

## 隐性契约与公司股利政策研究\*\*\*

□何剑平 程宏伟 张 冉 [成都理工大学 成都 610059]

〔摘要〕 隐性契约以商品所有权分割为存在前提,含有隐性契约价格的商品出售使公司承担对顾客的隐性负债,从而对股利政策产生约束。专用性投资是偿还隐性负债的基础,在公司具备相当盈利能力的前提下,专用性投资与股利支付水平应具有负相关关系。实证研究表明,由于中国上市公司的自生能力不足,内部资金没有成为主要的资金来源,导致专用性投资与股利支付率不具有显著的负相关关系。

〔关键词〕 隐性契约; 专用性投资; 隐性负债; 股利政策

〔中图分类号〕 F27 〔文献标识码〕 A 〔文章编号〕 1008-8105(2006)06-0011-05

## 引言

以股东与债权人利益为主导的公司股利政策研究实质是显性契约范式,是通过排除其它利益相关者而构建的精巧模型。但是,隐性契约的客观存在以及顾客利益对企业持续发展的决定性作用使我们不得不直面现实。那么隐性契约是否对公司股利政策选择产生影响?其前提条件是什么?Cornell、Shapiro通过划分显性契约与隐性契约,系统地分析了顾客利益对财务理论研究的影响。他们认为,隐性契约要求权的存在是顾客利益对股利政策产生影响的基础。他们通过定义净组织资本(NOC, Net Organizational Capital)的概念描述这种影响,NOC比较高的公司更关注顾客利益,股利政策较为保守。由于NOC无法直接度量,Cornell与Shapiro以外溢效应来替代NOC。但是,他们既没有建立严密的数学模型,也没有进行实证经验<sup>[1]</sup>。Holder、Langrehr、Hexte在Cornell与Shapiro理论分析的基础上进行了股利政策的经验研究。实证检验的基本结论是:隐性契约要求权对股利政策有影响<sup>[2]</sup>。但是,杨瑞龙运用Holder等人的模型对中国上市公司进行的实证检验并没有发现隐性契约对股利政策产生影响的证据<sup>[3]</sup>。

上述研究开辟了股利政策研究的新思路,但是

也存在两个方面的缺陷。第一,现有研究暗含了隐性契约客观存在的基本前提,而没有从根本上回答隐性契约存在的客观依据是什么?其缺陷表现在实证研究中就是假设隐性契约具有普遍存在性,对商品属性不加区分。第二,将隐性契约要求权经过NOC、外溢效应到企业集中度的量化过程是否合理?企业集中度只是说明某种产品的收入在总收入中所占的比重,其高低并不必然与隐性契约要求权的多少成正比关系。本文从商品属性入手,认为隐性契约并不具有普遍存在性,商品所有权分割是隐性契约存在的客观依据,并在隐性契约与资本结构的实证检验中得到了印证,但是缺乏对隐性契约与股利政策的相关研究<sup>[4]</sup>。本文将在此基础上对隐性契约与股利政策的关系进行研究。

## 一、理论分析

## (一)隐性契约存在的客观依据

交易属性是契约形式选择的基础<sup>[5]</sup>。Klein, Crawford, Alchian认为,由于专用性投资产生的准租金可能遭受机会主义行为的影响,解决的方式是垂直一体化或签订长期契约,长期契约可以看作是垂直一体化的替代形式。长期契约可以采用两种形式:显性契约与隐性契约<sup>[6]</sup>。问题是,长期交易关系为什么存在,什么条件下采用隐性契约形式?威

