

# 股利平稳性对企业债务违约风险的影响

张庆君, 蒋一荻

(天津财经大学 金融学院, 天津 300222)

**摘要:** 以 2010—2019 年我国 A 股上市企业为样本, 以股利信号传递理论和股利代理成本理论为框架基础, 研究股利平稳性与企业债务违约风险之间的关系。研究结果表明: 企业的股利越趋于平稳, 企业的债务违约风险越低; 无论是国企还是非国企, 股利的不平稳性都会增加企业债务违约风险, 但在国企中股利不平稳对企业债务违约风险的影响力高于非国企。股利的不平稳性, 可以通过财务风险管理、股东治理和审计决策等路径影响企业债务违约风险。

**关键词:** 债务违约; 股利平稳性; 财务杠杆

**中图分类号:** F830.91      **文献标识码:** A      **文章编号:** 2095-0098(2022)03-0003-12

近年来, 上市企业债务违约事件频发引起了债权人、投资者以及社会公众的高度关注。2020 年共有 150 只债券发生债务违约, 金额高达 1697.02 亿元。图 1 为 2014—2020 年我国上市公司发生债务违约的数额, 可以看出我国债务违约数额年年攀升, 情形不容乐观。根据 Wind 数据, 截至 2021 年 2 月 20 日, 从债券发行人个数违约率的角度看, 我国制造业企业以 57% 的违约率位居榜首; 从余额违约率的角度看, 信息技术业以 19.14% 的违约率位居榜首。之前, 企业由于债务融资相对容易, 可以利用借新债弥补旧债, 从而解决企业本身现金流短缺的问题, 企业也可以将自身杠杆保持在最优水平来继续再投资和再生产。从 2015 年实施“三去一降一补”去杠杆以及 2016 年供给侧结构性改革开始, 企业债务融资的难度增大, 财务费用和资本成本也逐渐增加, 特别是对于一直依靠借新债抵旧债的企业, 近几年债务违约风险有所增加。债务违约事件的增长不仅影响企业形象和生存能力, 更不利于金融市场的发展。因此, 不断增加的企业债务违约风险成为亟待解决的紧迫问题。

## 一、文献综述

股利平稳性是体现企业经营状况和盈利能力的重要因素。从股利信号传递角度, 企业的股利政策可以作为信号向外界传递出企业经营状况和盈利能力的相关信息; 从股利代理成本角度, 相关债权人会在合同中对企业发放股利进行限制, 从而约束股东侵占债权人利益的行为。股利信号理论认为在信息不对称的情况下, 股利平稳性可作为一种信号向市场传递企业的相关经营信息, 如企业经营状况良好时, 会增加股利, 向外传达企业的有利信息, 但当企业经营状况恶化时, 降低股利会向市场释放企业的负面信号。Guttman et al. (2010)<sup>[1]</sup>指出, 当企业成立时间越短、投资机会较多、有形资产较少的时候, 企业的股利越趋向于平稳。Fudenberg & Tirole(1995)<sup>[2]</sup>认为, 当企业经营状况良好时, 企业会偏向持谨慎姿态, 低估未来的盈利收益, 从而导致股利增幅不大。Labhane & Mahakud(2018)<sup>[3]</sup>指出, 企业的资产负债率越低并且投资机会越高, 企业则越容易维持股利的平稳。Fliers(2019)<sup>[4]</sup>指出企业资本结构调整的速度越快, 融资能力越强, 企业维持股利平稳的能力也越强。

当企业中的大部分股份是由私人投资者持有时, 如果股利支付较少, 企业则不需要较多资金即可进行现

收稿日期: 2021-12-10

基金项目: 国家社会科学基金项目(20FJYB003)

作者简介: 张庆君(1974—), 男, 辽宁大连人, 博士, 教授, 博士生导师, 研究方向为金融风险。

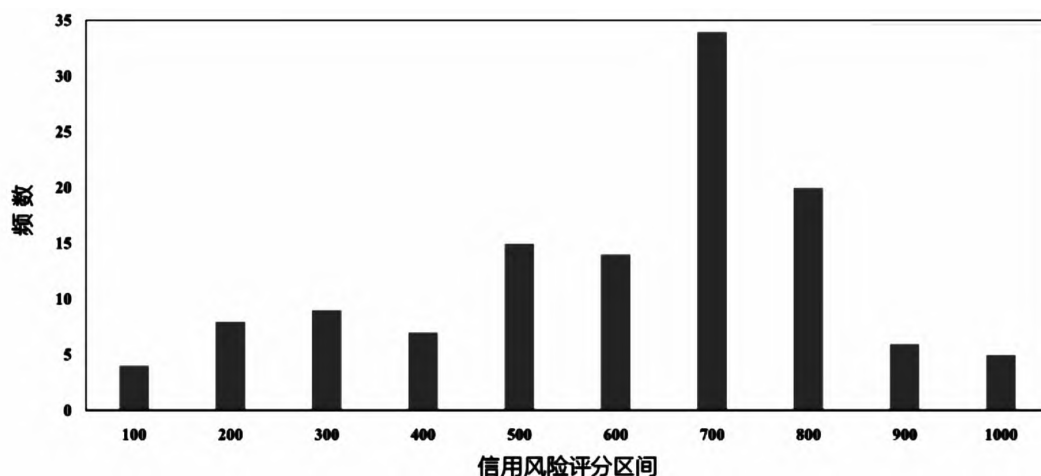


图1 2014—2020 年债务违约事件发生金额

资料来源: WIND 数据库整理。

金股利分配,但如果需要支付较多股利时,企业会选择对部分股票进行回购,从而使不同期间的股利支付额保持稳定,也可增加投资者对企业经营状况的了解(Brennan & Thakor, 1990<sup>[5]</sup>)。总之,无论股利平稳性是否会向外界传递企业的内部信息,企业都会为了迎合投资者的需要,将股利调整得趋于平稳(Allen et al., 2000<sup>[6]</sup>)。

股利代理成本理论认为企业的股利越平稳,则代理成本越低,主要从以下三条路径:

从异质投资者路径看,为了稳定现有投资者的投资额,企业会偏向于采取股利平稳政策(Allen et al., 2000<sup>[6]</sup>)。从股东路径看,当企业的现金股利偏低时,股东会要求企业配发更高的现金股利,而企业为了长期留住股东,会答应股东的现金分红需求,从而自动发生了股利平稳行为,即企业的股利平稳性政策实质是为了满足寻租要求(Lambrecht & Myers, 2012<sup>[7]</sup>)。从自由现金流路径来看,出于对自由现金流代理成本较高的考虑,大多数成熟型的企业会偏向采取低财务杠杆和稳定的股利政策(Harry & Linda, 2007<sup>[8]</sup>)。

从企业管理层角度看,企业 CEO 的管理能力是影响股利平稳性的重要因素(Van Lent & Sgourev, 2013<sup>[9]</sup>; Jillian, 2018<sup>[10]</sup>)。而企业管理者担忧自身职位被替代,会尽量控制股利的平稳性(Wu, 2018)<sup>[11]</sup>。从收益平稳性角度看,投资者会利用税收法律政策,进行自身税务筹划,因此投资者希望每年所获得的股利是平稳的,以有利于开展自身的税务筹划(Miller & Scholes, 1978<sup>[12]</sup>)。Baker & Wurgler(2016)<sup>[13]</sup>也发现,为了使自身的税负支出更稳定,拥有私人投资者越多的企业越容易制定平稳的股利政策。同时企业中也存在一部分风险规避型的投资者,极不愿意收到比以往更少的股利,为了挽留这部分投资者,企业也偏向于制定平稳性股利政策。从各类行业角度看,在不同行业里实施不同的行业管理政策,会影响企业的股利平稳性。竞争性越强行业中的企业,发放的股利越趋向于平稳,在竞争相对更平和的行业中的企业,比如寡头垄断市场里的企业,股利则不太平稳(Ding, 2011<sup>[14]</sup>)。

从企业价值角度看,一部分学者,比如 Guttman et al. (2010)<sup>[1]</sup>认为企业的股利越平稳,外界更容易认定企业的盈利能力越强,从而提升企业的价值。一部分学者认为股利的平稳性会降低企业价值,因为股利越平稳,高管变更的概率就越低,从而导致公司价值降低(Wu, 2018)<sup>[11]</sup>。还有一部分学者认为股利平稳性其实和预期收益、企业价值毫无关系(Larkin et al., 2016<sup>[15]</sup>)。因为股利政策会导致投资者低估高价值的企业,或高估低价值的企业,从而无法通过平稳的股利政策真实地表达企业的价值(Fudenberg & Tirole, 1995<sup>[2]</sup>)。从吸引投资者角度看,投资者为了追求较低的投资收益风险,更偏爱平稳的股利政策(Larkin et al., 2016<sup>[15]</sup>)。从自由现金流角度看,平稳的股利政策能够限制管理层对企业现金流的滥用,通过强化对管理层的监督来提高企业的投资决策效率(Jensen, 1999<sup>[16]</sup>)。

通过对现有研究文献进行梳理可以得知,目前对股利平稳性与企业债务违约风险这一问题关注甚少,鲜有学者研究股利平稳性对企业债务违约风险的影响。因此,本文从股利平稳性的角度来研究债务违约风险,

并探讨当企业面临债务违约风险时,应怎样利用股利平稳政策采取相应的对策。

## 二、研究假设

从股利信号传递的角度看,由于经济市场信息不对称,外界投资者和债权人无法充分了解企业的内部信息,因此需要以发放的股利作为信号来进行传递。若企业股利是稳定的,一方面,投资者对未来的股利收入有着稳定的预期,可以更好地进行自身资金安排,并且能够对所负担的税负进行合理规避,增强自身资金利用的效率,从而加大对企业的投资。另一方面,企业稳定的股利也能够向外界投资者释放出企业前景良好、遭遇的风险较小、经营模式稳定、盈利能力只增不减的积极信号,增强投资者进一步投资信心。以上两方面都会使得企业现金流增加,融资能力和偿还债务能力增强,债务违约风险减小。

当股利发挥着信号传递作用时,平稳的股利政策会传递股东每次收到的股利都是稳定的并且企业前景良好的信号,在帮助股东有效规避税收的同时又能增强股东的投资信心,从而使股东保持甚至增加投资额,使企业拥有充足的投资资金可供利用,减少债务违约风险。当股利发挥着代理成本的作用时,由于债权人对企业股利政策的约束,会使股东的代理成本提高,减小资金流向高风险项目的可能性,从而降低企业债务违约风险。

由此提出假设 H1: 股利越平稳,企业的债务违约风险越低。

从股利代理成本的角度看,企业存在着企业、股东和债权人三者之间的代理关系,而股东的目标是自身利益最大化,希望企业可以更多从事高回报的投资项目;债权人的目标是能按时收回应得的本金和利息,希望企业可以更多从事稳定的投资项目。当股东和债权人二者的利益发生冲突时,债权人便会在借款合同中加入限制企业向股东支付高股利的条款,对企业的股利支付行为进行约束,通过将股利稳定在一个固定的区间来约束股东的高回报需求,通过降低企业发生债务违约风险来保证债权人能按时收回本金和利息。

由于国企与非国企处于同一市场环境,会遭遇相似的经营风险,因此股利政策对债务违约风险的影响机制在国企与非国企中都同样适用,但由于国企受国家和政府的监管约束更大,信息更为透明,因此股利平稳性对债务违约风险的影响机制在国企中更能得到体现。

由此提出假设 H2: 无论在国企还是非国企中,股利的不平稳性都会增加债务违约风险,但在国企中股利的不平稳对企业风险的影响力高于非国企。

将股权制衡度因素放入股利平稳性和企业债务违约风险之间关系中研究,是由于当企业在给股东分配股利的时候,需要考虑股东的投资份额、股东对股利需求的迫切程度、股东未来再增持股的可能性等,加之与股东相关的利益损耗。而股权制衡度对上述股东相关利益都有作用并产生重要影响。同时股权制衡度也对企业未来的融资能力、财务绩效等有影响,从而影响企业的债务违约风险。现阶段关于股权制衡度存在着彼此对立的基本理论,分别为“竞争合谋理论”和“股权制衡理论”。

