

引用格式:田马飞,孙红艳,肖星,等.人力资本及其结构视角下企业现金股利分配研究[J].技术经济,2024,43(6):58-67.

TIAN Mafei, SUN Hongyan, XIAO Xing, et al. Research on the distribution of corporate cash dividends from the perspective of human capital and its structure[J]. Journal of Technology Economics, 2024, 43(6): 58-67.

# 人力资本及其结构视角下企业现金股利分配研究

田马飞<sup>1</sup>, 孙红艳<sup>2</sup>, 肖星<sup>1</sup>, 许诺<sup>3</sup>, 李姝<sup>4</sup>

(1. 清华大学经济管理学院, 北京 100084; 2. 河北经贸大学会计学院, 石家庄 050061;  
3. 广西大学工商管理学院, 南宁 530004; 4. 南开大学商学院, 天津 300071)

**摘要:**人力资本作为企业获得竞争优势的重要因素之一,对企业的行为会产生显著影响。本文以2009—2020年中国A股上市企业为样本,探讨人力资本及高级人力资本结构对企业现金股利分配的影响。研究发现,人力资本投入及高级人力资本结构会显著减少企业现金股利分配。在经过一系列稳健性检验后,结论依然成立。进一步分析中发现,在人力资本较为密集的企业中,现金股利分配更少或企业更不倾向于分配现金股利;融资约束和《会计准则第9号——职工薪酬》的修订皆强化了人力资本及高级人力资本结构与现金股利分配间的负向关系。本文将劳动经济学理论同公司金融相结合,从人力资本的“正面”视角发现了中国企业“低股利”现象之谜。

**关键词:**人力资本; 现金股利分配; 融资约束; 现金持有

**中图分类号:** F272.3 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002-980X(2024)06-0058-10

**DOI:**10.12404/j.issn.1002-980X.J23090409

## 一、引言

知识经济时代,企业间的竞争已从物质资本转向人力资本间的竞争,企业价值的创造也从物的消耗转移至人的智慧的应用。与物质资本在使用过程中价值不断减损相反,人力资本在使用时可以实现价值持续增值<sup>[1]</sup>。人力资本在企业取得竞争优势中扮演着重要角色。

随着我国逐步进入“刘易斯拐点”,人力资本市场由以往供求高度弹性慢慢转变为供求刚性,且在高知识和高技能人力资本市场上表现更加明显<sup>[2]</sup>。提高福利待遇是企业打破人力资本市场刚性的最直接、有效的做法。由于人力资本的持续高投入,持有较高水平现金是一种行之有效的做法,但现金股利是将收益以现金流出的形式分配给投资者。据此推测,人力资本高投入(或高级人力资本结构)的企业减少现金持有在极大程度上受到抑制。那么,现金股利分配是否会受到影响值得探讨。

股利分配既是对投资者的直接回报,又是降低第一类代理成本的一种方法<sup>[3]</sup>。中国证券监督管理委员会先后四次出台股利分配政策督促企业分红。截至目前,我国上市企业股利分配水平依然低于国外成熟市场。部分文献从税收因素<sup>[4]</sup>、控股股东掏空动机<sup>[5]</sup>、公司治理质量<sup>[6-7]</sup>、股权质押<sup>[8]</sup>等企业外部正式制度和内部因素给出解释。内部因素多基于内部人机会主义行为理论展开分析,偏向于对企业现金股利分配进行“负面”或“中性”解释。而人力资本投入能够增加企业竞争力,并从“正面”对企业现金股利分配进行解释。能否从人力资本视角解析企业“低股利”现象?既有研究鲜有涉及,为本文研究提供了契机。

收稿日期:2023-09-04

基金项目:国家社会科学基金重点项目“企业技术创新与现金资产配置的动态耦合机制及产业升级效应研究”(20AGL012);中国博士后科学基金第74批面上项目“供应链资源‘拼凑-编排’演进视角下企业绿色双元创新平衡机制优化研究”(2023M741902)

作者简介:田马飞,博士,清华大学经济管理学院助理研究员,研究方向:ESG、企业创新、股利分配;(通信作者)孙红艳,博士,河北经贸大学会计学院讲师,硕士研究生导师,研究方向:企业创新、公司财务、ESG;肖星,博士,清华大学经济管理学院教授,博士研究生导师,研究方向:ESG、数字化转型;许诺,硕士,广西大学工商管理学院,研究方向:股利分配;李姝,博士,南开大学商学院教授,博士研究生导师,研究方向:资本市场与信息披露。

中国 2008 年实施了半强制分红政策,为了消除半强制分红政策对本文研究的影响,选取 2009—2020 年中国 A 股上市企业为研究样本,从人力资本及结构视角对企业现金股利分配行为进行解析。

本文可能的研究贡献主要包括三方面:第一,以往研究主要从正式法律制度、企业自身“负面”或“中性”因素等对现金股利分配行为进行解释,较少从人力资本及结构的正面角度对现金股利分配行为进行阐述,本文对已有研究是有益的补充。第二,拓展了宏观劳动经济学与微观公司金融行为的研究思路。人力资本结构在宏观层面会影响经济增长<sup>[9]</sup>,中观层面会影响产业结构升级<sup>[10]</sup>,微观层面会影响企业创新与经营效率的变化<sup>[11-12]</sup>。将人力资本结构同公司金融相结合的研究并不多见,本文发现人力资本结构高级化会显著降低企业的现金股利分配水平,为劳动力因素对公司金融影响提供了新思路。第三,与已有研究更多关注企业高管对现金股利分配的影响不同,本文将企业全体员工工纳入研究范畴,丰富了现金股利分配影响因素的相关文献。

