

# 提高劳动者工资损害公司价值吗?\*

叶康涛<sup>1</sup>, 王春飞<sup>2</sup>, 祝继高<sup>3</sup>

(1. 中国人民大学商学院, 北京 100872; 2. 中央财经大学会计学院, 北京 100081;

3. 对外经济贸易大学国际商学院, 北京 100029)

**摘要:**针对我国劳动收入比重逐年下降这一现实情况, 文章利用上市公司 1999—2009 年数据, 考察了劳动者工资对企业绩效的影响。研究发现, 劳动者工资越高, 则公司的市场价值越高, 而且未来业绩越有可能上升; 此外, 治理越好的公司, 劳动者工资越高。文章研究表明, 提高劳动者工资不仅符合社会公平目标, 也符合经济效率目标。

**关键词:**劳动者工资; 公司价值; 产权性质; 公司治理

**中图分类号:**F244 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2013)06-0133-12

## 一、引言

近年来, 国民收入分配问题, 尤其是劳动收入占国民收入比重逐步下降的问题日益引起社会公众、学界和政府决策部门的关注。数据显示, 1993—2007 年, 劳动收入占 GDP 的比重由 49.49% 降至 39.74%, 而同期政府收入和资本收入却呈快速上升趋势。<sup>①</sup> 尽管其中有统计口径变化等因素的影响, 但总体而言, 我国劳动收入比重呈逐年下降趋势已成不争的事实, 而这会导致诸多严重的社会问题。例如, 有学者认为, 劳动收入比重下降而资本收入比重上升, 将拉大收入差距, 导致收入分配不均(蔡昉, 2005、2006; 李稻葵, 2006、2007; 白重恩等, 2008; 白重恩和钱震杰, 2009)。也有学者指出, 中国劳动收入和居民收入占比降低, 是近年来国内消费持续低迷和投资过热的主要原因(Kuijs, 2005; 汪同三, 2007)。为此, 社会各界对提高劳动收入占 GDP 比重的呼声日益高涨, 并引发了收入分配改革的全民大讨论。<sup>②</sup> 中国共产党十七届五中全会明确提出: “要着力保障和改善民生, 合理调整收入分配关系, 努力提高居民收入在国民收入分配中的比重、劳动报酬在初次分配中的比重。”温家宝总理在

收稿日期: 2013-01-08

基金项目: 国家自然科学基金项目(71072145, 71102077); 北京市哲学社会科学规划青年项目(11JGC122)

作者简介: 叶康涛(1974—), 男, 浙江温州人, 中国人民大学商学院副教授;

王春飞(1980—), 男, 江西南城人, 中央财经大学会计学院讲师;

祝继高(1982—), 男, 浙江建德人, 对外经济贸易大学国际商学院副教授。

第十一届全国人民代表大会第三次会议上所做的政府工作报告中表示:“我们不仅要通过发展经济,把社会财富这个‘蛋糕’做大,也要通过合理的收入分配制度把‘蛋糕’分好。”温总理同时承诺将制定调整国民收入分配格局的政策措施,提高居民收入在国民收入分配中的比重、劳动报酬在初次分配中的比重。

然而,经济学界对于是否应提高劳动收入比重存在较大分歧。一种观点认为,中国的低水平工资是国际贸易比较优势选择的结果,过度提高劳动收入比重将影响中国企业的国际竞争力。例如,林毅夫和孙希芳(2003)指出,低成本是中国劳动密集型产业比较优势的主要来源。张五常(2010)认为:“假如要推出什么最低工资,再大力推行《劳动法》,搞什么集体协商,任何从事保护劳动力的东西,都是会影响竞争的。”“假如20世纪90年代,中国保护劳动者的法令是今天这些法令的话,中国的发展不可能像今天这样。”<sup>③</sup>他甚至认为:“《最低工资规定》的颁布和实施是严重的政策失误,为中国经济发展种下祸根。”<sup>④</sup>而另一种观点则认为,劳动要素的长期低成本不利于中国企业竞争力的提高。例如,洪银兴(1997)认为,以劳动密集型作为比较优势容易陷入劳动低成本陷阱。许多国家的劳动密集型产品成本低并不是因为工资低,而是企业对劳动过程具有较高的管理和组织水平,从而产品质量和劳动生产率较高。陈志武(2010)认为,今天的低劳动力成本优势将会变成未来科技进步的障碍,最终拖中国经济的后腿。

