

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.20190703.002

卖空约束放松能够改善企业劳动投资效率吗?

褚剑¹, 方军雄²

(1. 南京大学商学院, 江苏南京 210093; 2. 复旦大学管理学院, 上海 200433)

摘要: 本文从卖空约束放松角度考察其对企业劳动投资效率的影响, 研究发现, 卖空约束放松后, 企业的劳动投资效率得到明显改善, 并且这一效应在企业股价信息含量或会计信息质量较低时更为明显。进一步地, 卖空约束放松主要是缓解了企业劳动投资不足而非劳动投资过度, 这种非对称性可能源于《劳动合同法》出台后劳动保护的增强以及由此引发的企业减员增效难度加大, 而上述劳动投资不足的减少则是源于卖空机制对企业融资约束和管理松弛的缓解。并且, 卖空机制促使劳动投资不足的企业增加了对高人力资本员工的雇佣, 进而改善了人力资本配置效率, 最终提升了全要素生产率。本文的上述重要发现对当前供给侧结构性改革中如何更好地发挥市场机制创新在劳动力要素资源配置中的决定性作用, 从而提高全要素生产率、促进经济社会持续健康发展具有重要启示。

关键词: 卖空机制; 劳动投资效率; 人力资本配置; 非对称性; 劳动保护

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2020)02-0084-13

一、引言

改革开放40年来, 中国经济持续高速增长, 成功步入中等收入国家行列, 成为名副其实的经济大国。但随着人口红利衰减、“中等收入陷阱”风险累积、国际经济格局深刻调整等一系列内因与外因的作用, 经济发展正步入“新常态”。在这样的背景下, 2015年11月10日, 中央首次提出要进行供给侧结构性改革, 2017年10月18日召开的中共十九大在报告中明确指出要深化供给侧结构性改革。供给侧包括了劳动力、土地、资本、创新等要素, 供给侧结构性改革就是要从提高供给质量出发, 用改革的办法推进结构调整, 矫正要素配置扭曲, 扩大有效供给, 提高供给结构对需求变化的适应性和灵活性。其中, 劳动力是企业生产过程中最为重要的因素(Hamermesh, 1993), 企业劳动投资效率会对其生产效率产生至关重要的影响。Jung等(2014)指出, 劳动力成本大约占全球经济附加值的三分之二, 其经济显著性值得深入研究。此外, 在当下科技飞速发展、机器替代简单重复劳动的背景下, 人力资本的重要性也日益凸显。^①因此, 为

收稿日期: 2018-09-21

基金项目: 国家自然科学基金项目(71872048)

作者简介: 褚剑(1991—), 男, 南京大学商学院助理教授(通讯作者, 电子邮箱: 13210690028@fudan.edu.cn); 方军雄(1974—), 男, 复旦大学管理学院教授, 博士生导师。

^①例如, 2011年郭台铭提出的富士康“百万机器人”计划、2017年德勤公布的“德勤财务机器人”等均在业界引起广泛讨论, 人力资本因其不可替代性而愈来愈受到重视。

了搞活微观、增强企业竞争力,改善企业的人力资本配置效率是当前供给侧结构性改革的重要任务。^①

但是,已有研究更多地关注企业在资本投资方面的有效性,而缺乏对企业人力资本配置效率的应有关注。国内早期文献关注国有企业的超额雇员问题,认为政府干预是导致企业劳动投资效率下降、劳动力成本上升的重要原因(曾庆生和陈信元,2006;廖冠民和沈洪波,2014)。我国于2008年1月1日起正式实施的《劳动合同法》明确规定了劳动合同的订立、试用期的约定限制和最低工资要求、无固定期限劳动合同的适用、劳动合同终止时的提前告知和经济补偿金制度等法律条款,显著强化了对劳动者的保护力度,从而降低了企业的人力资本配置效率(刘媛媛和刘斌,2014)。党的十九大报告指出,建设现代化经济体系,要让市场在资源配置中发挥决定性作用,并将其写入《中国共产党章程》,可见,市场的资源配置作用愈来愈受到党和国家的重视。那么,除了已有研究关注到的政府因素和法律因素,从根本上改善企业劳动投资效率有赖于基础性市场机制的创新。

卖空机制作为资本市场重要的制度创新会对微观企业产生显著而深远的影响。以2010年中国融资融券制度的实施为标志,卖空机制被引入我国的市场交易制度中,研究发现,卖空约束的放松能够提升企业的股价信息含量(李志生等,2015)和财务报告质量(陈晖丽和刘峰,2014;Massa等,2015)、改善资本投资决策和并购绩效(靳庆鲁等,2015;陈胜蓝和马慧,2017)、促进企业创新(He和Tian,2015;权小锋和尹洪英,2017)等。卖空机制对股价信息含量提升的市场价格发现作用、对财务报告质量改善的公司治理作用都会显著促进企业优化人力资本配置,改善劳动投资效率。但是,卖空可能引发的股价波动和暴跌又会加剧公司的经营管理困境、恶化内外部信息环境,反而不利于劳动投资效率的改善。因此,卖空约束放松是否能够改善以及如何改善企业劳动投资效率是一个重要而有趣的研究话题。

由此,我们选取2007—2016年的A股非金融业上市公司作为研究样本,采用双重差分模型系统研究了卖空约束放松对企业劳动投资决策的影响。研究发现,卖空约束放松后,企业的劳动投资效率得到明显改善,并且这一效应在企业股价信息含量或会计信息质量较低时更为明显。进一步地,卖空约束放松改善劳动投资效率主要表现为劳动投资不足的缓解而非劳动投资过度的减少,上述劳动投资不足的减少则是源于卖空机制对企业融资约束和管理松弛的缓解。并且,卖空机制促使劳动投资不足的企业增加了对高人力资本员工的雇佣,进而改善人力资本配置效率。最终,卖空机制也确实提升了企业,尤其是劳动投资不足企业的全要素生产率。

