

资本市场开放与股利平稳性

——来自“沪深港通”的经验证据

谭伟荣

(石河子大学 经济与管理学院, 新疆 石河子 832000)

摘要:本文以 2008—2020 年我国 A 股上市公司为研究样本,以“沪深港通”政策的实施为准自然实验,运用多时点双重差分方法检验资本市场开放对企业股利平稳性的影响及作用机制。研究发现,“沪深港通”政策的实施可以显著提升企业股利平稳性;“沪深港通”主要通过促使企业提高信息透明度、缓解融资约束两种渠道提升企业股利平稳性。进一步研究显示,产权性质、公司治理水平、产品市场竞争和货币政策不确定性对资本市场开放与股利平稳性之间的关系具有显著的调节作用。本文的研究结论不仅丰富了企业股利平稳性影响因素的相关研究,而且揭示了“沪深港通”资本市场开放政策所产生的积极治理效应,可为后续资本市场开放政策的深入推行提供一定的参考和借鉴。

关键词:“沪深港通”;资本市场开放;股利平稳性;公司治理

中图分类号:F832.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2023)03-0028-13

一、引言

股利分配政策是企业重要的财务决策之一,合理的股利分配政策不仅有助于投资者形成关于企业未来盈利和估值的稳定预期,同时也是衡量企业自身投资潜力的重要标志^{[1][2]}。相较于西方发达的资本市场中公司较为持续、稳定的股利分配政策,作为新兴资本市场国家,我国投资者保护机制不健全、公司治理水平较低及股权结构较为集中等现实因素所引致的公司分红政策不连续甚至不派发的分配“异象”仍普遍存在^[3]。长远来看,这种股利分配的不平稳性不仅严重损害投资者权益,同时“投资—回报”机制的弱化也不利于我国资本市场长期健康发展。已有关于股利政策的研究分别从股权结构、股东性质、董事会治理及会计信息透明度等微观层面以及投资者法律保护、产品市场竞争、半强制分红政策、其他外部治理机制等外部治理环境方面进行了大量的经验研究,但对于股利平稳性的研究仍相对较少。因此,探索促进企业股利平稳性的影响因素,对引导上市公司建立持续、稳定的股利分配政策,规范资本市场投资者保护机制,逐步促进我国资本市场向成熟市场迈进具有重要的理论和现实意义。

收稿日期:2022-06-10

基金项目:石河子大学高层次人才科研启动资金项目“制度背景、股利稳定性和企业价值效应”(RCSK2018C09)

作者简介:谭伟荣(1976—),女,四川绵阳人,石河子大学经济与管理学院副教授,博士。

党的二十大报告中指出,要“推进高水平对外开放,稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放”。作为我国实行对外开放、深化金融体系改革的重要举措,继2014年11月17日“沪港通”交易机制正式开放后,2016年12月5日我国又启动“深港通”交易机制,进一步扩大了内地与香港股票市场的交易规模,以满足投资者多元化需求。“深港通”取消了总额度限制,且具有更为广阔的港股通投资范围,为境外投资者进一步开放了更多的内地股票市场,标志着中国资本市场又一次向国际化迈出了坚实的一步^[4]。“沪港通”和“深港通”(以下统称为“沪深港通”)交易机制的启动对我国资本市场具有重要影响,不仅有助于实现资金互通和信息共享,同时能够有效改善现有资本市场中的投融资方式和入场资金结构,拓宽企业融资渠道,提升我国资本市场竞争力。此外,成熟的资本市场对新兴资本市场具有溢出效应,可以通过优化投资者结构及改善投资环境影响我国企业的治理水平,进而影响其财务行为^[5]。鉴于此,在目前我国企业股利支付水平波动过大的现实情境下,一方面,资本市场开放所带来的投融资环境及治理环境的转变,既有可能通过缓解企业融资约束、提升内部治理水平,进而促进企业股利分配平稳性的提高;另一方面,资本市场开放在带来增长效应的同时也往往伴随着一定的金融风险,可能会导致市场不确定性及企业面临的经营风险提升。涌入的境外投资者也可能存在短期投机行为^[6],难以发挥有效的监督治理效应,不利于企业保持股利政策的平稳性。

综上所述,“沪深港通”交易机制的启动作为资本市场对外开放的重要体现,有利于深化我国资本市场双向开放的新发展格局。然而大量文献聚焦于“沪深港通”交易机制启动对我国资本市场的作用及对企业投资效率、融资行为及现金股利分配等财务行为的影响效应,鲜有文献关注“沪深港通”交易机制启动对微观企业股利平稳性的影响。“沪深港通”政策实施究竟会对股利平稳性产生何种影响?这种影响具体通过何种机制传导?在不同的企业特征及外部环境下,“沪深港通”政策实施对股利平稳性的影响是否具有显著差异?现有研究尚未对这些问题予以纵深考察。基于上述疑问,本文选取2008—2020年沪深A股上市公司为研究样本,将“沪深港通”的正式启动作为准自然实验,通过构造双重差分模型,实证探究资本市场开放对企业股利平稳性的影响效应及其内在机制,并进一步检验企业特征及外部环境异质性对资本市场开放与企业股利平稳性之间关系的影响。

与现有文献相比,本文的边际贡献主要体现在以下三个方面:第一,拓展新兴资本市场股利政策研究的视角。针对我国股利分配“异象”,现有研究集中于股利分配倾向和分配水平,对于股利平稳性的研究相对较少,且主要集中于股权结构、非国有股东等内部治理层面。本文从“沪深港通”实施的视角,探究资本市场开放如何作用于企业股利分配决策,试图从资本市场联动性增强和外部环境变化层面寻求提升我国企业股利平稳性的有效模式,这不仅拓宽了我国股利政策的研究维度,而且丰富了股利平稳性影响因素的相关研究。第二,本文借助“沪深港通”实施这一准自然实验,检验资本市场开放对股利平稳性造成的影响,可以有效降低以往该研究领域所面临的内生性问题干扰,从而识别资本市场开放与股利平稳性之间的因果关系。进一步地,本文从引入境外投资者与境外资金两个角度,探究资本市场开放影响股利平稳性的内在机理,有利于补充“沪深港通”实施影响企业财务决策的潜在逻辑,这对于深化我国资本市场开放的实践研究具有一定参考价值。第三,为引导上市公司制定平稳性现金股利提供一定的政策参考价值。我国推出半强制分红政策后,公司股利支付倾向和水平都显著提高,但对股利平稳性的影响甚微^[9]。本文验证了资本市场开放对股利平稳性的影响,为股利监管机构利用外生冲击事件,进一步完善分红政策、保护投资者利益提供一定的经验证据。