目前鲜有研究探讨提高劳动收入比重是否影响企业竞争力这一学界分歧较大的问题。如果提高劳动收入比重会损害企业竞争力,则可以预见相关宏观政策在微观执行层面将遇到较大阻力,或者我们在权衡提高劳动收入比重的利弊时不可忽视其对企业竞争力乃至经济发展的影响。理论上讲,劳动收入比重取决于劳动—资本投入比和人均工资,因此,提高劳动收入比重可以通过雇用更多的劳动或增加劳动者工资来实现。由于劳动—资本投入比一般取决于产业特征和生产技术条件,要提高劳动收入比重,一个较为可行的途径是提高劳动者工资。事实上,我国目前出台的有关政策如新劳动合同法、收入倍增计划等都着眼于提高劳动者工资。

本文以1999—2009年我国A股上市公司为样本,从微观企业层面来分析提高劳动者工资对企业绩效的影响。研究发现,劳动者工资越高,则公司的市场价值越高,而且未来业绩越有可能上升。这表明提高劳动者工资不仅不会损害企业竞争力,反而有助于提升企业价值和未来绩效。既然提高劳动者工资可以提升企业价值,那么治理越好的公司,劳动者工资应该越高。本文进一步的分析支持了这个判断,我们发现独立董事比例越高的公司,即董事会监督力度越强的公司,劳动者工资越高。

本文的贡献主要体现在:(1)已有研究主要关注劳动收入比重的变化趋势及其原因,而尚未有学者考察提高劳动者工资的经济后果。基于此,本文探讨

了劳动者工资对企业价值及未来业绩变化的影响，从而丰富了该领域的理论研究。(2)虽然提高劳动收入比重的呼声日益高涨，但经济学界对此却存在较大分歧，最大的顾虑在于担心提高劳动者工资可能增加企业成本，损害企业竞争力。而本文研究却表明，提高劳动者工资不仅不会损害企业竞争力，反而会提升企业市场价值和未来业绩。这为我国制定并实施提高劳动收入比重的宏观政策提供了有力的经验证据支持。(3)本文的研究还丰富了对劳动者工资影响因素的认识。我们发现公司治理结构影响劳动者工资，治理越好的公司，劳动者工资越高。基于此，要提高劳动收入比重，一个可行的途径是改善公司治理结构。这为当前就如何提高劳动收入比重的政策讨论提供了可能的解决思路。

## 二、理论分析与研究假设

生产要素的价值由其对生产的边际效用决定，根据 C-D 生产函数， $Y = AL^{\alpha}K^{1-\alpha}$ ，劳动的贡献份额为  $\alpha$ ，资本的贡献份额为  $1-\alpha$ 。要素投入比的直接决定因素是要素相对价格，这是因为：要素相对价格的变化会导致最优边际技术替代率发生变化，使企业更多地使用价格相对较低的要素，从而要素投入比发生改变。要素分配份额由要素相对价格和要素投入比共同决定，劳动相对于资本的价格越高、劳动—资本投入比越大，劳动要素分配份额就越高。因此，提高劳动收入比重可以通过雇用更多的劳动或增加劳动者工资来实现。由于劳动—资本投入比一般取决于产业特征和生产技术条件，要提高劳动收入比重，一个较为可行的途径是提高劳动者工资。事实上，我国目前出台的有关政策如新劳动合同法、收入倍增计划等都着眼于提高劳动者工资。为此，本文主要考察人均工资的影响因素及其经济后果，特别是对企业价值的影响。