本文的贡献主要体现在以下三个方面:第一,本文从基础的市场机制角度出发,关注我国资本市场重要制度创新的卖空机制在改善企业人力资本配置效率方面发挥的作用。第二,已有研究忽视了企业生产经营过程中更为重要的劳动投资决策,本文的研究为卖空文献提供了重要补充和拓展,同时也进一步扩展了企业投资效率的研究视野。第三,本文发现劳动保护的增强会降低企业经营弹性,给减员增效造成困难,最终使得卖空机制对劳动投资效率的改善存在非对称性,即只能缓解企业劳动投资不足,而无法有效应对劳动投资过度,这表明为优化企业人力资本配置,需要协调好市场、法律等不同的制度安排。

二、文献回顾、理论分析与研究假设

(一)企业劳动投资效率

劳动力是企业生产过程中最为重要的因素(Hamermesh, 1993),企业劳动投资效率会对其生产效率产生至关重要的影响。因此,企业劳动投资效率的话题愈来愈受到实务界和学术界的

^①人力资本配置效率与劳动投资效率在本文中所指基本一致,下文中我们会交替性地使用。此外,我们在下文中也深入考察人力资本结构变化,使得本文关注点更多地指向人力资本配置问题。

关注。不同于其他资本支出,劳动投资具有更为明显的流动性和可逆性(Pindyck, 1988),这使得企业在调整公司的投资策略时会优先考虑劳动力的配置状况(Pinnuck和Lillis, 2007)。传统的代理理论认为,股东和管理层的代理冲突会导致公司投资效率的低下(Jensen, 1986)。具体到劳动投资,出于自身声誉以及短期重组成本会导致盈余低于市场预期,管理层不愿意处置净现值为负的投资项目,但是,当公司报告盈余亏损后,管理层为了规避离职风险和融资成本上升会采取行动减少对劳动要素的低效投资,以尽快扭转公司业绩(Pinnuck和Lillis, 2007)。在此基础上,Jung等(2014)进一步关注到代理问题背后的信息不对称问题,他们认为高质量的财务报告信息能够缓解公司所有者与管理层之间的信息不对称以及外部投资者与公司管理者之间的信息不对称,从而缓解代理问题,进而提高公司的劳动投资效率。

同时,在资本市场上,信息会通过各类投资者的交易反映到股价中,而股价信息含量不仅能够减缓股东和管理层之间的信息不对称,而且能够减少外部主体与公司内部的信息不对称,最终有利于公司投资效率的改善(Diamond和Verrecchia, 1991; Holmstrom和Tirole, 1993)。Ben-Nasr和Alshwer(2016)针对劳动投资的研究即发现,当公司股价信息含量越高时,其越有助于引导公司改善劳动投资效率。

就我国而言,由于国有经济在整个国民经济中占主体地位,同时促进就业保障民生又是历届政府的重要施政目标,因此,国有企业成为承担政策性负担的主力军,国有企业中的超额雇员问题成为相关研究的主流(曾庆生和陈信元, 2006)。例如,廖冠民和沈洪波(2014)从国有企业高管的晋升激励角度研究了超额雇员的成因,发现国有企业承担超额雇员这一政策性负担有助于CEO获得晋升,但是同时,国有企业超额雇员问题也导致其经营业绩与股票回报降低,这表明政府干预导致国有企业的劳动投资效率恶化。同时,政府干预的存在也会降低民营企业的劳动投资效率(李汇东等, 2017)。我国的政府行为与官员的晋升激励密切相关,Kong等(2018)的研究表明,在地方官员晋升时,地方企业会雇佣更多员工,进而导致企业劳动投资效率的降低。另一方面,2007年6月29日通过、2008年1月1日起正式实施的《劳动合同法》显著强化了对劳动者的保护力度,研究发现,《劳动合同法》使得企业需要减员时,其解除员工劳动合同的难度加大,加剧人工成本粘性(刘媛媛和刘斌, 2014),进而扭曲了企业的生产经营、投资融资等活动(陈德球等, 2014; 卢闯等, 2015)。这表明,劳动保护的加强也是导致我国企业劳动投资效率下滑的重要原因。因此,国内文献较多的是从政府干预、劳动保护法律角度研究企业劳动投资效率的影响因素,而我国资本市场交易制度创新——融资融券制度的推出是否有利于改善企业劳动投资效率值得深入探究。

(二) 卖空约束放松与企业劳动投资效率

结合上文的分析,本文认为,卖空约束放松分别从市场层面的股价信息含量以及公司层面的内部信息环境两大渠道显著影响企业的劳动投资效率。

首先,卖空约束放松能够提升公司股价信息含量,进而引导企业优化人力资本配置,改善劳动投资效率。卖空交易者是在资本市场中重要的知情交易者。研究发现,卖空交易者会在公司盈余亏损披露前、报表重述披露前、财务舞弊被揭露前进行卖空交易(Christophe等, 2004; Desai等, 2006; Karpoff和Lou, 2010)。因此,卖空约束放松后,卖空交易者通过卖空交易能够将其掌握的公开和非公开信息及时反映到股价中,股票市场的价格发现机制得到改善,相关股票的定价效率得到提高,股价信息含量因此增加(Bris等, 2007; 李志生等, 2015)。而股价中包含了未来投资机会、未来产品市场需求等管理层可能并不拥有的重要信息,股价信息含量的增加有助于帮助管理层更好地配置企业人力资本以应对外部环境的发展变化(Pinnuck和Lillis, 2007)。另外,更高的股价信息含量有利于更好地监督管理层(Ferreira等, 2011),抑制雇佣过多

劳动力超过企业正常经营需求情况的发生。更高的股价信息含量也有利于缓解企业与外部投资者和债权人的信息不对称,降低企业融资成本(Fernandes和Ferreira,2009),使得企业面对雇佣不足时更容易融资来填补日常经营所需的劳动力缺口。因此,卖空约束放松带来的相关公司股价信息含量提高能够引导企业进行有效的人力资本配置,改善劳动投资效率。