本文后续结构安排如下:第二部分是文献回顾、理论分析与研究假设;第三部分是研究设计;第四部分为实证结果与分析;第五部分为拓展性检验;最后是结论与启示。

二、文献回顾、理论分析及研究假设

(一)文献回顾

1. 资本市场开放的经济后果。随着“沪深港通”交易机制的实施与资本市场开放的不断深化,各种争议也接踵而至,目前学术界对于资本市场开放的影响效应存在两种不同的观点。

一部分学者认为资本市场开放具有正向效应。一方面,资本市场开放可以吸引外资持股,独立于企业的境外投资者具有丰富的专业知识和治理经验,有助于提升公司治理水平^[10],许多学者基于此展开研究。孙泽宇和齐保垒的研究表明,境外投资者会通过直接监督或“用脚投票”的间接方式参与公司治理,改善标的公司信息环境,降低传统契约交易成本,抑制高管在职消费^[11]。彭雅哲和汪昌云认为,来自发达国家或地区的投资者具有信息处理优势,能够缓解信息不对称程度,约束管理层机会主义行为,进而降低企业真实盈余管理程度^[12]。还有研究发现境外投资者能够发挥监督效用,提高信息披露质量^[13],进而降低股价异质性波动和股价同步性^{[14][15]},促进我国资本市场稳定健康发展。此外,境外投资者持股能够分担国内投资者风险,提高企业投资效率,提升上市公司的现金股利支付水平^{[4][16]}。另一方面,从资本市场开放引入大量国际资本这一角度出发,Larrain 和 Stumpner 认为资本账户交易的限制导致外部融资成本较高,增加了企业财务约束,而资本市场开放可以通过引进大量资本缓解这一问题,促进企业提升资本配置效率和总生产率^[17]。杨胜刚等研究也发现,资本市场开放有利于缓解企业融资约束,通过提高企业信息披露质量和外部监督程度两种渠道降低企业陷入融资约束困境的概率^[18]。

然而也有部分学者认为资本市场开放加剧了一国经济体与国际市场之间的联动性,可能会扩大金融风险传染效应,加剧市场的波动性,阻碍经济增长^[19]。此外,相比于境内投资者,境外投资者获得本土企业信息成本较大,为维护自身利益,境外投资者尽量避免持有未知股票,导致股票定价效率降低^[20]。若境外投资者为了获利而选择资金快进快出的投机性策略,会进一步加剧我国资本市场的波动程度,从而加大了企业面临的经营风险^[6]。雷雷等基于“沪港通”政策的异质性、作用机制及潜在风险,研究发现“沪港通”政策显著促进了个股超额收益差异化,在经济下滑与股票市场异常时“沪港通”开放更有可能造成一系列潜在风险^[21]。

2.股利平稳性的影响因素。股利平稳性是指企业在不同状态下都尽量使其股利变化程度趋于平和的一种股利“修匀”行为^[1]。关于股利平稳性的研究始于 Lintner 的企业股利分配行为理论模型^[22],此后便成为公司股利政策的重要研究方向之一。目前有关股利平稳性动机的影响因素研究主要从公司内部治理及外部制度环境两大维度展开。

公司内部治理方面,利益相关者制定平稳性现金股利主要源于限制代理成本和吸引投资者动机。一方面,股利平稳性通常被认为是控制代理成本的工具。Lambrecht 和 Myers 构建动态代理模型,证明了管理者寻租行为会导致更加平稳的现金股利^[23]。John 等基于委托代理理论,提出股利平稳性作为事前承诺机制,能够限制管理者对自由现金流的裁量权,有效缓解股东与管理者之间的代理冲突,从而降低企业代理成本^[24]。然而,上述结论难以适用于中国情境。由于我国资本市场信息透明度较低,管理者更倾向于制定非平稳性现金股利政策以进行寻租,而非国有股东的逐利天性促使其积极参与公司治理,抑制管理层的机会主义行为,进而提升股利平稳性^[8]。陈艳利等研究发现,股权集中度越高,大股东制定非平稳性现金股利政策的掏空动机越强,进而会损害中小股东利益^[7]。另一方面,平稳性现金股利政策是企业吸引外部投资者的一种手段。根据迎合理论和信号传递理论,平稳性现金股利政策有助于向市场传递公司经营良好的利好信号,降低投资者对公司风险水平的预期,迎合投资者对平稳性股利的偏好^[25],从而达到持续吸引投资者的目的,即“客户效应”。反之,不平稳的现金股利政策则具有“驱逐效应”,且这种效应主要发生于券商等非独立机构投资者^[3]。

外部制度环境方面,在法律制度薄弱的国家,稳定的股利政策是投资者法律保护的替代机制。Brockman 等利用 24 个国家数据,发现为减少国家制度缺陷导致的代理成本,内幕交易法律薄弱的国家倾向于制定平稳性股利政策^[26]。李茂良等研究结果表明,法律约束和监管要求的提升会促进企业内部治理效率提高,进而增强股利支付的稳定程度^[2]。此外,Javakhadze 等研究发现,宏观经济层面的税收制度以及行业竞争程度也会进一步强化管理层平滑股利的动机^[27],从而提升股利稳定性。

综上所述,现有文献关于资本市场开放、股利平稳性的研究已取得一定成果,为本文的研究奠定了理论基础,但仍有一定的研究空间。首先,在资本市场开放经济后果的研究方面,多数学者认为资

本市场开放不仅对企业投资效率、信息环境等微观对象具有积极作用^{[13][16]},同时也有助于减少宏观层面的股价异质性波动,提升股价信息含量^{[14][15]}。另有部分学者认为资本市场开放会扩大风险传染效应,加剧市场波动性,损害资本市场的健康发展^[19]。总体而言,学术界对资本市场开放经济后果的研究尚未形成统一结论,有必要从不同视角进一步探索。其次,现有文献虽然对股利平稳性有了一定的研究,但大多聚焦于发达资本市场,而在我国现有情境下,对上市公司股利平稳性的探讨相对有限,且已有研究主要基于管理者、股东等内部治理视角^{[8][23]},在我国特殊的制度情景下,外部制度变革对企业股利平稳性具有重要影响。因此,本文借助“沪深港通”开通这一外生事件探究资本市场开放对企业股利平稳性的影响,不仅丰富了股利平稳性的影响因素研究,也可降低以往该研究领域所面临的内生性问题。此外,已有研究证明了资本市场开放与股利政策的正向关系^[4],但研究重点多聚焦于股利支付倾向和支付水平,忽视了股利平稳性的变化。本文在此基础上进一步探究资本市场开放对股利平稳性的影响及其作用机制,有助于拓展资本市场开放与股利政策关系的研究,同时提供了从外部环境变动的角度寻求提升股利平稳性的新思路,为我国资本市场进一步开放提供经验借鉴和证据支持。