企业价值是企业未来现金流按照一定的资本成本折现后的现值。企业价值与未来现金流正相关，与资本成本负相关。提高人均工资可以通过多个渠道来影响企业价值。

首先，虽然新古典经济理论假定企业能够做出最优决策，但由于交易成本的存在、管理者的有限理性以及组织的内部代理问题等，企业的工资政策或多或少地偏离最优政策。例如，Wade 等(2006)发现，企业会支付给 CEO 过高的工资，而支付给一般管理人员的工资则过低；Wulf(2002)发现，企业有时会用内部资源分配来替代对部门经理的工资激励。这表明，普通员工的工资通常低于企业价值最大化时的水平。在我国，由于国有企业的工资管制以及民营企业对人力资源的重要性认识不足，人均工资低于最优水平的问题可能更加突出，我国劳动收入比重持续下降也在一定程度上反映了这个问题。因此，提高人均工资可以使其趋近于企业价值最大化时的水平，从而增加企业未来现金流，最终提高公司价值。

其次,效率工资理论认为,企业支付高于新古典经济理论所决定的市场均衡工资可以提高劳动效率,进而提升企业价值。例如,Shapiro 和 Stiglitz (1984)指出,劳动合同是不完全合同,不可能准确规定员工绩效的所有方面,加之监督成本太大以及劳动产品不可能完全单独计量,因此,企业支付高于市场均衡水平的工资可以激励员工努力工作。Yellen(1984)也指出,支付较高的工资可以提高员工的努力程度和劳动生产率。可见,在信息不对称和存在交易成本的情况下,企业在一定幅度内增加员工薪酬,可以提高劳动效率,增加未来现金流,最终提升企业价值。

最后,提高人均工资还可以降低员工离职率。员工离职过于频繁容易导致企业业绩出现剧烈波动,如资深员工离职可能带走老客户。而支付较高的人均工资可以增强员工忠诚度,降低员工离职率,从而减少企业业绩波动。企业资本成本往往与业绩波动正相关,因此,业绩波动减少还可以降低企业资本成本,从而提升企业价值。

总之,提高人均工资可以增加企业未来现金流,并降低企业资本成本。因此,我们提出如下假设:

假设 1:企业人均工资与公司价值正相关。

国有企业与非国有企业在工资形成机制上存在显著差异。陆铭(2004)指出,在中国经济转轨时期,国有企业的工资和就业由企业管理者代表企业与政府议价所决定,而非国有企业的工资和就业则由企业主自行决定。一些制度性因素会阻碍劳动力自由流动,对某些企业、行业的政策偏向或保护导致这些企业、行业的工资偏离市场均衡水平,由此形成的企业间、行业间工资差异并不是竞争的结果,因而这种差异也被称为收入溢价或歧视(Blinder, 1973; Oaxaca, 1973)。

已有研究发现,国有企业的员工收入总体上要高于非国有企业,即国有企业员工享有收入溢价。这种收入溢价部分源于国有企业和非国有企业所处的市场竞争环境不同。国有企业大多分布于垄断行业,可以凭借国家赋予的垄断地位获取高额利润,并将其转化为员工的收入和福利。张车伟和薛欣欣(2008)发现,国有垄断企业的劳动力普遍享有更高的工资溢价,尤其是低技能劳动力的溢价比率高达 50% 以上。Zhao(2002)及陈弋等(2005)的研究表明,在中国,与集体企业相比,国有企业工人享有正的工资溢价,而与私营企业和外资企业相比,工资溢价则为负,但考虑到非工资性收入,国有企业的收入明显高于非国有企业。

国有企业员工享有收入溢价部分还源于国有企业的特殊分配政策。国有企业的工资分配政策具有鲜明的平均主义特征。自国有企业改革以来,平均主义程度有所下降,但为了避免过高的分配差距,政府往往规定国有企业高管工资不能超过普通员工工资的 3—5 倍。因此,为了提高自己的收入水平,国

有企业高管必须同时提高普通员工的收入水平。陈冬华等(2005)研究发现,国有企业高管与非国有企业高管的收入水平相差无几,但国有企业普通员工的收入水平要远高于非国有企业普通员工。

上述分析表明,国有企业较高的人均工资主要源于部分国企的垄断地位和国企高管的薪酬管制。这意味着国有企业提高人均工资对于提升企业价值的作用有限,而非国有企业则更可能出于经济效率动机提高劳动者工资水平。因此,我们提出如下假设:

假设 2:与非国有企业相比,国有企业提高人均工资对企业价值的影响较小。

### 三、研究设计

#### (一)样本选择

中国 A 股上市公司从 1998 年开始披露现金流量表,考虑到需要滞后一期的数据,本文选取 1999—2009 年的 A 股上市公司作为研究对象。本文数据来自国泰安的 CSMAR 数据库。为了避免公司样本变动的影响,我们剔除了 2000 年及以后年度上市的公司。我们还剔除了金融行业和变量缺失的观测值,最终得到 8 216 个公司一年度观测值。此外,本文对所有连续变量进行了上下 1% 的 Winsorize 处理。

#### (二)模型设定与变量定义

为了检验本文的研究假设,我们构建了如下回归模型:

$$\begin{aligned} \text{TobinQ}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Res\_worker}_{it} + \beta_2 \text{State} + \beta_3 \text{Res\_worker}_{it} \times \text{State}_{it} \\ & + \beta_4 \text{Outputratio}_{it} + \beta_5 \text{Indratio}_{it} + \beta_6 \text{Manshare}_{it} + \beta_7 \text{Firstratio}_{it} \\ & + \beta_8 \text{Size}_{it} + \beta_9 \text{Lev}_{it} + \beta_{10} \text{ROA}_{it} + \beta_{11} \text{Growth}_{it} + \sum_l \text{Mkt}_{it}^l \\ & + \sum_j \text{Indu}_{it}^j + \sum_k \text{Year}_{it}^k + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

1. 被解释变量:公司价值(TobinQ)。TobinQ 的计算方法为:(公司股票市值+负债账面价值)/企业总资产。此外,由于 2006 年之前中国股市非完全流通,我们还借鉴王鹏(2008)、杨兴全和张照南(2008)的做法,在计算 TobinQ 时,非流通股价值按流通股市值的 20%或 30%折价,即公司市值=流通股市值+非流通股股份数×流通股收盘价×0.2(或 0.3),主要结论不变。

2. 主要解释变量:超额人均工资(Res\_worker)。人均工资等于现金流量表中的“支付给职工以及为职工支付的现金”除以企业员工总人数。由于人均工资受到要素投入结构、年度、行业、地区等因素的影响,直接分析人均工资可能会得到错误的结论。为此,我们计算并采用超额人均工资(Res\_worker)作为本文的分析指标。具体计算方法是:首先利用式(2)估计得到“预期的人均工资”(即拟合值),然后用公司“实际的人均工资”(Worker)减去“预期的人均工资”,即得到超额人均工资(Res\_worker)。这种方法在经济学管理学界较为

常用。例如,Core等(1999)采用该方法把高管薪酬分解为正常的薪酬和溢价的薪酬,Brammer和Millington(2008)采用该方法把公司的捐赠分解为正常的捐赠和额外的捐赠。

$$\text{Worker}_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Outputratio}_{it} + \gamma_2 \text{Hhi}_{it} + \gamma_3 \text{State}_{it} + \sum_i \text{Mkt}_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

其中,Worker表示公司实际的人均工资。Outputratio表示资本产出比,用平均固定资产除以销售收入来衡量,反映企业要素投入结构。Hhi表示赫芬因德指数, $\text{Hhi} = \sum (X_i / \sum X_i)^2$ ,其中 $X_i$ 表示企业*i*的销售额。赫芬因德指数反映了行业的市场竞争程度,赫芬因德指数越小,行业内企业间的竞争就越激烈。这对劳动者工资具有双重效应:一是提升效应,激烈的市场竞争会导致企业争夺高素质员工,而为了留住这些员工,企业需要提高人均工资;二是抑制效应,激烈的市场竞争降低了企业的盈利水平,从而企业没有能力支付高工资。State为国有企业虚拟变量,若公司的最终控制人为政府或国有企业,则State取值为1,否则取值为0。Mkt为省份虚拟变量。

我们对式(2)进行分年度和分行业回归,并根据回归系数计算出每个企业预期的人均工资。企业实际的人均工资减去预期的人均工资,即为超额人均工资(Res\_worker)。

3. 控制变量。我们在回归模型中还控制了其他可能影响企业价值的因素,包括企业的资本产出比(Outputratio)、独立董事比例(Indratio)、高管持股比例(Manshare)、第一大股东持股比例(Firstratio)以及总资产自然对数(Size)、资产负债率(Lev)、资产收益率(ROA)和销售收入增长率(Growth)。此外,我们还控制了年份(Year)、企业所属行业(Indu)<sup>⑤</sup>和所在省份(Mkt)。