\* [收稿日期] 2006-09-29

\*\* [作者简介] 何剑平(1965—)女,成都理工大学计财处;程宏伟(1970—)男,成都理工大学信息管理学院教授,四川大学经济学院博士后。

廉姆森关于资产专用性的分析虽然深刻,但并没有直接触及隐性契约问题,他更多地强调了交易属性与治理结构之间的关系<sup>[5]</sup>。而巴泽尔关于商品所有权分割具有效率的观点却为隐性契约的客观存在提供了理论基础。“如果商品的初始所有者只转让商品的一部分属性而保留其余部分,那么来自交换的净得益常常就能增加。采取这种形式的交换导致单一商品的产权的分割,两个或两个以上个人可以拥有同一商品的不同属性。”<sup>[6]</sup>商品所有权转让的不完全性意味着商品所有权分次转移与服务功能的长期性,决定了长期交易关系的存在,而转换成本进一步加强了这种交易关系。长期交易关系为什么可以采用隐性契约形式?主要是契约成本的约束。“明确的长期契约可以解决机会主义问题,但成本极高,这种长期契约需要规定可能发生的偶然事件的成本、发现违约和在法庭上强制实施契约的监督和诉讼成本。由于各种偶然事件无法低成本地在契约中予以规定,甚至是无法预料的,并且由于法律解决冲突的成本很高,因此,交易者一般也依赖隐性的长期契约。”<sup>[7]</sup>因此,商品所有权分割与契约成本是隐性契约存在的客观使然,这是交易者为了追求交易效率所进行的契约安排。

## (二)隐性契约、专用性投资与股利政策

当公司出售的商品价格中含有隐性契约要求权时,顾客为获得未来商品所有权完全转移所进行的专用性投资以预付价款的方式支付给公司,实质上是公司将部分顾客剩余提前转移到公司手中,但是这部分顾客剩余是公司顾客的隐性负债,而在现行的会计计量体系中,这部分隐性负债是隐含在公司的净收益中。以净收益为基础的股利分配必须考虑顾客的潜在利益要求,股利政策选择也必须考虑顾客利益的影响。这种影响表现为公司的净收益被分解成顾客剩余与股东剩余两个部分,公司的股利支付必须在进行适当的顾客剩余扣除之后才能进行股东剩余的分配,这就使得考虑隐性契约条件下的股利支付水平要低于仅仅考虑显性契约条件下的股利支付水平。

考虑一个含有隐性负债的股利支付模型。假设本期可供分配的净收益为 $P$ ,支付的股利为 $D$ ,则股利支付率为 $\alpha = \frac{D}{P}$ 。考虑隐性负债的条件下, $P$ 被分解为 $P_c$ 与 $P_s$ ,其中 $P_c$ 表示顾客剩余, $P_s$ 表示股东剩余。受顾客剩余的约束,股东实际可以分配的是 $P_s$ ,股利支付率可以表示成 $\alpha = \frac{D}{P_c + P_s}$ ,由于

$\frac{\partial \alpha}{\partial P_c} = -\frac{D}{(P_c + P_s)^2} < 0$ ,说明顾客剩余与股利支付率具有负相关关系。如果公司为顾客提供了隐性承诺,并且在隐性契约的基础上完成了初始交易,则公司对顾客形成的隐性负债将约束公司的股利支付水平。

以隐性负债方式获得的资金应主要用于未来偿还隐性负债的专用性投资,比如顾客服务体系的建设、R&D投资、专用性生产设施投资等。专用性投资首先向顾客传递了公司准备履行隐性契约的资本承诺,表明公司具有履约动机。专用性投资使公司存在可占用性准租金,对公司行为产生约束,这种约束作用使公司行为具有可置信性。公司一旦发生机会主义行为,就会因专用性投资遭受的损失而承担机会成本。其次,专用性投资有助于提高公司的履约能力。专用性投资可以培育公司为顾客提供独特产品和服务的能力,建立与顾客的长期交易关系。如果公司缺乏必要的专用性投资而没有及时支付隐性负债,虽然无法对公司产生直接影响,但是这种违约行为将使公司面临隐性财务危机。当隐性契约要求权没有得到满足时,顾客就会怀疑公司履行隐性契约的能力,这将导致隐性契约的价格下降<sup>[1]</sup>。如果需要交易,顾客会要求以显性契约替代隐性契约,从而增加契约成本。这些或者会降低企业的现金流入或者增加企业的现金流出,最终会减少公司价值,并增加公司显性财务危机发生的可能性。