(二)理论分析与假设提出

“沪深港通”的实施极大地促进了我国资本市场的发展,可能通过改善公司信息环境和缓解融资约束两方面促进企业股利平稳性的提升。

1.“沪深港通”的实施可以改善信息环境,监督管理层行为,进而影响企业股利稳定性。管理者为构建自己商业帝国可能会对公司实施掏空,第一条路径是保持公司内部较为灵活的现金流,从而制定非平稳的股利政策;另一条则是制定平稳的股利政策,掩盖自身转移资金的行为。相比于发达资本市场,我国企业本身信息透明度不高,管理层不需要通过制定平滑性股利政策掩饰其掏空行为,更有可能通过制定非平稳的股利政策操纵公司现金流,从而获取控制权私利^[28]。“沪深港通”互联互通机制的开放与不断深化,可能给资本市场带来以下影响:第一,来自较成熟资本市场的境外投资者有着更加专业的信息搜寻能力和监管能力^[15],有助于改善信息环境以约束管理层自利行为;同时,境外投资者往往通过直接参与和“用脚投票”方式影响公司治理^[11],降低管理层通过不平稳的股利政策实施掏空行为的动机。第二,“沪深港通”的实施吸引了更多分析师、券商及其他市场参与者的关注,外部监督的增强能够改善公司信息环境、降低信息不对称程度,从而约束内部人占用资金谋求私利的行为^[12]。第三,“沪深港通”的开通催生了一系列监管政策的出台,例如证监会发布了《深港通实施办法》《上海证券交易所沪港通试点办法》等,对上市公司信息披露质量等方面提出了更高的要求;同时,香港资本市场的投资者保护机制更完善^[29],当上市公司存在操纵信息等损害投资者利益的行为时,境外投资者可以通过证券诉讼等方式维护自己的合法权益^[30]。因此,在双重监管压力下,管理者将会主动提高公司治理水平,改善信息环境,优化公司股利政策。第四,已有研究表明,“沪深港通”的开通能够提高管理层薪酬契约有效性^[5],使得股东与管理层利益趋于一致,促使管理层减少利用股利政策谋取私利的行为^[13]。

2.“沪深港通”的实施能够拓宽融资渠道、降低融资成本,缓解企业融资约束,促进股利稳定性提升。当企业面临较为严重的融资约束时,为了维持日常投资及运营,企业对内部资金的依赖程度显著提升^[31],这会削弱将仅有的资金储备用于维持股利平稳性的可能性。当企业面临较小的融资约束时,能够较为容易地从外部市场获取资金,从而对内部资金的依赖较小,企业具有保持股利平稳性、维护与投资者密切关系的能力。“沪深港通”作为促进香港与内地资本市场双向开放的重要举措,一方面,它的实施促进了中国资本市场的进一步开放,在改善外部融资环境的同时有效扩大了市场中的资金供给,有利于拓宽企业外部融资渠道,缓解企业面临的融资约束^[18],提升其股利平稳性。另一方面,基于流动性假说和市场分割理论,资本市场开放所引发的股票流动性增强及市场分割程度改善,可以有效分散流动性风险,降低投资过程中的信息不对称,进而降低风险溢价及投资者回报预期,减少企业外部融资成本^[17],从而间接缓解企业融资约束,增加企业保持股利稳定性的可能性。

基于上述分析可知,“沪深港通”的开通能够改善信息环境和缓解融资约束,进而提高股利平稳

性,据此本文提出如下假设:

H:“沪深港通”的开通能够有效提升企业股利稳定性。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文选取 2008—2020 年我国 A 股上市公司为初始研究样本,为了避免异常样本的不利影响,本文按照以下原则对初始样本进行筛选:(1)剔除金融、保险行业的观测值;(2)剔除 ST 非正常交易状态的观测值;(3)剔除相关数据缺失的观测值;(4)剔除标的上市公司中途被调出沪深港通的样本。经过以上筛选,最终剩余 18039 个观测值。此外,为降低数据极端值对研究结果的影响,本文还对所有连续变量进行 1%和 99%分位点的 Winsorize 处理。本文主要使用 Stata16.0 处理和分析数据,企业财务指标和其余数据均来自国泰安(CSMAR)数据库。

(二)模型构建与变量定义

我国分别于 2014 年 11 月 17 日和 2016 年 12 月 5 日正式实施“沪港通”和“深港通”政策,这为本文研究提供了自然实验场景。为检验资本市场开放与股利平稳性的关系,本文借鉴钟覃琳和陆正飞的做法^[15],构建多时点双重差分模型进行实证分析,具体构建如下模型:

$$Div_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Shhk_{i,t} \times Post_{i,t} + \beta_2 Shhk_{i,t} + \beta_3 Control_{i,t} + \sum Ind + \sum Year + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)中,被解释变量 Div 为股利稳定性的代理变量,Shhk×Post 为交乘项变量,Shhk 为是否是“沪深港通”标的虚拟变量,Post 为“沪深港通”启动时点的虚拟变量,Control 表示一系列控制变量, ϵ 表示随机误差项。各指标具体构建方法如下:

1.股利平稳性。为考察公司股利政策是否平稳,本文借鉴刘星等的研究^[28],采用公司股利支付水平变动与盈余变动的比值来测量股利平稳性(Div),公司股利支付水平变动用近三年每股股利标准差度量,公司盈余变动用近三年每股收益标准差度量。此外,为保证经济变量的对称性,用 T、T+1、T+2 期数据进行计算。该指标为反指标,比值越小,股利平稳性越高;反之,则表示股利平稳性越低。

2.资本市场开放衡量指标。借鉴钟覃琳和陆正飞的做法^[15],本文设置“沪深港通”标的虚拟变量(Shhk)来度量资本市场开放度对股利稳定性的影响。如果样本公司在“沪深港通”标的范围内,则赋值为 1,否则,赋值为 0。Post 为“沪深港通”启动时点的虚拟变量,若样本年度在试点时间开放后,则赋值为 1,否则为 0。

在模型(1)中,本文重点关注的是交乘项 Shhk×Post 的回归系数 β_1 ,其衡量了“沪深港通”对企业股利稳定性的影响,若 β_1 显著为负,则表明资本市场开放能提升企业股利平稳性,反之则否。

3.控制变量。考虑到可能存在其他因素影响股利平稳性,参考陈艳利等和谢知非的研究^{[8][25]},本文在模型(1)中还控制了以下变量:公司规模(Size)、资产负债率(Lev)、资产收益率(Roa)、收益波动性(Risk)、成长性(Mb)、每股经营性现金流量(Cfo)、第一大股东持股比例(Top)、上市年龄(Age)、有形资产占比(Tangible)以及董事会规模(Board)。此外,本文分别设置了行业虚拟变量(Ind)和年度虚拟变量(Year),用以控制行业固定效应和年度固定效应,行业变量以证监会行业分类标准进行划分。本文相关变量的度量方法详见表 1。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