根据假设1,企业超额人均工资越高,则公司价值越高,因而我们预期 $\beta_1 > 0$ 。根据假设2,国有企业提高超额人均工资对企业价值的影响较小,因而我们预期 $\beta_3 < 0$ 。

## 四、实证分析结果

### (一)描述性统计

表1给出了本文主要变量的描述性统计结果。从中可以看到,人均工资对数(Worker)的均值为10.48,即人均工资均值约为35596元。约75%的公司为国有控股,独立董事比例为25%,第一大股东持股比例为40%。此外,样本公司的资产负债率(Lev)均值为59.2%,资产收益率(ROA)均值为4.4%,企业价值(TobinQ)均值为2.487。

表1 变量描述性统计

|            | 均值     | 标准差   | 最小值    | 中位数    | 最大值    |
|------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| Worker     | 10.483 | 0.982 | 7.754  | 10.392 | 14.845 |
| Res_worker | 0.000  | 0.585 | -2.300 | 0.000  | 3.744  |

续表 1 变量描述性统计

|             | 均值     | 标准差   | 最小值    | 中位数    | 最大值    |
|-------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| Outputratio | 0.756  | 0.916 | 0.008  | 0.501  | 10.567 |
| State       | 0.752  | 0.432 | 0.000  | 1.000  | 1.000  |
| Indratio    | 0.252  | 0.152 | 0.000  | 0.333  | 0.556  |
| Manshare    | 0.000  | 0.001 | 0.000  | 0.000  | 0.027  |
| Firstratio  | 0.399  | 0.167 | 0.085  | 0.378  | 0.786  |
| Size        | 21.168 | 1.004 | 18.540 | 21.082 | 24.757 |
| Lev         | 0.592  | 0.401 | 0.061  | 0.547  | 6.139  |
| Growth      | 0.264  | 0.767 | -0.815 | 0.130  | 8.708  |
| ROA         | 0.044  | 0.064 | -0.142 | 0.034  | 0.974  |
| TobinQ      | 2.487  | 1.661 | 0.779  | 1.980  | 15.624 |

(二)超额人均工资与公司价值

表 2 报告了超额人均工资与公司价值的 OLS 回归结果。列(1)显示,在控制了其他可能影响公司价值的因素之后,超额人均工资(Res\_worker)与公司价值(TobinQ)显著正相关,说明提高劳动者工资可以提升企业价值,假设 1 得到了支持。Res\_worker 的回归系数为 0.100,表明超额人均工资每上升一个标准差(0.585),TobinQ 将增加 0.06(=0.100×0.585),约为其标准差的 3.6%,这也具有显著的经济意义。

列(2)进一步检验了企业股权性质是否影响超额人均工资与企业价值之间的相关关系。Res\_worker×State 的回归系数虽然为负,但不显著,从而假设 2 没有得到支持。这说明国有企业提高劳动者工资同样能够起到激励劳动者、提升公司价值的作用。为了更好地反映股权性质的影响,我们将样本划分为国有企业和非国有企业分别进行回归,结果见列(3)和列(4)。列(3)结果表明,国有企业超额人均工资每上升一个标准差,TobinQ 将增加 0.05;而列(4)结果表明,非国有企业超额人均工资每上升一个标准差,TobinQ 将增加0.08。

表 2 超额人均工资与企业价值

|                  | (1)全样本               | (2)全样本               | (3)国有企业              | (4)非国有企业             |
|------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Constant         | 19.570***<br>(7.889) | 19.565***<br>(7.907) | 17.440***<br>(7.625) | 24.746***<br>(7.311) |
| Res_worker       | 0.100***<br>(3.374)  | 0.109**<br>(2.242)   | 0.079***<br>(2.583)  | 0.130***<br>(2.951)  |
| State            | -0.111*<br>(1.868)   | -0.112*<br>(1.864)   |                      |                      |
| Res_worker×State |                      | -0.014<br>(0.277)    |                      |                      |
| Outputratio      | 0.116***<br>(3.005)  | 0.116***<br>(3.009)  | 0.084**<br>(2.345)   | 0.145**<br>(2.178)   |
| Indratio         | 0.292<br>(1.016)     | 0.291<br>(1.015)     | 0.145<br>(0.569)     | 0.582<br>(0.760)     |
| Manshare         | 2.429<br>(0.215)     | 2.424<br>(0.215)     | -0.567<br>(0.039)    | 7.405<br>(0.449)     |