其次,卖空约束放松能够发挥外部治理作用,促使管理层改善内部信息环境,进而提高劳动投资效率。管理层在报告公司财务信息时存在盈余管理的动机,但盈余管理程度取决于这一举措对管理层而言的成本和收益的权衡。卖空约束放松后,管理层为掩盖机会主义行为而采取盈余管理等恶化内部信息环境行为的成本将急剧上升,因为卖空交易者会比一般交易者甚至监管机构提早关注到公司的此类行为(Karpoff和Lou,2010)。所以,卖空约束放松后,管理层进行盈余管理的动机下降,会计信息质量的改善有助于公司内部信息环境透明化。而内部信息环境的改善,一方面能够缓解公司股东与管理者之间的信息不对称,对管理层监督的强化有助于劳动投资过度等商业帝国构建行为的减少;另一方面能够缓解外部潜在投资者以及债权人与公司管理者之间的信息不对称,减少融资摩擦,融资成本的下降有利于企业根据实际经营需求雇佣更多的劳动力以应对劳动投资不足问题。因此,卖空约束放松带来的相关公司会计信息质量提高能够引导企业优化人力资本配置,提升劳动投资效率。

不过,卖空约束放松也可能会恶化企业劳动投资效率。由于卖空交易者是通过提前预期股价下跌而获利的,那么卖空约束放松在短期内可能会提升股价的下行风险,股价的下跌甚至暴跌会导致企业融资困难(杨棉之等,2015),这无疑会加剧劳动投资不足问题,而股价崩盘后CEO被撤换的企业高层重大人事变动会直接影响企业的日常经营安排,新上任CEO对企业情况的不熟悉会造成其对企业人事安排调整的不合理,人力资本配置可能被扭曲。同时,也有研究表明,卖空机制的实施会增加股价的波动性(Chang等,2007),管理层为了维持股价也可能采取策略性披露行为以隐藏公司的负面信息(Li和Zhang,2015),这会明显恶化公司的内外部信息环境,进而造成劳动投资的低效。

综上所述,卖空约束放松能否改善企业劳动投资效率是一个实证的问题。为此,我们提出如下的替代性假设:

假设:在其他条件一定的情况下,卖空约束放松后标的公司劳动投资效率随之改善。

三、研究设计与样本来源

(一)劳动投资效率的衡量

借鉴现有文献(Pinnuck和Lillis,2007;Jung等,2014)的做法,我们采用企业员工数量增长率来衡量企业的劳动投资 NET_HIRE 。进一步地,在现有文献(Pinnuck和Lillis,2007;Jung等,2014;孔东民等,2017)的基础上,我们采用对如下回归模型按年度按行业进行回归取残差:

$$\begin{aligned}
 NET_HIRE_t = & \beta_0 + \beta_1 SALEGROWTH_{t-1} + \beta_2 SALEGROWTH_t + \beta_3 \Delta ROA_t \\
 & + \beta_4 \Delta ROA_{t-1} + \beta_5 ROA_t + \beta_6 RETURN_t + \beta_7 SIZE_R_{t-1} + \beta_8 QUICK_{t-1} \\
 & + \beta_9 \Delta QUICK_{t-1} + \beta_{10} \Delta QUICK_t + \beta_{11} LEV_{t-1} + \beta_{12} LOSSBIN1_{t-1} \\
 & + \beta_{13} LOSSBIN2_{t-1} + \beta_{14} LOSSBIN3_{t-1} + \beta_{15} LOSSBIN4_{t-1} \\
 & + \beta_{16} LOSSBIN5_{t-1} + \varepsilon_t
 \end{aligned} \quad (1)$$

其中, $SALEGROWTH$ 为销售收入增长率, ΔROA 为 ROA 的变化值, $RETURN$ 为年度股票回报, $SIZE_R$ 为市值的自然对数, $QUICK$ 为速动比率, $\Delta QUICK$ 为速动比率的变化值, LEV 为长期负债率, $LOSSBIN$ 为根据 ROA 从0到-0.025的区间以区间长度为0.005平均划分为五个区间,如 ROA 的区间范围是-0.005到0,则 $LOSSBIN1=1$,否则为0,如 ROA 的区间范围是-0.010到-0.005,

则 $LOSSBIN2=1$, 否则为0, 以此类推。由此得到的残差即为异常的劳动投资 $ABHIRE$, 对此取绝对值即为劳动投资效率的反向指标 $|ABHIRE|$ 。同时设定残差为正时的劳动投资过度变量 $|OVERHIRE|$ 、残差为负时的劳动投资不足变量 $|UNDERHIRE|$ 。

(二) 研究模型

我们借鉴Jung等(2014)的实证模型, 采用如下双重差分模型检验卖空约束放松对劳动投资效率的影响:

$$\begin{aligned}
 |ABHIRE|_t = & \beta_0 + \beta_1 SHORT_{t-1} + \beta_2 MB_{t-1} + \beta_3 SIZE_{t-1} + \beta_4 QUICK_{t-1} \\
 & + \beta_5 LEV_{t-1} + \beta_6 DDIV_{t-1} + \beta_7 SD_CFO_{t-1} + \beta_8 SD_SALE_{t-1} \\
 & + \beta_9 PPE_{t-1} + \beta_{10} LOSS_{t-1} + \beta_{11} INS_{t-1} + \beta_{12} SD_NET_HIRE_{t-1} \\
 & + \beta_{13} LABOR_{t-1} + \beta_{14} |AB_INV|_t + \beta_{15} AQ_{t-1} + \sum Firm \\
 & + \sum Year + \varepsilon_t
 \end{aligned} \tag{2}$$

如果 $SHORT$ 的回归系数 β_1 显著为负, 则意味着卖空约束放松会提高标的企业的劳动投资效率。反之, 如果 $SHORT$ 的回归系数 β_1 显著为正, 则意味着卖空约束放松会降低标的企业的劳动投资效率。