表 2 为本文主要变量的描述性统计结果。表 2 结果显示,股利平稳性(Div)的均值为 0.341,该数值小于 1,说明股利变化小于利润变化,反映我国上市公司的现金股利政策总体上具有一定的平稳性,但平稳性的水平并不高,该指标的最小值为 0,最大值为 5.448,表明不同上市公司之间的现金股利平稳性差异较大。“沪深港通”标的虚拟变量(Shhk)的均值为 0.377,表明有 37.7%的公司为“沪深港通”标的公司。其他变量取值均在正常范围内,不再一一赘述。为检验是否存在多重共线性问题,

表 1

主要变量定义

变量符号	变量名称	变量定义
Div	股利平稳性	近三年每股股利标准差/近三年每股收益标准差
Shhk	“沪深港通”标的公司虚拟变量	若公司在“沪深港通”标的范围内,则取值为 1,否则为 0
Post	“沪深港通”启动时点的虚拟变量	若样本期间在“沪深港通”启动时点之后,则取值为 1,否则为 0
Shhk×Post	交乘项变量	Shhk 与 Post 的交乘项,“沪深港通”交易制度实施后且公司在“沪深港通”标的范围内时取值为 1,否则为 0
Size	公司规模	公司年末资产总额的自然对数
Lev	资产负债率	年末负债总额/年末资产总额
Roa	资产收益率	净利润/年末资产总额
Risk	收益波动性	近三年总资产报酬率的标准差
Mb	成长性	年末资产总额/年末总市值
Cfo	每股经营性现金流量	经营性现金流量/总股数
Top	第一大股东持股比例	第一大股东持股数/年末总股数
Age	上市年龄	公司上市年数的自然对数
Tangible	有形资产占比	年末有形资产总额/年末资产总额
Board	董事会规模	年末董事会总人数的自然对数
Ind	行业虚拟变量	控制行业固定效应
Year	年度虚拟变量	控制年份固定效应

表 2

主要变量的描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
Div	18039	0.341	0.326	0.267	0	5.448
Shhk	18039	0.377	0.485	0	0	1
Post	18039	0.557	0.497	1	0	1
Size	18039	22.227	1.345	22.014	20.002	26.334
Lev	18039	0.406	0.200	0.401	0.047	0.834
Roa	18039	0.071	0.044	0.063	-0.006	0.242
Risk	18039	0.023	0.024	0.016	0.001	0.162
Mb	18039	0.539	0.269	0.502	0.095	1.173
Cfo	18039	0.566	0.928	0.426	-2.059	4.482
Top	18039	0.367	0.150	0.353	0.092	0.758
Age	18039	1.682	1.078	1.946	0	3.258
Tangible	18039	0.933	0.081	0.959	0.547	1
Board	18039	2.145	0.196	2.197	1.609	2.708

本文进行了方差膨胀因子(VIF)检验,VIF 平均值为 1.49,所有变量的 VIF 值均小于 10,说明不存在严重的多重共线性问题。

另外,不同行业上市公司的股利平稳性情况亦值得关注。鉴于此,我们根据不同行业分类^①测算了股利平稳性均值,发现各行业的股利稳定性存在较大差异:综合类行业股利稳定性均值最小,为 0.229;住宿餐饮业的股利平稳性均值最大,为 0.423,表明住宿餐饮业企业股利稳定性较低。可能的原因是,该行业经营具有季节性特征,盈利不稳定,导致股利平稳性较低。其他行业股利稳定性均值处于综合类行业(0.229)和住宿餐饮业(0.423)之间。

(二)基准回归结果与分析

表 3 报告了资本市场开放对股利平稳性影响的基准回归结果。在此,我们主要关注回归模型(1)中的系数 β_1 ,若其显著为负,则表明资本市场开放显著促进了企业的股利稳定性;若其显著为正,则反之。由表 3 可知,列(1)为未加入任何控制变量的回归结果,其中交乘项 Shhk×Post 的回归系数 β_1 为-0.038,且在 1%的水平上显著;列(2)为进一步加入相关控制变量后的回归结果,其中交乘项 Shhk×Post 的回归系数 β_1 依然在 1%的水平上显著为负,表明资本市场开放能够提高公司股利平稳性。从经济意义来看,表 3 列(2)交乘项 Shhk×Post 的回归系数为-0.040,说明“沪深港通”政策实施

之后,相比于非标的上市公司,“沪深港通”标的上市公司股利平稳性提升 11.7%(-0.040/0.341,其中 0.341 为“沪深港通”标的公司股利平稳性均值),本文研究假设得到验证。

上述结果表明,基于“沪深港通”互联互通交易机制实施的资本市场开放能够在改善外部融资环境的同时有效扩大市场中的资金供给,拓宽企业外部融资渠道,缓解企业面临的融资约束。同时,来自较成熟资本市场的境外投资者有着更加专业的信息搜寻能力和监管能力,有助于促使管理者提高公司治理水平,改善信息环境,优化公司股利政策,进而提升股利平稳性。

(三)稳健性检验

根据上文的回归结果可知,资本市场开放能够有效提升股利平稳性。为进一步验证回归结果的有效性,本文采用以下方法进行稳健性检验。

1. 替换股利平稳性度量方法。借鉴谢知非的做法^[25],将股利平稳性(Div1)的计算周期扩大到五年,即近五年每股股利标准差除以近五年每股收益标准差,并重新对模型(1)进行回归。回归结果如表 4 列(1)所示,Shhk×Post 的回归系数依然显著为负,研究结论不变。

2. 剔除 QFII 持股样本。QFII 是我国最先引入的境外机构投资者,有更专业的团队及更强的信息搜寻处理能力,并且合格境外投资者是独立于企业存在的,为保证自身的合法权益,QFII 有更强的动机监督企业。为避免股利稳定性受到这一因素的影响,本文剔除 QFII 持股企业样本,重新对模型(1)进行回归。回归结果如表 4 的列(2)所示,从结果可以看出,在排除 QFII 持股的影响后,回归结果与上文保持一致。

3. 剔除 A+H 交叉上市公司样本。在香港上市的公司往往面临更严格的监管环境,公司治理水平更高^[12],企业股利平稳性也会受到影响。为避免这一因素对回归结果的影响,本文剔除 A+H 交叉上市公司样本,重新对模型(1)进行回归检验。回归结果如表 4 列(3)所示,Shhk×Post 的回归系数仍在 1%的水平上显著为负,说明在剔除 A+H 交叉上市影响后,资本市场开放依然能够提高股利平稳性,与基准回归结果一致。