## 二、相关研究述评与研究假设

### (一) 相关研究述评

人力资本及结构对企业价值、资本结构和竞争力的影响得到了广泛关注。人力资本成本增加对降低企业财务杠杆、促进企业创新与转型升级、培育核心竞争力存在积极影响<sup>[13-16]</sup>,同时对提升企业生产率以及企业价值发挥显著促进作用<sup>[17-18]</sup>。进一步地,人力资本结构升级也能够显著促进企业劳动生产率的提高,增加企业创新产出<sup>[19]</sup>,从而决定了企业在人力资本方面较高的现金流出。Bernanke 等<sup>[20]</sup>发现人力资本投入是企业最大的资金流出。企业资源有限,如何在物质资本和人力资本投入间平衡?资金短缺时,企业首选削减人力资本投入,即物质资本投入对人力资本投入存在挤出,不利于企业成长;反之,人力资本投入短期不能带来劳动生产率提升,人力资本投入挤压物质资本投入更不可取。因此企业急需缓解人力资本和物质资本相互挤出的状况。本文认为企业减少股利分配可以减少资金流出。资源基础观认为,企业获得较高绩效在于能否获得稀缺资源,人力资本结构高级化作为企业核心资源,其搜寻、甄别、雇佣、培训等成本也更高。由此,人力资本结构水平高的企业需要更多现金储备,从而倾向于减少股利分配。

已有现金股利分配研究主要从两个方面展开。正式制度方面,部分学者围绕宏微观政策对股利分配的影响展开研究:魏志华等<sup>[21]</sup>认为半强制分红政策有效提高了企业股利分配意愿与分配水平,支晓强等<sup>[22]</sup>发现股权分置改革促使企业重视对中小投资者的股利分配,全怡等<sup>[23]</sup>则发现紧缩型货币政策时期企业会选择减少现金股利发放,留存更多内源资金。企业自身方面,学者多探讨了公司治理对股利支付的影响,John 等<sup>[6]</sup>研究发现公司治理较差的公司股利支付水平越高;Porta 等<sup>[5]</sup>认为大股东出于机会主义动机减少现金股利分配;周县华等<sup>[24]</sup>研究表明企业存在外资持股时倾向于进行股利分配;而董事会越独立、规模越大以及董事会成员国际化程度越高,企业现金股利水平越高<sup>[25-27]</sup>,当董事会成员兼任水平越高时,股利分配的同群效应在高成长性和低现金流企业中明显<sup>[28-29]</sup>。进一步地,数字经济的发展促使企业数字化转型挤出了现金股利的发放<sup>[30]</sup>。

对当前我国上市企业“低股利”现象的解释中,已有研究多从大股东(控股股东)或管理层机会主义行为等“负面”视角进行解释,鲜有文献从人力资本及结构的“正面”视角展开分析。人力资本及结构需要大量资源投入,减少现金股利分配能够节约现金资源,从而研究企业为保证人力资本持续投入是否会选择少发或不发股利具有理论可行性,同时对中国资本市场具有重要的现实意义,深化对“低股利”现象的认识的同时弥补现有研究的不足。

### (二) 人力资本与现金股利分配

一切资本中最有价值的莫过于人力资本方面的投资,企业价值创造之关键已从实物资源转向了人力资源<sup>[31]</sup>。随着我国人口红利逐渐消失,企业面临劳动力市场摩擦不断增加,人力资本获取成本逐年攀升。持有足够现金资源是保证人力资本优势的最优方法,从而人力资本对现金股利分配产生影响主要通过增加现金持有实现。

企业增加现金持有主要包括两种方式:

其一,通过外部融资。虽然早期国内研究发现我国上市企业更加偏向于权益融资,但半强制分红政策强调企业通过增发途径实现权益融资的前提是近三年现金分配不少于年均可分配利润的30%,权益融资成本已然高于债务融资。在我国,国有银行掌握着全国主要金融资源<sup>[32]</sup>,银行信贷仍然是企业主要融资来源<sup>[33]</sup>。目前正处于“新兴加转轨”阶段,我国对债权人的法律保护较弱,资产抵押品能够最大程度保护债权人利益,进而降低债权人与债务人之间的代理成本,因此债务人资产可抵押性是其能否获取信贷资金的关键因素。通过对我国A股上市企业贷款数据分析发现,2000—2020年抵押贷款占总贷款的比重为33.52%<sup>①</sup>,表明抵押贷款在上市企业融资中占据重要地位。想获得抵押贷款首先要有物可抵,与物质资本密集型企业相比,人力资本密集型企业的抵押贷款能力相对较弱。而对信用贷款水平相似的企业,债权人同样会对其偿债能力进行严格审查,人力资本投入可能不会在短期内带来劳动生产率提升,此时,企业的偿债能力也会受到质疑。综上可知,无论是权益融资还是债务融资,都无法满足人力资本投入的资金需求。

其二,通过内部融资。股利是将企业实现的可分配利润以现金的形式分配给投资者,当企业面临物质资本和人力资本投入相互挤压的情形时,选择留存股利这一内部融资方式的成本几乎可以忽略不计。与外部融资需接受资金提供方关于资金使用途径的严格审查和监督相比<sup>[3]</sup>,留存股利获得的资金使用更为灵活,并能及时以较低成本补充企业为保持人力资本优势所需的现金储备。如前所述,人力资本之所以会影响企业现金股利分配,是因为外部融资高昂成本导致人力资本密集型企业出现融资约束,企业不得已转向成本更低的内部融资——留存股利。