根据现有文献(Jung等, 2014), 我们在模型中加入了相关控制变量, 具体变量定义如表1所示。此外, 我们在模型中还控制了公司和年度哑变量。

表1 主要变量定义

变量名称	变量符号	变量含义
劳动投资非效率	$ ABHIRE _t$	模型(1)回归残差的绝对值
劳动投资过度	$ OVERHIRE _t$	模型(1)回归残差为正时, 残差的绝对值
劳动投资不足	$ UNDERHIRE _t$	模型(1)回归残差为负时, 残差的绝对值
卖空	$SHORT$	如果上市公司股票可以被卖空取1, 否则取0
市值账面比	MB	权益的市值与账面价值之比
公司规模	$SIZE$	总资产的自然对数
速动比率	$QUICK$	流动资产和存货的差值与流动负债之比
长期负债率	LEV	长期负债与总资产之比
分红	$DDIV$	如果公司进行了分红取1, 否则取0
现金流波动率	SD_CFO	过去5年经营活动产生的现金流量净额的标准差(除以10的10次方)
销售收入波动率	SD_SALE	过去5年营业收入的标准差(除以10的10次方)
有形资产比例	PPE	固定资产与总资产之比
经营亏损	$LOSS$	如果净利润为负取1, 否则取0
机构持股比例	INS	机构投资者持股数与公司流通股数之比
劳动雇佣波动率	SD_HIRE	过去5年员工数量增长率的标准差
劳动人数比例	$LABOR$	员工人数与总资产之比(乘以10的5次方)
资本投资非效率	$ ABIN $	根据Richardson(2006)计算的资本投资非效率指标
会计信息质量	AQ	根据McNichols(2002)计算的修正的应计质量指标

(三) 样本选择与描述性统计

我们选取2007年至2016年作为研究期间, 这主要是因为研究设计上需要融资融券制度实施前后的样本, 而且2007年中国新企业会计准则开始实施。同时, 参考已有文献(靳庆鲁等, 2015; 褚剑和方军雄, 2016), 我们首先将沪深两市进入融资融券标的的名单的上市公司作为处理组, 将未进入该名单的上市公司作为控制组, 然后剔除了金融类公司、纯B股公司、员工人数小于30人的以及变量缺失的样本, 最后得到的样本数为16 054个。研究中所使用的员工数据、融

资融券数据、财务数据、股票交易数据等均来自CSMAR数据库,机构持股比例来自Wind数据库。为控制极端值的影响,我们对所有连续变量按照1%的标准进行Winsorize处理。

限于篇幅未报告的变量描述性统计显示,员工人数增长率的实际值与预期值之差的绝对值平均为0.228,标准差为0.334,与现有文献(孔东民等,2017)的统计值基本一致;相对而言,39.68%的样本公司存在劳动投资过度,60.32%的样本公司存在劳动投资不足;样本区间有17.9%的公司股票被纳入融资融券标的。限于篇幅未报告的相关变量Pearson相关系数矩阵发现, $SHORT_{t-1}$ 与 $|ABHIRE_t|$ 和 $|UNDERHIRE_t|$ 的相关系数显著为负,与 $|OVERHIRE_t|$ 的相关系数不显著。

四、实证结果与分析

(一)基本实证结果与分析

表2为卖空约束放松与企业劳动投资效率的回归结果。其中,第1列为卖空约束放松与企业劳动投资效率的整体回归结果,我们发现,在控制相关变量后, $SHORT_{t-1}$ 的回归系数显著为负,这表明卖空约束放松改善了企业的劳动投资效率,假设得到支持。进一步地,我们将劳动投资效率区分为劳动投资过度 and 劳动投资不足,回归结果如第2列和第3列所示。我们发现,在控制相关变量后, $SHORT_{t-1}$ 的回归系数在第3列显著为负,在第2列为不显著的负,这表明卖空约束放松导致的企业劳动投资效率提高主要表现为劳动投资不足现象的减少。从经济意义上看,卖空约束的放松使得企业的劳动投资效率提高0.078个标准差,劳动投资不足减少0.094个标准差,可见卖空约束的放松对企业劳动投资效率的影响在经济意义上也有一定的显著性。同时,我们发现,企业规模越小、市值账面比越高、员工人数越少、当期资本投资效率越低,劳动投资效率就越低,相应的劳动投资过度或不足也越严重,这与现有文献发现基本一致(Jung等,2014)。

表2 卖空约束放松对劳动投资效率的影响

因变量	(1) $ ABHIRE_t $	(2) $ OVERHIRE_t $	(3) $ UNDERHIRE_t $
$SHORT_{t-1}$	-0.026**(-2.132)	-0.047(-1.361)	-0.018**(-2.196)
MB_{t-1}	0.003*** (3.074)	0.006** (2.338)	0.002** (1.983)
$SIZE_{t-1}$	-0.059***(-4.806)	-0.092***(-2.799)	-0.011(-1.212)
$QUICK_{t-1}$	-0.000(-0.034)	-0.014(-1.587)	0.003(1.044)
LEV_{t-1}	-0.053*(-1.714)	-0.244***(-2.948)	0.013(0.524)
$DDIV_{t-1}$	-0.005(-0.605)	0.001(0.054)	-0.006(-0.978)
SD_CFO_{t-1}	-0.187*(-1.654)	-0.740**(-2.296)	-0.114(-1.295)
SD_SALE_{t-1}	0.001(0.045)	0.084(1.302)	-0.025(-1.263)
PPE_{t-1}	0.060(1.523)	0.209*(1.938)	-0.012(-0.369)
$LOSS_{t-1}$	-0.031***(-3.228)	-0.044*(-1.830)	-0.023***(-2.631)
INS_{t-1}	0.033(1.464)	0.161**(2.461)	-0.008(-0.489)
SD_HIRE_{t-1}	-0.135***(-12.034)	-0.419(-11.268)	0.002(0.321)
$LABOR_{t-1}$	-0.757***(-7.523)	-2.490***(-8.222)	0.145*(1.896)
$ ABINV_t $	0.298*** (3.607)	0.570*** (2.644)	0.247*** (3.321)
AQ_{t-1}	0.129(1.168)	0.583(2.023)	-0.086(-1.079)
Firm & Year	YES	YES	YES
Constant	1.598*** (5.961)	2.523*** (3.545)	0.417** (2.160)
调整的R ²	0.062	0.155	0.038
样本数	16 054	6 370	9 684

