

doi. 10. 3724/1005-0566. 20251017

上市公司一年多次分红行为与股价同步性

朱 保¹, 朱允露², 叶邦银¹

(1. 南京审计大学社会审计学院, 江苏 南京 211815; 2. 南京审计大学商学院, 江苏 南京 211815)

摘要:上市公司一年多次分红逐渐成为我国资本市场新常态。然而,这一财务行为的内在动因未得到充分阐释。从信息理论视角,本文探讨上市公司实施一年多次分红行为的内在动因。研究发现,上市公司分红频次越高,股价同步性越低,表明高频次的现金股利分配有利于提高上市公司股票定价效率,一年多次分红行为可以有效发挥市值管理功能。机制分析表明,一年多次分红行为既可以吸引投资者关注,也可以提升分析师预测准确性,从而降低股价同步性。异质性分析表明,在我国资本市场“熊市”阶段,或上市公司现金股利水平低于分红能力、现金股利平稳性较高的情况下,上市公司增加现金股利分配频次股价同步性的降低效果更显著。

关键词:现金股利; 分红频次; 股价同步性; 股票定价效率

中图分类号: F275

文献标识码: A

文章编号: 1005-0566(2025)10-0183-11

Multiple dividends in one year and stock price synchronicity of listed firms

ZHU Bao¹, ZHU Yunlu², YE Bangyin²

(1. School of Social Auditing, Nanjing Audit University, Nanjing 211815, China;

2. School of Business, Nanjing Audit University, Nanjing 211815, China)

Abstract: Listed firms' multiple dividends a year has gradually become the new normal of China's capital market. However, the decision-making mechanism of this financial behavior has not been fully explained. From the perspective of information theory, this paper discusses the internal motivation of listed companies' multi dividend behavior in one year. The study found that the higher the dividend frequency of listed companies, the lower the synchronization of stock prices, indicating that high-frequency cash dividend distribution is conducive to improving the efficiency of stock pricing of listed companies, and multiple dividends in a year can effectively play the role of market value management. Mechanism analysis shows that multiple dividends in a year can not only attract investors' attention, but also improve the accuracy of analysts' forecasts, thereby reducing the synchronization of stock prices. The heterogeneity analysis shows that in the "bear market" stage of China's capital market, when the cash dividend level of listed companies is lower than the dividend ability and the cash dividend stability is higher, the reduction effect of listed companies' increasing the frequency of cash dividend distribution and stock price synchronization is more significant.

Key words: cash dividends; dividend frequency; stock price synchronicity; market pricing efficiency

强化上市公司股东回报是践行“以投资者为本的理念”的重要举措,是“以人民为中心的价值取向”的进一步落地。股市已经成为居民配置资

产的重要渠道,我国股票市场以往一直存在频繁炒作、换手率高、股价波动大的现象,股东回报意识弱、回报积极性不高是其重要原因,加强投资者

收稿日期:2025-04-16 修回日期:2025-08-25

基金项目:国家社会科学基金一般项目(23BJY091)。

作者简介:朱保(1992—),男,江苏淮安人,南京审计大学社会审计学院讲师,博士,研究方向为公司金融、社会审计。

回报是充分发挥资本市场财富管理功能的重要着力点。2024 年 4 月 12 日,国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》,提出“推动一年多次分红、预分红、春节前分红”。此后,上市公司积极实施年中分红、季度分红,截至 2025 年 3 月 25 日,共 985 家上市公司发布 2024 年中期分红公告^①,部分上市公司开始实施季度分红方案,一年多次分红行为成为我国资本市场中越来越普遍的现象。

现有研究文献对提升现金股利水平、增加现金股利平稳性、稳定现金股利预期等分红政策的经济后果有较为丰富的研究^[1-3],尚无研究关注上市公司分红频次决策的信息传递作用及其作用机理。分红频次是一个会计年度内公司分配现金股利的次数,根据信号传递理论,上市公司可以利用分红政策向外界传递其他手段难以传递的公司特质信息,投资者也会根据分红政策释放的信息做出决策。那么,上市公司一年多次分红行为能否向资本市场传递增量的公司特质信息呢?本文从信息理论视角,探讨上市公司一年多次分红决策的内在动因,并以 2003—2022 年我国 A 股上市公司作为研究样本,实证检验上市公司现金股利频次对股价同步性的影响,以期优化上市公司分红行为、完善分红监管政策提供经验借鉴与思路指引。

本文的主要边际贡献表现在以下 3 个方面。

(1) 研究结论丰富了人们对上市公司现金股利决策内容的认识。现有研究注意到了现金股利的市值管理作用,研究表明现金股利分配水平、现金股利分配倾向、现金股利平稳性、现金股利分配预期等现金股利决策的重要性^[4-8],鲜有研究关注一年多次分红行为的经济后果及其内在机理。本文研究表明,一年多次分红行为提升了上市公司股价信息含量,这一结论深化了对现金股利决策内容的理解与认识。

(2) 研究结论显示,一年多次分红行为是股价同步性的重要影响因素,拓展了上市公司股价同

步性的影响因素研究,丰富了公司股价同步性相关研究文献。现有股价同步性相关研究广泛探讨了公司信息披露内容、管理层业绩说明、投资者问答等上市公司市值管理渠道的有效性^[9-12],鲜有研究基于信息传递视角考察公司财务政策对股价同步性的影响,而本文研究结论显示增加现金股利分配频次有利于提升上市公司股价同步性。这一结论丰富了公司股价同步性的财务政策影响因素相关研究文献。

(3) 研究结论丰富了现金股利政策对公司股价同步性影响内在机理的认识。本文研究结论显示,只有在维持合理的现金股利水平和保持现金股利平稳性的基础上,一年多次分红行为才可以发挥降低公司股价同步性的市值管理作用。这一结论有助于更好地识别现金股利政策对公司股价同步性的影响路径,从而为投资者精准辨别上市公司分红行为动机提供了理论依据,也为进一步优化分红行为监管政策提供了经验证据。