综上,本文提出假设1:

在其他条件不变的情况下,企业人力资本与现金股利分配显著负相关(H1)。

### (三)高级人力资本结构与现金股利分配

高级人力资本结构是指为了满足企业提升竞争力、高质量发展对高素质人力资本的需求而降低初级人力资本比重,提升高级人力资本比重。然而我国高级人力资本匮乏<sup>[34]</sup>,供求关系高度刚性,高级人力资本获取成本显著高于初级人力资本。具体体现于以下三个方面:

首先,企业需要花费更多成本对高级人力资本进行搜寻和甄别,以显性契约形式给予更高报酬,另外还需要以隐性契约形式承诺为其提供良好的工作氛围与条件、较多的晋升机会、较高的工作自主权等。利益相关者理论表明企业有动机保留大量财务资源来兑现隐性契约<sup>[35]</sup>。企业一旦未能履行隐性契约,在劳动力市场上的声誉受损、“隐性契约”价值降低,获得高级人力资本的成本升高。

其次,高人力资本往往持有较多商业机密(如技术、软件、商业计划、设计、客户和供应商详细信息等),企业未履行隐性契约可能导致这部分人力资本流失,竞争对手则有机会以适宜薪酬雇佣高级人力资本获取商业秘密。因此,企业需要付出较高的成本留住该类员工。

最后,具有高级人力资本结构的企业往往从事创新性较强项目,此类项目研发周期长、不确定性大,即高人力资本结构投入需要忍受较长时间无产出阶段。然而,高技术人力资本调整成本更高,员工流失意味着企业需要重新搜寻、甄别、培训,并且还要承受同期生产率损失成本。可见,维持高级人力资本结构需要更多的现金储备。依据前文所述,具有高级人力资本结构的企业更加看重内部融资——留存现金股利。

综上,本文提出假设2:

在其他条件不变的情况下,企业高级人力资本结构与现金股利分配显著负相关(H2)。

## 三、研究设计

### (一)样本选择与数据来源

为探讨人力资本对企业现金股利的影响,本文样本来自中国沪深A股市场。由于最近一次半强制分红政策于2008年颁布,在2009年(含)之后所有A股上市企业都面临相同的半强制分红政策,一定程度上可以忽略半强制分红政策对不同企业的影响差异,本文选择2009—2020年为样本期间。并按下列步骤筛选:

① 数据来源于国泰安数据库。

①删除资料缺失与无效的样本;②删除金融保险业样本;③删除特别处理样本。最终得到 24467 个观测值。数据来源于国泰安数据库,为了减少极端值的影响,对所有连续变量进行上下 1%的缩尾处理。

## (二) 变量定义

### 1. 被解释变量

现金股利分配 (*Div*):采用是否发放现金股利和现金股利发放数额进行衡量,借鉴已有研究,用每股现价股利与每股收益的比值衡量现金股利发放数额。

### 2. 解释变量

人力资本 (*HC*):采用企业员工人数取自然对数和职工薪酬取自然对数进行衡量,并在稳健性检验中采用人均薪酬取自然对数进行衡量。

高级人力资本结构 (*HHC*):借鉴已有研究[9,12]采用研发人员占比和技术人员占比进行衡量,并在稳健性检验中采用高学历人员占比衡量。

### 3. 控制变量

借鉴已有研究,选择企业规模 (*Size*)、资产负债率 (*Lev*)、经营现金净流量 (*CF*)、产权性质 (*SOE*)、盈利能力 (*ROA*)、成长性 (*TobinQ*)、大股东持股比例 (*Top*)、资本支出 (*CAPEX*)。

各变量的具体含义如表 1 所示。

表 1 变量说明

变量类型	变量符号	变量名称	变量解释
被解释变量	<i>Div/Dumdiv</i>	现金股利分配	两种衡量方法:一是虚拟变量,当年发放现金股利时取 1,否则取 0;二是每股现金股利/每股收益
解释变量	<i>HC<sub>i</sub></i>	人力资本	ln(员工数量),ln(员工薪酬)
	<i>HHC<sub>i</sub></i>	高级人力资本结构	<i>HHC<sub>1</sub></i> 为研发人员占比, <i>HHC<sub>2</sub></i> 为技术人员占比
控制变量	<i>Size</i>	企业规模	ln(期末总资产)
	<i>Lev</i>	资产负债率	总负债/总资产
	<i>CF</i>	经营净现金流	经营净现金流/总资产
	<i>SOE</i>	产权性质	国有企业取值 1,非国有企业取值 0
	<i>ROA</i>	盈利能力	净利润/总资产
	<i>TobinQ</i>	成长性	市值/总资产
	<i>Top</i>	大股东持股比例	第一大股东持股比例
	<i>CAPEX</i>	资本支出	构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金/总资产

## (三) 模型构建

为了对假设进行验证,构建模型(1)。

$$Div/Dumdiv_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 HC/HHC_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中:*i* 为企业;*t* 为年度;*Div/Dumdiv<sub>i,t</sub>* 为现金股利分配,当为连续变量时采用 OLS 回归,为虚拟变量(0,1)时采用 Probit 回归;*Controls<sub>i,t</sub>* 为控制变量; $\alpha$  为变量系数; $\varepsilon$  为扰动项。若人力资本 (*HC*) 和高级人力资本结构 (*HHC*) 的系数显著为负,则假设得到验证。对企业和年度固定效应进行了控制,对系数标准误在企业和年度层面同时进行 cluster 调整。