注:t值已在公司层面进行聚类调整,*、**、***分别表示10%、5%和1%的显著性水平,下文同。

进一步地,我们根据Jung等(2014),将劳动投资过度分为过度雇佣 $Overhiring$ 和解聘不足 $Underfiring$ 两类,过度雇佣是当预期员工人数增长率为正时的劳动过度投资,解聘不足是当预期员工人数增长率为负时的劳动过度投资;将劳动投资不足分为雇佣不足 $Underhiring$ 和过度解聘 $Overfiring$ 两类,雇佣不足是当预期员工人数增长率为正时的劳动投资不足,过度解聘是当预期员工人数增长率为负时的劳动投资不足。回归结果如表3所示,我们发现,在第3列雇佣不足 $Underhiring$ 为因变量和第4列过度解聘 $Overfiring$ 为因变量时, $SHORT_{t-1}$ 的回归系数显著为负,而在第1列过度雇佣 $Overhiring$ 为因变量和第2列解聘不足 $Underfiring$ 为因变量时, $SHORT_{t-1}$ 的回归系数不显著,这表明卖空约束放松导致的企业劳动投资不足减少表现为雇佣不足和过度解聘现象都有所减少。综上,我们发现,卖空约束放松能够提高企业劳动投资效率,具体表现为劳动投资不足现象减少。

表3 卖空约束放松对劳动投资效率的影响——区分雇佣和解聘

因变量	(1) $Overhiring_t$	(2) $Underfiring_t$	(3) $Underhiring_t$	(4) $Overfiring_t$
$SHORT_{t-1}$	-0.100(-1.358)	-0.001(-0.062)	-0.019**(-1.990)	-0.048**(-2.164)
Controls, Firm & Year	YES	YES	YES	YES
调整的R ²	0.245	0.020	0.040	0.047
样本数	3 157	3 213	8 235	1 449

根据上文的理论分析,卖空约束放松之所以能够改善企业的劳动投资效率,是因为其能够提高相关公司的股价信息含量或者改善相关公司的内部信息环境。因此,我们预期卖空约束放松对劳动投资效率的正面作用在公司的股价信息含量较低或者会计信息质量较差时更显著。具体地,我们采用Morck等(2000)提出的股价同步性指标来反向衡量股价信息含量,根据样本中位数将样本分为高低两组,回归结果如表4前2列所示。我们发现,卖空约束放松对企业劳动投资效率的提高作用(尤其是对劳动投资不足的缓解作用)主要体现在股价信息含量较低组。我们采用McNichols(2002)计算的修正的应计质量指标反向衡量会计信息质量,根据样本中位数将样本分为高低两组,回归结果如表4后2列所示。我们发现,卖空约束放松对企业劳动投资效率的提高作用(尤其是对劳动投资不足的缓解作用)主要体现在会计信息质量较低组。这些发现进一步支持了上文的主要结果。

表4 卖空约束放松对劳动投资效率的影响——关于影响渠道的分组检验

因变量	按股价信息含量分组		按会计信息质量分组	
	(1)低 $ UNDERHIRE _t$	(2)高 $ UNDERHIRE _t$	(3)低 $ UNDERHIRE _t$	(4)高 $ UNDERHIRE _t$
$SHORT_{t-1}$	-0.034***(-2.890)	-0.016(-1.029)	-0.028**(-2.049)	-0.007(-0.595)
Controls, Firm & Year	YES	YES	YES	YES
调整的R ²	0.047	0.038	0.030	0.064
样本数	4 969	4 715	4 758	4 926

注:限于篇幅,此处只列示劳动投资不足的结果,完整结果可向作者索取,下文同。

(二)稳健性检验

此外,为了保证结果稳健,我们进行如下多种稳健性检验,发现检验结果与本文主要结果一致,限于篇幅未报告:(1)劳动投资效率的其他衡量方式,采用企业支付给职工以及为职工支付的现金与总资产之比来衡量企业劳动投资,然后同理根据模型(1)计算出劳动投资效率相关指标;(2)采用PSM样本,借鉴褚剑和方军雄(2016)的做法,采用倾向性评分匹配方法从非标的公司中构造一组与标的公司最为接近的样本当作匹配的控制组,由此得到基于PSM方法的匹配样本;(3)采用真实的融资融券交易数据,借鉴李志生(2015)、褚剑和方军雄(2016)的做法,

融券交易为融券卖出额与成交金额之比,融资交易为融资买入额与成交金额之比,结果发现,融券卖空交易能够提高企业劳动投资效率,降低劳动投资不足,而融资买入交易反而会恶化劳动投资效率;^①(4)区分卖空约束放松程度,2013年开始中国证券金融公司推出转融券业务,当融券标的升级成为转融券标的后,市场上可供借贷的证券数量出现外生增加,卖空约束得到显著放松(苏冬蔚和倪博,2018),由此可以预期,卖空约束放松改善企业劳动投资效率的作用主要体现在股票可以转融券后,我们根据上市公司股票是否可以转融券将SHORT哑变量进行二分,结果发现,只有当公司股票可以被卖空同时可以转融券,即卖空约束放松程度较大时,企业的劳动投资效率才会明显改善;(5)控制被剔除标的的影响;(6)控制股指期货的影响;(7)剔除进入融资融券标的的名单当年的样本。

五、进一步研究

(一)为什么卖空约束放松对劳动投资效率的改善存在非对称性?

上文我们发现,卖空约束放松能够改善劳动投资效率,但这种影响存在非对称性,只体现为劳动投资不足的缓解而非劳动投资过度的降低。下面,我们探究这种非对称性的背后原因。我国于2007年通过的《劳动合同法》强化了对劳动者的保护力度,使得企业裁员时解除员工劳动合同的难度明显加大,加剧人工成本粘性(刘媛媛和刘斌,2014)。因此,我们认为,正是劳动保护的增强使得企业即使在面对卖空约束放松时也无法采取有效的减员增效措施,导致劳动投资过度现象没有明显变化,此时企业只能单侧地增加劳动雇佣而达到最优的人力资本配置水平,从而降低劳动投资不足。下面,我们对此进行检验。

首先,我国国有经济在整个国民经济中占据主体地位,促进就业保障民生是历届中央政府的重要施政目标,社会就业指标又是地方官员晋升的重要考核依据,因此,国有企业成为了承担保障就业等政策性负担的主体,国有企业中的超额雇员问题十分显著,劳动力成本畸高(曾庆生和陈信元,2006)。因此,对于国有企业,劳动保护的增强会进一步加剧其冗员问题,使得其减员增效难上加难。当然,民营企业对劳动保护的变化可能更为敏感,劳动保护的增强也会增加其减员增效的难度。由此,我们根据企业的产权性质将样本分为国企和民企两组,回归结果如表5前2列所示。我们发现,卖空约束放松与劳动投资不足的负向关系在国有企业中更显著。