4. 倾向得分匹配。上市公司能否被纳入“沪深港通”标的股受到公司规模、财务指标、股票流动性等因素的影响,这说明“沪深港通”对标的企业的选取并非随机的。因此,为了避免样本选择性偏差对实证结果造成影响,本文选择倾向得分匹配法(PSM),借鉴陈运森等、彭雅哲和汪昌云的做法^{[4][12]},根据总市值(Allmv)、流通市值(Outmv)、公司规模(Size)、资产负债率(Lev)、销售收入增长率(Growth)、成长性(Mb)、上市年龄(Age)、有形资产占比(Tangible)以及董事会规模(Board)等因素,采用最近邻匹配原则,按照 1:1 进行倾向得分匹配,最终得到匹配样本 6492 个观测值,然后运用匹配后样本重新对模型(1)进行回归。回归结果如表 4 的列(4)列所示,结果与上文保持一致。

表 3 基准回归结果

变量	(1)	(2)
	Div	Div
Shhk×Post	-0.038*** (-3.957)	-0.040*** (-4.219)
Shhk	0.034*** (5.103)	0.026*** (3.675)
控制变量	否	是
控制年份	是	是
控制行业	是	是
样本量	18039	18039
调整后 R ²	0.013	0.068

注: *、** 和 *** 分别代表在 10%、5% 和 1% 的水平上显著,括号内为 t 值,下表同。

表 4 稳健性检验结果

变量名	(1)	(2)	(3)	(4)
	替换被解释变量	剔除 QFII 持股样本	剔除 A+H 交叉上市公司样本	PSM
	Div1	Div	Div	Div
Shhk×Post	-0.035*** (-2.773)	-0.042*** (-4.058)	-0.045*** (-4.400)	-0.029* (-1.904)
控制变量	是	是	是	是
控制年份	是	是	是	是
控制行业	是	是	是	是
样本量	18039	16084	16999	6492
调整后 R ²	0.043	0.066	0.069	0.061

5. 安慰剂检验。为检验股利平稳性的提高是因资本市场开放所致,而非其他因素,本文借鉴陈运森和黄健峤的做法^[16],通过构造虚假政策实施年份验证政策冲击的影响,假设所有“沪深港通”标的公司受政策影响的时间分别提前1年、2年和3年,构建虚假政策实施年份的交乘项 $Shhk \times Post^{1-}$ 、 $Shhk \times Post^{2-}$ 、 $Shhk \times Post^{3-}$ 分别替换模型中的 $Shhk \times Post$, 虚假政策实施年份交乘项 $Shhk \times Post^{1-}$ 、 $Shhk \times Post^{2-}$ 、 $Shhk \times Post^{3-}$ 的回归系数均不再显著,证明本文回归结果依然稳健。限于篇幅,检验结果未列出,留存备索。

6. 平行趋势检验。由于本文使用了双重差分法,需要检验实验组与控制组在政策实施前是否有共同变化趋势,具体思路如下:以上市公司的股票被纳入“沪深港通”标的股当年作为基期,引入一系列虚拟变量,若观测值是实验组且在政策实施前第J期,则 Pre_J 为1,否则为0;若观测值是实验组且在政策实施后第N期, $Post_N$ 为1,否则为0,为避免取值范围过宽,若J小于4,则缩尾处理为4,若N大于3,则缩尾处理为3,将上述变量分别替换模型(1)中的 $Shhk \times Post$ 进行回归。回归结果显示,在政策实施前,各变量系数均不显著,说明控制组与处理组具有平行趋势;而在政策实施后的几期,变量系数基本显著为负,说明资本市场开放对公司股利平稳性产生了影响,平行趋势假设成立。限于篇幅,检验结果未列出,留存备索。

五、拓展性检验

(一) 传导机制检验

上文实证结果表明,“沪深港通”政策实施能够提高企业股利平稳性,结合上文分析,本文进一步从信息环境和融资约束两方面探究“沪深港通”影响股利平稳性的传导机制。本文借鉴温忠麟等(2004)的做法^[32],构建如下中介效应检验模型:

$$Med_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 Shhk_{i,t} \times Post_{i,t} + \theta_2 Shhk_{i,t} + \theta_3 Control_{i,t} + \sum Ind + \sum Year + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Div_{i,t} = \omega_0 + \omega_1 Shhk_{i,t} \times Post_{i,t} + \omega_2 Shhk_{i,t} + \omega_3 Med_{i,t} + \omega_4 Control_{i,t} + \sum Ind + \sum Year + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

模型(2)(3)中, Med 代表中介变量,包括信息透明度(DA)和融资约束(SA)两个指标。具体中介效应检验步骤如下:首先根据模型(1),在 β_1 显著的基础上进行中介效应检验;其次对模型(2)进行回归,检验资本市场开放是否能够提高信息透明度、缓解融资约束,即 θ_1 是否显著;最后对模型(3)进行回归,检验解释变量和中介变量与被解释变量之间的关系,若 ω_1 和 ω_3 显著,则表明信息透明度和融资约束是资本市场开放影响股利平稳性的传导机制。

1. 信息环境机制。根据上述理论分析,“沪深港通”的开通能够改善公司信息环境,具体表现为信息透明度的提高,进而提升公司股利平稳性。为检验这一传导路径,借鉴 Chen 等的做法^[33],使用 DD 模型计算公司操控性应计利润,并取绝对值(DA)衡量信息透明度,DA 越大,表示公司信息透明度越低。回归结果如表 5 的列(1)(2)所示,列(1)回归结果显示,交乘项 $Shhk \times Post$ 的回归系数在 5% 的水平上显著为负,初步表明资本市场开放能够带来信息透明度的改善。列(2)交乘项 $Shhk \times Post$ 的回归系数在 1% 的水平上显著为负,且信息透明度(DA)回归系数在 10% 的水平上显著为正,表明信息透明度在“沪深港通”与股利平稳性关系中起部分中介作用。从经济效应来看,表 5 列(1)中交乘项 $Shhk \times Post$ 的回归系数为 -0.009,表 5 列(2)信息透明度(DA)的回归系数为 0.043,说明信息透明度中介效应占总效应的比例为 1.0% (-0.009 × 0.043 / -0.040, 其中 -0.040 为表 4 列(2)中交乘项 $Shhk \times Post$ 的回归系数)。

2. 融资约束机制。当企业内部自由现金流不富裕且向外部融资困难时,难以制定平稳性较强的现金股利政策,所以本文预期,“沪深港通”能够在一定程度上缓解企业融资约束,进而影响企业股利政策的制定。为检验融资渠道的存在,在变量测度方面,借鉴 Hadlock 和 Pierce 的做法^[34],采用 SA 指数度量企业的融资约束水平,SA 指数为负且绝对值越大,说明企业受到的融资约束程度越严重。回归结果如表 5 的列(3)(4)所示,可以发现列(3)中交乘项 $Shhk \times Post$ 的回归系数在 1% 的水平上显著为正,即“沪深港通”政策实施能够缓解企业融资约束;进一步,在列(4)中引入中介变量融资约束