从“股权制衡理论”视角看,当股权制衡度较高且企业中存在多个持股比例较高的大股东时,大股东之间可以通过相互监督相互制衡,避免作出不利于企业的行为。比如,某些大股东为了自身利益,制定高股利政策来掏空企业等。此外,由于管理层可能为了不让自己的职位被更替,或为了获得一定绩效激励,不以企业在稳定发展基础上利益最大化为目标,而制定不切实际的平稳股利政策,向股东及外界传递虚假信号,会造成企业信誉受损,融资能力下降。大股东之间的相互制衡有利于鼓励大股东参与公司治理,加强对企业管理层的监督,降低企业发生资金困难的可能性。通过以上两方面,可得出股权制衡度较高的时候,会起到一定的和股利平稳性相似的监督约束作用,从而缓解股利平稳性与企业债务违约风险的负向关系。

由此提出假设 H3a: 股权制衡度会削弱股利平稳性与企业债务违约风险之间的关系。

从“竞争合谋理论”视角看,“竞争合谋理论”主要是指企业中由于每个股东都在力求自己的利益最大化,在大股东持股比例越高的企业中,大股东相互监督制约的作用被削弱,基于利益竞争或者合谋的问题更严重,甚至会默认彼此去侵犯小股东的利益,造成企业内部管理混乱,导致股东之间对企业的投资决策、经营理念、分红模式等产生巨大分歧,致使企业的治理功能失效。股利发放政策不稳定,也为大股东牟取控制权私利提供了可乘之机,使企业违约风险加大,企业的债务违约风险上升。

由此提出假设 H3b: 股权制衡度会增强股利平稳性与企业债务违约风险之间的关系。

### 三、变量的选取与模型的设定

参考李诗瑶等(2020)<sup>[17]</sup>、姚鹏和张峰(2019)<sup>[18]</sup>的研究方法,本文的债务违约风险研究变量采用 KMV 模型中的 EDF 变量和 DD 变量,其中 EDF 越大,DD 越小,表明企业的债务违约风险越高。在稳健性检验中,将因变量 EDF 和 DD 替换,参考张靖等(2018)<sup>[19]</sup>、黄贤环等(2018)<sup>[20]</sup>采用 Z-Score 计分法中的 Z 值来代表企业债务违约风险,Z 值越高,表明企业债务违约风险越低。

对股利平稳性适用的变量,参考陈艳利等(2019)<sup>[21]</sup>采用股利不平稳指标来衡量股利平稳性,其中股利平稳性用企业近三年每股税前现金股利的标准差与近三年每股收益标准差的比值计算,用 SOA 来表示股利平稳性,当 SOA 越大,表明企业股利平稳性越低,企业股利越不平稳。

因此,用 SOA 代表企业股利平稳性,用 Risk 代表企业债务违约风险,为验证假设 H1,构建基本模型(1)研究股利平稳性对企业债务违约风险的影响。

$$Risk_{it} = \alpha + \alpha_1 SOA_{it} + Control_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

为验证中介效应影响机制中的内部财务风险渠道,用 LEV 表示企业的财务杠杆,本文在模型(1)的基础上构建模型(2)研究股利平稳性与财务杠杆之间的关系,构建模型(3)研究股利平稳性、财务杠杆与企业债务违约风险之间的关系。

$$LEV_{it} = \alpha + \alpha_1 SOA_{it} + Control_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Risk_{it} = \alpha + \alpha_1 SOA_{it} + \alpha_2 LEV_{it} + Control_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

为验证中介效应影响机制中的内部股东治理渠道,用 Pledge 表示企业中是否存在控股股东股权质押,在模型(1)的基础上构建模型(4)研究股利平稳性与控股股东股权质押之间的关系,构建模型(5)研究股利平稳性、控股股东股权质押与企业债务违约风险之间的关系。

$$Pledge_{it} = \alpha + \alpha_1 SOA_{it} + Control_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$Risk_{it} = \alpha + \alpha_1 SOA_{it} + \alpha_2 Pledge_{it} + Control_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

为验证中介效应影响机制中的外部审计决策渠道,用 FEE 表示企业审计费用,本文在模型(1)的基础上构建模型(7)研究股利平稳性与审计费用之间的关系,构建模型(8)研究股利平稳性、审计费用与企业债务违约风险之间的关系。

$$FEE_{it} = \alpha + \alpha_1 SOA_{it} + Control_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$Risk_{it} = \alpha + \alpha_1 SOA_{it} + \alpha_2 FEE_{it} + Control_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

其中  $i$  代表企业,  $t$  代表年份,被解释变量是  $Risk_{it}$ ,代表第  $i$  家企业在  $t$  时期的债务违约风险。核心解释变量为 SOA,代表企业的股利平稳性。

中介变量分别为 LEV(代表企业财务杠杆)、Pledge(代表企业中是否存在控股股东股权质押)、FEE(代表企业的审计费用)。通过文献梳理,在模型中加入可能影响企业债务违约风险的控制变量 Control: 企业规模(SIZE)、资产负债率(DEBT)、发展能力(GROWTH)、企业年龄(AGE)、市盈率(PE)、净资产收益率(ROA)。 $\mu_i$  是企业固定效应, $\varepsilon_{it}$  是随机扰动项。

所有变量的相关定义见表 1。

表 1 相关变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	EDF	EDF	运用 KMV 模型计算,用来表示企业的债务违约概率
	DD	DD	运用 KMV 模型计算,用来表示企业的债务违约距离
	Z 值	Z	运用 Z-Score 模型,计算,用来表示企业的债务违约风险
解释变量	股利平稳性	SOA	近三年每股税前现金股利的标准差与近三年每股收益标准差的比值
	股权制衡度	Z5/Z10	企业第二到第五大股东持股比例与第一大股东持股比例的比值(Z5)、第二到第十大股东持股比例与第一大股东持股比例的比值(Z10)

