



职工薪酬分配比例、 产权性质与企业价值

魏汉泽, 许浩然

中国人民大学商学院, 北京 100872

摘要: 随着现代企业的发展, 职工在企业中扮演的角色越来越重要, 职工激励问题对企业的重要性也不言而喻。已有研究主要集中于薪酬和期权等绝对激励, 关于职工激励对企业的影响程度的研究则较少。

利用2003年至2013年中国上市公司数据, 基于公平理论构建职工薪酬分配比例与企业价值关系的OLS模型, 对职工薪酬分配比例对企业价值的影响进行实证检验。

研究表明, 全样本中职工薪酬分配比例越高, 企业价值越低; 区分产权性质后, 国有企业薪酬分配比例明显高于民营企业, 继续提高国有企业薪酬分配比例会降低国有企业价值, 民营企业薪酬分配比例仍有提升空间; 行业收入较高会弱化提高薪酬分配比例带来的激励作用; 劳动密集度会提高薪酬分配比例带来的激励作用; 薪酬分配比例显著影响企业价值, 产权性质、行业收入差距和劳动密集度影响薪酬分配比例与企业价值的关系。研究结论在用工变量和外生事件考虑二者的内生性问题后仍然成立。

研究结果丰富了企业价值的影响因素和薪酬契约激励经济后果方面的研究, 也为职工薪酬分配比例对企业价值的影响提供了新的经验证据, 同时对上市公司制定合理的薪酬激励政策和中国当前提高劳动分配比例的政策具有重要的借鉴意义。建议监管者在制定薪酬管制政策时应根据公司的实际情况(如产权性质和非货币性福利等)对不同的公司进行监管, 以促进企业发展。

关键词: 职工薪酬分配比例; 企业价值; 行业收入; 产权性质; 劳动密集度

中图分类号: F275 **文献标识码:** A **doi:** 10.3969/j.issn.1672-0334.2016.01.010

文章编号: 1672-0334(2016)01-0123-14

1 引言

现代企业的典型特征是所有权与控制权相分离。西方企业股权较为分散, 管理层拥有公司的资产配置权, 可以代表股东实施薪酬决定权, 同时企业内部有完善的工会组织监督管理层保障职工权益, 因此普通职工利益能够得到保护。中国企业股权较为集中, 实际控制人拥有公司的资产配置权, 实施薪酬决定权, 同时工会作用较弱, 因此职工处于弱势地位, 造成中国职工薪酬分配比例较低。根据叶康涛等^[1]

的数据显示, 从1993年至2007年, 劳动收入占GDP的比重逐年下降, 而资本收入却呈快速上升趋势。

关于普通职工收入分配问题日益引起社会公众、学术界和政府决策部门的关注。首先, 效率与公平的关系正逐渐从“效率优先、兼顾公平”的原则转向“更加注重社会公平, 使全体人民共享改革发展成果”, 并最终达到“在经济发展的基础上, 更加注重社会公平”。其次, 《中共中央、国务院关于构建和谐劳动关系意见》指出, 要提高初次分配比重, 切实保

收稿日期: 2015-07-07 **修返日期:** 2015-12-11

基金项目: 中国人民大学2014年度拔尖创新人才培养资助计划

作者简介: 魏汉泽, 中国人民大学商学院博士研究生, 研究方向为财务会计和资本市场, 曾在《管理科学》等期刊发表论文, E-mail: weihzruc@163.com

许浩然, 中国人民大学商学院博士研究生, 研究方向为审计和资本市场, 曾在《Journal of Business Ethics》和《管理世界》等期刊发表论文, E-mail: xhr_bushiwo@163.com

障职工取得劳动报酬的权利。学术界对于劳动报酬在初次分配的比重问题存在较大分歧,一种观点认为过度提高劳动收入比重会不利于中国企业发展^[2-4],另一种观点认为过度降低劳动收入比重不利于中国企业的进步^[5-6]。因此,提高职工薪酬分配比例对上市公司的价值会产生什么影响是一个亟待研究的重大现实问题和理论问题。

已有研究探讨职工薪酬分配比例对企业价值影响的并不多,并且由于国外数据的限制,这些结论说服力不足。而探讨职工激励对企业价值影响的研究较多,主要从3个角度展开,一是普通职工薪酬对企业价值的影响^[7-10],二是职工股权激励对企业价值的影响^[11-12],三是高管薪酬对企业价值的影响^[13-15]。基于此,本研究探讨职工薪酬分配比例对企业价值的影响,并进一步根据公司的不同特征,研究产权性质、行业收入和劳动密集度对激励作用的影响。

2 相关研究评述

根据柯布道格拉斯生产函数,决定企业生产的要素主要包括人力和资本。但现实中,信息不对称的存在导致职工的道德风险,这会对企业价值产生影响。因此,职工薪酬作为一种激励方式,对职工的努力程度和企业价值产生直接影响。已有研究表明,一方面,企业支付较高的职工薪酬会对职工产生激励作用,职工努力工作是导致企业价值增长的重要原因。HANNAN^[3]利用实验的方法研究职工薪酬与职工努力程度、公司绩效的关系,结果表明当职工被支付更高的薪酬后工作更努力,公司业绩更高;叶康涛等^[1]研究劳动者超额工资对企业绩效的影响,结果显示劳动者超额工资越高,公司的市场价值越高,而且未来业绩越有可能上升。另一方面,如果公司能主动提高薪酬和绩效工资,则企业价值会有明显提高。HOLZER^[9]研究职工薪酬的经济后果,结果显示公司应主动支付更高的薪酬水平来提高生产力,主动提高职工薪酬的公司其未来业绩要强于被工会强制要求提升职工薪酬的公司;KUANG et al.^[10]的研究结果表明,经过谈判订立薪酬契约的公司其职工努力程度和盈利能力低于直接基于利润制定薪酬的公司,经过谈判订立薪酬契约的公司和固定工资制的公司的未来盈利能力没有显著差异。以上研究说明职工薪酬产生的激励作用会对企业价值产生重大影响。

职工薪酬的激励作用使职工具有短视性,因此企业采取股权和期权的激励方式降低短视性。已有研究表明,关于职工股票期权计划对企业价值的影响结论仍存在争议,主要原因在于,一方面,股票期权计划对职工的激励作用和抵税作用会导致企业价值增加。BABENKO et al.^[16]研究职工股权激励对公司投资的影响,结果表明,与外部融资相比,股权激励能够通过抵税的路径增加现金流,从而增加投资;FANG et al.^[11]运用中国的数据研究职工股权激励对

公司价值的影响,结果显示运用期权奖励计划的公司净资产收益率更高。另一方面,企业会将原本用于投资的资金用于回购公司股票,通过增加投资机会成本损害企业价值。BENS et al.^[6]研究实施职工股票期权奖励的成本,结果显示公司会将原本用于投资的资金用于回购公司股票,表明职工股票期权计划确实通过失去投资机会而损害公司价值。

关于另一种激励方式——员工持股计划,已有研究的结论也不一致。BEATTY^[17]研究职工持股计划的市场宣告效应,职工持股计划能够产生抵税效应并对公司价值产生正向影响;DUCK et al.^[12]研究员工持股计划对公司业绩的影响,结果显示采用员工持股计划的公司业绩并没有优于没采用员工持股计划的公司,并且在采用员工持股计划后,公司业绩会有明显下降。

无论是薪酬激励还是股权期权激励,企业对职工的激励在不同层级之间必然存在差距,已有研究表明,薪酬差距的增大会提高企业价值,即更符合锦标赛理论。MAIN et al.^[18]研究发现薪酬差距的增大会带来企业业绩的提升。而在中国的研究中,张正堂^[19]研究发现职工与高管薪酬差距对未来绩效没有显著影响,但是技术复杂性、企业人数会对二者关系产生正向影响;刘春等^[20]的研究结果表明,国企职工与高管薪酬的差距与企业绩效显著正相关,激励强度随年度和地区呈现出边际递减效应;鲁海帆^[21]的研究结果表明,企业各业务间相关程度的加大和业务种类数量的增加会降低薪酬差距对企业业绩的激励作用。