公司为顾客提供的隐性承诺越大,商品价格中所包含的隐性契约要求权价格就越高,所产生的隐性负债就越多,需要从净收益中保留的顾客剩余就越多,同时,由此而产生的专用性投资就越多。因此,从隐性负债的角度考虑,专用性投资水平与股利支付率具有负相关关系。

需要注意的是,股利支付率的确定是综合顾客利益与股东利益的结果,前提是公司必须具备相当的盈利能力。盈利水平低下而无力支付股利的低水平股利支付率与盈利水平高具备股利支付能力的低水平股利支付率是根本不同的,因为只有后者才是在顾客剩余与股东剩余之间选择的结果,而前者是一种被动的选择,顾客剩余并不是主要影响因素。如果公司盈利水平低下,自有资金积累不足,资金来源主要依赖于外部资金的供给,那么专用性投资与股利支付率将不存在显著的负相关关系。根据理论分析,我们得出基本假设:在公司具备相当盈利能力的前提下,专用性投资与公司股利支付率具有负相关关系。

## 二、实证检验

### (一) 专用性投资指标的确定

关于专用性投资的变量选择, Mocnik 的研究采用的是 R & D 占销售收入的比重, 广告支出占销售收入的比重<sup>[8]</sup>。我们的分析则选择固定资产与无形资产占总资产的比重作为专用性投资的替代变量, 原因在于: 专用性投资的资产表现形式以固定资产与无形资产为主, 为生产某种商品所进行的固定资产投资在特定行业具有较强的专用性, 而无形资产反映了企业进行品牌资本投入与 R & D 投入的程度, 此外, 上市公司关于 R & D、广告支出的信息披露不充分也制约了我们选择此类变量进行分析。

### (二) 股利支付率定义与影响因素

被解释变量为股利支付率( $D_{DP}$ ), 以每股现金股利/每股收益计量。根据国内外关于股利政策理论与实证研究的结果, 主要考虑资本结构、盈利能力、派现能力、公司规模、股权结构、成长性等影响因素为控制变量。

**资本结构:** 公司资产负债率越高, 未来需要偿还债务的资金压力就越大, 同时, 过高的资产负债率使公司面临较大的财务风险, 因此, 公司需要保持较低的股利支付水平, 股利支付率与资本结构呈负相关关系。

**盈利能力:** 利润是公司分配股利的主要来源, 公司的盈利能力越强, 可供分配的利润就越多, 因此, 盈利能力与股利支付水平呈正相关关系。

**派现能力:** 派现能力是股利分配的基础, 派现能力越强, 股利支付水平越高。因此, 派现能力与股利支付水平具有正相关关系。

**公司规模:** 当公司规模较小时, 出于吸引新资金和增强竞争能力的目的, 有较强的扩张欲望, 倾向于发放股票股利。而大公司的筹资渠道较多, 资金较为充裕, 竞争能力也较强, 相比之下扩张欲望并不强烈。所以, 大公司更有可能分配股利, 同时选择现金股利而不是股票股利<sup>[9]</sup>。因此, 股利支付率与公司规模具有正相关关系。

**股权结构:** 上市公司特有的股权结构使国家股、国有法人股比重过大而造成内部人控制。内部人控制导致流通股股东对上市公司的股利政策不具有约束力, 致使上市公司侵犯中小股东利益, 上市公司不分配或低分配成为一种普遍现象。因此, 股权结构与股利支付率具有负相关关系。