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
控制变量	企业规模	SIZE	企业年末总资产的对数
	资产负债率	DEBT	企业的负债总额与资产总额的比值
	发展能力	GROWTH	企业年度营业收入同比增长率
	企业年龄	AGE	企业期末上市时间
	市盈率	PE	股票价格和每股收益的比值
	净资产收益率	ROA	净利润和总资产的比值
	资产周转率	ATO	销售收入净额与总资产的比值
中介变量	财务杠杆	LEV	总资产与总股东权益的比值
	控股股东股权质押	Pledge	当年存在控股股东股权质押时值为1,当年不存在控股股东股权质押时值为0
	审计费用	FEE	企业每年所需支付的审计费用

## 四、实证结果

### (一) 数据的来源与描述

本文以2012—2019年沪深A股上市企业为研究样本,由于企业的股利平稳性变量的计算会涉及前三年的数据,因此以2010—2019年沪深A股上市企业数据作为数据收集期间。并且按照如下标准进行筛选:(1)删除ST、\*ST企业样本;(2)删除金融行业样本;(3)删除每股现金股利连续数据不足三年的样本,以及其它数据缺失或者不完整的企业样本。样本包括2010—2019年26449个企业的年度观察数据,最终得到12008个企业的年度样本观测值。全文数据均来自Wind数据库和CSMAR数据库,采用在1%水平缩尾方法对存在极端值的数据进行处理,数据处理均通过Excel 2010与Stata14.0软件进行。描述性统计见表2。

表2 相关变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值	中位数
EDF	12 008	0.5252	0.3336	0.0008	1.0000	0.5292
DD	12 008	-0.1652	1.3919	-3.9312	3.1471	-0.0732
Z	12 008	7.1202	8.6184	0.6299	53.4802	4.2225
SOA	12 008	0.5288	0.7347	0.0000	4.7710	0.3031
Z5	12 008	0.7198	0.6069	0.0315	2.8923	0.5499
Z10	12 008	0.9210	0.7896	0.0459	4.0646	0.7069
SIZE	12 008	8.4249	3.1848	-0.0107	11.4206	9.5135
DEBT	12 008	39.9876	19.4513	5.2488	84.0901	39.0348
GROWTH	12 008	16.1077	26.4322	-36.0636	127.9742	11.5716
AGE	12 008	18.0824	5.7847	1.0000	64.0000	18.0000
PE	12 008	55.3312	77.6941	-135.6738	505.2413	34.4788
ROA	12 008	9.7895	6.4768	0.3057	33.3863	8.6265
ATO	12 008	0.6591	0.4224	0.0938	2.4670	0.5641
LEV	12 008	1.9336	0.9361	1.0554	6.2851	1.6400
Pledge	12 008	0.4440	0.4969	0	1	0
FEE	12 001	12.4352	16.1255	0	123	8

### (二) 基本回归

现金股利越平稳,越能吸引和留住更有监督能力的机构投资者,对外释放出企业盈利能力提高的良好信号,增大企业现金流,降低公司债务违约风险。现金股利越不平稳,会使得投资者减少持有的公司股票,增加公司融资成本,从而更易发生债务违约。表3分别运用OLS、固定效应模型、co估计法三种方法进行回归,用EDF与DD指标分别衡量企业的债务违约风险。可看出SOA与EDF的正向关系在5%和1%的水平上都显著,而SOA与DD的负向关系也在5%和10%的水平上显著。即当股利越不平稳时,EDF越高,DD越低,违约风险显著提高,假设H1得到验证。

表 3 基本回归结果估计

变量	模型(1)		模型(2)		模型(3)	
	EDF	DD	EDF	DD	EDF	DD
SOA	0.0094** (2.5560)	-0.0298* (-1.9120)	0.0094*** (2.6220)	-0.0298** (-1.9610)	0.0117*** (2.8370)	-0.0403** (-2.4460)
SIZE	-0.0382*** (-58.4700)	0.1605*** (49.1300)	-0.0382*** (-61.6900)	0.1604*** (50.1800)	-0.0415*** (-45.9400)	0.1740*** (47.4700)
DEBT	0.0001 (0.7140)	-0.0011* (-1.7260)	0.0001 (0.8970)	-0.0011** (-2.1480)	-0.0002 (-0.9920)	0.0002 (0.2660)
GROWTH	-0.0005*** (-4.3080)	0.0022*** (4.9470)	-0.0005*** (-4.3600)	0.0022*** (4.9660)	-0.0001 (-0.9480)	9.0009 (1.8040)
AGE	-0.0001 (-0.0237)	0.0024 (1.1580)	-0.0001 (-0.0296)	0.0024 (1.4160)	0.0020*** (3.6250)	-9.0060*** (-2.8030)
PE	-0.0008*** (-20.0500)	0.0031*** (19.4600)	-0.0008*** (-19.1000)	0.0031*** (18.7100)	-0.0007*** (-17.4200)	0.0028*** (17.2900)
ROA	-0.0100*** (-21.6000)	0.0425*** (22.0900)	-0.0100*** (-23.1500)	0.0425*** (23.8000)	-0.0108*** (-21.6000)	0.0457*** (23.0800)
常数项	0.9876*** (74.9700)	-2.1247*** (-36.5000)	0.9876*** (87.2200)	-2.1242*** (-41.1200)	0.9589*** (62.0800)	-2.0094*** (-32.7100)
N	12 007	12 007	12 007	12 007	9 019	9 019
Year&Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R-squared	0.1943	0.1934	- - -	- - -	0.2475	0.2599

注: 括号内为稳健性标准误, \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$ 。

### (三) 分样本估计

表 4 为分样本估计, 采用了 OLS 和固定效应两种模型, 用 EDF 指标来衡量企业的债务违约风险。检验不同产权性质下股利平稳性对企业债务违约风险的影响差异。由表 4 可知, 股利平稳性 SOA 系数在国企与非国企样本组中均在 10% 的水平上显著为正, 验证了无论在国企还是非国企中, 股利平稳性都与企业债务违约风险具有显著的正向关系, 即 SOA 越大, 股利越不平稳, 企业的债务违约风险 EDF 越大。但在国企中, 股利平稳性 SOA 系数为 0.0139, 在非国企中, 股利平稳性 SOA 系数为 0.0076, 非国企 SOA 系数小于国企, 表明股利不平稳性对企业债务违约风险具有正向影响, 其中对国企影响力度更大, 由此验证了假设 H2。