一、文献回顾与假设提出

(一) 文献回顾

在完美资本市场中,与股价相关的信息能够及时、充分地反映到价格中,而在新兴资本市场,上市公司股票价格中往往包含着较大的“噪声”,不能很好地反映公司基本面信息,股票价格的信息含量较低,表现出“同涨同跌”的现象^[13]。已有研究表明,宏观政策制定者、投资者、信息媒介、上市公司等资本市场参与者行为会影响股价同步性。在宏观层面,产权保护制度、政府产业政策等宏观环境会影响投资者信息搜集动力或信息搜集成本,从而导致不同国家或不同上市公司之间股价中公司特质信息含量存在差异^[13-14]。从投资者视角来看,投资者关注、投资者情绪和监管型小股东参与治理等投资者特征差异可能通过投资者交易行为将基本面信息反映到资产价格中^[15-16]。从信息媒介视角来看,新闻媒体报道、微博等网络新媒体、分析师可以通过挖掘、解读和传递信息降低股价同步性^[11,17]。作为市值管理主体,上市公司在

^① 数据来源于《人民日报》(2025 年 03 月 31 日 13 版)。

降低股价同步性中的角色越来越受到重视,完善上市公司信息披露机制是重要着手点^[9,18-20]。

现金股利分配是不完善资本市场中上市公司传递信息的渠道之一,对于新兴市场而言至关重要。信号传递理论认为,信号传递意味着存在信息传递,信息传递是与外界共享的任何形式的信息,根据 Brav 等^[21]的说法,当一家公司有意识地承担成本披露私人信息时,就存在信号传递。因此,信号传递以信息传递为前提,但反之则不成立^[22]。现有研究表明,现金股利政策不仅向外界传递关于公司过去的盈余及其现金流量信息,也可以传递公司未来现金流充裕、预期盈利的事前信号^[23-25]。现金股利政策内在因素的信息含量也是学者关注的焦点。经验证据表明,分红决策所处宏观环境^[26]、分红水平变动^[3,5]、分红内在动因^[27]、分红现金来源^[28]等也具有信息含量。投资者也会根据现金股利政策释放的信息作出决策,基于事件研究的经验证据表明市场会对上市公司现金股利政策作出反应^[2,29-30]。

现有文献对股价同步性和现金股利政策进行了广泛深入探讨,为本文研究提供了诸多有益的参考和借鉴,但尚无研究关注到现金股利频次决策的经济后果。一方面,随着上市公司一年多次分红行为的日益普遍,现金股利频次决策将成为上市公司现金股利分配管理过程中的重要内容,分红频次决策的内在诱因亟待探讨。另一方面,现金股利的市值管理作用得到广泛认可,但现金股利频次是否以及如何影响股价同步性的问题尚未得到充分解答。鉴于此,本文将探讨现金股利频次对股价同步性的影响及其作用机制,识别现金股利频次能否向市场传递公司特质性信息。

(二) 假设提出

现金股利频次是公司在—个会计年度内分配现金股利的次数,上市公司增加现金股利分配频次,既可以向资本市场传递更多上市公司的特质信息,也可以更好地支撑季度财务报告和中期财

务报告的可靠性,从而降低股价同步性。

—方面,每一次现金股利分配行为将会为投资者提供增量的基本面信息,频次更高的现金股利分配行为将会提供上市公司更丰富的、更及时的内部信息,从而增加股价中的公司特质性信息含量,降低股价同步性。上市公司每一次现金股利分配可视为—次信息传递行为,更多频次的信息传递行为有利于提升市场定价效率^[31],增加现金股利分配频次可以放大现金股利行为的信息传递功能。Charitou 等^[22]发现公司历年股利发放记录会影响股利政策的信号功能,公司股利政策的历史记录越多,则股利政策变动传递未来盈利信息的功能越显著。上市公司更高的分红频次可以反映公司经营前景良好、经营风险更低,从而对高频次分红的上市公司赋予更高的估值,从而降低股价同步性。上市公司—年内各次分红强度之间的变化也可以传递增量信息。严太华和杨永召(2014)的研究发现上市公司每一次现金股利强度之间的变化会引起投资者的反应,表明现金股利变化是上市公司传递增量信息的一个有效渠道。市场参与者会根据公司所披露的信息不断调整预期,并据此作出投资决策。例如,一个成熟期的上市公司4个季度分红强度均为2%,另一个同行业公司或可比公司4个季度分红强度为3%、4%、1%和0,两个公司—年内各次分红强度的变化是可以传递未来经营前景或经营风险的。因此,上市公司增加现金股利分配频次可以通过向投资者传递更多信息降低股价同步性。

另—方面,增加现金股利分配频次可以更好地支撑季度财务报告和中期财务报告的可靠性,从而降低股价同步性。上市公司财务报告存在“言行不一”的信息操纵现象,由于上市公司中期报告和季度报告会计处理简化,且并不需要进行外部审计^②,其可靠性往往相对年度报告更低^[32]。多模态信息为稽核上市公司中期报告和季度报告

② 需要说明的是,上市公司中期报告在特定情形下需要外部审计。根据上海证券交易所和深圳证券交易所的《股票上市规则》,公司半年度报告中的财务会计报告可以不经审计,但有下列情形—的,应当经过审计:①拟依据半年度财务数据派发股票股利、进行公积金转增股本或者弥补亏损;②中国证监会或者本所认为应当进行审计的其他情形。

提供了替代性的增信渠道,学者认为通过提升上市公司实际行动或管理层行为与财务报告的一致性可以增强披露信息的可靠性^[33-34],中期报告和季度报告中包含了上市公司众多前瞻性的、公司特质的信息,而中期分红或季度分红水平、变化以及是否符合公司股东回报战略、是否满足投资者预期,均能够反映管理层对公司经营前景、未来经营风险的判断。中期分红或季度分红行为也是可验证或稽核中期报告和季度报告信息的重要财务活动,二者的“言行一致”程度会影响信息使用者对公司经营状况和未来发展的认知。因此,每一次现金股利分配情况也可以更好地支撑季度财务报告和中期财务报告的可靠性,从而降低股价同步性。