## 四、实证分析

### (一) 描述性统计

表 2 为主要变量的描述性统计结果。*Div* 的均值为 0.267,50%分位数为 0.211,相较于以前,中国上市企业的股利分配水平有所上升。标准差为 0.294,大于均值,说明不同企业间股利分配水平存在较大差异。*Dumdiv* 的均值为 0.737,四分之一分位数的值为 0,说明有超过 25%的企业未分配股利,中国上市企业仍然存在较多的“低股利”现象。*HC<sub>1</sub>* 的均值为 7.641,最大值为 13.233,最小值为 1.609,员工数量最多的企业是最少企业的 8 倍之多,不同企业间的员工数量差异较为明显;*HC<sub>2</sub>* 的均值为 19.202,最大值为 25.775,最

表 2 变量描述性统计

变量	均值	标准差	1/4 分位数	中位数	3/4 分位数	极小值	极大值	观测值
<i>Div</i>	0.267	0.294	0.000	0.211	0.362	0.000	1.730	24467
<i>Dumdiv</i>	0.737	0.440	0.000	1.000	1.000	0.000	1.000	24467
<i>HC<sub>1</sub></i>	7.641	1.292	6.786	7.569	8.429	1.609	13.223	24467
<i>HC<sub>2</sub></i>	19.202	1.344	18.304	19.090	19.978	9.839	25.775	24467
<i>HHC<sub>1</sub></i>	0.0893	0.670	0.000	0.010	0.133	0.000	0.949	24467
<i>HHC<sub>2</sub></i>	0.191	0.381	0.074	0.138	0.239	0.000	0.833	24467
<i>Size</i>	22.124	1.287	21.180	21.938	22.856	19.867	26.179	24467
<i>Lev</i>	0.413	0.205	0.246	0.405	0.569	0.048	0.865	24467
<i>CF</i>	0.066	0.095	0.013	0.059	0.113	-0.191	0.398	24467
<i>SOE</i>	0.383	0.486	0.000	0.000	1.000	0.000	1.000	24467
<i>ROA</i>	0.048	0.044	0.019	0.042	0.071	-0.092	0.198	24467
<i>TobinQ</i>	2.014	1.240	1.250	1.613	2.294	0.868	8.129	24467
<i>Top</i>	0.355	0.150	0.236	0.337	0.457	0.088	0.751	24467
<i>CAPEX</i>	0.064	0.061	0.020	0.046	0.089	0.000	0.298	24467

小值为 9.839, 差距接近 3 倍, 势必会对企业的行为产生不同影响。*HHC<sub>1</sub>* 的均值为 0.0893, 说明样本企业的平均研发人员占比为 8.93%, 四分之一分为数为 0, 说明至少有 25% 的企业没有研发人员, 即使是中位数也只是 10%, 我国上市企业的研发人员占比依然不足, 标准差为 0.670, 大于均值, 表明了不同企业间研发人员占比存在较大差异。*HHC<sub>2</sub>* 的标准差也大于均值, 同样表明不同企业间的技术人员占比也有很大差异。研发人员占比与技术人员占比的描述性统计说明了我国企业间的高级人力资本结构仍然差异巨大, 企业对创新的重视依然不足, 创新驱动发展任重道远。余下变量同已有研究的描述基本一致, 不再赘述。

(二) 回归分析

1. 人力资本与现金股利分配

表 3 给出的是人力资本对现金股利分配影响的回归结果。无论采用连续变量 (*Div*) 还是虚拟变量 (*Dumdiv*) 衡量现金股利分配, 人力资本 *HC<sub>1</sub>* 和 *HC<sub>2</sub>* 的系数分别为 -0.040、-0.023、-0.039、-0.032, 且都在 1% 水平上显著。说明随着人力资本的增加, 企业会显著减少或停发现金股利。而且, 人力资本对现金股利分配的影响具有显著经济意义。具体来说, 以均值为基点, *HC<sub>1</sub>* 每上升一个百分点, 采用连续变量 (*Div*) 的现金股利分配减少 0.15%, *HC<sub>1</sub>* 每上升一个标准差, *Div* 分配下降 0.19%。*HC<sub>2</sub>* 每上升一个百分点, *Div* 分配减少 0.146%, *HC<sub>2</sub>* 每上升一个标准差, *Div* 分配下降 0.20%。在控制变量中, *Size*、*ROA*、*Top* 和 *CAPEX* 的系数显著为正, 说明企业规模越大、盈利能力越强、第一大股东持股比例越高、资本支出越多的企业越倾向于分配股利; 而 *Lev*、*CF* 的系数显著为负, 说明资产负债率越高、经营活动净现金流越大的企业越不倾向于分配股利; 余下控制变量对现金股利分配未见明显影响。综上, 假设 H1 得到验证, 即企业人力资本与现金股利分配显著负相关。

2. 高级人力资本结构与现金股利分配

表 4 给出的是企业高级人力资本结构对现金股利分配的影响。在采用连续变量 (*Div*) 和虚拟变量 (*Dumdiv*) 衡量现金股利时, 高级人力资本结构 (*HHC<sub>1</sub>* 和 *HHC<sub>2</sub>*) 的系数皆在 1% 水平上显著为负, 说明随着企业高级人力资本结构的提升, 现金股利分配在显著减少或停发。并且高级人力资本结构对现金股利分配