表 4 分产权性质下的回归结果估计

变量	国企		非国企	
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
SOA	0.0139* (1.8290)	0.0139* (1.8460)	0.0076* (1.8740)	0.0076* (1.9250)
SIZE	-0.0400*** (-35.1000)	-0.0400*** (-37.8800)	-0.0380*** (-46.8100)	-0.0380*** (-48.4200)
DEBT	0.0006** (2.3330)	0.0006*** (2.9540)	-0.0004* (-1.8610)	-0.0004** (-2.2920)
GROWTH	-0.0004** (-2.0360)	-0.0004** (-2.0530)	-0.0004*** (-3.2060)	-0.0004*** (-3.2030)
AGE	-0.0022*** (-2.6060)	-0.0022*** (-3.3220)	0.0013** (2.1660)	0.0013*** (2.6480)
PE	-0.0007*** (-9.2180)	-0.0007*** (-8.6840)	-0.0008*** (-17.4200)	-0.0008*** (-17.1200)
ROA	-0.0090*** (-10.7200)	-0.0090*** (-11.6100)	-0.0102*** (-18.3000)	-0.0102*** (-19.5600)
常数项	1.0117*** (40.0800)	1.0117*** (47.3300)	0.9766*** (62.8000)	0.9766*** (72.8900)
N	4 387	4 387	7 620	7 620
Year&Ind	控制	控制	控制	控制
R-squared	0.1720	- - -	0.2083	- - -

注: 括号内为稳健性标准误, \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$ 。

## (四) 中介效应分析

1. 机制一: 内部财务风险机制。内部财务风险采用 EDF 指标来衡量企业债务违约风险,并引入财务杠杆中介变量。由于财务杠杆变量与本文作为控制变量的资产负债率具有较大的内生性,因此在内部财务风险机制的中介效应分析中,不选择作为控制变量的资产负债率。在表5模型(1)中,股利平稳性 SOA 与企业债务违约风险 EDF 在 5% 水平上正向显著,SOA 系数为 0.0091;在表5模型(2)中,股利平稳性 SOA 与财务杠杆 LEV 在 1% 水平上显著;在表5模型(3)中,为 SOA 与 LEV 共同对 EDF 进行回归,股利平稳性 SOA 在 1% 水平上与债务违约风险 EDF 保持正向显著关系,财务杠杆 LEV 在 5% 水平上与债务违约风险 EDF 保持正向显著关系,并且 SOA 系数增加到了 0.0099,表明财务杠杆在股利平稳性和企业债务违约风险两者间的关系中起到了正向中介作用。

表5 财务风险中介效应结果

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)
	EDF	LEV	EDF
SOA	0.0091** (2.4960)	-0.1060*** (-9.53)	0.0099*** (2.6840)
LEV			0.0069** (2.0580)
SIZE	-0.0382*** (-58.0200)	0.0413*** (16.09)	-0.0384*** (-58.8700)
GROWTH	-0.0005*** (-4.2800)	.0011*** (3.16)	-0.0005*** (-4.3500)
AGE	-0.0001 (-0.1050)	0.0263*** (15.31)	-0.0001 (-0.2650)
PE	-0.0008*** (-20.2100)	-0.0010*** (-8.33)	-0.0008*** (-20.0000)
ROA	-0.0100*** (-21.5900)	0.0062*** (4.06)	-0.0100*** (-21.6700)
常数项	0.9900*** (74.1600)	1.1406*** (25.78)	0.9820*** (74.0300)
N	12 007	12 007	12 007
Year& Ind	控制	控制	控制
R-squared	0.1943	0.0595	0.1947

注: 括号内为稳健性标准误, \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$ 。

2. 机制二: 内部股东治理机制。内部股东治理机制也采用 EDF 指标来衡量企业债务违约风险,如表6模型(1)的回归结果显示,股利平稳性 SOA 与企业债务违约风险 EDF 之间具有显著相关性,在 5% 水平上保持正向显著;模型(2)回归结果显示,是否存在控股股东股权质押 Pledge 与股利不平稳性 SOA 之间具有显著的相关性,股利越不平稳,企业越容易发生控股股东股权质押;模型(3)回归结果显示,股利不平稳性与是否存在控股股东股权质押的回归系数分别是 0.0096 和 -0.0197,两个系数都在 1% 水平下显著。将是否存在控股股东股权质押指标引入模型中,股利不平稳性回归系数由 0.0094 上升为 0.0096,且两个系数都显著为正。因此,是否存在控股股东股权质押在股利不平稳性对企业债务风险的影响中起到了中介效应作用。

表6 股东治理中介效应结果

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)
	EDF	Pledge	EDF
SOA	0.0094** (2.5560)	0.0109* (1.7760)	0.0096*** (2.6100)
Pledge			-0.0197*** (-3.5330)
SIZE	-0.0382*** (-58.4700)	-0.0075*** (-5.2570)	-0.0384*** (-58.6200)
DEBT	0.0001 (0.7140)	0.0008*** (3.3450)	0.0001 (0.8180)

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)
	EDF	Pledge	EDF
GROWTH	-0.0005*** (-4.3080)	0.0029*** (16.7200)	-0.0004*** (-3.7490)
AGE	-0.0001 (-0.0237)	-0.0034*** (-4.5220)	-0.0001 (-0.1620)
PE	-0.0008*** (-20.0500)	0.0005*** (7.5350)	-0.0008*** (-19.8100)
ROA	-0.0100*** (-21.6000)	-0.0003 (-0.3490)	-0.0100*** (-21.6200)
常数项	0.9876*** (74.9700)	0.4623*** (20.3200)	0.9967*** (74.3000)
N	12 007	12 007	12 007
Year& Ind	控制	控制	控制
R-squared	0.1943	0.0338	0.1952