假设 H1:上市公司现金股利频次增加会降低股价同步性。

上市公司现金股利分配提供增量基本面信息可以促进上市公司与投资者的互动,进而降低股价同步性。我国股票市场参与者以散户为主,信息获取渠道相对较少,上市公司与投资者互动交流是投资者获取公司经营信息、洞悉公司风险的重要手段,上市公司与投资者互动可以改善资本市场定价效率^[35]。当上市公司选择发放现金股利时,这通常需要向市场公布或在交易所互动平台向中小投资者回复相关财务信息,如现金流情况、投资计划、留存未分配利润的确切用途等,这些额外的信息披露能够改善市场信息效率,使投资者能够更准确地评估公司的价值,在股票交易行为中融入更多的基本面信息因素,从而降低股价同步性。在海量信息环境下,投资者关注是一种稀缺资源,只有被投资者关注到的信息才可能通过投资者的交易行为反映到资产价格中。此外,高频次分红的上市公司更容易受到媒体关注,例如“三七互娱(002555)一年分红4次”等高频次分红行为受到广泛报道,被相关媒体进行大量报道的上市公司,更容易获得投资者的关注,使得公司的特质信息更多地融入股价^[36]。媒体对企业分红行为的正面报道会提升企业的声誉,通过“光环效应”有效增强投资者信心。如果媒体报道高频次分红信息能够发挥信息中介和声誉传播功能,促

使投资者将有限关注资源聚焦到公司基本面信息,那么可以预期上市公司增加分红频次会通过增加媒体关注降低股价同步性。

假设 H2:上市公司现金股利频次增加会吸引投资者关注,进而降低股价同步性。

上市公司增加现金股利频次也可以提升分析师预测准确性,进而降低股价同步性。首先,信息披露质量的提高有助于增加公司的股价信息含量^[37],上市公司现金股利分配频次越高,中期或季度报告中的文本信息或财务数字信息的可靠性越强。其次,信息披露可靠性的提升有利于提高分析师盈余预测精度,从而降低上市公司股价同步性。证券分析师作为资本市场中重要的信息中介,发布的研究报告是传递企业价值相关信息、缓解企业与外部投资者间的信息不对称的重要渠道。证券分析师的信息搜寻活动能够提高股票价格的信息含量^[38]。一般而言,分析师盈余预测准确性越高,上市公司股价同步性越低^[39-40],提升分析师预测精度是降低股价同步性的重要渠道。而公司对外传递特质性信息质量越高,分析师预测盈余的基础信息越可靠,其盈余预测精确度越好^[41],从而股价同步性越低。

假设 H3:上市公司更高现金股利频次越高,分析师预测更加准确,越有利于降低股价同步性。

二、模型设定与样本选择

(一)样本选择和数据来源

本文选取2003—2022年A股上市公司作为初始研究样本,并剔除以下样本:①金融行业企业;②未分红企业;③资不抵债企业;④变量数据缺失的企业;⑤ST企业。最终得到22853家公司一年度观测值。为排除异常值的扰动,我们对所有连续变量进行1%和99%分位上的缩尾(Winsorize)处理。研究所需公司财务和公司治理数据均来自国泰安数据库(CSMAR)和万德数据库(Wind)。

(二)模型设计与变量选择

为检验上市公司分红频次(Frq)对股价同步性(Syn)的影响,本文构造的模型(1)为:

$$Syn_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 Frq_{i,t} + \sum_i \beta_n Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,被解释变量为股价同步性(Syn),参考许年行等^[12]的做法,其计算模型为:

$$R_{i,t} = \chi_i + \delta_{i,1}R_{m,t} + \delta_{i,2}R_{I,t} + \varphi_{i,t} \quad (2)$$

模型(2)中的 $R_{i,t}$ 为股票*i*在第*t*周考虑现金红利再投资的回报率, $R_{m,t}$ 为市场指数第*t*周收益率, $R_{I,t}$ 是行业*I*第*t*周收益率。利用模型(2)估计出个股的年度拟合优度 R^2 即为上市公司年度股价同步性(Syn)。借鉴孙泽宇和孙凡(2024)的做法,根据计算过程中市场指数的指标类型,将Syn区分为Syn1与Syn2。使用分市场指数收益率作为基准计算则得到Syn1,使用综合市场指数收益率作为基准计算则得到Syn2。

解释变量是现金股利频次(Freq)。即上市公司一个会计年度内分配现金股利的次数,按照分红时间节点区分,我国上市公司分红包括年度分红、一季度分红、中期分红、三季度分红四类,分红频次是上市公司对这4次分红的采用程度。借鉴已有研究^[35,42]的做法,模型控制了公司规模(Size)、偿债能力(Lev)、盈利能力(ROA)、市账比(MB)、成长能力(Growth)、股权集中度(Top1)、董事会规模(Board)、行业公司数量(Inum)、公司年龄(Age)、现金股利比例(Div)、每股股利变动比率(Cha)以及公司和年度虚拟变量,具体定义和计算详见表1。

三、实证结果与分析

(一)描述性统计结果

表2报告了主要变量的描述性统计结果。Syn1

和Syn2的平均值分别为0.456和0.4588,标准差分别为0.1939和0.1943,最小值分别为0.0390和0.0429,最大值分别为0.8839和0.8945,与宋昕倍等^[18]估算的结果相近。Freq均值为1.0189,表明分红的上市公司绝大多数一个年度只分红一次;标准差为0.1360,呈现一定的离散性;最大值为3,数据显示样本期间,只有兰州民百(600738)在2019年、龙竹科技(831445)在2020年度、2021年度曾经一年内分红3次。各控制变量的描述性统计特征与以往研究文献基本一致。