表 3 人力资本与现金股利

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Div</i>	<i>Dumdiv</i>	<i>Div</i>	<i>Dumdiv</i>
<i>HC<sub>1</sub></i>	-0.040*** (0.008)	-0.023*** (0.008)		
<i>HC<sub>2</sub></i>			-0.039*** (0.012)	-0.032*** (0.011)
Controls	控制	控制	控制	控制
Constant	-0.573*** (0.185)	-2.537*** (0.267)	-0.185 (0.220)	-2.291*** (0.263)
公司	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
观测值	24467	24467	24467	24467
Adj_ R <sup>2</sup>	0.385		0.383	
准 R <sup>2</sup>		0.502		0.501

注: 括号中为标准误; \*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

影响的经济意义也要大于人力资本影响的经济意义。具体而言,以均值为基点, $HHC_1$  每上升一个百分点, $Div$  分配减少 0.36%, $HHC_1$  每上升一个标准差, $Div$  分配下降 0.24%; $HHC_2$  每上升一个百分点, $Div$  分配减少 0.26%, $HHC_2$  每上升一个标准差, $Div$  分配下降 0.10%。综上,假设 H2 得到验证,即企业高级人力资本结构与现金股利分配显著负相关。

### (三) 稳健性检验<sup>②</sup>

#### 1. 改变解释变量衡量方法

为了保证结论的稳健性,本文以人均薪酬的自然对数( $HC_3$ )代替人力资本,以本科及以上学历员工占比( $HHC_3$ )代替高级人力资本结构,重新进行回归。所得结果与主检验结果相同,说明在改变人力资本和高级人力资本结构衡量方法后,结论依然成立。

#### 2. 去掉 2020 年样本

2020 年年初的新冠肺炎疫情对企业造成了极大影响,为了消除其可能对本文结论造成的不利影响,本部分将 2020 年样本去掉重新进行回归,所得结果依然显著,假设再次得到证实。

#### 3. 分位数回归

从描述性统计的结果可以看出,人力资本、高级人力资本结构和现金股利在不同企业间存在较大差异,样本间的较大差异与分布不均匀可能导致伪回归结果。为此,本文采用分位数回归消除可能存在的伪回归的影响,所得结果显著为负,进一步证实结论的稳健性。

#### 4. 消除半强制分红影响

为消除半强制分红政策对企业现金股利的影响,本文选择 2009 年后的样本,但可能依然无法完全消除政策影响。由于半强制分红政策规定企业再次进行权益融资需连续 3 年满足一定比例的现金分红,从而导致某些企业为再次融资而分红。为消除此类影响,选择连续 3 年未进行权益融资的企业为样本,回归结果显著为负,说明排除半强制分红政策影响后,结论仍然成立。

#### 5. 内生性检验

(1)倾向得分匹配。为消除由于遗漏变量而引发的内生性问题,本部分采用倾向得分匹配(PSM)方法排除。选用的配对变量是企业规模、资产回报率、资产负债率、董事会成员、第一大股东持股比例、产权性质和净利润。分别按照  $HC_1$ 、 $HC_2$ 、 $HHC_1$ 、 $HHC_2$  从高到低进行排序,选择前 20% 样本作为实验组,按照 1:1 无放回从同一年度同行业余下样本中选择对照组,进行匹配平衡性检验。配对后的实验组和对照组的均值不存在显著差异,配对较好。排除遗漏变量导致的内生性问题后,本文结论仍成立。

(2)工具变量。针对人力资本(高级人力资本结构)与现金股利分配间因互为因果而导致的内生性问题,本文选择同一行业同一年度其他企业平均员工数量( $HC_{1\_other}$ )、平均薪酬( $HC_{2\_other}$ )、平均研发人员占比( $HHC_{1\_other}$ )和平均技术人员占比( $HHC_{2\_other}$ )作为工具变量,采用两阶段模型解决此类内生性问题,结论依然成立。

(3)Change 模型。为消除由遗漏变量引起的内生性问题,还采用 Change 模型对人力资本及结构与现金股利重新进行检验, $\Delta Div$ 、 $\Delta Dumdiv$ 、 $\Delta HHC_1$ 、 $\Delta HHC_2$ 、 $\Delta HHC_1$ 、 $\Delta HHC_2$  分别表示现金股利和人力资本(高级人力资本结构)一阶差分。回归结果再次支持了本文的假设。

### (四) 进一步分析

#### 1. 人力资本密集企业是否持有更多现金

本文的假设是建立在企业为了维持人力资本持续投入可能会面临未来现金流不确定性带来的风险,所以

表 4 高级人力资本结构与现金股利

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$Div$	$Dumdiv$	$Div$	$Dumdiv$
$HHC_1$	-0.097*** (0.030)	-0.125*** (0.047)		
$HHC_2$			-0.069*** (0.015)	-0.063*** (0.024)
Controls	控制	控制	控制	控制
Constant	-0.296 (0.198)	-2.391*** (0.247)	-0.284 (0.200)	-2.374*** (0.250)
公司 & 年度	控制	控制	控制	控制
观测值	24467	24467	24467	24467
Adj_ $R^2$	0.382		0.382	
准 $R^2$		0.501		0.501