**成长性:** 处于快速成长中的公司需要充足的资金, 公司内部的资金积累是保证公司成长的主要来

源, 如果公司未来具有的投资机会较好, 公司倾向于支付较低的股利, 因此, 成长能力与现金股利负相关。

影响因素及其解释变量以表 1 汇总说明。

表 1 解释变量表

| 影响因素  | 变 量                      | 变量计量                          | 预期符号 |
|-------|--------------------------|-------------------------------|------|
| 专用性投资 | 专用性资产比重 ( $S_{SA}$ )     | (固定资产净值 + 在建工程 + 无形资产) / 资产总额 | -    |
| 资本结构  | 资产负债率 ( $C_{CS}$ )       | 负债总额 / 资产总额                   | -    |
| 盈利能力  | 净资产收益率 ( $R_{ROE}$ )     | 净利润 / 净资产                     | +    |
|       | 主营业务利润率 ( $P_{PRO}$ )    | 主营业务利润 / 主营业务收入               | +    |
| 派现能力  | 每股经营净现金流量 ( $O_{ONCF}$ ) | 经营净现金流量 / 股本总额                | +    |
| 企业规模  | 资产规模 ( $A_{ASI}$ )       | Ln(资产总额)                      | +    |
| 股权结构  | 非流通股比率 ( $N_{NCSF}$ )    | 非流通股股本 / 股本总额                 | -    |
| 成长性   | 资产增长率 ( $A_{AGR}$ )      | (期末资产总额 - 期初资产总额) / 期初资产总额    | -    |

### (三) 模型与数据

根据理论分析建立计量模型:

$$D_{DP} = \beta_0 + \beta_1 S_{SA} + \beta_2 C_{CS} + \beta_3 R_{ROE} + \beta_4 P_{PRO} + \beta_5 O_{ONCF} + \beta_6 A_{ASI} + \beta_7 N_{NCSF} + \beta_8 A_{AGR} + \varepsilon$$

从商品所有权分割属性考虑, 本文选择以家电、计算机(硬件、软件)、通信、电子信息(以下简称家电组)为主营业务的公司为样本。为了对比分析, 选择以食品、酿酒、医药(以下简称食品组)为主营业务的公司为参照样本。公司主营业务划分来源于证券之星网站。所选择的样本公司为 2001 年披露年报的沪深上市公司, 其中剔除了 ST 公司。家电组 106 家样本公司中进行纯现金分红的有 52 家, 剔除股利支付率异常公司一家(深科技 A, 股利支付率为 -6), 共得到样本公司 51 家, 其中家电类 9 家, 计算机类 15 家, 通信类 10 家, 电子信息类 17 家。食品组 87 家样本公司中进行纯现金分红的有 50 家, 其中食品类 10 家, 酿酒类 10 家, 医药类 30 家。年报数据来源于中国股票市场研究(CSMAR)数据库, 股本结构数据来源于证券之星网站。数据处理通过 Eviews 软件进行。

### (四) 回归结果分析

为克服模型初步回归结果中不显著变量对分析结果的影响,经过逐步回归筛选后,分别得出家电组与食品组含有专用性投资变量的最优回归模型。回归结果如表2所示:

表2 回归结果

| 变 量                     | 家电组                      | 食品组                      |
|-------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Constant                | 0.768 0 * * *( 4.890 0 ) | 0.720 6 * * *( 3.457 4 ) |
| SA                      | 0.054 5 ( 0.224 7 )      | 0.063 8 ( 0.208 3 )      |
| CS                      | -0.500 3 * *( -2.362 5 ) |                          |
| PRO                     | -0.579 3 * *( -1.954 9 ) | -0.443 3 ( -1.645 7 )    |
| AGR                     | 0.077 3 ( 1.654 0 )      |                          |
| ROE                     |                          | -1.966 3 * *( -1.703 3 ) |
| ONCF                    |                          | 0.426 5 * *( 2.298 8 )   |
| R <sup>2</sup>          | 0.180 3                  | 0.168 9                  |
| Adjusted R <sup>2</sup> | 0.109 0                  | 0.095 1                  |
| F - statistic           | 2.529 3 *                | 2.287 0 *                |
| D - W statistic         | 2.264 4                  | 2.064 5                  |