表5 卖空约束放松对劳动投资效率的影响——关于非对称性解释的分组检验

因变量	按产权性质分组		按劳动密集型程度分组		按劳动法律执行程度分组	
	(1)国企 [UNDERHIRE] _i	(2)民企 [UNDERHIRE] _i	(3)高 [UNDERHIRE] _i	(4)低 [UNDERHIRE] _i	(5)高 [UNDERHIRE] _i	(6)低 [UNDERHIRE] _i
SHORT _{t-1}	-0.018*(-1.762)	-0.013(-0.883)	-0.021*(-1.712)	-0.005(-0.369)	-0.021*(-1.802)	-0.013(-1.096)
Controls, Firm & Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES
调整的R ²	0.053	0.035	0.043	0.056	0.041	0.041
样本数	5 345	4 226	4 796	4 888	4 905	4 779

其次,我国的人口红利造就了我国劳动密集型行业的传统优势,劳动投资效率事关劳动密集型企业健康长远发展。劳动密集型企业更加依赖劳动力,其人工成本在生产成本中所占的比例更高,劳动保护对劳动密集型企业会产生更大的影响(卢闯等,2015;倪晓然和朱玉杰,2016),导致其更难采取减员增效措施。当然,相较于资本密集型或技术密集型企业,劳动密集

^①在市场层面,融券交易有利于股票定价效率的改善,进而有利于劳动投资效率的改善;在公司层面,融券交易能够发挥外部治理作用,改善公司内部信息环境,进而有利于劳动投资效率的改善。而在市场层面,融资交易在散户参与者较多的情况下更可能引发投机交易,导致股价特质信息下降,加剧信息不对称,从而损害劳动投资效率;在公司层面,融资交易容易推高股价,可能加剧管理层维持或提升股价的动机,引发管理层恶化内部信息环境的机会主义行为,从而损害劳动投资效率。综上所述,不管是市场层面还是公司层面,融券业务有利于劳动投资效率的改善,融资业务反而会损害劳动投资效率。

型企业其劳动力的流动性也更大,这在一定程度上能够缓解劳动保护给减员增效造成的困难。由此,我们采用固定资产与员工人数之比反向衡量劳动密集型程度,根据样本中位数将样本分为高低两组,回归结果如表5中间2列所示。我们发现,卖空约束放松与劳动投资不足的负向关系在劳动密集型程度较高的情况下更显著。

最后,法律制度要产生明显效果不仅需要依法可依,更在于其有效执行。《劳动合同法》要对企业真正形成劳动保护的有赖于地方良好的法制环境以及法律的有效执行。在法律制度环境较为完善的地区,《劳动合同法》中的劳动保护条款在当地企业中能够得到有效的监督执行,导致当地企业减员增效的难度增加。而在法律制度环境欠发达的地区,《劳动合同法》中的劳动保护条款对当地企业的约束力较弱甚至形同虚设,当地企业根据经营状况在需要裁员时可以低成本地解雇员工。由此,我们采用市场化指数中的法律制度环境分指数衡量劳动法律执行程度,根据样本中位数将样本分为高低两组,回归结果如表5后2列所示。我们发现,卖空约束放松与劳动投资不足的负向关系在劳动法律执行程度较高的情况下更显著。^①

上述发现从侧面印证了《劳动合同法》出台后劳动保护的增强以及由此引发的企业减员增效难度加大最终导致了卖空机制对劳动投资效率的改善存在非对称性。

(二)为什么卖空约束放松能够缓解劳动投资不足?

尽管上文我们已经验证了卖空约束放松对劳动投资不足的缓解在于其提高了相关公司的股价信息含量、改善了相关公司的内部信息环境,但是我们仍然需要进一步证明这背后的可能影响机制。

一种解释是“融资约束”:如果企业的融资约束越强,或者说越依赖于外部融资,那么很可能造成企业缺乏足够的资金去雇佣为保证企业正常经营所需的员工数量,导致雇佣不足现象,而卖空约束放松后公司内外部信息环境的改善有助于缓解企业与资金提供方之间的信息不对称问题,进而缓解融资约束问题,最终减少劳动投资不足的可能性。借鉴Ben-Nasr和Alshwer(2016)的做法,我们采用资本投入与经营活动产生的现金净流量的差值与资本投入之比的行业中位数衡量外部融资依赖程度,根据样本中位数将样本分为高低两组,回归结果如表6前2列所示。我们发现,卖空约束放松与劳动投资不足的负向关系在外部融资依赖程度较高的情况下更显著,支持了“融资约束”的解释。

表6 卖空约束放松对劳动投资效率的影响——关于缓解劳动投资不足影响机制的分组检验

因变量	按外部融资依赖程度分组		按管理松弛程度分组		按劳动力市场发育程度分组	
	(1)高	(2)低	(3)高	(4)低	(5)低	(6)高
	$ \text{UNDERHIRE}_i $					
SHORT_{i-1}	-0.035**(-2.504)	-0.011(-1.066)	-0.027**(-2.046)	-0.008(-0.633)	-0.021*(-1.672)	-0.021*(-1.703)
Controls, Firm & Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES
调整的R ²	0.044	0.053	0.045	0.057	0.049	0.037
样本数	4 226	5 458	4 135	5 549	4 967	4 717

另一种可能的解释是“管理松弛”:如果管理层所受到的内外部监督较少或者有限,那么管理层会倾向于采取“享受平静生活”的方式,给自己发放较多的经济报酬却疏于管理企业(Bertrand和Mullainathan, 2003),例如不再根据外部环境变化和内部经营需求而追求对人力资本的最优配置,进而导致劳动投资效率的下滑,包括劳动投资不足的加剧,而卖空机制的引入能够发挥外部监督作用,促使大股东更加积极地监督管理层努力工作(靳庆鲁等, 2015),从而