表1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	股价同步性	Syn	详细计算过程见上文
解释变量	现金股利频次	Freq	上市公司一个会计年度内现金股利分配次数
控制变量	公司规模	Size	公司资产总额的自然对数
	偿债能力	Lev	年末负债总额/年末资产总额
	盈利能力	ROA	净利润/总资产
	市账比	MB	市值/总资产
	成长能力	Growth	(本年营业收入 - 上年营业收入)/上年营业收入
	股权集中度	Top1	第一大股东持股比例
	董事会规模	Board	董事人数
	行业公司数量	Inum	公司所属行业内公司数量的自然对数
	公司年龄	Age	成立年限
	现金股利比例	Div	现金股利规模/净利润
	每股股利变动比率	Cha	(本年度每股现金股利 - 上年度每股现金股利)/上年度每股现金股利
	公司	Firm	公司虚拟变量
年份	Year	年份虚拟变量	

表2 描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	下四分位数	中位数	上四分位数	最大值
Syn1	22 853	0.456 0	0.193 9	0.039 0	0.313 0	0.463 4	0.604 2	0.883 9
Syn2	22 853	0.458 8	0.194 3	0.042 9	0.314 0	0.466 8	0.608 2	0.894 5
Freq	22 853	1.018 9	0.136 0	1	1	1	1	3
Size	22 853	22.251	1.304 1	19.346 4	21.293 9	22.056	23.008	26.044 3
Lev	22 853	0.402 5	0.192 4	0.051 6	0.247 6	0.397 4	0.545 6	0.956 9
ROA	22 853	0.058 1	0.040 3	-0.003 9	0.028 4	0.049 4	0.078 3	0.197 6
MB	22 853	0.638 1	0.247 0	0.108 6	0.447 1	0.641 8	0.832 3	1.146 5
Growth	22 853	0.191 0	0.288 0	-0.360 7	0.041 5	0.116 7	0.241 4	2.279 7
Top1	22 853	37.009 7	15.291 1	8.862 1	25	35.515 1	48.015 5	74.964 8
Board	22 853	8.780 3	1.812 5	0	7	9	9	18
Inum	22 853	3.916 3	0.955 8	1.386 3	3.295 8	4.060 4	4.654 0	5.620 4
Age	22 853	8.717 4	7.033 1	0	3	7	13	31
Div	22 853	0.370 6	0.302 9	0.046 9	0.189 8	0.301 3	0.451 9	2.149 0
Cha	22 853	0.159 8	0.852 9	-0.989	-0.333 3	0	0.296 2	4.647 1

(二) 基准回归结果

表 3 报告了本文的基准回归结果。列(1)和列(2)为基于个体—年度固定效应模型的一元回归结果,列(3)和列(4)分别为纳入所有控制变量的多元回归结果。表 3 中的回归结果显示,核心解释变量 *Freq* 的回归系数在 1% 水平下显著为负,表明增加现金股利分配频次可以增加股价信息含量,降低股价同步性。这一结论支持了上市公司更高的分红频次有利于上市公司向外界传递更多公司特质信息,即信息传递是上市公司一年多次分红行为的重要动因。本文的研究假说 H1 得到了验证。

表 3 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Syn1	Syn2	Syn1	Syn2
<i>Freq</i>	-0.036 7*** (-3.692 7)	-0.037 7*** (-3.760 8)	-0.024 6*** (-2.592 8)	-0.024 7*** (-2.584 9)
控制变量	否	否	是	是
截距项	0.521 6*** (38.777 7)	0.525 8*** (38.631 3)	0.424 9*** (5.428 4)	0.457 4*** (5.797 1)
年度固定效应	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
样本量	22 853	22 853	22 853	22 853
调整 R^2	0.246 0	0.245 1	0.293 9	0.297 7

注: *、**、*** 分别代表在 $p < 0.10$ 、 $p < 0.05$ 、 $p < 0.01$ 有统计学意义;下同。括号内为 T 值。

(三) 稳健性检验结果

1. Heckman 二阶段模型

现金股利作为上市公司市值管理常用手段之一,现金股利频次可能是上市公司根据股价情况的决策结果。因此,基准回归结果可能存在样本选择偏误问题。潜在的样本选择问题可能导致基准回归结果偏误,为缓解这一问题,本文采用 Heckman 模型回归做进一步检验。在第一阶段回归中,以分红频次是否大于各年度均值的虚拟变量作为被解释变量,以基准回归模型中的控制变量作为解释变量,构建 Probit 模型进行回归。在第二阶段,将第一阶段回归所得的逆米尔斯比率(IMR)加入回归模型中。基于 Heckman 二阶段模型的结果如表 4 列(1)和列(2)所示,*Freq* 系数均在 5% 的显著性水平上显著为负,与基准回归结果一致。

2. 倾向得分匹配模型

考虑到基准回归结果受到函数形式误设问题

(*FFM*) 的扰动,本文使用倾向得分匹配模型(PSM)重新检验。本文根据基准回归模型中的特征变量,构建了上市公司分配频次的倾向得分模型,并执行了一对一最近邻匹配,并以匹配样本进行回归分析。基于倾向得分匹配模型的回归结果如表 4 列(3)和列(4)所示,*Freq* 系数分别在 1% 和 5% 的显著性水平上显著为负,前文实证结论依然成立。

表 4 基于 Heckman 和 PSM 的实证结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Heckman		PSM	
	Syn1	Syn2	Syn1	Syn2
<i>Freq</i>	-0.024 2** (-2.526 4)	-0.024 3** (-2.515 8)	-0.037 5*** (-2.602 5)	-0.035 5** (-2.429 1)
<i>IMR</i>	0.032 8 (1.587 3)	0.038 2* (1.851 5)	—	—
控制变量	是	是	是	是
截距项	0.110 0 (0.480 2)	0.086 7 (0.377 9)	0.185 9 (0.823 6)	0.223 3 (0.966 7)
年度固定效应	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
样本量	22 048	22 048	3 617	3 617
调整 R^2	0.295 8	0.299 9	0.284 3	0.290 5