除企业对不同层级的职工激励程度不同外,同一行业不同的公司对职工的激励也不同,已有研究表明,较高的薪酬外部公平性确实对职工产生激励作用,从而导致企业价值增长。CHEN et al.^[22]的研究结果显示,在控制个人特征、公司监管和外部经济环境后,职工薪酬外部公平性越高,职工不道德行为(偷盗)数量越低;李维安等^[23]的研究表明,国际同行的薪酬基准对中国公司的高管薪酬决策具有参照点效应;吴联生等^[24]的研究表明,正向额外薪酬与民营企业业绩显著正相关,负向额外薪酬与民营企业不存在相关性。

通过对已有研究的梳理发现,已有研究首先从绝对薪酬(包括职工薪酬和职工股权期权)角度研究其对企业价值的影响,然后从相对薪酬(包括薪酬差距和薪酬外部公平性)角度研究职工激励对企业价值的影响。基于相对薪酬角度的研究主要考虑人与人之间薪酬的比较,忽略了职工薪酬与企业经营业绩的比较。在中国这样的新兴市场上,薪酬分配比例对于职工的激励往往具有决定性的影响。企业业绩大幅提升,但普通职工收入没有显著上升,分配比例下降无疑将对职工积极性产生消极影响。本研究从薪酬分配比例这一角度,研究职工薪酬的激励作用对企业价值的影响。

3 研究假设

公平理论认为,人们不仅会关注自己所得报酬的绝对值,而且还受到报酬的相对价值的影响。所谓相对价值是指个人所付出的劳动及所得到的报酬与他人的进行横向比较所得到的结果,或者个人付出的劳动及所得到的报酬与自己过去的进行纵向比较所得到的结果。已有研究认为,中国人对于与他人比较的重视程度高于其他国家的人^[25]。关于薪酬对普通职工激励的研究中,DITTRICH et al.^[26]发现职工的工作满意度高低与职工待遇公平程度显著相关;CLARK et al.^[27]研究发现员工工作满意程度与对比方薪酬呈反向关系;CHEN et al.^[22]研究发现相对职工薪酬较高能有效阻止职工道德风险(如欺诈和偷盗)行为。由此可见,职工薪酬的比较对职工的激励作用十分重要。而现实中信息公开,同行业不同公司层级相似的职工交流机会逐渐增多,彼此薪酬的不透明程度下降,导致不同公司职工薪酬分配比例的比较无法避免,进而影响职工对自身薪酬认知,并最终影响行为。

根据公平理论,普通职工之间最重要的比较主要是将自身的报酬与创造的价值进行比较,这也是本研究定义的薪酬分配比例的含义。因此,职工薪酬分配比例的提高会对职工产生激励,从而提高企业价值。然而,职工薪酬分配比例的提高可能会带来成本,如投资机会的丧失等^[6]。因此,对于是否应该继续提高职工薪酬分配比例需要企业领导者进行权衡。当薪酬分配比例较低、企业自由现金流较充裕时,提高薪酬分配比例的机会成本较低,能够激励职工更好的工作,激励作用十分明显。但随着职工薪酬分配比例的提高,根据边际效用递减规律,继续提高薪酬分配比例对职工的激励作用逐渐减弱,而此时由于企业自由现金流逐渐下降,提高薪酬分配比例所带来的机会成本逐渐增加,可能造成企业价值下降。因此,薪酬分配比例对企业价值的影响在理论上可能存在倒U形关系。但是针对现阶段中国不同性质的企业,职工薪酬分配比例不同,薪酬机制不同,影响结果也不同,需要进行区分研究。

中国国有企业与民营企业在薪酬形成机制上存在明显区别。由于历史的原因,绝大多数央企和地方国有企业职工层级与公务员系统相联系,国有企业职工薪酬由企业管理者与政府议价决定,但由于国有企业管理者往往由各级政府任免,因此国有企业职工薪酬实质上主要由政府决定。民营企业由于所有权属于个人,职工薪酬可以由企业实际控制人或董事会自由决定。

陆正飞等^[28]研究发现,与民营企业相比,国有企业职工工资显著偏高,而中央企业的普通职工收入又显著高于普通国企,因此国有企业的薪酬分配比例也可能较高。这种分配比例差距主要源于两个方面,首先,国有企业主要分布于垄断行业,获取的超额收益可以转化为职工福利;其次,国有企业的分配政策决定企业高管与职工之间薪酬差距不能超过一

定比例。因此,一方面,为了提高自身薪酬水平,国有企业高管往往会提高职工薪酬,从而可能提高薪酬分配比例;另一方面,还能使自己在任时企业稳定发展,为将来政治升迁打下良好的基础^[29]。

此外,国有企业的身份以及与地方政府的联系往往能够给职工带来多方面收益,如落户、子女教育等。在中国较严格的户籍制度和独生子女的家庭环境下,落户和子女教育等问题能带来更多的激励作用,而这些隐性福利会弱化薪酬分配比例对职工的激励作用。

综上所述,相对较高的薪酬分配比例对国有企业职工的激励作用有限,当薪酬分配比例超过拐点时,继续提高薪酬分配比例对职工的激励作用小于其带来的机会成本,从而对企业价值产生负向影响。因此,根据现阶段国有企业较高的薪酬分配比例,继续提高国有企业薪酬分配比例会降低企业价值;而民营企业由于本身分配比例较低,其产生的激励作用和机会成本对企业的综合作用情况不确定。因此,本研究提出假设。

H₁ 与民营企业相比,继续提高国有企业职工薪酬分配比例会降低国有企业价值。

除了薪酬分配比例能够通过影响职工心理感受,进而影响职工努力程度,并最终影响企业价值外,薪酬本身对职工也十分重要。根据层次需求理论,对人而言最重要的是生存需求,即能够满足人的生存需要,如衣食住行,而这也是职工薪酬的基本目标。叶康涛等^[1]研究发现提高职工薪酬激励确实能够显著提高企业价值,HANNAN^[3]发现当职工获得更高的薪酬后工作更努力,公司业绩更高。因此,薪酬分配比例满足了职工的精神需求,绝对薪酬满足了职工的生存需求,薪酬分配比例与绝对薪酬对职工的激励产生互补效应。

根据国家统计局数据,绝对薪酬的高低具有明显的行业特征,信息技术、科学研究和电力、燃气等垄断行业的薪酬水平明显高于其他行业。王天夫等^[30]也发现由行业效应带来的收入占总收入的13%左右。行业收入效应可能对职工薪酬分配比例对企业价值的作用产生影响,本研究预期当职工处于普遍收入较高的行业时,对其他行业的优越感以及对生存需求的满足感会弱化薪酬分配比例带来的激励作用。因此,本研究提出假设。

H₂ 与低收入行业相比,继续提高高收入行业职工薪酬分配比例会降低企业价值。

根据柯布道格拉斯生产函数,薪酬分配比例与企业价值的关系必然会受到企业对人力依赖程度的影响。唐跃军等^[31]研究发现,新劳动法会降低劳动密集型企业收益。劳动密集度越高,越会强化(弱化)职工薪酬分配比例对企业的正向(负向)影响。当企业的劳动密集度较高时,也即企业的职工人数占企业规模的比例较大,企业发展更多依靠人力资本,提高薪酬分配比例对职工的激励作用为正向的区间范围扩大,倒U形拐点右移,从而弱化职工薪酬

分配比例对企业价值的负向影响。因此,本研究提出假设。

H₃ 劳动密集度较高会弱化提高职工薪酬分配比例对企业价值的负向影响。

4 研究设计

4.1 模型和变量

为了检验H₁,本研究运行的OLS回归模型为

$$TOBINQ_t = \alpha_0 + \alpha_1 WAGE_{t-1} + \alpha_2 WAGE_{t-1} \cdot OWN + \alpha_3 OWN + \alpha_4 Cashflow_t + \alpha_5 Collateral_t + \alpha_6 SIZE_t + \alpha_7 LEV_t + \alpha_8 GROWTH_t + \alpha_9 H_t + \alpha_{10} ROA_t + Year + Industry + \varepsilon \quad (1)$$