注:括号中为标准误;\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

② 篇幅所限,本文所有稳健性检验结果留存备案。若有所需可向作者索取。

企业有动机持有现金来应对未来现金流的不确定性。对于更加依赖人力资本的企业来说,这种动机会更强烈。因此,本文预测人力资本密集型企业会持有更多的现金,对于人力资本密集型企业的衡量参考已有方法,采用倾向得分匹配方法构建人力资本密集型企业而非人力资本密集型企业样本,现金持有的衡量,借鉴邢斐等<sup>[35]</sup>的做法用现金及现金等价物/(期末总资产-现金及现金等价物)度量。回归结果如表 5 所示,可知人力资本(高级人力资本结构)的系数都显著为正,说明人力资本密集度越高的企业,越倾向于持有更多现金。

### 2. 融资约束调节

当企业面临融资约束时,为了维持人力资本优势,基于预防性动机更倾向于持有现金,从而会加剧抑制现金股利的分配。因此,预测融资约束会强化人力资本(高级人力资本结构)与现金股利间的负向关系。

对融资约束的衡量,参考已有研究采用 KZ 指数,该指数值越大说明企业面临的融资约束程度越高。构建交乘项  $KZHC_1$ 、 $KZHC_2$ 、 $KZHHC_1$ 、 $KZHHC_2$  对调节作用进行验证。回归结果如表 6 所示,各交乘项系数皆显著为负,验证了本文的预测。

表 5 人力资本与现金持有

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	CashH	CashH	CashH	CashH
$HC_1$	0.001* (0.001)			
$HC_2$		0.005*** (0.002)		
$HHC_1$			0.014** (0.006)	
$HHC_2$				0.010* (0.006)
Controls	控制	控制	控制	控制
Constant	-0.019 (0.034)	-0.076* (0.046)	-0.031 (0.024)	-0.060* (0.035)
公司 & 年度	控制	控制	控制	控制
观测值	8032	7092	9056	19518
Adj_R <sup>2</sup>	0.097		0.145	
准 R <sup>2</sup>		0.197		0.194

注:括号中为标准误;\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

表 6 融资约束调节作用

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Div	Dumdiv	Div	Dumdiv	Div	Dumdiv	Div	Dumdiv
$HC_1$	-0.030*** (0.010)	-0.004* (0.002)						
$KZHC_1$	-0.002*** (0.001)	-0.001* (0.001)						
$HC_2$			-0.038** (0.017)	-0.013*** (0.004)				
$KZHC_2$			-0.002** (0.001)	-0.001** (0.001)				
$HHC_1$					-0.056** (0.027)	-0.036** (0.017)		
$KZHHC_1$					-0.019** (0.010)	-0.011** (0.005)		
$HHC_2$							-0.058*** (0.021)	-0.039* (0.020)
$KZHHC_2$							-0.020*** (0.006)	-0.012** (0.005)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
KZ	-0.007** (0.003)	-0.002* (0.002)	-0.035* (0.019)	-0.014** (0.007)	-0.002* (0.001)	-0.001* (0.001)	-0.003* (0.002)	-0.004** (0.002)
Constant	1.012*** (0.277)	0.817*** (0.066)	1.450*** (0.304)	0.876*** (0.057)	1.344*** (0.281)	0.834*** (0.063)	1.369*** (0.280)	0.844*** (0.064)
公司 & 年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	20332	20332	20332	20332	20332	20332	20332	20332
Adj_R <sup>2</sup>	0.472		0.469		0.467		0.468	
准 R <sup>2</sup>		0.250		0.252		0.251		0.252

注:括号中为标准误;\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

### 3.《企业会计准则第9号——职工薪酬》变化的影响

财政部于2014年颁布了新的《企业会计准则第9号——职工薪酬》，2014年7月1日开始实施。新准则的出台扩大了企业职工的定義，明确了全职、兼职、临时工与劳务派遣工包括在职工范围内；扩大了薪酬范围，提出了短期薪酬、离职后福利、辞退福利和其他长期职工福利且明确了带薪缺勤和利润分享计划的定义。所以对于企业来说，新准则的实施可能增加了企业的员工数量和总薪酬，可以说是增加了企业的人力资本投入，预测在新准则实施前后，人力资本对于现金股利的影响应当会有显著的负向差异。为此，以2014年为界设置虚拟变量 $STA$ ，令 $STA=1$ ，此时为2014年之后（包括2014年）年份，否则 $STA=0$ 。构建交乘项 $STAHC_1$ 、 $STAHC_2$ 、 $STAHHC_1$ 、 $STAHHC_2$ 检验会计准则变化的影响。回归结果如表7所示，可以看出，各交乘项系数显著为负，说明会计准则的实施强化了人力资本对现金股利分配的负向影响。

表7 会计准则变化的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Div</i>	<i>Dumdiv</i>	<i>Div</i>	<i>Dumdiv</i>	<i>Div</i>	<i>Dumdiv</i>	<i>Div</i>	<i>Dumdiv</i>
$HC_1$	-0.035*** (0.008)	-0.017** (0.008)						
$STAHC_1$	-0.011* (0.006)	-0.013* (0.007)						
$HC_2$			-0.034*** (0.012)	-0.029** (0.011)				
$STAHC_2$			-0.012*** (0.004)	-0.007* (0.004)				
$HHC_1$					-0.086* (0.052)	-0.091*** (0.028)		
$STAHHC_1$					-0.032** (0.01)	0.286*** (0.095)		
$HHC_2$							-0.023* (0.011)	-0.060*** (0.020)
$STAHHC_2$							-0.058*** (0.018)	-0.013** (0.005)
$STA$	-0.011* (0.006)	-0.242*** (0.055)	-0.158* (0.081)	-0.202*** (0.057)	-0.078*** (0.009)	-0.332*** (0.014)	-0.083*** (0.009)	-0.344*** (0.013)
Controls	控制							
Constant	-0.528*** (0.188)	-2.253*** (0.284)	-0.224 (0.217)	-2.022*** (0.281)	-0.218 (0.194)	-2.049*** (0.240)	-0.207 (0.196)	-2.027*** (0.238)
公司 & 年度	控制							
观测值	24467	24467	24467	24467	24467	24467	24467	24467
Adj_ $R^2$	0.386		0.385		0.382		0.368	
准 $R^2$		0.502		0.492		0.513		0.501