3. 更换主要变量

在基准回归模型中的股价同步性计算过程中,市场收益率与行业收益率均是采用等权平均法,也有学者采用总市值平均法计算^[10],为排除股价同步性计算方式对基准回归结果稳健性的可能影响,本文采用分市场总市值平均法和综合市场总市值平均法计算得到的股价同步性指标作为被解释变量(*Syn3* 和 *Syn4*)重新检验。回归结果如表 5 列(1)和列(2)所示,*Freq* 系数均在 5% 的显著性水平上显著为负,与基准回归结果一致。

分红频次更高往往意味着上市公司当年度现金股利分配力度越大,为剔除现金股利力度的影响,本文使用分红频次与现金股利分配率的比值(*Freq2*)作为解释变量重新检验,回归结果如表 5 列(3)和列(4)所示,*Freq2* 系数均在 5% 的显著性水平上显著为负,前文实证结论依然成立。

4. 更换样本期间

证监会于 2008 年提出了股权再融资资格与分红挂钩的半强制分红政策,政策前后我国上市公司现金股利发放动机、决策思路等均发生系统性

变化,这一政策可能对实证结果产生干扰。对此,本文剔除2008年以前样本,使用2009—2022年上市公司样本重新检验,回归结果如表5列(5)和列(6)所示, $Freq$ 系数均在5%的显著性水平上显著为负,实证结果保持稳健。

四、影响机制检验

(一)投资者关注

理论分析结论认为上市公司现金股利频次增加会促进上市公司与投资者的互动,进而降低股价同步性。为检验投资者关注在分红频次影响股

价同步性中的中介效应,本文借鉴袁蓉丽等^[43]的研究,用上市公司当年被投资者提问的次数($Inte$)作为投资者互动程度的代理指标。基于温忠麟和叶宝娟(2014)的中介效应检验模型,检验投资者关注的中介效应。投资者关注的中介效应检验结果如表6列(1)、列(2)和列(3)所示, $Freq$ 系数在1%的显著性水平上显著为正, $Inte$ 的系数在1%的显著性水平上显著为负,表明上市公司的分红频次增加会促进投资者互动,从而降低股价同步性。

表5 更换主要变量与样本期间的实证结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$Syn3$	$Syn4$	$Syn1$	$Syn2$	$Syn1$	$Syn2$
$Freq$	-0.022 6** (-2.192 7)	-0.020 1* (-1.947 7)	—	—	-0.021 8** (-2.195 1)	-0.022 0** (-2.193 1)
$Freq2$	—	—	-0.000 5** (-2.074 8)	-0.000 6** (-2.316 1)	—	—
控制变量	是	是	是	是	是	是
截距项	1.372 2*** (11.927 9)	1.302 8*** (11.378 8)	0.397 6*** (5.136 2)	0.429 5*** (5.503 0)	1.750 3*** (16.811 3)	1.836 5*** (17.484 9)
年度固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
样本量	20 592	20 592	22 853	22 853	20 592	20 592
调整 R^2	0.339 1	0.337 8	0.293 8	0.297 7	0.312 0	0.315 9

表6 机制检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$Inte$	$Syn1$	$Syn2$	$FERROR$	$Syn1$	$Syn2$
$Freq$	0.002 0* (1.932 5)	-0.026 5*** (-2.758 7)	-0.026 5*** (-2.758 7)	-0.535 7*** (-3.183 3)	-0.026 7*** (-2.783 1)	-0.026 7*** (-2.767 4)
$Inte$	—	-0.592 1*** (-13.993 6)	-0.592 1*** (-13.993 6)	—	—	—
$FERROR$	—	—	—	—	0.000 9** (2.006 7)	0.000 8* (1.820 7)
控制变量	是	是	是	是	是	是
截距项	0.356 7*** (19.834 0)	2.012 8*** (20.089 0)	2.012 8*** (20.089 0)	-2.111 1 (-1.049 3)	-2.111 1 (-1.049 3)	1.962 2*** (17.983 2)
年度固定效应	是	是	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是	是	是
样本量	22 799	22 799	22 799	20 375	20 375	20 375
调整 R^2	0.215 9	0.303 5	0.303 5	0.249 3	0.249 3	0.299 1

(二)分析师预测准确性

理论分析结论认为提升分析师预测准确性是上市公司更高现金股利频次降低股价同步性的重要机制。为检验分析师预测准确性在现金股利频次影响股价同步性中的中介效应,本文借鉴褚剑等^[44]的做法,用分析师盈利预测值与实际值之差的绝对值,除以公司上期期末股价,作为分析师盈

利预测准确性($FERROR$)的代理变量。该值越大说明分析师预测偏差越大,分析师盈利预测准确性越低。盈利预测准确性的中介效应检验结果如表6列(4)、列(5)和列(6)所示,列(4)被解释变量为盈利预测准确性, $Freq$ 系数在1%的显著性水平上显著为负,列(5)和列(6) $FERROR$ 系数在1%的显著性水平上显著为正,表明上市公司的分

红频次增加会降低分析师预测偏差,从而降低股价同步性。

五、进一步检验

(一) 股市行情异质性分析

理论分析认为,上市公司更多现金股利频次有利于提升投资者信心,进而降低股价同步性。中国资本市场上的中小投资者以散户居多,而且大多数投资者缺乏专业知识和交易经验,易受“噪声”影响。噪声交易越多,股价越偏离企业内在的真实价值。投资者情绪、偏好行为等非理性因素会影响投资者交易行为,由此导致股价夹杂了更多非理性信息,使得上市公司特有信息无法融入股价中^[45]。而上市公司发放现金股利行为通常被视为上市公司未来现金流充裕、预期盈利的信号,分配现金股利往往有利于提振投资者信心^[46],促使投资者投资视野趋向长期主义,持股决策更少受到短期非理性因素影响。熊市中投资者情绪悲观,导致投资者恐慌杀跌,使得股价对公司内在价值反映程度较低。因此可以预期,若增加现金股利分配频次可以及时促进投资者理性地评估股票长期风险和收益,减少投资者非理性交易行为,那么,在“熊市”阶段,分红频次增加更有利于提升股价同步性。