其中,被解释变量 *TOBINQ* 为企业价值;解释变量 *WAGE* 为职工薪酬分配比例;*OWN* 为虚拟变量,如果公司为国有企业取值为1,否则取值为0;*Cashflow* 为经营现金流量,等于经营性现金流占总资产的比例;*Collateral* 为固定资产比例,等于固定资产净值占总资产的比例;*SIZE* 为公司规模,采用公司总资产的自然对数;*LEV* 为资产负债率,等于总负债除以总资产;*GROWTH* 为成长性,采用公司主营业务收入增长率;*H* 为股权集中度,采用第一大股东持股比例;*ROA* 为盈利性,采用公司的总资产收益率;*Year* 为年度哑变量;*Industry* 为行业哑变量; α_0 为截距项; α_1 为 *WAGE* 的估计系数; α_2 为 *WAGE*·*OWN* 的估计系数; α_3 为产权性质系数; $\alpha_4 \sim \alpha_{10}$ 为控制变量系数; ε 为残差,后文相同,不再赘述。

考虑到内生性问题,主要解释变量滞后一期(即 $(t-1)$ 期,表中以 *SQWAGE* 表示),后文不再赘述。参考卢锐^[32]的研究中高管薪酬业绩敏感性指标和步丹璐等^[33]的思路和方法,采用基于企业应付职工薪酬计算的职工薪酬分配比例(*WAGE*₁)与基于企业支付给职工以及为职工支付的现金计算的职工薪酬分配比例(*WAGE*₂)衡量企业当期业绩分配给职工的比例。

$$WAGE_1 = \frac{\text{年度应付职工薪酬总额}}{\text{年度应付职工薪酬总额} + \text{经营利润}}$$

$$WAGE_2 = \frac{\text{支付给职工以及为职工支付的现金}}{\text{支付给职工以及为职工支付的现金} + \text{经营利润}}$$

$$\text{经营利润} = \text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{销售费用} - \text{财务费用} - \text{管理费用}$$

$$\text{年度应付职工薪酬总额} = \frac{\text{支付给职工以及为职工支付的现金} + \text{年末应付职工薪酬余额} - \text{年初应付职工薪酬余额}}$$

采用此公式的优点在于,①指标数据来自于企业财务报告,在现有会计核算的基础上即可得到计算指标的相关数据,使其应用具有可操作性强的特点;②注重从职工的角度评价企业对职工经营利润分配

的多少,将资产减值损失、投资收益、公允价值变动损益、营业外收支等由于偶然因素或者环境影响造成的、不属于职工努力范围的科目从净利润中扣除,得到经营利润,较好的度量了职工薪酬分配比例。

用 α_2 衡量不同性质企业的职工薪酬分配比例对企业价值影响的差异,根据H₁,本研究预计 α_2 显著为负,说明国有性质对职工薪酬分配比例与企业价值的关系发挥负向调节作用,表明国有企业对职工薪酬分配比例过高降低了企业价值。

为了检验H₂,本研究运行的OLS回归模型为

$$TOBINQ_t = \alpha_0 + \alpha_1 WAGE_{t-1} + \beta_2 WAGE_{t-1} \cdot IND + \beta_3 IND + \alpha_4 Cashflow_t + \alpha_5 Collateral_t + \alpha_6 SIZE_t + \alpha_7 LEV_t + \alpha_8 GROWTH_t + \alpha_9 H_t + \alpha_{10} ROA_t + Year + Industry + \varepsilon \quad (2)$$

其中,*IND* 为虚拟变量,根据国家统计局按行业区分城镇单位就业人员平均工资数据,为了区分不同行业间薪酬差距,本研究选取行业薪酬排名前3位的行业与后3位的行业进行比较。如果公司处于薪酬最高行业即信息传输软件与信息技术业、科学研究与技术业和电力、热力、燃气及水生产供应业,*IND* 取值为1;公司处于薪酬最低的行业即水利、农学、住宿餐饮业时,*IND* 取值为0。 β_2 为 *WAGE*·*IND* 的估计系数,用来衡量不同行业收入水平的企业职工薪酬分配比例对企业价值影响的差异。 β_3 为 *IND* 的估计系数。根据H₂,本研究预计 β_2 显著为负,说明高收入行业对职工薪酬分配比例与企业价值之间的关系发挥负向的调节作用,表明行业收入较高会降低提高分配比例带来的激励作用,对于高收入行业仍提高职工薪酬分配比例会降低企业价值。

为了检验H₃,本研究运行的OLS回归模型为

$$TOBINQ_t = \alpha_0 + \alpha_1 WAGE_{t-1} + \gamma_2 WAGE_{t-1} \cdot LA_{t-1} + \gamma_3 LA_{t-1} + \alpha_4 Cashflow_t + \alpha_5 Collateral_t + \alpha_6 SIZE_t + \alpha_7 LEV_t + \alpha_8 GROWTH_t + \alpha_9 H_t + \alpha_{10} ROA_t + Year + Industry + \varepsilon \quad (3)$$

其中,*LA* 为劳动密集度,参考 PIOTROSKI et al.^[34]的研究,*LA* 等于职工人数与企业规模的比值加1后取自然对数。 γ_2 为 *WAGE*·*LA* 的估计系数,用来衡量不同劳动密集度的企业职工薪酬分配比例对企业价值影响的差异。 γ_3 为 *LA* 的估计系数。根据H₃,本研究预计 γ_2 显著为正,说明劳动密集度对职工薪酬分配比例与企业价值之间的关系发挥正向的调节作用,表明对于劳动密集度较高的企业,继续提高职工薪酬分配比例会提高企业价值。

4.2 样本选择和描述性统计

由于赫芬达尔指数数据限制和2014年数据还未完全披露,为了保证解释变量、被解释变量和所有控制变量数据的完整性,本研究选取2003年至2013年中国上市公司的数据作为研究样本,并剔除金融行业和缺失值数据,然后对所有变量在1%的水平上进行Winsorize处理。同时本研究还剔除职工薪酬分配

表1 描述性统计结果
Table 1 Results of Descriptive Statistics

变量	观测值	均值	标准差	最大值	75%	50%	25%	最小值
<i>TOBINQ</i>	11 401	1.769	1.074	7.184	1.954	1.392	1.131	0.440
<i>WAGE₁</i>	11 401	0.589	0.666	5.438	0.696	0.479	0.287	0.000
<i>WAGE₂</i>	11 401	0.737	3.709	271.068	0.701	0.488	0.294	0.000
<i>OWN</i>	11 401	0.625	0.484	1.000	1.000	1.000	0.000	0.000
<i>IND</i>	764	0.516	0.500	1.000	1.000	1.000	0.000	0.000
<i>LA</i>	8 098	5.406	1.339	10.836	6.235	5.430	4.647	0.000
<i>Cashflow</i>	11 401	0.000	0.189	2.049	0.055	0.015	-0.034	-12.100
<i>Collateral</i>	11 401	0.274	0.182	0.762	0.397	0.242	0.133	0.001
<i>SIZE</i>	11 401	9.454	0.525	10.873	9.756	9.401	9.096	8.125
<i>LEV</i>	11 401	0.514	0.224	1.736	0.650	0.516	0.370	0.048
<i>GROWTH</i>	11 401	0.270	0.636	4.464	0.332	0.155	0.016	-0.804
<i>H</i>	11 401	0.164	0.133	0.799	0.241	0.123	0.059	0.001
<i>ROA</i>	11 401	2.098	220.179	23 509.770	0.061	0.033	0.013	-8.753

比例小于0的观测值,主要原因是当薪酬分配比例为正时,数值越高表示分配程度越高;但当薪酬分配比例为负时,表示企业经营利润为负但仍有职工薪酬支出,与指标为正时意义相反,且观测值较少。因此为减少误差,予以剔除。最终得到11 401家公司-年度观测值,其中,国有企业7 123个观测值,民营企业4 278个观测值;最高收入行业的观测值为394,最低收入行业的观测值为370;劳动密集度观测值为8 098。考虑到样本是由不同公司在不同年度组成的混合数据,本研究使用对每个年度进行聚类的方法调整系数估计值的标准误,所有数据均来自CSMAR数据库及经二次计算所得。

表1给出全样本的变量描述性统计结果。由表1可知,企业价值的均值和中位数分别为1.769和1.392,最小值为0.440,最大值为7.184,可见中国上市公司的企业价值确实存在较大的差异。*WAGE₁*的均值和中位数分别为0.589和0.479,最小值为0.000,最大值为5.438;*WAGE₂*的均值和中位数分别为0.737和0.488,最小值为0.000,最大值为271.068。首先,说明不同企业职工薪酬分配比例差异较大;其次,说明与基于应计项目的职工薪酬分配比例相比,基于现金流的职工薪酬分配比例的波动性更大,即不同企业真实分配给职工的比例差距较大。从虚拟变量的描述性统计结果看,企业性质和行业收入的均值分别为0.625和0.516,说明经过虚拟变量区分后两组样本数量差距较小;劳动密集度的均值和中位数为5.406和5.430,极大值和极小值分别为10.836和0.000,说