(SA),结果显示交乘项 Shhk×Post 的回归系数在 1%的水平上显著为负,融资约束(SA)的回归系数为-0.075,且在 5%的水平上显著,说明资本市场开放能够缓解企业融资约束,进而提高股利平稳性。从经济效应来看,表 5 列(3)中交乘项 Shhk×Post 的回归系数为 0.024,表 5 列(4)中融资约束(SA)的回归系数为-0.075,说明融资约束效应占总效应的比例为 4.5%(-0.075×0.024/-0.040,其中-0.040为表 4 列(2)中交乘项 Shhk×Post 的回归系数)。

表 5 中介效应检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	DA	Div	SA	Div
Shhk×Post	-0.009** (-2.528)	-0.036*** (-3.633)	0.024*** (12.091)	-0.038*** (-3.981)
DA		0.043* (1.783)		
SA				-0.075** (-2.141)
控制变量	是	是	是	是
控制年份	是	是	是	是
控制行业	是	是	是	是
Sobel Z 值		-1.714*		3.996***
Sobel Z-p 值		(0.087)		(0.000)
样本量	15777	15777	18039	18039
调整后 R ²	0.116	0.065	0.682	0.068

(二)进一步分析

1.产权性质的调节作用。由于天然禀赋和要素资源差异,国有企业与非国有企业在资金来源、政策偏好和股东利益诉求等方面存在明显差异。首先,在资金来源方面,国有企业自有资金较为充足且资金来源渠道丰富,融资约束水平较低,而非国有企业在股利分配时可支配资金较少,“融资难”“融资贵”等现象较为突出。其次,在我国特殊的产权背景之下,国有企业与非国有企业股东利益倾向不同^[25],国有企业除了盈利目的之外,还承担更多公益性任务与社会责任,有一定政治压力,相比之下,非国有股东以盈利为主要目的,这种逐利天性使得大股东有通过制定不平稳股利政策实施掏空行为的动机。而资本市场开放引入了大批境外投资者,为维护自身合法权益,具有较为专业的信息搜集及处理能力的境外投资者有动机对公司高管和股东进行监督,并积极参与公司治理与决策,这有助于促使企业制定稳定的现金股利政策。因此本文预测,“沪深港通”政策对股利稳定性的提升效应在非国有企业中更加显著。为验证上述分析,本文根据产权性质将样本分为国有企业组(Seo=1)与非国有企业组(Seo=0),并在模型(1)中加入产权性质(Seo)、Shhk×Post 与产权性质(Seo)的交乘项(Shhk×Post×Seo)。回归结果如表 6 列(1)所示,交乘项(Shhk×Post×Seo)的回归系数显著为正,表明资本市场开放对企业股利平稳性的影响在非国有企业中更显著。

2.公司治理水平的调节作用。Chan 等的研究发现^[20],中国资本市场存在信息不对称程度高、投资者法律保护制度薄弱等问题,导致境外投资者更难获得中国本土公司信息,增加了其信息搜寻与处理成本,削弱了境外投资者的监督作用。良好的公司治理能够有效缓解委托代理问题,抑制管理层操纵信息、隐匿坏消息等机会主义行为^[35],提高信息披露质量,降低境外机构投资者的监督成本,从而更好地发挥监督作用,强化资本市场开放对股利平稳性的影响。为了考察公司治理水平的调节作用,本文借鉴周茜等的做法^[35],运用主成分分析法,选取高管薪酬、高管持股比例、独立董事比例、董事会规模、机构持股比例、股权制衡度、两职合一等七个指标,运用主成分分析法构造综合指标。其中,高管薪酬(Mana_Pay)采用高管平均薪酬衡量(高管的定义采用广义的范畴,包括董事、监事和高级管理人员);高管持股比例(Mana_Share)采用高管所持股份占公司总股份的比例衡量;独立董事比例(Outratio)用董事会中独立董事所占比例衡量;董事会规模(Board)用董事会人数衡量;机构持股比例(Inst_Share)采用机构投资者所持股份占公司总股份的比例衡量;股权制衡度(Share_Balance)采用第二至第五大股东持股比例之和与控股股东持股比例之比衡量;两职合一(Dual)为虚拟变量,若董

事长与总经理两职合一则赋值为 1, 否则为 0。基于上述 7 个指标, 运用主成分分析法构建公司治理指数。将从主成分分析法中得到的第一主成分作为反映公司治理水平的综合指标^②, 且得分越高, 表示公司治理水平越好(Governance)^[35]。本文在模型(1)中加入公司治理水平(Governance)、公司治理水平(Governance)与 Shhk×Post 的交乘项(Shhk×Post×Governance)。最终回归结果如表 6 列(2)所示, 其中交乘项(Shhk×Post×Governance)的回归系数显著为负, 说明良好的公司治理水平能够提升资本市场开放对股利平稳性的促进作用。

3. 产品市场竞争的调节作用。产品市场竞争作为一种强大的外部治理机制, 不仅会影响行业内竞争格局变化, 也在一定程度上影响企业财务决策。激烈的市场竞争会导致企业面临较高的生存风险, 企业为存活必须积极拓展公司业务, 提高公司盈利能力与可持续发展能力, 相对于竞争程度较低行业内的企业会有更加迫切的融资需求^[36]。另一方面, 公司内外部治理机制能否发挥有效作用取决于公司治理环境, “沪深港通”作为公司外部治理机制, 能否对企业产生影响依赖于企业所处的市场环境^[37]。市场竞争作为公司治理环境的一部分, 可以有效改善公司内外信息不对称问题, 抑制高管机会主义行为, 既保证境外投资者的合法权益, 又有助于投资者更加充分了解企业, 从而使得“沪深港通”政策的实施效果立竿见影。因此, 本文预测市场竞争程度越高, “沪深港通”政策的实施对股利稳定性的影响更加显著。为验证该猜想, 本文借鉴伊志宏等的做法^[36], 采用赫芬达尔指数(HHI)衡量市场竞争程度, 并且根据该指数年度中位数设定虚拟变量(HHI-Dum), 当赫芬达尔指数(HHI)高于年度中位数时, 赋值为 1, 否则取 0。在模型(1)中加入赫芬达尔指数虚拟变量(HHI-Dum)以及该变量与 Shhk×Post 的交乘项(Shhk×Post×HHI-Dum), 结果如表 6 列(3)所示, 交乘项(Shhk×Post×HHI-Dum)的回归系数显著为正, 表明市场竞争能够提升资本市场开放对股利平稳性的正向影响。