注: 括号内为稳健性标准误, \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$ 。

3. 机制三: 外部审计决策机制。外部审计决策机制仍用 EDF 指标来衡量企业债务违约风险, 当引入审计费用作为中介变量后, 如表 7 模型(1)中股利平稳性 SOA 与企业债务违约风险 EDF 在 5% 水平上正向显著, 系数为 0.0094, 表明 SOA 越大, 股利越不平稳, 导致 EDF 越大, 企业债务违约风险越大; 模型(2)中 SOA 与 FEE 在 10% 水平上保持正向显著, 系数为 0.3151, 表明 SOA 越大, 股利越不平稳, 使得 FEE 越大, 审计费用越高; 而在模型(3)中, SOA 和 FEE 分别在 5% 与 10% 水平上与 EDF 保持正向显著, 证明了当股利越不平稳时, 企业的审计费用会因此上升, 审计费用的上升预示着企业债务违约风险的加大。

表 7 审计决策中介效应结果

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)
	EDF	FEE	EDF
SOA	0.0094** (2.5560)	0.3151* (1.8730)	0.0094** (2.5390)
FEE			0.0004* (1.9100)
SIZE	-0.0382*** (-58.4700)	0.2310*** (5.1250)	-0.0383*** (-58.5900)
DEBT	0.0001 (0.7140)	0.2595*** (25.9600)	0.0001 (0.0918)
GROWTH	-0.0005*** (-4.3080)	-0.0372*** (-8.4650)	-0.0005*** (-4.1840)
AGE	-0.0001 (-0.0237)	-0.0248 (-0.7440)	-6.16e-06 (-0.0125)
PE	-0.0008*** (-20.0500)	-0.0136*** (-8.0240)	-0.0008*** (-19.9100)
ROA	-0.0100*** (-21.6000)	0.1924*** (8.2180)	-0.0101*** (-21.7000)
常数项	0.9876*** (74.9700)	-0.1363 (-0.1860)	0.9876*** (74.9400)
N	12 007	11 990	12 000
Year& Ind	控制	控制	控制
R-squared	0.1943	0.1219	0.1946

注: 括号内为稳健性标准误, \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$ 。

#### (五) 稳健性检验

1. 替换企业债务违约风险指标。将 Z-Score 模型中 Z 值作为替换变量衡量企业债务违约风险, 并采用四种不同的回归模型, 得出股利平稳性 SOA 与债务违约风险 Z 值的回归结果均在 1% 和 5% 水平上负向显著, 表明当 SOA 值越大, 即股利越不平稳, Z 值越低, 企业债务违约风险越大, 回归结果仍支持原假设。



表8 替代被解释变量的稳健性检验

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
SOA	-0.1534** (-2.0320)	-0.2319** (-2.4480)	-0.1542** (-2.3360)	-0.2046*** (-3.1670)
SIZE	0.0519*** (4.2820)	-0.1981*** (-10.8500)	0.0514*** (3.5230)	-0.0790*** (-5.8210)
DEBT	-0.2843*** (-37.7700)	-0.3006*** (-16.0500)	-0.2842*** (-68.7600)	-0.2452*** (-46.9100)
GROWTH	-0.0069*** (-3.1570)	-0.0098*** (-3.2940)	-0.0069*** (-3.7660)	-0.0086*** (-5.0780)
AGE	-0.1237*** (-6.7150)	-0.4291*** (-8.8590)	-0.1258*** (-8.4630)	-0.0415* (-1.8730)
PE	0.0160*** (13.3200)	0.0109*** (7.5920)	0.0160*** (24.7400)	0.0113*** (19.0800)
ROA	0.2064*** (14.5200)	0.1478*** (6.0090)	0.2057*** (21.2500)	0.1579*** (14.8300)
常数项	17.6215*** (34.1800)	24.0804*** (17.8700)	17.6709*** (47.9000)	15.3110*** (29.0100)
N	12 007	6 599	12 007	9 019
Year& Ind	控制	控制	控制	控制
R-squared	---	---	---	0.2460

注: 括号内为稳健性标准误, \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$ 。

2. 增加关键控制变量: 资产周转率(ATO)。资产周转率体现资产从投入到产出的流转快慢,体现企业资产的管理质量和利用效率。企业通过提升资产周转率,挖掘生产潜力,在提高产品市场占有率的同时,也提高资产利用效率。资产周转率是衡量企业盈利和销售能力的一个重要指标。参照亚琨等(2018)<sup>[22]</sup>的稳健性研究,本文增加了关键控制变量资产周转率(ROA)来进行稳健性检验的回归分析,并用EDF与DD来分别衡量企业债务违约风险,如表9所示,回归结果SOA依然与EDF和DD关系显著,因此结论依然稳健。

表9 增加关键控制变量的稳健性检验

变量	模型(1)		模型(2)		模型(3)	
	EDF	DD	EDF	DD	EDF	DD
SOA	0.0092** (2.5080)	-0.0285* (-1.8270)	0.0092** (2.5680)	-0.0285* (-1.8690)	0.0118*** (2.8680)	-0.0404** (-2.4450)
SIZE	-0.0382*** (-58.4600)	0.1604*** (49.0800)	-0.0382*** (-61.6300)	0.1602*** (50.0800)	-0.0415*** (-45.9400)	0.1740*** (47.4600)
DEBT	0.0001 (0.5540)	-0.0010 (-1.4390)	0.0001 (0.6990)	-0.0009* (-1.7850)	-0.0001 (-0.8910)	0.0002 (0.2580)
GROWTH	-0.0005*** (-4.3430)	0.0023*** (5.0150)	-0.0005*** (-4.3980)	0.0022*** (5.0230)	-0.0001 (-0.9220)	0.0009* (1.8020)
AGE	-0.0001 (-0.0326)	0.0025 (1.1740)	-0.0001 (-0.0406)	0.0025 (1.4300)	0.0020*** (3.6360)	-0.0060*** (-2.8030)
PE	-0.0008*** (-20.0200)	0.0031*** (19.4000)	-0.0008*** (-19.0700)	0.0031*** (18.6300)	-0.0007*** (-17.4200)	0.0028*** (17.2900)
ROA	-0.0101*** (-21.4300)	0.0433*** (21.9700)	-0.0101*** (-23.1000)	0.0433*** (23.6800)	-0.0107*** (-20.9700)	0.0457*** (22.5600)
ATO	0.0076 (1.1170)	-0.0582** (-1.9970)	0.0076 (1.3460)	-0.0594** (-2.3650)	-0.0054 (-0.7180)	0.0013 (0.0438)
常数项	0.9846*** (73.5000)	-2.1019*** (-35.6200)	0.9846*** (85.5500)	-2.1008*** (-40.1600)	0.9609*** (61.2000)	-2.0099*** (-32.1900)
N	12 007	12 007	12 007	12 007	9 019	9 019
Year& Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R-squared	0.1944	0.1936	---	---	0.2475	0.2599