本文参考褚剑等^[44]的研究,将 2007 年、2009 年、2014 年和 2015 年判定为牛市,其他年份为熊市。分别在牛市样本和熊市样本内,检验上市公司现金股利频次影响股价同步性的显著性。股市行情异质性分析结果如表 7 所示,列(1)和列(3)为基于“熊市”阶段样本的检验结果,列(2)和列(4)为基于“牛市”阶段样本的检验结果。在“牛市”阶段, $Freq$ 均不显著,而在“熊市”阶段, $Freq$ 均在 10% 的显著性水平上显著为负,说明股价越偏离企业内在真实价值情况下,上市公司增加分红频次更能够起到市值管理作用。

(二) 分红能力异质性分析

现金股利频次的增加并非总能降低股价同步性。上市公司一年多次分红的基本前提是其具备分红条件,如果分红水平超出其自身能力,过度频繁分红行为可能是迎合大股东掏空的表现形式。

派发现金股利可能是大股东掏空行为的渠道,两权分离环境下,大股东通过采用过度发放现金股利的方式转移利益,变相地实现其“套现”行为,上市公司每一次现金股利派发行为意味着大股东多一次掏空上市公司的机会。因此,若上市公司高频次现金股利分配行为建立在当年度超能力分红的基础上,可能会扩大市场上投资者负面情绪和非理性交易行为,不利于稳定股价。而真正符合条件的一年多次分红行为可以发挥其信号传递作用,增强投资者对公司的信心,使股价更加平稳地运行。

表 7 股市行情异质性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$SMQ = 1$	$SMQ = 0$	$SMQ = 1$	$SMQ = 0$
	Syn1	Syn1	Syn2	Syn2
$Freq$	-0.030 6 * (-1.936 9)	-0.033 2 (-1.452 1)	-0.034 8 * (-1.801 1)	-0.033 5 (-1.470 6)
控制变量	是	是	是	是
截距项	-1.685 9 *** (-8.565 0)	0.006 4 (0.026 1)	-1.636 7 *** (-8.370 1)	-0.027 8 (-0.111 1)
年度固定效应	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
组间差异检验 P 值	0.001		0.000	
样本量	16 180	4 381	16 180	4 381
调整 R^2	0.275 3	0.246 4	0.268 8	0.244 1

为验证这一可能存在的超能力分红异质性,本文借鉴谢德仁等^[47]的做法,采用上市公司现金股利发放水平是否超出自由现金流水平作为超能力分红的代理变量($Ponzi$),并将样本分为超能力分红组($Ponzi = 1$)和正常分红组($Ponzi = 0$),分组检验。超能力分红异质性分析结果如表 8 所示,列(1)和列(3)为基于超能力分红上市公司样本的检验结果,列(2)和列(4)为基于正常分红上市公司样本的检验结果。在超能力分红组, $Freq$ 均不显著,而在正常分红组, $Freq$ 均在 1% 的显著性水平上显著为负,说明只有在符合分红能力的条件下,上市公司增加分红频次会起到对股价同步性的降低作用。

(三) 股利平稳性异质性分析

稳定的现金股利政策对于稳定我国股票市场,提高股票收益率的波动与基本面信息的相关性具有重要作用。如果上市公司每年分红频次保持稳定,可以使投资者对公司的经营前景形成理性预期,引导投资者专注公司长期价值创造,避免

受到市场噪声的干扰,从而降低股价同步性。如果上市公司分红频次在各年度之间缺乏稳定性,可能会引发市场的担忧和不确定性,导致分红频次的信号传递作用失效,上市公司分红频次对股价同步性的降低效果可能并不明显。

表8 分红能力异质性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Ponzi</i> = 1 <i>Syn1</i>	<i>Ponzi</i> = 0 <i>Syn1</i>	<i>Ponzi</i> = 1 <i>Syn2</i>	<i>Ponzi</i> = 0 <i>Syn2</i>
<i>Freq</i>	-0.016 6 (-0.602 6)	-0.029 6 *** (-2.758 3)	-0.014 4 (-0.530 1)	-0.029 8 *** (-2.762 8)
控制变量	是	是	是	是
截距项	1.765 7 *** (9.871 5)	1.799 0 *** (13.972 8)	1.798 5 *** (10.028 7)	1.870 4 *** (14.378 3)
年度固定效应	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
组间差异检验 <i>P</i> 值	0.014		0.012	
样本量	8 156	14 697	8 156	14 697
调整 <i>R</i> ²	0.332 3	0.283 4	0.335 7	0.287 4

为验证这一可能存在的现金股利平稳性异质性,本文借鉴 Leary 等^[48]的做法,采用部分调整模型计算出现金股利平稳性指标(*Stab*),并将样本分为现金股利平稳性较高组(*Stab* = 1)和较低组(*Stab* = 0),分组检验。现金股利平稳性的异质性分析结果如表9所示,列(1)和列(3)为基于现金股利平稳性较低上市公司样本的股利平稳性异质性分析结果,列(2)和列(4)为基于现金股利平稳性较高上市公司样本的股利平稳性异质性分析结果。在现金股利平稳性较低组,*Freq*均不显著,而在现金股利平稳性较高组,*Freq*均在5%的显著性水平上显著为负,说明只有在保持现金股利平稳性的条件下,上市公司增加分红频次会起到对股价同步性的降低作用。