4. 货币政策不确定性的调节作用。作为调控宏观经济的重要手段, 货币政策会影响“沪深港通”制度与股利平稳性的关系。现有研究证明, 适当的货币政策调整能够维持物价稳定, 增强市场信心, 促进经济高质量发展^[38], 但是货币政策的调整频率过快会导致不确定性上升, 加剧市场波动, 增加金融市场风险, 抑制外国直接投资的流入^[39]。因此, 当国内货币政策不确定性程度较高时, 境外投资者收益的不确定性增加, 投资意愿下降, 不能有效缓解企业融资约束, 从而削弱对股利平稳性的促进作用。为了考察货币政策不确定性的调节作用, 本文在模型中引入货币政策不确定性(Mpu)、货币政策不确定性(Mpu)与 Shhk×Post 的交乘项(Shhk×Post×Mpu)。参考现有研究, 利用 Huang 和 Luk 构建的月度货币政策不确定性指数^[40], 并将该指数按年份进行算术平均处理, 该指数越大, 说明货币政策不确定性程度越高。回归结果如表 6 列(4)所示, 交乘项(Shhk×Post×Mpu)的回归系数在 5% 的水平上显著为正, 表明货币政策不确定性会削弱资本市场开放对股利平稳性的提升作用。

表 6 进一步分析检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Div	Div	Div	Div
Shhk×Post	-0.055 *** (-4.641)	-0.046 *** (-4.631)	-0.051 *** (-4.549)	-0.113 *** (-3.548)
Shhk×Post×Seo	0.033 *** (2.814)			
Seo	-0.040 *** (-6.485)			
Shhk×Post×Governance		-0.018 *** (-3.083)		
Governance		0.013 *** (2.951)		
Shhk×Post×HHI-Dum			0.022 * (1.808)	
HHI-Dum			0.007 (1.144)	
Shhk×Post×Mpu				0.001 ** (2.321)
Mpu				-0.001 *** (-2.748)
控制变量	是	是	是	是
控制年份	是	是	是	是
控制行业	是	是	是	是
样本量	18039	17341	18035	18039
调整后 R ²	0.070	0.069	0.068	0.068

六、结论与启示

平稳的股利政策是成熟资本市场的重要标志之一,它有助于保护投资者利益,促进上市公司平稳、健康发展。本文以2008—2020年中国A股上市公司为研究样本,运用多时点双重差分模型检验“沪深港通”政策的实施对企业股利平稳性的影响,研究发现,“沪深港通”政策的实施能够提高企业股利平稳性,在进行一系列稳健性检验后该结论依然成立。机制检验发现,一方面,“沪深港通”政策的实施能够提高企业信息透明度,进而影响企业股利平稳性;另一方面,“沪深港通”政策的实施能够为内地资本市场带来大量资金,缓解企业融资约束,从而提高股利平稳性。进一步研究发现,产权性质、公司治理水平、产品市场竞争以及货币政策不确定性对资本市场开放与股利平稳性两者之间的关系具有显著的调节作用。本文研究表明,资本市场对外开放能够通过引入境外投资者发挥信息效应,从而有效缓解企业融资约束,提高股利平稳性,这对于维护我国资本市场健康稳定发展具有积极效应。

本文不仅拓展了“沪深港通”和股利平稳性的研究,同时有助于政府监管部门引导优化资源配置,促进上市公司持续发展,进而维护我国资本市场的健康稳定。根据研究结论,本文提出以下三点政策启示:第一,积极推进资本市场开放政策实施,充分利用资本市场开放的治理效应。本文研究发现,“沪深港通”政策的实施能够缓解企业融资约束,改善公司信息透明度,进而影响股利平稳性,这说明“沪深港通”政策的实施对企业产生了积极影响。因此,相关部门应逐步放宽资本市场开放资金额度限制,扩大试点公司范围,完善“沪港通”“深港通”“沪伦通”等交易制度,并建立与其他发达资本市场的互联互通机制,充分发挥政策在企业层面的治理效应。第二,重视我国资本市场环境治理,为政策实施提供良好的市场环境。本文研究发现市场竞争程度较高时,资本市场开放与股利平稳性的正向关系较显著,这说明该政策的实施依赖于良好的市场环境,监管部门应当完善相关法律法规,优化市场环境,充分发挥资本市场开放的政策效应。第三,协同推进企业内部与外部治理发挥作用。相关部门在制定监管政策时,一方面要积极监督公司提升内部治理,另一方面将外部治理机制纳入考虑范围,促使各类治理机制在提升股利平稳性方面发挥有效的协同作用,引导企业平稳发放股利,保护投资者合法权益,维护我国资本市场健康稳定发展。

注释:

①根据证监会2012版行业分类,A表示农、林、牧、渔业;B表示采矿业;C1表示纺织、服装、皮毛;C2表示木材、家具;C3表示造纸、印刷;C4表示石油、化学、塑胶、塑料;D表示电力、热力燃气及水生产和供应业;E表示建筑业;F表示批发和零售业;G表示交通运输、仓储和邮政业;H表示住宿和餐饮业;I表示信息传输、软件和信息技术服务业;K表示房地产业;L表示租赁和商务服务业;M表示科学研究和技术服务业;N表示水利、环境和公共设施管理业;P表示教育;Q表示卫生和社会工作;R表示文化、体育和娱乐业;S表示综合类行业。

②在第一主成分中,高管薪酬(Mana_Pay)、高管持股比例(Mana_Share)、独立董事比例(Outratio)、董事会规模(Board)、机构持股比例(Inst_Share)、股权制衡度(Share_Balance)和两职合一(Dual)这七个变量的载荷系数分别为-0.246、0.669、0.479、-0.653、-0.606、0.284和0.516,从系数来看,在本文所构建的公司治理指数中,高管持股比例(Mana_Share)、独立董事比例(Outratio)、董事会规模(Board)、机构持股比例(Inst_Share)和两职合一(Dual)具有较满意的因子载荷量(≥ 0.3),是反映公司治理(Governance)指标的重要变量。由于高管薪酬(Mana_Pay)和股权制衡度(Share_Balance)的载荷系数绝对值较小,表明对Governance指标值影响较小,所以将其忽略。因此,我们所得到的第一主成分得分与反映内部治理水平的各指标之间的关系符合理论预期,且第一主成分得分越高意味着内部治理水平越高。

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] 李茂良,李常青,魏志华.中国上市公司股利政策稳定吗——基于动态面板模型的实证研究[J].山西财经大学学报,2014(3):33—42.
- [3] 陈名芹,刘星,辛清泉.上市公司现金股利不平稳影响投资者行为偏好吗? [J].经济研究,2017(6):90—104.
- [4] 陈运森,黄健峤,韩慧云.股票市场开放提高现金股利水平了吗? ——基于“沪港通”的准自然实验[J].会计研究,2019(3):55—62.
- [5] 孙泽宇,齐保全.资本市场开放与高管薪酬契约有效性——基于沪深港通交易制度的准自然实验[J].当代财经,2021(1):124—136.