注: 括号内为稳健性标准误, \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$ 。

3. 将企业债务违约风险指标进行滞后。表10参考权小锋等(2016)<sup>[23]</sup>的研究,将被解释变量进行滞后,对模型内生性进行检验,本检验用EDF指标衡量企业债务违约风险,并将EDF分别滞后一年(EDF1)、滞后两年(EDF2),采用OLS和固定效应两种模型与解释变量和控制变量进行回归。延长期后的回归结果如表

10 中的第 4~7 列所示,当滞后一年时,SOA 仍在 5% 水平保持显著,系数为 0.0087;当滞后两年时,在模型(1)中 SOA 在 5% 水平下以 0.0092 的系数保持显著,模型(2)中 SOA 在 10% 水平下以 0.0090 的系数保持显著,通过稳健性检验。

表 10 将被解释变量进行滞后的稳健性检验

变量	EDF		EDF1		EDF2	
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
SOA	0.0094** (2.5560)	0.0094*** (2.6220)	0.0087** (2.0370)	0.0087** (2.0290)	0.0092** (1.9670)	0.0090* (1.8560)
SIZE	-0.0382*** (-58.4700)	-0.0382*** (-61.6900)	-0.0255*** (-25.1700)	-0.0255*** (-25.3600)	-0.0255*** (-28.0600)	-0.0268*** (-29.3500)
DEBT	0.0001 (0.7140)	0.0001 (0.8970)	-7.63e-06 (-0.0425)	-7.63e-06 (-0.0544)	0.0005*** (2.6870)	0.0006*** (3.3270)
GROWTH	-0.0005*** (-4.3080)	-0.0005*** (-4.3600)	-0.0007*** (-5.4860)	-0.0007*** (-5.5620)	-0.0008*** (-5.7680)	-0.0008*** (-5.2650)
AGE	-0.0001 (-0.0237)	-0.0001 (-0.0296)	-0.0033*** (-5.7030)	-0.0033*** (-6.7170)	-0.0067*** (-9.8910)	-0.008*** (-9.9830)
PE	-0.0008*** (-20.0500)	-0.0008*** (-19.1000)	-0.0005*** (-11.5200)	-0.0005*** (-11.7000)	0.0002*** (4.6760)	0.0003*** (5.4450)
ROA	-0.0100*** (-21.6000)	-0.0100*** (-23.1500)	-0.0070*** (-13.0000)	-0.0070*** (-14.9100)	-0.0018*** (-3.1240)	-0.0014** (-2.4940)
常数项	0.9876*** (74.9700)	0.9876*** (87.2200)	0.8406*** (50.3400)	0.8406*** (57.8600)	0.7584*** (40.5800)	0.7886*** (40.0500)
N	12 007	12 007	9 020	9 020	6 601	6 601
Year& Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R-squared	0.1943	- - -	0.1056	- - -	0.0960	- - -

注:括号内为稳健性标准误,\* $p < 0.1$ ,\*\* $p < 0.05$ ,\*\*\* $p < 0.01$ 。

#### (六) 进一步检验

引入股权制衡度(Z5、Z10)继续进行进一步检验,用 EDF 指标来衡量企业债务违约风险。表 11 中第 4~7 列为股权制衡度对股利平稳性与企业债务违约风险关系影响的回归结果,可以看出,在 OLS 和固定效应模型的两种模型下,交乘项均显著为正,SOAXZ5 系数均为 0.0063,在 5% 水平上正向显著;SOAXZ10 系数均为 0.0055,在 1% 水平上正向显著,说明股权制衡度增强了股利平稳性和企业债务违约风险间的关系,支持假设 H3b。

表 11 添加股权制衡度背景的回归结果

变量	EDF		EDF		EDF	
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
SOA	0.0094** (2.5560)	0.0094*** (2.6220)	0.0032 (0.6930)	0.0032 (0.7070)	0.0024 (0.5440)	0.0024 (0.5600)
Z5			-0.0088* (-1.8200)	-0.0088** (-2.1580)		
SOAXZ5			0.0063** (2.2980)	0.0063** (2.3290)		
Z10					-0.0097*** (-2.6470)	-0.0097*** (-3.1230)
SOAXZ10					0.0055*** (2.7760)	0.0055*** (2.9630)
SIZE	-0.0382*** (-58.4700)	-0.0382*** (-61.6900)	-0.0383*** (-58.5400)	-0.0383*** (-61.6200)	-0.0383*** (-58.6200)	-0.0383*** (-61.7300)
DEBT	0.0001 (0.7140)	0.0001 (0.8970)	0.0001 (0.5380)	0.0001 (0.6720)	0.0001 (0.4440)	0.0001 (0.5540)
GROWTH	-0.0005*** (-4.3080)	-0.0005*** (-4.3600)	-0.0005*** (-4.1500)	-0.0005*** (-4.1950)	-0.0004*** (-4.0390)	-0.0004*** (-4.0840)
AGE	-0.0001 (-0.0237)	-0.0001 (-0.0296)	-0.0001 (-0.0507)	-0.0001 (-0.0635)	-0.0001 (-0.0432)	-0.0001 (-0.0541)
PE	-0.0008*** (-20.0500)	-0.0008*** (-19.1000)	-0.0008*** (-19.9900)	-0.0008*** (-19.0700)	-0.0008*** (-19.9800)	-0.0008*** (-19.0700)

变量	EDF		EDF		EDF	
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)
ROA	-0.0100*** (-21.6000)	-0.0100*** (-23.1500)	-0.0100*** (-21.5800)	-0.0100*** (-23.1300)	-0.0100*** (-21.5900)	-0.0100*** (-23.1500)
常数项	0.9876*** (74.9700)	0.9876*** (87.2200)	0.9960*** (72.0200)	0.9959*** (83.2300)	0.9992*** (72.5600)	0.9992*** (83.9200)
N	12 007	12 007	12 007	12 007	12 007	12 007
Year& Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R-squared	0.1943	- - -	0.1948	- - -	0.1950	- - -