注：括号中为标准误；\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%水平上显著。

## 五、结论与启示

针对中国企业“低股利”现象，诸多研究从外部因素和内部因素中寻找解释，然而内部因素中多以负面因素为主，缺乏从人力资本及结构等“正面”因素的探讨。本文选取2009—2020年中国A股非金融类上市企业为样本，实证检验人力资本和高级人力资本结构对企业现金股利分配的影响，随着人力资本（高级人力资本结构）的增加，企业会显著减少现金股利分配。进一步分析发现，首先，为了维持人力资本优势，企业在外部融资成本较高的情况下，会选择内部融资——留存股利的形式持有现金。其次，在融资约束较为严重的企业中，人力资本（高级人力资本结构）与现金股利分配间的负向关系会得到显著强化。最后，考虑到《企业会计准则第9号——职工薪酬》政策变化影响，结论表明，会计准则的修订强化了人力资本（高级人力资本结构）与现金股利分配的负向关系。当然，在进行一系列稳健性检验后，本文的研究结论依然成立。

研究结论可能具有重要启示意义;在以创新驱动发展的背景下,企业是创新的主体,人力资本是创新能否成功的重要决定因素之一。证监会为保护投资者利益虽多次发布政策文件鼓励企业分配股利,然而中国企业股利分配水平仍然低于成熟的国外市场,究其原因,还是因为融资渠道不畅。因此,相关部门应当首先完善资本市场制度建设,给企业融资“拓渠道、降成本”,使得企业为保持人力资本优势“有资可融”。另外,高级人力资本市场刚性增加了企业获得成本。基于此,政府部门应当建立和健全高级人才培养方案,激励高校等教育机构为社会培养更多高知识高技能人力资本。对于企业而言,可以根据需要适当增加对员工的培养,以内部转化的方式将人力资本升级为高级人力资本。

本文还对未来研究提供了可借鉴的方向,鉴于中国上市企业惯用高送转这一方式,因此在未来的研究中,还应当考虑人力资本对企业股利的影响是否只存在于现金股利中,或者企业是否会利用股利的信号传递作用而采取股票股利的形式降低企业外部融资成本,进而呈现出人力资本与股票股利间的正相关关系,有待将来进一步探讨。

### 参考文献

- [ 1 ] 马红旗,王韧. 对人力资本形成理论的新认识[J]. 经济学家, 2014(12): 33-41.
- [ 2 ] 刘方龙,吴能全. “就业难”背景下的企业人力资本影响机制——基于人力资本红利多案例研究[J]. 管理世界, 2013, 29(12): 145-159.
- [ 3 ] 张景奇. 现金股利、自由现金流量与盈余可持续性——基于长期债权治理视角的实证考察[J]. 管理评论, 2019(3): 227-240.
- [ 4 ] BLACK F. The dividend puzzle[J]. Journal of Portfolio Management, 1976, 23(5): 8-12.
- [ 5 ] PORTA R L, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A, et al. Agency problems and dividend policies around the world[J]. The Journal of Finance, 2000, 55(1): 1-33.
- [ 6 ] JOHN K, KNYAZEVA A. Payout policy, agency conflicts, and corporate governance[J]. Agency Conflicts, and Corporate Governance, 2006(5): 84-106.
- [ 7 ] MITTON T. Corporate governance and dividend policy in emerging markets[J]. Emerging Markets Review, 2007, 5(4): 409-426.
- [ 8 ] 翟士运,孙兰兰,古朴. 控股股东股权质押对“低股利”现象的影响[J]. 管理科学, 2020(3): 124-137.
- [ 9 ] 刘智勇,李海峥,胡永远,等. 人力资本结构高级化与经济增长——兼论东中西部地区差距的形成和缩小[J]. 经济研究, 2018(3): 50-63.
- [ 10 ] 张国强,温军,汤向俊. 中国人力资本、人力资本结构与产业结构升级[J]. 中国人口·资源与环境, 2011(10): 138-146.
- [ 11 ] 李后建,刘培森. 人力资本结构多样性对企业创新的影响研究[J]. 科学学研究, 2018(9): 1694-1707.
- [ 11 ] 陈华,丁宇刚. 人力资本结构对财险公司经营效率的影响及其结构性变化研究[J]. 管理评论, 2018(9): 38-48.
- [ 12 ] CHEMMANUR T J, CHENG Y, ZHANG T. Human capital, capital structure, and employee pay: An empirical analysis[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 110(2): 478-502.
- [ 13 ] 叶永卫,陶云清,王琪红,等. 税收激励、人力资本投资与企业劳动生产率——来自2018年职工教育经费税前扣除政策的证据[J]. 数量经济技术经济研究, 2023, 40(5): 136-157.
- [ 14 ] BLACK S E, LYNCH M. Human-capital investments and productivity[J]. American Economic Review, 1996, 86(2): 97-116.
- [ 15 ] ALMEDIA R, CARNEIRO P. The return to firm investments in human capital[J]. Labor Economics, 2009, 16(1): 97-106.
- [ 16 ] LAJIL I K, ZEGHAL D. Labor cost voluntary disclosures and firm equity values: Is human capital information value-relevant? [J]. Journal of International Accounting Auditing & Taxation, 2005, 14(2): 38-121.
- [ 17 ] TIAN B, LIN C, ZHANG W, et al. Tax incentives, on-the-job training, and human capital accumulation: Evidence from China[J]. China Economic Review, 2022, 75: 101850.
- [ 18 ] 叶永卫,梁焱焱,云锋,等. 人力资本投资税收激励与企业创新——来自职工教育经费税前扣除政策的证据[J]. 财政研究, 2023(7): 115-129.
- [ 19 ] BERNANKE B. Monetary policy and the economic outlook[R]. San Diego, California; Federal Reserve Board Speech Delivered at the Meetings of the American Economic Association, 2004(3): 86-93.
- [ 20 ] 魏志华,李茂良,李常青. 半强制分红政策与中国上市公司分红行为[J]. 经济研究, 2014(6): 100-114.
- [ 21 ] 支晓强,胡聰慧,童盼,等. 股权分置改革与上市公司股利政策——基于迎合理论的证据[J]. 管理世界, 2014, 30(3): 139-147.
- [ 22 ] 全怡,梁上坤,付宇翔. 货币政策、融资约束与现金股利[J]. 金融研究, 2016(11): 63-79.
- [ 23 ] 周县华,范庆泉,吕长江,等. 外资股东与股利分配: 来自中国上市公司的经验证据[J]. 世界经济, 2012(11): 112-140.
- [ 24 ] BELDEN S, FISTER T W, KNAPP R W. Dividends and directors: Do outsiders reduce agency costs? [J]. Business and Society Review, 2010, 110(2): 171-180.
- [ 25 ] CHANG B, DUTTA S. Dividends and corporate governance: Canadian evidence[J]. The IUP Journal of Applied Finance, 2016, 18(4): 5-30.