注( )为t统计量,\* \* \*表示在1%水平上显著,\* \*表示在5%水平上显著,\*表示在10%水平上显著。

表2的回归结果显示,影响家电组股利支付率的因素有资本结构、盈利能力,影响食品组股利支付率的因素有盈利能力、派现能力。

从回归分析结果来看,专用性投资与股利支付率在家电组与食品组均没有在统计上显示显著关系,且回归系数的符号与理论分析相反。其原因在于,上市公司盈利水平低下导致内部资金不能作为专用性投资的主要来源,而主要依靠外部资金来源。从样本公司的平均盈利水平来看,家电组主营业务利润率平均为25.12%,净资产收益率仅为7.94%,食品组主营业务利润率平均为36.37%,净资产收益率仅为7.8%,而美国SP500的净资产收益率过去25年平均为18%<sup>[10]</sup>。考虑中国2001年经济增长率为7.3%,表明上市公司在宏观经济增长的同时,并没有提高相应的盈利能力。盈利水平直接制约了上市公司的股利支付能力,其问题的根源在于上市公司自生能力不足,公司的盈利难以满足股东对现金股利的需求,也难以满足公司发展对资金的需求。公司进行专用性投资的资金主要依靠外部融资,而内部资金所占的比重很小,对专用性投资资金供给的影响微不足道,由此导致专用性投资与股利支付率之间并不存在显著的相关关系。

与本文研究假设相反的是,主营业务利润率(家电组)、净资产收益率(食品组)反映盈利能力的指标与股利支付率均为负相关关系,产生了盈利能

力越强股利支付率越低的悖论,这说明公司盈利能力无法有效地支持公司的现金发放。产生这种悖论的原因在于:首先,盈利能力与股利支付率之间具有正相关关系需要的前提条件是盈利水平足够高,因为公司的收益需要在公司留存与股利支付之间取得平衡,如果公司盈利水平不高,无法满足公司对内部融资的需求,即便具有一定的盈利水平,公司也难以进行现金股利的分配。其次,由于我国上市公司特殊的股权结构,非流通股占绝对控股地位,非流通股股东的偏好直接决定着上市公司的分配行为。尽管在回归分析中并没有发现非流通股比例与股利支付率具有显著的相关关系,但是上市公司存在的普遍不分配以及低分配的现象也说明了这种悖论的存在。

此外,根据模型回归结果,食品组的每股经营净现金流量与股利支付率具有显著的正相关关系,说明公司的派现能力影响股利支付水平。

### 三、研究结论

实证研究结果没有直接验证本文提出的研究假设:在隐性契约客观存在的条件下,专用性投资与股利政策具有负相关关系。实证研究结果与理论分析的悖论在于中国上市公司面临特殊的融资环境与上市公司自生能力不足。证券市场为上市公司提供了宽松的融资环境,但是,上市公司盈利能力不高,可供分配的盈余不足,股利政策往往体现的是上市公司与证券监管部门之间关于再融资条件的博弈,上市公司更多考虑的是如何迎合监管部门的要求,以便更多地从证券市场融资。盈利水平低下,使内源融资在整个融资中所占的份额较小,对于公司股利政策不产生实质性影响,导致股利政策与专用性投资脱节,使得隐性契约与股利政策研究缺乏现实的制度基础。本文理论分析的研究假设需要考虑的基本前提是:上市公司具有相当盈利能力,即内源融资是上市公司的一个重要融资渠道。如果将这一点加入本文的研究假设,那么这种悖论就可以得到解释。

本文的研究没有发现股权结构、公司规模与股利政策具有显著的相关关系。关于上市公司存在大股东利用上市公司作为提现工具,上市公司股利分配存在大股东操纵等已有的研究成果,本文实证结果不支持这些研究结论。产生差异的原因可能在于样本选择差异以及研究方法的差异。本文的实证研究结果还表明,股利政策的影响因素存在行业差异。

本文研究的局限性在于,样本限定为家电、计算

机、通讯、食品、酿酒、医药等行业,而没有考虑更多的行业特性,需要后续研究进一步拓展。由于上市公司固定资产信息披露主要根据生产经营用途进行分类,而没有说明固定资产的专用性程度,如何计量专用性投资是需要进一步解决的问题。

## 参考文献

- [ 1 ] CORNELL , BRADFORD , SHAPIRO A C. Corporate stakeholders and corporate finance[ J ]. Financial Management , 1987 ( 16 ) 5 - 14.
- [ 2 ] HOLDER , MARK E , LANGREHR F W , et al. Dividend Policy Determinants : An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory[ J ]. Financial Management , 1998 ( 27 ) : 73 - 82.
- [ 3 ] 杨瑞龙. 企业共同治理的经济学分析[ M ]. 北京 : 经济科学出版社 2001.