- [6] Choe, H., Kho, B. C., Stulz, R. M. Do Domestic Investors Have an Edge? The Trading Experience of Foreign Investors in Korea[J]. *The Review of Financial Studies*, 2005, 18(3): 795—829.
- [7] 陈艳利, 姜艳峰, 信志鹏. 股权集中度与股利平稳性——基于大股东掏空假说的分析和检验[J]. *山西财经大学学报*, 2020(9): 85—98.
- [8] 陈艳利, 姜艳峰. 非国有股东治理与股利平稳性——基于竞争性国有控股上市公司的经验证据[J]. *中南财经政法大学学报*, 2020(2): 37—47.
- [9] 李奇凤, 刘洪渭. 我国现金股利具有粘性吗? ——来自中国 A 股上市公司的经验证据[J]. *东岳论丛*, 2021(6): 36—45.
- [10] Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., et al. Does Governance Travel around the World? Evidence from Institutional Investors[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 100(1): 154—181.
- [11] 孙泽宇, 齐保垒. 资本市场开放与高管在职消费——基于沪深港通交易制度的准自然实验[J]. *会计研究*, 2021(4): 130—144.
- [12] 彭雅哲, 汪昌云. 资本市场开放与企业真实盈余管理——基于“陆港通”的经验证据[J]. *经济管理*, 2022(1): 176—191.
- [13] 阮睿, 孙宇辰, 唐悦, 聂辉华. 资本市场开放能否提高企业信息披露质量? ——基于“陆港通”和年报文本挖掘的分析[J]. *金融研究*, 2021(2): 188—206.
- [14] 钟凯, 孙昌玲, 王永妍, 王化成. 资本市场对外开放与股价异质性波动——来自“陆港通”的经验证据[J]. *金融研究*, 2018(7): 174—192.
- [15] 钟覃琳, 陆正飞. 资本市场开放能提高股价信息含量吗? ——基于“陆港通”效应的实证检验[J]. *管理世界*, 2018(1): 169—179.
- [16] 陈运森, 黄健峤. 股票市场开放与企业投资效率——基于“陆港通”的准自然实验[J]. *金融研究*, 2019(8): 151—170.
- [17] Larrain, M., Stumpner, S. Capital Account Liberalization and Aggregate Productivity: The Role of Firm Capital Allocation[J]. *The Journal of Finance*, 2017, 72(4): 1825—1858.
- [18] 杨胜刚, 钟先茜, 姚彦铭. 资本市场对外开放与企业融资约束——来自沪港通的证据[J]. *财经理论与实践*, 2020(5): 36—43.
- [19] Stiglitz, J. E. Contagion, Liberalization, and the Optimal Structure of Globalization[J]. *Journal of Globalization and Development*, 2010, 1(2): 1—45.
- [20] Chan, K., Menkveld, A. J., Yang, Z. Information Asymmetry and Asset Prices: Evidence from the China Foreign Share Discount[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63(1): 159—196.
- [21] 雷雷, 邹红, 栾炳江. 沪港通是个股“强心剂”吗[J]. *财经科学*, 2018(2): 15—27.
- [22] Lintner, J. Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes[J]. *The American Economic Review*, 1956, 4(2): 97—113.
- [23] Lambrecht, B. M., Myers, S. C. A Lintner Model of Payout and Managerial Rents[J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67(5): 1761—1810.
- [24] John, K., Knyazeva, A., Knyazeva, D. Governance and Payout Precommitment[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 33: 101—117.
- [25] 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.
- [26] Brockman, P., Tse, J., Unlu, E. The Impact of Insider Trading Laws on Dividend Payout Policy[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2014, 29: 263—287.
- [27] Javakhadze, D., Ferris, S. P., Sen, N. An International Analysis of Dividend Smoothing[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2014, 29: 200—220.
- [28] 刘星, 宋彤彤, 陈名芹. 股权激励、代理冲突与股利平稳性——基于持股管理者寻租的研究视角[J]. *华东经济管理*, 2016(11): 114—122.
- [29] Porta, R. L., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., et al. Law and Finance[J]. *Journal of Political Economy*, 1998, 106(6): 1113—1155.
- [30] Cheng, C. A., Huang, H. H., Li, Y., et al. Institutional Monitoring through Shareholder Litigation[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 95(3): 356—383.
- [31] 冯展斌, 李国民. 差异化战略下现金股利政策研究[J]. *经济经纬*, 2022(2): 141—151.

[32] 温忠麟,张雷,侯杰泰,刘红云.中介效应检验程序及其应用[J].心理学报,2004(5):614—620.

[33] Chen, F., Hope, O-K., Li, Q., et al. Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets[J]. The Accounting Review, 2011, 86(4): 1255—1288.

[34] Hadlock, C.J., Pierce, J.R. New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving beyond the KZ Index [J]. The Review of Financial Studies, 2010, 23(5): 1909—1940.

[35] 周茜,许晓芳,陆正飞.去杠杆,究竟谁更积极与稳妥? [J].管理世界,2020(8):127—148.

[36] 伊志宏,姜付秀,秦义虎.产品市场竞争、公司治理与信息披露质量[J].管理世界,2010(1):133—141.

[37] 夏立军,方轶强.政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据[J].经济研究,2005(5): 40—51.

[38] 罗大庆,傅步奔.中国货币政策不确定性对宏观经济的影响——基于混合货币政策规则的分析[J].世界经济文汇,2020(4):13—30.

[39] Albulescu, C.T., Ionescu, A.M. The Long-run Impact of Monetary Policy Uncertainty and Banking Stability on Inward FDI in EU Countries[J]. Research in International Business Finance, 2018, 45: 72—81.

[40] Huang, Y., Luk, P. Measuring Economic Policy Uncertainty in China[J]. China Economic Review, 2020, 59: 101367.

Capital Market Liberalization and Dividend Smoothing: Evidence from Shanghai-Shenzhen-Hong Kong Stock Connect

TAN Weirong

(School of Economics and management, Shihezi University, Shihezi 832000, China)

Abstract: Based on the data of Chinese A-share listed companies from 2008 to 2020, this paper takes the Liberalization of Shanghai-Shenzhen-Hong Kong Stock Connect as a quasi-natural experiment, and uses the DID method to examine the impact of capital market liberalization on corporate dividend smoothing. The study finds that the implementation of Shanghai-Shenzhen-Hong Kong Stock Connect can significantly improve the dividend smoothing of enterprises. The mechanism test shows that the Shanghai-Shenzhen-Hong Kong Stock Connect mainly promotes the improvement of corporate dividend smoothing by improving corporate information transparency and alleviating financing constraints. Further research shows that property rights, corporate governance, product market competition and monetary policy uncertainty have significant moderating effects on the relationship between capital market openness and dividend smoothing. The conclusions of this paper not only enrich the research on the influencing factors of corporate dividend smoothing, but also reveal the positive governance effect of the Shanghai-Shenzhen-Hong Kong Stock Connect, which can provide certain reference for the further implementation of the subsequent capital market opening policy.

Key words: Shanghai-Shenzhen-Hong Kong Stock Connect; Capital Market Liberalization; Dividend Smoothing; Corporate Governance

(责任编辑:胡浩志)