注: 括号内为稳健性标准误, \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$ 。

## 五、结论

本文以2010—2019年我国A股上市企业为样本,以股利信号传递理论和股利代理成本理论为理论框架基础,利用KMV模型中违约概率和违约距离指标测度企业债务违约风险,研究股利平稳性与企业债务违约风险之间的关系。实证研究结果表明:股利平稳性与企业债务违约风险之间有着显著的相关性,股利越平稳,企业债务违约风险越低;在分样本的研究中,无论国企还是非国企,我国的企业股利政策对自身债务违约风险的影响都是显著的,即股利的不平稳性都会增加债务违约风险,但是由于企业性质的不同存在影响差异性,国企股利不平稳对企业债务违约风险的影响力会高于非国企。通过构建中介效应模型,对股利平稳性如何影响企业债务违约风险进行分析,揭示股利平稳性通过内部财务风险、内部股东治理和外部审计决策渠道对企业债务违约风险的影响机制。在进一步研究中,证明企业的股权制衡度越高,股利不平稳性对企业债务违约风险的影响越强。

## 参考文献:

- [1] Guttman I., Kadan O., Kandel E. Dividend Stickiness and Strategic Pooling [J]. The Review of Financial Studies, 2010(12): 4455 - 4495.
- [2] Fudenberg D., Tirole J. A Theory of Income and Dividend Smoothing Based on Incumbency Rents [J]. Journal of political Economy, 1995(1): 75 - 93.
- [3] Labhane N. B., Mahakud J. Dividend Smoothing and Business Groups: from Indian Companies [J]. Global Business Review, 2018(3): 690 - 706.
- [4] Fliers P. T. What Is the Relation between Financial Flexibility and Dividend Smoothing? [J]. Journal of International Money and Finance, 2019(4): 98 - 111.
- [5] Brennan M. J., Thakor A. V. Shareholder Preferences and Dividend Policy [J]. The Journal of Finance, 1990(4): 993 - 1018.
- [6] Allen F., Bernardo A. E., Welch I. A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles [J]. The Journal of Finance, 2000(6): 2499 - 2536.
- [7] Lambrecht B. M., Myers S. C. A Lintner Model of Payout and Managerial Rents [J]. The Journal of Finance, 2012(5): 1761.
- [8] Harry D. A., Linda D. A. Capital Structure, Payout Policy and Financial Flexibility [D]. Working paper, 2007.
- [9] Van Lent W., Sgourev S. V. Local Elites versus Dominant Shareholders: Dividend Smoothing at the Dutch East India Company [J]. Academy of Management, 2013(1): 155 - 192.
- [10] Jillian G. Dividend Payments as a Response to Peer Influence [J]. Journal of Financial Economics, 2018(3): 549 - 570.
- [11] Wu Y. F. What's behind Smooth Dividends? Evidence from Structural Estimation [J]. The Review of Financial Studies, 2018(10): 3979 - 4016.
- [12] Miller M., Scholes M. Dividends and Taxes [J]. Journal of Financial Economics, 1978(6): 333 - 364.

- [13] Baker M. ,Wurgler J. Dividends as Reference Points: A Behavioral Signaling Model [J]. Nber Working Papers 2016( 29) :697 – 738.
- [14] Ding N. The Evolving Relation between Market Competition and Corporate Payout Policy [D]. The University of New South Wales Working Paper 2011.
- [15] Larkin Y ,Mark T. L ,Roni Michaely. Do Investors Value Dividend – Smoothing Stocks Differently? [J]. Management Science 2016( 12) :4114 – 4136.
- [16] Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow ,Corporate Finance ,and Takeovers [J]. American Economic Review ,1999( 2) :323 – 329.
- [17] 李诗瑶 ,李星汉 ,管超. 债权人监督与上市公司盈余管理——基于债务违约风险视角 [J]. 当代财经 2020 ( 2) :138 – 148.
- [18] 姚鹏 ,张峰. 基于 KMV 修正模型的地方政府债务违约风险评估研究 [J]. 中国资产评估 2019( 12) :29 – 35.
- [19] 张靖 ,肖翔 ,李晓月. 环境不确定性、企业社会责任与债务违约风险——基于中国 A 股上市公司的经验研究 [J]. 经济经纬 2018( 5) :136 – 142.
- [20] 黄贤环 ,吴秋生 ,王瑶. 金融资产配置与企业财务风险 “未雨绸缪”还是“舍本逐末” [J]. 财经研究 , 2018( 12) :100 – 112 + 125.
- [21] 陈艳利 ,毛斯丽 ,王碧月. 股利平稳性、股权制衡与制造业企业价值 [J]. 财会月刊 2019( 13) :46 – 52.
- [22] 亚琨 ,罗福凯 ,李启佳. 经济政策不确定性、金融资产配置与创新投资 [J]. 财贸经济 2018( 12) :95 – 110.
- [23] 权小锋 ,肖斌卿 ,吴世农. 投资者关系管理能够稳定市场吗? ——基于 A 股上市公司投资者关系管理的综合调查 [J]. 管理世界 2016( 1) :139 – 152 + 188.

## The Influence of Dividend Stability on Corporate Debt Default Risk

ZHANG Qingjun , JIANG Yidi

( School of Finance ,Tianjin University of Finance and Economics ,Tianjin 300222 ,China)

**Abstract:** Based on the dividend signal transmission theory and dividend agency cost theory ,this paper studies the relationship between dividend stability and corporate debt default risk by taking China’s A – share listed companies from 2010 to 2019 as samples. The results show that the more stable the dividend is ,the lower the default risk will be. In both state – owned enterprises and non – state – owned enterprises ,the instability of dividends will increase the risk of debt default ,but the instability of dividends in state – owned enterprises has a higher impact on the risk of enterprises than non – state – owned enterprises. The instability of dividends can affect the debt default risk of enterprises through financial risk channels ,shareholder governance channels and audit decisions.

**Key words:** Debt default; Dividend stability; Financial leverage

( 责任编辑: 张秋虹)