^①我们也发现,卖空约束放松与劳动投资过度的负向关系在劳动法律执行程度较低的情况下更显著,这表明在新《劳动合同法》未得到有效执行时,企业面对卖空约束放松可以较为自由地裁员增效,降低劳动投资过度问题。这一发现进一步印证了此处的推论。

改善劳动投资效率,包括降低劳动投资不足。借鉴权小锋等(2010)的做法,我们采用超额在职消费衡量管理松弛程度,根据样本中位数将样本分为高低两组,回归结果如表6中间2列所示。我们发现,卖空约束放松与劳动投资不足的负向关系在管理松弛程度较高的情况下更显著,支持了“管理松弛”的解释。

此外,上文我们都是从劳动需求角度进行解释,但也可能有“劳动供给”的解释:企业对劳动力的雇佣是双方在劳动力市场中搜寻匹配的结果,董直庆等(2014)就发现由于技能信息在劳动供给者与劳动需求者之间存在信息不对称性,引发企业岗位和技能劳动的非匹配,形成和加剧劳动力错配问题,卖空约束放松后卖空交易者凭借信息优势进行的市场交易能够缓解劳动力市场上的信息不对称问题,比如卖空交易者会向劳动供给者传递关于公司发展前景、商业道德、技术人才需求等方面的信号,引导劳动供给者找到合适的工作岗位,从而为企业增加了有效的劳动供给,缓解企业劳动投资不足。如果上述推论成立,那么这一现象应该在劳动力市场发展不完善时更为明显,因为发育成熟的劳动力市场上劳动供给者与劳动需求者之间的信息不对称会较小,成功匹配的可能性较大。我们采用市场化指数中的要素市场的发育程度分指数衡量劳动力市场的发育程度,根据样本中位数将样本分为高低两组,回归结果如表6后2列所示。我们发现,卖空约束放松与劳动投资不足的负向关系在劳动力市场发育程度较高和较低的情况下都显著,且两者之间没有显著差异,这在一定程度上排除了“劳动供给”的解释。

(三)卖空约束放松如何在劳动投资不足情况下改善人力资本配置?

上文我们已经验证了卖空约束放松缓解企业劳动投资不足的原因,进一步地,我们关注卖空约束放松是如何缓解企业劳动投资不足,换句话说,在劳动投资不足情况下,卖空约束放松促使企业如何调整其人力资本结构,进而提升人力资本配置效率。我们从上市公司年报中手工收集了按学历以及职能划分的企业员工结构数据,包括总的员工数 EMP 、研究生学历的员工数 MAS 、本科生学历的员工数 BAC 、专科生学历的员工数 COL 、高中及以下学历的员工数 HIG 、行政管理岗位的员工数 MAN 、科研技术岗位的员工数 INV 、生产经营岗位的员工数 PRO 、市场营销岗位的员工数 MAR ,以上数据都加1取自然对数。我们将样本限于劳动投资不足样本,检验卖空约束放松对企业人力资本结构的影响,回归结果如表7所示。我们发现,卖空约束放松促使劳动投资不足的企业增加了员工的雇佣,在学历上尤其增加了对研究生学历员工的雇佣,在职能上对行政管理、科研技术、生产经营、市场营销等岗位的员工雇佣都有所增加。这表明,卖空约束放松促使劳动投资不足的企业增加了对高人力资本员工的配置,通过调整人力资本结构改善了人力资本配置效率。

表7 卖空约束放松对人力资本结构的影响——基于劳动投资不足样本

因变量	按学历划分					按职能划分			
	(1) EMP_t	(2) MAS_t	(3) BAC_t	(4) COL_t	(5) HIG_t	(6) MAN_t	(7) INV_t	(8) PRO_t	(9) MAR_t
$SHORT_{t-1}$	0.093*** (2.813)	0.267*** (3.946)	0.038 (0.411)	0.071 (0.660)	0.131 (1.095)	0.103* (1.700)	0.167** (2.467)	0.301*** (2.983)	0.202** (2.364)
Controls, Firm & Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
调整的R ²	0.280	0.400	0.464	0.361	0.135	0.697	0.620	0.475	0.468
样本数	9 620	9 620	9 620	9 620	9 620	9 620	9 620	9 620	9 620

(四)卖空约束放松是否最终提升了企业经营效率?

以上的发现表明,卖空约束放松改善了企业的劳动投资效率/人力资本配置效率,尤其是对劳动投资不足的企业而言。那么,通过人力资本的优化配置,最终企业的生产经营效率是否真的得到了明显改善呢?下面,我们对此进行直接检验。我们借鉴Giannetti等(2015)的做法计

算出企业的全要素生产率 TFP ,回归结果如表8所示。我们发现,卖空约束放松能够明显提升企业的全要素生产率,并且这一结果主要体现在劳动投资不足的样本中,而在劳动投资过度样本中不明显。这一发现也进一步支持了上文发现的非对称性结果。

表8 卖空约束放松对全要素生产率的影响

因变量	全样本 (1) TFP_t	劳动投资过度样本 (2) TFP_t	劳动投资不足样本 (3) TFP_t
$SHORT_{t-1}$	0.175** (2.132)	0.205 (1.523)	0.169* (1.650)
Controls, Firm & Year	YES	YES	YES
调整的 R^2	0.076	0.059	0.086
样本数	15 856	6 301	9 555

六、研究结论与政策启示

资本市场制度创新会对微观企业的经营管理产生显著而深远的影响,而劳动力是企业生产过程中最为重要的因素,企业劳动投资效率直接关系到其生产效率的高低。与已有文献主要基于政府干预、劳动法律保护等角度不同,本文从资本市场交易制度创新——融资融券制度角度考察其对企业劳动投资效率的影响。研究发现,卖空约束放松后,企业的劳动投资效率得到明显改善,并且这一效应在企业股价信息含量或会计信息质量较低时更为明显。进一步地,卖空约束放松改善劳动投资效率主要表现为劳动投资不足的缓解而非劳动投资过度的减少,这种非对称性可能源于《劳动合同法》出台后劳动保护的增强以及由此引发的企业减员增效难度加大,而上述劳动投资不足的减少则是源于卖空机制对企业融资约束和管理松弛的缓解。并且,卖空机制促使劳动投资不足的企业增加了对高人力资本员工的雇佣,进而改善人力资本配置效率。最终,卖空机制也确实提升了企业,尤其是劳动投资不足企业的全要素生产率。综上所述,资本市场中的卖空机制能够通过改善企业内外部信息环境、缓解融资约束和管理松弛问题从而改善企业人力资本配置效率,进而提升企业生产经营效率,但是,劳动保护的加强给企业减员增效造成困难,使得卖空机制只能非对称地缓解企业劳动投资不足,而对劳动投资过度问题影响甚微。

