

(责任编辑 金澜)