明样本基本符合正态分布且不同企业劳动密集程度差距较大。从控制变量的描述性统计结果看,中国上市公司间的企业规模、资本结构、资产结构、盈利能力和成长性均有较大差异,与前人研究相似,不再赘述。

表2给出根据企业产权性质分组后两组样本职工薪酬分配比例均值的比较结果。由表2可知,在*WAGE₁*中,国有企业均值比民营企业均值高0.062,*t*值为3.441,显著为正;*WAGE₂*中,国有企业均值比民营企业均值高0.363,*t*值为1.702,显著为正。表明国有企业无论从应计角度还是从现金流角度考虑都分配给职工更高的比例,符合国有企业分配给职工过高比例的现状。

表2 单变量分析结果
Table 2 Results of Univariate Analysis

	国有企业 均值	民营企业 均值	差距	<i>t</i> 值
<i>WAGE₁</i>	0.542	0.480	0.062	3.441
<i>WAGE₂</i>	0.924	0.561	0.363	1.702

表3给出变量之间的相关系数,对角线左下方为pearson相关系数,右上方为spearman相关系数。由表3可知,从spearman相关系数看,*TOBINQ*与*WAGE₁*和*WAGE₂*均显著负相关;从pearson相关系数看,*TOBINQ*与*WAGE₁*显著负相关。表明企业职工薪酬分配比例

表3 相关系数分析
Table 3 Correlation Coefficients Analysis

	TOBINQ	WAGE ₁	WAGE ₂	OWN	IND	LA	Cashflow	Collateral	SIZE	LEV	GROWTH	H	ROA
TOBINQ	1.000	-0.071***	-0.069***	-0.183***	0.107***	-0.242***	-0.013	-0.111***	-0.396***	-0.266***	0.063***	-0.194***	0.297***
WAGE ₁	-0.026***	1.000	0.972***	0.073***	0.124***	0.177***	0.023**	0.149***	-0.123***	0.014*	-0.152***	-0.066***	-0.364***
WAGE ₂	-0.005	0.004	1.000	0.071***	0.133***	0.176***	0.023**	0.152***	-0.125***	0.014*	-0.150***	-0.070***	-0.365***
OWN	-0.159***	0.029***	0.009	1.000	-0.257***	0.192***	0.021**	0.170***	0.239***	0.140***	0.026***	0.259***	-0.078***
IND	0.113***	0.028	0.037	-0.257***	1.000	0.020	0.012	-0.454***	-0.071**	-0.133***	0.074**	-0.180***	0.176***
LA	-0.226***	0.045***	0.009	0.194***	0.044	1.000	0.051***	0.236***	0.567***	0.148***	-0.005	0.167***	0.071***
Cashflow	-0.034***	0.017*	0.010	0.029***	0.005	0.076***	1.000	0.115***	-0.002	-0.019**	-0.047***	0.056***	0.075***
Collateral	-0.104***	0.028***	0.039***	0.185***	-0.397***	0.222***	0.084***	1.000	-0.013	0.008	-0.019**	0.055***	-0.123***
SIZE	-0.364***	-0.021***	0.004	0.248***	-0.043	0.585***	0.045***	0.033***	1.000	0.322***	0.055***	0.234***	0.094***
LEV	-0.137***	-0.037***	0.001	0.115***	-0.105***	0.110***	-0.045***	0.048***	0.221***	1.000	0.047***	0.009	-0.403***
GROWTH	0.040***	-0.013	-0.010	-0.025***	-0.061*	-0.109***	-0.044***	-0.043***	0.006	0.061***	1.000	0.069***	0.278***
H	-0.149***	0.002	-0.010	0.230***	-0.170***	0.162***	0.055***	0.060***	0.275***	-0.008	0.070***	1.000	0.096***
ROA	0.043***	-0.004	-0.001	-0.010	0.031	0.048***	-0.084***	-0.012	-0.021***	0.047***	-0.014*	-0.009	1.000

注:表中对角线左下方数据为pearson相关系数,右上方数据为spearman相关系数;***为在1%水平上显著,**为在5%水平上显著,*为在10%水平上显著,下同。

越高,企业价值越低,与H₁初步一致。TOBINQ与OWN显著负相关,表明国有性质与企业价值负相关;TOBINQ与IND显著正相关,表明行业收入与企业价值正相关;TOBINQ与LA显著负相关,表明劳动密集型企业价值较低。其他变量之间的相关性也比较合理,TOBINQ与GROWTH和ROA均显著正相关,与Collateral、LEV、H均显著负相关。这说明增长速度越快、企业绩效越好,企业的价值越高;资本密集度越高、财务杠杆越大、股权集中度更高,企业的价值越低。另外,从解释变量、控制变量之间的相关系数看,并没有出现明显的多重共线性问题。

5 实证结果

表4给出模型(1)式的全样本回归结果,回归(1)和回归(2)是不包括二次项的估计结果,回归(3)和回归(4)是加入了二次项的估计结果。被解释变量为企业价值,解释变量为职工薪酬分配比例。由表4回归(1)和回归(2)可知,WAGE₁的估计系数为-0.079,显著为负,表明职工薪酬分配比例越高,企业价值越低;但是WAGE₂的估计系数不显著,表明全样本基于现金流计算的职工薪酬分配比例与企业价值的关系不明显,这似乎表明职工薪酬分配比例对企业价值并未产生显著影响。但正如本研究前面分析的,职工薪酬分配比例对企业价值的影响需要提升带来的收益和成本,当提升带来的职工激励较大时,企业价

值才会上升。因此,本研究在后文会根据不同的性质、行业收入特征和劳动密集度区分企业进行研究。

由表4的回归(3)和回归(4)可知,WAGE₁估计系数为0.046,WAGE₂的估计系数为0.010,均显著为正;WAGE₁平方项和WAGE₂平方项的结果显著为负,表明职工薪酬分配比例对企业价值的影响确实存在倒U形关系。以上回归结果表明,在初期,提高职工薪酬分配比例对职工的激励作用造成的企业价值增加大于由于可分配资金降低造成的企业价值损失,因此企业价值上升;在后期随着提高薪酬分配比例的边际效用递减,对职工的激励作用造成的企业价值增加小于由于可分配资金降低造成的企业价值损失,因此曲线翻转,企业价值下降。但从结果可以发现,①大部分观测值处于倒U形曲线的右半部分,②引入二次项后R²增加幅度较小,③引入二次项不利于引入交互项进行后续研究,因此后续研究采用不包括二次项的线性模型。

本研究进一步探讨在不同产权性质下职工薪酬分配比例对企业价值的影响,表5给出模型(1)式根据产权性质细分的回归结果。根据H₁,本研究预期在表5的回归(1)和回归(2)中,国有企业职工薪酬分配比例对企业价值的影响为负。

由表5可知,回归(1)和回归(2)是全样本包含交互项的结果,回归(3)和回归(4)是国有企业职工薪酬分配比例对企业价值的回归,回归(5)和回归(6)

表4 全样本回归结果
Table 4 Regression Results of All Sample

	因变量: <i>TOBINQ</i>			
	回归(1)	回归(2)	回归(3)	回归(4)
截距	9.547*** (21.751)	9.423*** (21.482)	9.691*** (22.321)	9.448*** (21.553)
<i>SQWAGE</i> ₁	-0.079*** (-4.002)		0.046*** (8.110)	
<i>SQWAGE</i> ₁ ²			-0.087*** (-7.840)	
<i>SQWAGE</i> ₂		0.001 (-0.234)		0.010* (1.864)
<i>SQWAGE</i> ₂ ²				-0.001* (-1.663)
<i>Cashflow</i>	-0.057 (-0.701)	-0.058 (-0.717)	-0.064 (-0.782)	-0.056 (-0.703)
<i>Collateral</i>	-0.334*** (-3.634)	-0.344*** (-3.691)	-0.325*** (-3.542)	-0.342*** (-3.691)
<i>SIZE</i>	-0.802*** (-17.163)	-0.793*** (-16.951)	-0.802*** (-17.491)	-0.795*** (-17.010)
<i>LEV</i>	-0.110 (-0.891)	-0.128 (-1.022)	-0.109 (-0.910)	-0.125 (-1.000)
<i>GROWTH</i>	0.034* (1.673)	0.034* (1.673)	0.028 (1.414)	0.034* (1.680)
<i>H</i>	-0.110 (-0.931)	-0.100 (-0.841)	-0.128 (-1.110)	-0.101 (-0.850)
<i>ROA</i>	0.001*** (16.471)	0.001*** (16.832)	0.001*** (16.042)	0.001*** (16.854)
年度效应	已控制	已控制	已控制	已控制
行业效应	已控制	已控制	已控制	已控制
调整 <i>R</i> ²	0.352	0.349	0.362	0.350
样本量	11 401	11 401	11 401	11 401