本文的研究发现不仅从劳动投资角度打开了卖空机制与企业投资行为关系的研究视野,而且在现有文献表明政府干预和法律保护导致企业劳动投资效率恶化的背景下凸显了身处转型经济阶段的中国通过资本市场的机制创新缓解信息不对称、优化人力资本配置的重要路径。由此,本文对当前深化供给侧结构性改革以释放经济发展活力具有重要启示。具体地,一方面,需要发挥市场在资源配置中的决定性作用,通过市场的体制机制创新充分发挥制度活力,卖空机制的创新正是通过改变资本市场交易规则以降低公司内外部之间的信息不对称进而引导公司要素资源的优化配置;另一方面,需要进一步理顺政府、法律、市场等不同制度安排的关系,避免制度冲突和内耗,更大程度地发挥制度的协同性作用,当前《劳动合同法》所产生的负面效果愈来愈受学术界和实务界的关注,因此为改善企业人力资本配置效率,需要从简政放权、完善劳动合同法、市场机制创新等多方面发挥制度合力。

主要参考文献

- [1]陈晖丽,刘峰.融资融券的治理效应研究——基于公司盈余管理的视角[J].会计研究,2014,(9):45-52.
- [2]陈胜蓝,马慧.卖空压力与公司并购——来自卖空管制放松的准自然实验证据[J].管理世界,2017,(7):142-156.
- [3]褚剑,方军雄.中国式融资融券制度安排与股价崩盘风险的恶化[J].经济研究,2016,(5):143-158.

- [4]靳庆鲁, 侯青川, 李刚, 等. 放松卖空管制、公司投资决策与期权价值[J]. *经济研究*, 2015, (10): 76-88.
- [5]孔东民, 项君怡, 代昀昊. 劳动投资效率、企业性质与资产收益率[J]. *金融研究*, 2017, (3): 145-158.
- [6]李志生, 陈晨, 林秉旋. 卖空机制提高了中国股票市场的定价效率吗?——基于自然实验的证据[J]. *经济研究*, 2015, (4): 165-177.
- [7]刘媛媛, 刘斌. 劳动保护、成本粘性与企业应对[J]. *经济研究*, 2014, (5): 63-76.
- [8]权小锋, 尹洪英. 中国式卖空机制与公司创新——基于融资融券分步扩容的自然实验[J]. *管理世界*, 2017, (1): 128-144.
- [9]曾庆生, 陈信元. 国家控股、超额雇员与劳动力成本[J]. *经济研究*, 2006, (5): 74-86.
- [10]Ben-Nasr H, Alshwer A A. Does stock price informativeness affect labor investment efficiency?[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2016, 38: 249-271.
- [11]Ferreira D, Ferreira M A, Raposo C C. Board structure and price informativeness[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 99(3): 523-545.
- [12]Jung B, Lee W J, Weber D P. Financial reporting quality and labor investment efficiency[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2014, 31(4): 1047-1076.
- [13]Karpoff J M, Lou X X. Short sellers and financial misconduct[J]. *The Journal of Finance*, 2010, 65(5): 1879-1913.
- [14]Li Y H, Zhang L D. Short selling pressure, stock price behavior, and management forecast precision: Evidence from a natural experiment[J]. *Journal of Accounting Research*, 2015, 53(1): 79-117.
- [15]Massa M, Zhang B H, Zhang H. The invisible hand of short selling: Does short selling discipline earnings management?[J]. *The Review of Financial Studies*, 2015, 28(6): 1701-1736.

Can the Relaxation of Short Selling Constraint Improve Firms' Labor Investment Efficiency?

Chu Jian¹, Fang Junxiong²

(1. School of Business, Nanjing University, Nanjing 210093, China;
2. School of Management, Fudan University, Shanghai 200433, China)

Summary: In the context of China's economic development having entered the new normal, it has become an important task to improve the efficiency of enterprise human capital allocation to deepen the supply-side structural reform. However, existing literature focuses on firms' capital investment efficiency but ignores the labor investment efficiency. Moreover, early literature mainly studies the excessive employment in state-owned enterprise due to government intervention and the distortion of enterprise operation and management activities due to the strengthening of labor protection in Labor Contract Law of 2008. But improving firms' labor investment efficiency fundamentally depends on the market playing a decisive role in resource allocation. As an innovation of the capital market trading system, the margin trading and short selling system implemented in China in 2010 is increasingly playing the role of market price discovery for the increase of stock price information content and corporate governance for the improvement of financial reporting quality, which will undoubtedly significantly promote firms to optimize the allocation of human capital and improve the labor investment efficiency. Therefore, this paper studies the impact of short selling on firms' labor investment efficiency. We find that firms' labor investment efficiency improves after the relaxation of short selling constraint. And this phenomenon is more significant for firms with low stock price informativeness or financial reporting quality. Further, there is an asymmetry for the improved labor investment efficiency, that is,

only firms' labor under-investment not labor over-investment is reduced. This asymmetry results from Labor Contract Law, which increases labor protection and makes it difficult to fire employees and reduce labor investment to achieve the optimal level justified by economic fundamentals. And short selling reduces labor under-investment by releasing financial constraint and managerial slack. In addition, short selling helps these under-investment firms allocate more employees with high human capital and eventually achieve higher total factor productivity. Overall, these findings not only enrich the research in the fields of enterprise investment decision, the influencing factors of labor investment efficiency, and the economic consequences of short selling, but also have important implications on how to give full play to the decisive role of market mechanism innovation in the allocation of labor resources, so as to enhance total factor productivity and promote sustained and healthy economic and social development in the current supply-side structural reform.

Key words: short selling; labor investment efficiency; human capital allocation; asymmetry; labor protection

(责任编辑:王 孜)