[ 4 ] 程宏伟. 隐性契约、专用性投资与资本结构[ J ]. 北京 : 中国工业经济 2004 ( 8 ) : 105 - 111.

[ 5 ] 奥利弗·E·威廉姆森. 资本主义经济制度[ M ]. 北京 : 商务印书馆 2002. 99.

[ 6 ] 巴泽尔. 产权的经济分析[ M ]. 上海 : 上海人民出版社 , 1997. 5.

[ 7 ] KLEIN , BENJAMIN , CRAWFORD R , et al. vertical integration , appropriable rents , and the competitive contracts process[ J ]. Journal of Law and Economics , 1978 ( 21 ) 297 - 326.

[ 8 ] MOCNIK D. Asset specificity and a firm's borrowing ability : an empirical analysis of manufacturing firms[ J ]. Journal of Economic Behavior & Organization 2001 ( 45 ) 69 - 81.

[ 9 ] 唐建新 , 蔡立辉. 中国上市公司股利政策成因的实证研究[ J ]. 经济管理 2002 ( 20 ) 60 - 69.

[ 10 ] 张宁. 全面分析基本面 合理评价 A 股价位[ N ]. 中国证券报 2002 - 11 - 28( 1 ).

## Research on the Relation between Implicit Contracts and Dividend Policy

HE Jian - ping CHENG Hong - wei ZHANG Ran

( Chengdu University of Technology Chengdu 610059 China )

**Abstract** Implicit contract exists based on the division of the property of goods. Implicit liability comes into being as soon as goods including implicit contractual prices are sold. Dividend policy is subject to customer's implicit contractual claims. Specific investments are the foundation of paying for implicit liability and it should be negative to dividend payout if corporate has strong profitability. Because China listed companies are weak on viability and internal funds are not the primary source , empirical test indicates that specific investment has no significant relationship with dividend payout.

**Key Words** implicit contracts ; specific investment ; implicit liability ; dividend policy

( 编辑 戴鲜宁 )

作者: [何剑平](#), [程宏伟](#), [张冉](#), [HE Jian-ping](#), [CHENG Hong-wei](#), [ZHANG Ran](#)  
作者单位: [成都理工大学, 成都, 610059](#)  
刊名: [电子科技大学学报 \(社会科学版\)](#)  
英文刊名: [JOURNAL OF UNIVERSITY OF ELECTRONIC SCIENCE AND TECHNOLOGY OF CHINA \(SOCIAL SCIENCES EDITION\)](#)  
年, 卷(期): 2006, 8(6)

参考文献(10条)

1. [CORNELL;BRADFORD;SHAPIRO A C](#) [Corporate stakeholders and corporate finance](#)[外文期刊] 1987(16)
2. [HOLDER;MARK E;LANGREHR F W](#) [Dividend Policy Determinants:An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory](#) 1998(27)
3. [杨瑞龙](#) [企业共同治理的经济学分析](#) 2001
4. [程宏伟](#) [隐性契约、专用性投资与资本结构](#)[期刊论文]-[中国工业经济](#) 2004(08)
5. [奥利弗·E·威廉姆森](#) [资本主义经济制度](#) 2002
6. [巴泽尔;费方域](#) [产权的经济分析](#) 1997
7. [KLEIN;BENJAMIN;CRAWFORD R](#) [vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracts process](#)[外文期刊] 1978(21)
8. [MOCNIK D](#) [Asset specificity and a firm's borrowing ability:an empirical analysis of manufacturing firms](#) 2001(45)
9. [唐建新;蔡立辉](#) [中国上市公司股利政策成因的实证研究](#)[期刊论文]-[经济管理](#) 2002(20)
10. [张宁](#) [全面分析基本面合理评价A股价位](#) 2002

本文链接: [http://d.wanfangdata.com.cn/Periodical\\_dzkjdxxb-shkx200606003.aspx](http://d.wanfangdata.com.cn/Periodical_dzkjdxxb-shkx200606003.aspx)