是民营企业职工薪酬分配比例对企业价值的回归。被解释变量为企业价值,主要解释变量为职工薪酬分配比例与 *OWN* 的交互项。从回归(1)和回归(2)的结果看,交互项结果分别为-0.091和-0.014,且显著为负,表明相对于民营企业,国有企业提高职工薪酬分配比例会显著降低企业价值。从回归(3)~回归(6)的结果看,国有企业 *WAGE*₁ 和 *WAGE*₂ 的估计系数分别为-0.091和-0.003,且显著为负,民营企业 *WAGE*₁ 和 *WAGE*₂ 的估计系数不显著,说明国有企业提高职工薪酬分配比例会降低企业价值,民营企业提高职工薪酬分配比例对企业价值影响不明显,目前国有企业经营利润分配过高确实降低企业价值, *H*₁

得到验证。控制变量的回归结果也较为合理,与前人研究结果基本一致。*Collateral* 的估计系数显著为负,表明资本密集度越高,企业价值越低;*LEV* 的估计系数为负,且在国有企业样本中显著,表明企业资本结构越低,企业价值越高;*H* 的估计系数为负,且在民营企业样本中显著,表明股权集中度越低公司治理越高的公司,企业价值越高;*ROA* 的估计系数为正,且在全样本和民营企业样本中显著,表明企业绩效越好,企业价值越高。

综合上述结果可以看出,目前国有企业职工薪酬分配比例较高,继续提高职工薪酬分配比例会降低企业价值,民营企业职工薪酬分配比例仍有提升空间。

表6给出模型(2)式根据行业收入细分的回归结果,回归(1)和回归(2)是全样本包含交互项的结果,回归(3)和回归(4)是高收入行业企业职工薪酬分配比例对企业价值的回归结果,回归(5)和回归(6)是低收入行业企业职工薪酬分配比例对企业价值的回归结果。被解释变量为企业价值,主要解释变量为职工薪酬分配比例与 *IND* 的交互项。由表6回归(1)和回归(2)的结果可知,交互项系数分别为-0.352和-0.180,分别在1%和5%水平上显著。由回归(3)~回归(6)结果可知,高收入行业企业 *WAGE*₁ 和 *WAGE*₂ 的估计系数分别为-0.322和-0.158,且显著为负;低收入行业企业 *WAGE*₁ 和 *WAGE*₂ 的估计系数分别为0.073和0.086,但不显著。说明高收入行业企业提高职工薪酬分配比例会降低企业价值,低收入行业企业提高职工薪酬分配比例对企业价值影响不明显。上述结果表明,相对于低收入行业,高收入行业的企业继续提高职工薪酬分配比例的边际收益递减,从而降低了对职工的激励作用,薪酬分配比例提高带来的收益小于薪酬分配比例提高带来的成本,因此降低企业价值, *H*₂ 得到验证。控制变量的回归结果没有异常值,不再赘述。

表7给出模型(3)式根据劳动密集度细分的回归结果,被解释变量为企业价值,解释变量为职工薪酬分配比例与 *LA* 的交互项。由表7回归(1)和回归(2)的结果可知,职工薪酬分配比例的估计系数分别为-0.088和-0.012,且在1%的水平上显著;交互项的估计系数分别为0.053和0.035,且在10%和1%的水平上显著。说明劳动密集度弱化职工薪酬分配比例对企业价值的负向作用。为了进一步区分劳动密集度,表7回归(3)~回归(6)给出根据劳动密集度25%和75%分位数分组的回归结果,回归(3)和回归(4)是劳动密集度小于25%分位数的观测值结果,回归(5)和回归(6)是劳动密集度大于75%分位数的观测值结果。回归结果表明, *WAGE*₁ 在回归(3)和回归(5)的结果分别为-0.039和-0.019,显著性由显著为负变为不显著; *WAGE*₂ 在回归(4)和回归(6)的结果分别为0.004和0.016,显著性由不显著变为显著为正。说明企业发展越依靠劳动力资本,提高职工薪酬分配比例对企业价值的正向作用越明显。综合上述结

表5 产权性质的回归结果
Table 5 Regression Results of Property Rights

	因变量: TOBINQ					
	全样本		国有企业		民营企业	
	回归(1)	回归(2)	回归(3)	回归(4)	回归(5)	回归(6)
截距	9.463*** (21.571)	9.343*** (21.231)	8.254*** (17.944)	8.099*** (17.731)	11.717*** (14.523)	11.614*** (14.381)
$SQWAGE_1$	-0.020 (-0.522)		-0.091*** (-4.153)		-0.044 (-1.152)	
$SQWAGE_1 \cdot OWN$	-0.091** (-2.092)					
$SQWAGE_2$		0.010 (1.382)		-0.003* (-1.671)		0.007 (1.090)
$SQWAGE_2 \cdot OWN$		-0.014* (-1.833)				
OWN	0.021 (0.461)	-0.031 (-0.882)				
$Cashflow$	0.058 (0.700)	0.064 (0.810)	0.187 (1.320)	0.192 (1.331)	-0.040 (-0.192)	-0.019 (-0.091)
$Collateral$	-0.331*** (-3.534)	-0.341*** (-3.621)	-0.384*** (-4.221)	-0.389*** (-4.200)	-0.393* (-1.871)	-0.410** (-1.970)
$SIZE$	-0.796*** (-16.950)	-0.784*** (-16.671)	-0.664*** (-13.352)	-0.653*** (-13.101)	-1.033*** (-12.151)	-1.025*** (-12.062)
LEV	-0.105 (-0.851)	-0.126 (-1.010)	-0.296** (-2.013)	-0.311** (-2.070)	0.115 (0.641)	0.104 (0.581)
$GROWTH$	0.032 (1.592)	0.032 (1.571)	0.029 (1.100)	0.029 (1.081)	0.029 (0.922)	0.029 (0.911)
H	-0.092 (-0.792)	-0.077 (-0.661)	-0.002 (-0.026)	0.012 (0.095)	-0.527*** (-2.484)	-0.518*** (-2.440)
ROA	0.001*** (16.480)	0.001*** (17.011)	0.409 (1.171)	0.452 (1.283)	0.001*** (7.361)	0.001*** (7.570)
年度效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
行业效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
调整 R^2	0.353	0.350	0.360	0.355	0.356	0.356
样本量	11 401	11 401	7 123	7 123	4 278	4 278

果可以看出,劳动密集度越高,职工薪酬分配比例对企业价值的激励越强, H_3 得到验证。控制变量的回归结果没有异常值,不再赘述。

6 稳健性测试

6.1 内生性问题

由于本研究自变量和因变量都来自于公司内部数据,内生性是无法避免的,本研究通过以下两种方

法降低内生性对研究结果的影响。

6.1.1 以2008年《劳动合同法》作为外生事件进行内生性检验

表8给出以《劳动合同法》作为外生事件进行内生性检验的结果,被解释变量为企业价值,解释变量为职工薪酬分配比例与 LAW 的交互项, LAW 表示劳动合同法颁布哑变量,2008年之后取值为1,否则取值为0。2007年6月29日国家颁布《劳动合同法》,

对劳务派遣中的同工同酬规则作出界定,同时也对社会保障内容进行规范,对劳动者实施了严格的劳动保护。陈东等^[35]研究发现,《劳动合同法》确实能够提升就业弱势群体的就业保障程度。2008年该法律的强制施行,必然在短期规范企业用人制度;同时上市公司作为各地相对较大的企业,必然会遵守该法律,以避免受到惩罚,从而带来不良市场反应。因此,《劳动合同法》的强制实施会使上市公司的职工薪酬在2008年后有较明显上升,而盈利能力在前后两年变化较为平稳,从而职工薪酬分配比例有较明显上升。所以本研究以《劳动合同法》作为外生事