表9 股利平稳性异质性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Stab</i> = 0 <i>Syn1</i>	<i>Stab</i> = 1 <i>Syn1</i>	<i>Stab</i> = 0 <i>Syn2</i>	<i>Stab</i> = 1 <i>Syn2</i>
<i>Freq</i>	-0.0197 (-1.2388)	-0.0276 ** (-2.2603)	-0.0194 (-1.2248)	-0.0291 ** (-2.3529)
控制变量	是	是	是	是
截距项	0.3558 (1.5421)	0.4126 *** (4.9290)	0.4325 * (1.8832)	0.4461 *** (5.2653)
年度固定效应	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
组间差异检验 <i>P</i> 值	0.008		0.010	
样本量	4805	18048	4805	18048
调整 <i>R</i> ²	0.2794	0.2996	0.2804	0.3038

六、研究结论与启示

(一) 研究结论

一年多次分红行为成为我国资本市场中越来越普遍的现象,上市公司高分红频次决策的动机尚未得到充分揭示。对此,本文从信息理论视角,探讨上市公司现金股利频次对股价同步性的影响。研究发现,现金股利分配频次越高的上市公司股价同步性越低,表明一年多次分红行为有利于提高股票定价效率。机制分析表明,一年多次分红行为通过吸引投资者关注、提升分析师预测准确性两类渠道降低股价同步性。异质性分析表明,在我国资本市场“熊市”阶段,或上市公司现金股利水平低于分红能力、现金股利平稳性较高的情况下,上市公司增加现金股利分配频次股价同步性的降低效果更显著。

(二) 研究建议

(1)鼓励上市公司一年多次分红。上市公司应重视现金股利频次决策,可以将其作为市值管理的重要手段。本文研究结论表明,上市公司现金股利分配频次越高,股价同步性越低,说明增加现金股利分配频次可以提升市场定价效率。因此,在市场价值偏离公司实际价值较大时,上市公司可以适当增加或缩减现金分红频次。同时,上市公司在加大分红频次的同时,应强化信息披露与投资者沟通,优化分红信息传导机制。高频分红公司应细化披露分红资金来源,并建立分红政策与公司战略的联动说明机制。上市公司应通过业绩说明会、互动平台等渠道,向投资者解释分红频次提升的动机及可持续性,疏通分红行为的信号传递渠道。

(2)上市公司现金股利政策应考虑合理性、稳定性、及时性、可预期性,统筹协调确定。上市公司通过增减现金股利频次管理市值时,应统筹考虑市场情绪或投资者需求,以及自身分红能力和分红平稳性等股利政策多重目标要求。本文研究结论表明,在熊市阶段,上市公司现金股利水平低于分红能力、保持现金股利平稳性等情况下,增加分红频次会起到对股价同步性的降低作用。在“熊市”阶段,对现金流充裕但分红水平低于行业

均值的公司,提供税收优惠或再融资便利,激励其主动增加分红频次。同时,对现金股利平稳性较高的公司,允许其申请“快速分红通道”,缩短资金到账时间。

(3)对于监管者而言,证券交易所和证监会应增加对合理的、以回报投资者为动机的上市公司高频次分红行为的激励力度。针对超能力分红或存在大股东掏空动机的上市公司高频次分红行为,证监会和证券交易所应根据问题性质进行监管处罚或出具问询函。考虑到分红条件不仅涉及公司存量财务情况,也涉及未来财务规划,证券交易所和证监会应持续追踪分红后 3 年内现金流情况和重大投资情况,证券交易所和证监会可以建立上市公司分红条件信息披露与鉴证制度。

参考文献:

- [1]刘星,陈名芹. 中国上市公司股利平稳性理论框架构建:基于国内外股利平稳性前沿研究的综述与分析[J]. 会计研究, 2016(4): 61-69.
- [2]ASEM E. Understanding the price reaction to large dividend increases [J]. Finance research letters, 2023, 54: 103802.
- [3]DRIENKO J, KHORSAND B. Dividend hibernation and future earnings: when no dividend news is good news [J]. Journal of corporate finance (Amsterdam, Netherlands), 2023, 83: 102502.
- [4]罗琦,张志达,吴希梅,等. 股利情绪、股利迎合与股价崩盘风险:基于百度指数平台搜索量的经验证据[J]. 管理科学学报, 2023, 26(2): 87-103.
- [5]陈名芹,张瑾月. 现金股利政策与未来盈余预测:基于新冠肺炎疫情冲击分离均衡信号检验[J]. 金融论坛, 2022, 27(10): 53-61.
- [6]尹力博,聂婧. “现金牛”比“铁公鸡”更有价值吗? [J]. 管理科学学报, 2021, 24(10): 58-81.
- [7]奚玉芹,金永红,韩钰,等. 现金股利分配、投资效率与投资者回报[J]. 管理评论, 2021, 33(6): 280-293.
- [8]谢知非. 双重迎合与现金股利平稳性:基于中国 A 股上市公司的实证研究[J]. 会计研究, 2019(11): 78-84.
- [9]李子健,李春涛,冯旭南. 非财务信息披露与资本市场定价效率[J]. 财贸经济, 2022, 43(9): 38-52.
- [10]张震,丁伟,袁嘉浩,等. 管理层“答非所问”、市场主体关注与股价同步性[J]. 金融经济研究, 2022, 37(5): 78-92.
- [11]胡军,王甄. 微博、特质性信息披露与股价同步性[J]. 金融研究, 2015(11): 190-206.
- [12]许年行,洪涛,吴世农,等. 信息传递模式、投资者心理偏差与股价“同涨同跌”现象[J]. 经济研究, 2011, 46(4): 135-146.
- [13]MORCK R, YEUNG B, YU W. The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? [J]. Journal of financial economics, 2000, 58(1): 215-260.
- [14]陈冬华,姚振晔. 政府行为必然会提高股价同步性吗?:基于我国产业政策的实证研究[J]. 经济研究, 2018, 53(12): 112-128.
- [15]肖奇,屈文洲. 投资者关注、资产定价与股价同步性研究综述[J]. 外国经济与管理, 2017, 39(11): 120-137.
- [16]李姝,金振,谢雁翔,等. 监管型小股东对股价同步性的影响研究[J]. 管理学报, 2024, 21(2): 269-277.
- [17]伊志宏,杨圣之,陈钦源. 分析师能降低股价同步性吗:基于研究报告文本分析的实证研究[J]. 中国工业经济, 2019(1): 156-173.
- [18]宋昕倍,陈莹,逯东,等. 信息环境、上市公司增量信息披露与资本市场定价效率:基于 MD&A 文本相似度的研究[J]. 南开管理评论, 2024, 27(5): 30-39.
- [19]SUN X, DU Z. Enhancing capital market efficiency: the role of data assets disclosure in reducing stock price synchronicity [J]. International review of economics & finance, 2024, 94: 103351.
- [20]XU D, HUANG J, REN X, et al. ESG report textual similarity and stock price synchronicity: evidence from China [J]. Pacific-Basin finance journal, 2024, 85: 102343.
- [21]BRAV A, GRAHAM J R, HARVEY C R, et al. Payout policy in the 21st century[J]. Journal of financial economics, 2005, 77(3): 483-527.
- [22]CHARITOU A, LAMBERTIDES N, THEODOULOU G. The effect of past earnings and dividend patterns on the information content of dividends when earnings are reduced [J]. Abacus (Sydney), 2010, 46(2): 153-187.
- [23]BHATTACHARYA S. Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy [J]. The Bell journal of economics, 1979, 10(1): 259-270.
- [24]HAM C G, KAPLAN Z R, LEARY M T. Do dividends