- [26] 杜兴强, 谭雪. 国际化董事会、分析师关注与现金股利分配[J]. 金融研究, 2017(8): 192-206.
- [27] 王建琼, 党瑶. 上市公司现金股利决策同群效应研究——基于董事连锁视角[J]. 技术经济, 2022, 41(1): 148-159.
- [28] 王磊, 张鹏程, 张顺明. 上市公司现金股利政策的同伴效应研究[J]. 系统工程理论与实践, 2021, 41(1): 1-14.
- [29] 马鹏飞, 魏志华. 企业数字化转型如何影响现金股利政策: “信息面”还是“资金面”? [J/OL]. 南开管理评论: 1-27[2023-09-22]. <http://kns.cnki.net/kcms/detail/12.1288.F.20230919.1109.003.html>.
- [30] 胡春晖, 张金昌. 基于“人”、“物”耦合度的人本成本核算法[J]. 会计研究, 2015(11): 20-26.
- [31] 李健, 陈传明. 企业家政治关联、所有制与企业债务期限结构——基于转型经济制度背景的实证研究[J]. 金融研究, 2013(3): 157-169.
- [32] ALLEN F, QIAN J, ZHANG C, et al. China's financial system: Opportunities and challenges[J]. Social Science Electronic Publishing, 2011(4): 63-143.
- [33] 李俊青, 苗二森. 不完全契约条件下的知识产权保护与企业出口技术复杂度[J]. 中国工业经济, 2018(12): 115-133.
- [34] JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [35] 邢斐, 王红建, 李青原. 经济政策不确定性、现金持有水平及其市场价值[J]. 金融研究, 2014(9): 53-68.

## Research on the Distribution of Corporate Cash Dividends from the Perspective of Human Capital and Its Structure

Tian Mafei<sup>1</sup>, Sun Hongyan<sup>2</sup>, Xiao Xing<sup>1</sup>, Xu Nuo<sup>3</sup>, Li Shu<sup>4</sup>

(1. School of Economics and Management, Tsinghua University, Beijing 100084, China;

2. School of Accounting, Hebei University of Economics and Business, Shijiazhuang 050061, China;

3. School of Business Administration, Guangxi University, Nanning 530004, China;

4. School of Business, Nankai University, Tianjin 300071, China)

**Abstract:** Human capital, as one of the important factors for firms to gain competitive advantage, can have a significant impact on the behaviour of firms. A sample of Chinese A-share listed firms from 2009 to 2020 was used to explore the impact of human capital and senior human capital structure on corporate cash dividend distribution. It is found that human capital investment and advanced human capital structure significantly reduce corporate cash dividend distribution. The findings still hold after a series of robustness tests. Further analysis reveals that cash dividends are distributed less frequently or are less likely to be distributed by firms that are more human capital intensive, and that both the financing constraint and *Corporate Accounting Standard No. 9-Employee Compensation* reinforce the negative relationship between human capital and senior human capital structure and cash dividend distribution. By combining labor economics theory with corporate finance, the mystery of the “low dividend” phenomenon of Chinese enterprises is discovered from the “positive” perspective of human capital.

**Keywords:** human capital; cash dividends distribution; financing constraints; cash holdings