件进行内生性检验,检验结果见表8。

表8结果显示,回归(1)和回归(2)中职工薪酬分配比例与法律的交互项系数符号均为负,分别为-0.013和-0.015,且在回归(2)中显著,说明2008年《劳动合同法》的强制实施对职工薪酬分配比例与企业价值的关系产生负向影响,与前文研究结果相同。这说明本研究结论在运用外生事件考虑内生性问题后仍然成立。

6.1.2 采用工具变量法进行内生性检验

表9给出工具变量法进行内生性检验的结果。本研究参考周黎安等^[36]和刘春等^[20]的做法,以企业

表6 行业收入的回归结果
Table 6 Regression Results of Industry Wage

	因变量:TOBINQ					
	全样本		高收入行业		低收入行业	
	回归(1)	回归(2)	回归(3)	回归(4)	回归(5)	回归(6)
截距	10.910*** (7.410)	11.002*** (7.421)	10.573*** (5.712)	10.649*** (5.734)	10.882*** (4.732)	10.894*** (4.725)
SQWAGE ₁	0.029 (0.410)		-0.322*** (-2.970)		0.073 (1.140)	
SQWAGE ₁ ·IND	-0.352*** (-2.751)					
SQWAGE ₂		0.026 (0.352)		-0.158*** (-4.351)		0.086 (1.264)
SQWAGE ₂ ·IND		-0.180** (-2.122)				
IND	0.121 (0.201)	0.023 (0.040)	1.046** (2.231)	1.077** (2.312)	-0.072 (-0.191)	-0.092 (-0.250)
Cashflow	0.596* (1.813)	0.602* (1.851)	-0.430 (-0.842)	-0.396 (-0.771)	-0.030 (-0.081)	-0.030 (-0.080)
Collateral	-0.116 (-0.351)	-0.105 (-0.322)	-0.913*** (-4.580)	-0.933*** (-4.640)	-0.958*** (-4.071)	-0.960*** (-4.062)
SIZE	-0.947*** (-5.871)	-0.958*** (-5.882)	-0.190 (-0.464)	-0.160 (-0.381)	-0.061 (-0.253)	-0.047 (-0.191)
LEV	-0.257 (-0.920)	-0.238 (-0.841)	0.135 (0.822)	0.154 (0.951)	-0.081* (-1.900)	-0.082* (-1.964)
GROWTH	0.011 (0.212)	0.015 (0.252)	-0.127 (-0.161)	-0.153 (-0.180)	-0.404 (-0.861)	-0.375 (-0.812)
H	-0.191 (-0.371)	-0.197 (-0.392)	0.001*** (7.061)	0.001*** (7.192)	4.561*** (4.010)	4.584*** (4.022)
ROA	0.001*** (9.370)	0.001*** (9.653)	10.573*** (5.710)	10.649*** (5.731)	10.882*** (4.730)	10.894*** (4.721)
年度效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
行业效应	未控制	未控制	未控制	未控制	未控制	未控制
调整 R ²	0.439	0.438	0.432	0.432	0.536	0.537
样本量	764	764	394	394	370	370

表7 劳动密集度的回归结果
Table 7 Regression Results of Labor Intensity

	因变量: TOBINQ					
	全样本		LA < 25%		LA > 75%	
	回归(1)	回归(2)	回归(3)	回归(4)	回归(5)	回归(6)
截距	9.322*** (47.261)	9.173*** (47.001)	12.006*** (41.560)	11.928*** (41.371)	4.253*** (12.102)	4.171*** (12.054)
SQWAGE ₁	-0.088*** (-5.090)		-0.039** (-2.252)		-0.019 (-0.881)	
SQWAGE ₁ · LA	0.053* (1.601)					
SQWAGE ₂		-0.012*** (-3.421)		0.004 (0.352)		0.016* (1.843)
SQWAGE ₂ · LA		0.035*** (3.991)				
LA	-0.001** (-2.510)	-0.001** (-2.472)				
Cashflow	0.099 (1.321)	0.097 (1.300)	0.014 (0.270)	0.022 (0.420)	0.158 (1.243)	0.150 (1.181)
Collateral	-0.454*** (-7.510)	-0.467*** (-7.712)	-0.139 (-1.640)	-0.148* (-1.751)	-0.464*** (-5.320)	-0.460*** (-5.240)
SIZE	-0.775*** (-37.920)	-0.763*** (-37.581)	-1.092*** (-35.791)	-1.086*** (-35.581)	-0.295*** (-8.553)	-0.288*** (-8.454)
LEV	-0.186*** (-3.691)	-0.215*** (-4.280)	0.146*** (2.700)	0.140*** (2.582)	0.028 (0.271)	0.016 (0.160)
GROWTH	0.039** (2.421)	0.036** (2.272)	0.032* (1.934)	0.032* (1.900)	-0.058* (-1.772)	-0.060* (-1.810)
H	-0.041 (-0.542)	-0.031 (-0.401)	-0.361*** (-3.453)	-0.358*** (-3.421)	-0.077 (-0.742)	-0.073 (-0.714)
ROA	1.381*** (14.352)	1.420*** (14.743)	0.001*** (4.340)	0.001*** (4.390)	5.048*** (16.600)	5.140*** (16.991)
年度效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
行业效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
调整 R ²	0.365	0.365	0.391	0.390	0.357	0.358
样本量	8 098	8 098	2 024	2 024	2 024	2 024

滞后3期的职工薪酬分配比例 SQ3WAGE 作为工具变量,运用2SLS估计方法重新验证职工薪酬分配比例与企业价值的关系,检验结果见表9。

表9中回归(1)和回归(3)为一阶段回归结果,回归(2)和回归(4)为二阶段回归结果。由表9可知,一阶段回归结果中工具变量系数分别为0.206和0.222,且在1%的水平上显著,说明工具变量与自变量显著正相关,同时说明了工具变量的合理性;二阶

段自变量回归系数分别为-0.358和-0.333,且在1%的水平上显著,说明在降低内生性后继续提高职工薪酬分配比例会显著降低企业价值。以上结果说明本研究结论在运用工具变量法考虑内生性问题后仍然成立。

6.2 采取扣除高管薪酬后指标作为自变量

以上研究主要考虑到中国一股独大的现状,管理层权利与国外相比较小,高管也是一种特殊的“职

表 8 外生事件进行内生性检验的结果
Table 8 Endogenous Test Results of Exogenous Event

	因变量: <i>TOBINQ</i>	
	回归(1)	回归(2)
截距	8.812*** (21.212)	8.713*** (20.980)
<i>SQWAGE</i> ₁	-0.055*** (-2.651)	
<i>SQWAGE</i> ₁ · <i>LAW</i>	-0.013 (-0.394)	
<i>SQWAGE</i> ₂		0.012 (1.530)
<i>SQWAGE</i> ₂ · <i>LAW</i>		-0.015** (-1.981)
<i>LAW</i>	0.520*** (15.021)	0.521*** (18.870)
<i>Cashflow</i>	-0.016 (-0.163)	-0.007 (-0.074)
<i>Collateral</i>	-0.381*** (-4.071)	-0.389*** (-4.152)
<i>SIZE</i>	-0.762*** (-16.420)	-0.755*** (-16.251)
<i>LEV</i>	-0.071 (-0.580)	-0.087 (-0.701)
<i>GROWTH</i>	0.080*** (3.943)	0.080*** (3.941)
<i>H</i>	-0.373*** (-3.100)	-0.361*** (-2.991)
<i>ROA</i>	0.001*** (12.894)	0.001*** (13.553)
年度效应	已控制	已控制
行业效应	已控制	已控制
调整 <i>R</i> ²	0.209	0.208
样本量	11 401	11 401

工”,因此职工薪酬分配比例并没有扣除高管薪酬。现按照国外通用的做法,本研究再采用将高管薪酬扣除后的职工薪酬分配比例重复上述研究,即

$$WAGE_3 = \frac{\text{年度应付职工薪酬总额} - \text{高管薪酬}}{\text{年度应付职工薪酬总额} - \text{高管薪酬} + \text{经营利润}}$$