- convey information about future earnings? [J]. *Journal of financial economics*, 2020, 136(2): 547-570.
- [25] NIE J, YIN L. Do dividends signal safety? evidence from China[J]. *International review of financial analysis*, 2022, 82: 102123.
- [26] 祝继高,王春飞. 金融危机对公司现金股利政策的影响研究:基于股权结构的视角[J]. *会计研究*, 2013(2): 38-44.
- [27] 姜涛,霍雨佳. 分红动因识别、机构持股与信号传递[J]. *南开管理评论*, 2022, 25(4): 142-156.
- [28] LIU Y, LEE P. Market responses to cash dividends distributed from capital reserves[J]. *Finance research letters*, 2022, 46: 102389.
- [29] 屈依娜,陈汉文. 现金股利政策、内部控制与市场反应[J]. *金融研究*, 2018(5): 191-206.
- [30] 罗琦,付世豪,吕纤. 我国上市公司股利信息内涵效应的实证研究[J]. *财经论丛*, 2019(9): 53-61.
- [31] 李翔,赵劫,袁军. 信息披露频度与市场有效性:一项基于中国上市公司的经验研究[J]. *南京社会科学*, 2007(3): 31-37.
- [32] 徐焱军,刘国常. 年内各季度盈余管理程度的差异:基于中国上市公司的经验证据[J]. *山西财经大学学报*, 2010, 32(8): 110-117.
- [33] 蔡显军,赵娜,王芳. “言行一致”的资本市场反应:基于战略合作信息披露视角[J]. *北京工商大学学报(社会科学版)*, 2022, 37(1): 101-114.
- [34] 严韶俊,林斌. CEO言行一致与股价崩盘风险:基于子公司负责人坏消息隐藏的机制检验[J]. *会计研究*, 2024(2): 38-52.
- [35] 谭松涛,阚铎,崔小勇. 互联网沟通能够改善市场信息效率吗?:基于深交所“互动易”网络平台的研究[J]. *金融研究*, 2016(3): 174-188.
- [36] 卞世博,陈曜,汪训孝. 高质量的互动可以提高股票市场定价效率吗?:基于“上证e互动”的研究[J]. *经济学(季刊)*, 2022, 22(3): 749-772.
- [37] 巫岑,饶品贵,岳衡. 注册制的溢出效应:基于股价同步性的研究[J]. *管理世界*, 2022, 38(12): 177-202.
- [38] 朱红军,何贤杰,陶林. 中国的证券分析师能够提高资本市场的效率吗:基于股价同步性和股价信息含量的经验证据[J]. *金融研究*, 2007(2): 110-121.
- [39] 武翰章,刘维奇. 分析师盈余预测修正与资本市场信息效率[J]. *经济经纬*, 2022, 39(1): 98-107.
- [40] 张龔,王竹泉,程六兵. 生产网络信息溢出效应研究:分析师视角[J]. *财经研究*, 2021, 47(9): 63-77.
- [41] 方军雄. 我国上市公司信息披露透明度与证券分析师预测[J]. *金融研究*, 2007(6): 136-148.
- [42] 赵天骄,李成,张冰石. 母子公司产业网络关系与资本市场信息效率:基于股价同步性的经验证据[J]. *会计研究*, 2020(10): 136-149.
- [43] 袁蓉丽,罗杨丽莎,靳雯玥. 投资者-上市公司线上互动与市场反馈效应[J]. *财贸经济*, 2024, 45(9): 76-92.
- [44] 褚剑,秦璇,方军雄. 中国式融资融券制度安排与分析师盈利预测乐观偏差[J]. *管理世界*, 2019, 35(1): 151-166.
- [45] 李昊洋,程小可,郑立东. 投资者情绪对股价崩盘风险的影响研究[J]. *软科学*, 2017, 31(7): 98-102.
- [46] 张跃文,杨志平. 现金分红能够增强股市投资者长期信心吗[J]. *金融评论*, 2016, 8(6): 63-79.
- [47] 谢德仁,林乐. 上市公司现金分红能力分析:基于上证红利50指数成份股的数据[J]. *证券市场导报*, 2013(12): 43-48.
- [48] LEARY M T, MICHAELY R. Determinants of dividend smoothing: empirical evidence [J]. *The review of financial studies*, 2011, 24(10): 3197-3249.

(本文责编:默 黎)