表 9 工具变量法进行内生性检验的结果
Table 9 Endogenous Test Results of 2SLS

	因变量: <i>TOBINQ</i>			
	回归(1)	回归(2)	回归(3)	回归(4)
截距	1.741*** (10.650)	11.157*** (42.451)	3.768*** (3.831)	11.789*** (18.222)
<i>SQ3WAGE</i> ₁	0.206*** (17.490)		0.222*** (3.121)	
<i>SQWAGE</i> ₁		-0.358*** (-4.821)		
<i>SQWAGE</i> ₂				-0.333*** (-2.663)
<i>Cashflow</i>	-0.082** (-1.931)	0.303*** (42.452)	-0.387 (-1.524)	0.204* (1.831)
<i>Collateral</i>	0.145*** (2.824)	-0.423*** (-6.252)	-0.173 (-0.561)	-0.533*** (-4.320)
<i>SIZE</i>	-0.131*** (-7.781)	-0.942*** (-38.040)	-0.358*** (-3.531)	-1.014*** (-16.223)
<i>LEV</i>	0.152*** (3.790)	-0.165*** (-3.071)	0.704*** (2.923)	0.015 (0.110)
<i>GROWTH</i>	0.003 (0.231)	0.020 (1.203)	-0.006 (-0.084)	0.017 (0.562)
<i>H</i>	-0.028 (-0.411)	-0.140 (-1.592)	0.492 (1.210)	0.034 (0.201)
<i>ROA</i>	-0.342*** (-4.871)	0.754*** (7.880)	-0.473 (-1.121)	0.719*** (4.042)
年度效应	已控制	已控制	已控制	已控制
行业效应	已控制	已控制	已控制	已控制
调整 <i>R</i> ²	0.083	0.350	0.007	0.142
样本量	11 401	11 401	11 401	11 401

$$WAGE_4 = \frac{\text{支付给职工以及为职工支付的现金} - \text{高管薪酬}}{\text{支付给职工以及为职工支付的现金} - \text{高管薪酬} + \text{经营利润}}$$

检验结果基本一致,限于篇幅,具体的结果没有列示。

6.3 采用面板数据固定效应的方法进行检验

以上研究采用 OLS 固定效应模型进行检验,考虑到本研究为非平衡面板数据,因此采用面板数据固定效应的方法重新进行检验。从面板数据固定效应模型的回归结果看,关键变量系数的符号没有发生变化,表明本研究结果十分稳健。限于篇幅,具体的

结果没有列示。

7 结论

本研究采用中国上市公司数据,实证检验职工薪酬分配比例对企业价值的影响。研究表明,与民营企业相比,国有企业职工薪酬分配比例较高,继续提高国有企业职工薪酬分配比例会降低国有企业价值;与低收入行业相比,继续提高高收入行业职工薪酬分配比例会降低企业价值;劳动密集度越高,职工薪酬分配比例对职工的激励越强,对企业价值的作用越大。同时表明,职工薪酬分配比例会对企业价值产生重大影响,产权性质、行业收入和劳动密集度能够对职工薪酬分配比例与企业价值的关系产生影响。

本研究不仅丰富了企业价值的影响因素领域的研究,而且为职工薪酬分配比例对企业价值的影响提供了新的经验证据。本研究结论对投资者和监管者具有重要的借鉴意义,即在中国目前提倡提高劳动初次分配比例的大背景下,通过完善对职工薪酬分配比例的调整,提高对职工的激励,已达到提高企业价值的目的。

此外,本研究还有着很强的现实意义,为企业如何更好地对普通职工进行激励指明了方向。职工薪酬分配比例是一种很重要的激励机制,它不仅意味着收入的增加,更意味着公平感的满足。在“尊严、面子”思想深入人心的中国文化里,公平感的高低往往能够决定职工的努力程度,甚至跳槽与否。这就意味着企业在设计激励合约时,有必要对职工薪酬分配比例给予足够的重视。因此,建议监管机构在监督激励合约时,不应对所有公司“一刀切”,而是需要根据公司的实际情况(如产权性质和非货币性福利等)确定不同的方案。

本研究仍存在不足,职工薪酬分配比例总体上衡量了职工付出与所得的比例,在一定程度上反映了企业对职工的激励作用,但职工薪酬的激励仍有许多方面,如职工薪酬与外部薪酬的比较等。因此,后续将对多种职工薪酬的激励作用及其交互作用进行深入研究。

参考文献:

- [1] 叶康涛,王春飞,祝继高. 提高劳动者工资损害公司价值吗?. *财经研究*, 2013, 39(6): 133-144.
YE Kangtao, WANG Chunfei, ZHU Jigao. Does the increase in labor income reduce corporate value?. *Journal of Finance and Economics*, 2013, 39(6): 133-144. (in Chinese)
- [2] 林毅夫,孙希芳. 经济发展的比较优势战略理论:兼评《对中国外贸战略与贸易政策的评论》. *国际经济评论*, 2003(11): 12-18.
LIN Yifu, SUN Xifang. Theory of comparative advantage strategy in economic development. *International Economic Review*, 2003(11): 12-18. (in Chinese)
- [3] HANNAN R L. The combined effect of wages and firm profit on employee effort. *The Accounting Review*, 2005, 80(1): 167-188.
- [4] GREENBERG J. Creating unfairness by mandating fair procedures: the hidden hazards of a pay-for-performance plan. *Human Resource Management Review*, 2003, 13(1): 41-57.
- [5] 陈志武. 为什么劳动收入占比难以提升. (2010-6-9) [2015-4-7]. http://www.time-weekly.com/html/20100609/8653_1.html.
CHEN Zhiwu. *Why it is difficult to raise the labor share*. (2010-6-9) [2015-4-7]. http://www.time-weekly.com/html/20100609/8653_1.html. (in Chinese)
- [6] BENS D A, NAGAR V, WONG M H F. Real investment implications of employee stock option exercises. *Journal of Accounting Research*, 2002, 40(2): 359-393.
- [7] 郭清根,鲁小东. 员工收入、内部治理与公司价值:基于中国上市公司的经验分析. *中国软科学*, 2011(11): 141-151.
GUO Qinggen, LU Xiaodong. Employee earning, internal governance and corporate value: evidence from the Chinese listed firms. *China Soft Science*, 2011(11): 141-151. (in Chinese)
- [8] 鲁小东,焦捷,朱世武. 普通员工、薪酬公司规模与成长性:来自中国上市公司面板数据的经验证据. *清华大学学报:自然科学版*, 2011, 51(12): 1908-1916.
LU Xiaodong, JIAO Jie, ZHU Shiwu. Ordinary employees' salaries, corporate size and growth: evidence from the panel data of Chinese listed firms. *Journal of Tsinghua University: Science and Technology*, 2011, 51(12): 1908-1916. (in Chinese)
- [9] HOLZER H J. Wages, employer costs, and employee performance in the firm. *Industrial and Labor Relations Review*, 1990, 43(3): 147S-164S.
- [10] KUANG X, MOSER D V. Wage negotiation, employee effort, and firm profit under output-based versus fixed-wage incentive contracts. *Contemporary Accounting Research*, 2011, 28(2): 616-642.
- [11] FANG H, NOFSINGER J R, QUAN J. The effects of employee stock option plans on operating performance in Chinese firms. *Journal of Banking & Finance*, 2015, 54: 141-159.
- [12] DUCK M, IQBAL Z, AKHIGBE A. Employee stock ownership plans and cash flow performance of publicly traded firms. *American Business Review*, 1997, 15(2): 31-36.
- [13] 姜付秀,黄继承. 经理激励、负债与企业价值. *经济研究*, 2011, 46(5): 46-60.
JIANG Fuxiu, HUANG Jicheng. Managerial incentive,

- debt and firm value. *Economic Research Journal*, 2011, 46(5):46-60. (in Chinese)
- [14] FAHLENBRACH R, STULZ R M. Bank CEO incentives and the credit crisis. *Journal of Financial Economics*, 2011, 99(1):11-26.
- [15] 詹雷, 王瑶瑶. 管理层激励、过度投资与企业价值. *南开管理评论*, 2013, 16(3):36-46.
ZHAN Lei, WANG Yaoyao. Management incentive, over-investment and firm values. *Nankai Business Review*, 2013, 16(3):36-46. (in Chinese)
- [16] BABENKO I, LEMMON M, TSERLUKEVICH Y. Employee stock options and investment. *The Journal of Finance*, 2011, 66(3):981-1009.
- [17] BEATTY A. The cash flow and informational effects of employee stock ownership plans. *Journal of Financial Economics*, 1995, 38(2):211-240.
- [18] MAIN B G M, O'REILLY C A III, WADE J. Top executive pay: tournament or teamwork?. *Journal of Labor Economics*, 1993, 11(4):606-628.
- [19] 张正堂. 企业内部薪酬差距对组织未来绩效影响的实证研究. *会计研究*, 2008(9):81-87.
ZHANG Zhengtang. Empirical research on the effects of intra-firm compensation dispersion on organization's future performance. *Accounting Research*, 2008(9):81-87. (in Chinese)
- [20] 刘春, 孙亮. 薪酬差距与企业绩效:来自国企上市公司的经验证据. *南开管理评论*, 2010, 13(2):30-39.
LIU Chun, SUN Liang. A study on the salary difference and firm performance: evidence from state-owned enterprises. *Nankai Business Review*, 2010, 13(2):30-39. (in Chinese)
- [21] 鲁海帆. 高管团队内薪酬差距、合作需求与多元化战略. *管理科学*, 2007, 20(4):30-37.
LU Haifan. Top executives' pay gap, coordination needs and diversification strategies. *Journal of Management Science*, 2007, 20(4):30-37. (in Chinese)
- [22] CHEN C X, SANDINO T. Can wages buy honesty? The relationship between relative wages and employee theft. *Journal of Accounting Research*, 2012, 50(4):967-1000.
- [23] 李维安, 刘绪光, 陈靖涵. 经理才能、公司治理与契约参照点:中国上市公司高管薪酬决定因素的理论及实证分析. *南开管理评论*, 2010, 13(2):4-15.
LI Weian, LIU Xuguang, CHEN Jinghan. Manager talents, corporate governance and reference point: the determinants of executive compensation in Chinese listed firms. *Nankai Business Review*, 2010, 13(2):4-15. (in Chinese)
- [24] 吴联生, 林景艺, 王亚平. 薪酬外部公平性、股权性质与公司业绩. *管理世界*, 2010(3):117-126.
WU Liansheng, LIN Jingyi, WANG Yaping. The external fairness of CEO's emolument, the nature of stock right and company's performance. *Management World*, 2010(3):117-126. (in Chinese)
- [25] KIM T Y, LEUNG K. Forming and reacting to overall fairness: a cross-cultural comparison. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 2007, 104(1):83-95.
- [26] DITTRICH J E, COUGER J D, ZAWACKI R A. Perceptions of equity, job satisfaction, and intention to quit among data processing personnel. *Information & Management*, 1985, 9(2):67-75.
- [27] CLARK A E, OSWALD A J. Satisfaction and comparison income. *Journal of Public Economics*, 1996, 61(3):359-381.
- [28] 陆正飞, 王雄元, 张鹏. 国有企业支付了更高的职工工资吗?. *经济研究*, 2012, 47(3):28-39.
LU Zhengfei, WANG Xiongyuan, ZHANG Peng. Do Chinese state-owned enterprises pay higher wage?. *Economic Research Journal*, 2012, 47(3):28-39. (in Chinese)
- [29] 陈冬华, 陈富生, 沈永建, 等. 高管继任、职工薪酬与隐性契约:基于中国上市公司的经验证据. *经济研究*, 2011, 46(2):100-111.
CHEN Donghua, CHEN Fusheng, SHEN Yongjian, et al. CEO turnover, employee wage and implicit contract: empirical evidence from China listed companies. *Economic Research Journal*, 2011, 46(2):100-111. (in Chinese)
- [30] 王天夫, 崔晓雄. 行业是如何影响收入的:基于多层线性模型的分析. *中国社会科学*, 2010(5):165-180.
WANG Tianfu, CUI Xiaoxiong. How does industry influence income distribution? Results of HLM analysis. *Social Sciences in China*, 2010(5):165-180. (in Chinese)
- [31] 唐跃军, 赵武阳. 二元劳工市场、解雇保护与劳动合同法. *南开经济研究*, 2009(1):122-132, 152.
TANG Yuejun, ZHAO Wuyang. Dual labor market, dismissal protection and labor contracts law. *Nankai Economic Studies*, 2009(1):122-132, 152. (in Chinese)
- [32] 卢锐. 企业创新投资与高管薪酬业绩敏感性. *会计研究*, 2014(10):36-42.
LU Rui. Corporate innovation investment and executive pay-for-performance sensitivity. *Accounting Research*, 2014(10):36-42. (in Chinese)
- [33] 步丹璐, 王晓艳. 政府补助、软约束与薪酬差距. *南开管理评论*, 2014, 17(2):23-33.
BU Danlu, WANG Xiaoyan. Subsidies, soft constraint

- and pay gap. *Nankai Business Review*, 2014, 17(2):23-33. (in Chinese)
- [34] PIOTROSKI J D, ZHANG T. Politicians and the IPO decision: the impact of impending political promotions on IPO activity in China. *Journal of Financial Economics*, 2014, 111(1):111-136.
- [35] 陈东, 刘金东. 劳动保护有助于缩小就业弱势群体相对收入差距吗: 以新《劳动合同法》的实施为例. *财贸经济*, 2014(12):111-120.
CHEN Dong, LIU Jindong. Does strict labor protection help to narrow VGE's relative income gap? Evidence from the implementation of labor contract law in 2008. *Finance & Trade Economics*, 2014(12):111-120. (in Chinese)
- [36] 周黎安, 陶婧. 政府规模、市场化与地区腐败问题研究. *经济研究*, 2009, 44(1):57-69.
ZHOU Lian, TAO Jing. Government size, market development and corruption. *Economic Research Journal*, 2009, 44(1):57-69. (in Chinese)

Employee Wage Distribution Ratio, Property Rights and Firm Value

WEI Hanze, XU Haoran

School of Business, Renmin University of China, Beijing 100872, China

Abstract: With the development of modern enterprises, the role of employee in the enterprise is becoming more and more important, so the incentive problems of workers will have an important impact on the enterprise. In the research of employee motivation, the existing research mainly focuses on the absolute incentive, such as salary, option, and so on. The research in Whether the relative employee motivation will affect the enterprise is little. On the basis of the data from 2003 to 2013 and the Equity Theory, this paper builds an OLS regression model to test the relationship between employee wage distribution ratio and firm value. The results show that the relationship between wage distribution and firm value in the majority of firms is negative. Based on the ownership of China listed firms, we divide firms into non-state-owned listed firms and state-owned listed firms, and find that employee wage distribution in state-owned listed firms is much higher than that in non-state-owned listed firms; the negative relationship between employee wage distribution and firm value only exists in state-owned firms. Further, we find that the negative correlation between employee wage distribution and firm value is strengthened by industry revenue and weakened by labor intensity. Moreover, these conclusions still exist after considering the endogenous problem by different methods, such as instrumental variable method and exogenous event method.

Our results show that employee wage distribution ratio is an important factor to firm value. Property rights, industry wage and labor intensity can affect the relationship between employee wage distribution ratio and firm value. This study contributes to the literature about the factors of firm value and the economic consequences of incentive contracts. It also adds new evidences that employee wage distribution ratio and property rights may have a certain impact on firm value. Our results can help to develop reference to a reasonable salary incentive policy of listed companies and the policy of increasing the labor distribution proportion which is advocated by the government.

Therefore, we suggest that when regulators supervise incentive contracts, they should not make the same rules to all the companies, but need to make the different distribution solutions according to the actual situation of the company (such as the nature of property rights, non-monetary benefits, etc.). Only in this way, can it promote the development of firms.

Keywords: employee wage distribution ratio; firm value; industry wage; property rights; labor intensity

Received Date: July 7th, 2015 **Accepted Date:** December 11th, 2015

Funded Project: Supported by the Outstanding Innovative Talents Cultivation Funded Programs 2014 of Renmin University of China

Biography: WEI Hanze is a Ph. D candidate in the School of Business at Renmin University of China. His research interests cover finance accounting and capital market. His articles have been published by *Journal of Management Science* and so on. E-mail: weihzruc@163.com

XU Haoran is a Ph. D candidate in the School of Business at Renmin University of China. His research interests cover auditing and capital market. His research articles have been published by *Journal of Business Ethics* and *Management World*. E-mail: xhr_bushiwo@163.com □