续表 2 超额人均工资与企业价值

|                | (1)全样本               | (2)全样本               | (3)国有企业              | (4)非国有企业             |
|----------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Firstratio     | 0.447***<br>(3.132)  | 0.448***<br>(3.126)  | 0.466***<br>(2.920)  | 0.171<br>(0.652)     |
| Size           | -0.748***<br>(6.558) | -0.747***<br>(6.573) | -0.658***<br>(6.431) | -0.975***<br>(5.895) |
| Lev            | -0.154<br>(0.910)    | -0.153<br>(0.910)    | -0.374**<br>(2.180)  | 0.161<br>(1.085)     |
| ROA            | 5.562***<br>(4.630)  | 5.564***<br>(4.623)  | 4.967***<br>(4.410)  | 6.049***<br>(3.634)  |
| Growth         | -0.047<br>(1.065)    | -0.047<br>(1.064)    | -0.001<br>(0.020)    | -0.056<br>(0.881)    |
| Indu 和 Year    | 控制                   | 控制                   | 控制                   | 控制                   |
| R <sup>2</sup> | 0.511                | 0.511                | 0.494                | 0.579                |
| 样本量            | 8 216                | 8 216                | 6 181                | 2 035                |

注:括号内为 t 值,标准误按公司和年份聚类,\*\*\*、\*\*和\* 分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著,下表同。

为了保证上述研究结论的可靠性,我们做了以下稳健性检验:<sup>⑥</sup>(1)为了检验工资水平是否存在门限值,我们加入了超额人均工资的平方项。结果显示,超额人均工资的平方项并不显著,这可能是因为:第一,工资水平不存在门限值;第二,目前我国人均工资水平还未达到门限值,从而工资水平与企业价值呈单调正相关关系。基于上文的理论分析,我们认为第二种可能性更高。(2)为了克服可能的内生性问题,我们采用 GMM 方法重新进行了回归分析,上文主要研究结论没有发生本质变化。同时,我们还考察了超额人均工资对公司未来一年和未来两年 ROA 变化的影响。结果显示,超额人均工资与未来一年和未来两年的 ROA 变化显著正相关,这再次支持了假设 1,即提高超额人均工资可以提升公司未来业绩。(3)由于高管与普通员工在工资方面存在较大差异,我们从劳动收入中剔除了支付给高管的工资,重新计算了超额人均工资,并进行了回归分析,本文主要结论依然成立。(4)考虑到 2006 年前后中国股市发生了较大变化以及股权分置改革对企业价值的可能影响,我们将样本分为 2006 年之前和之后分别进行了回归分析,同时在回归中控制了 GDP 增长对企业价值的影响。结果表明,无论是 2006 年之前还是之后,上文主要结论保持不变。

### (三)公司治理与超额人均工资

既然提高超额人均工资可以提升公司价值,改善未来业绩,那么为什么许多公司并不提高人均工资呢?我们认为原因之一可能是公司治理不善,未能有效地将高管利益与公司长期利益紧密联系在一起。中国上市公司高管持股比例很低,而且更替率非常高,样本企业董事长和 CEO 的年均更替率高达 40%,因而上市公司高管缺乏足够的动力去改善企业未来业绩。同时,提高人均工资会直接降低企业当期利润,从而影响高管的当期薪酬,因此,以短期利

益为导向的高管很可能选择不提高人均工资。

如果上述判断正确的话，那么我们预期治理越好的公司，人均工资越高。为此，我们以超额人均工资作为被解释变量，公司治理变量作为解释变量进行回归分析。我们选取了高管持股比例和独立董事比例作为公司治理变量。高管持股比例越高，则高管利益与公司长期利益越趋于一致，从而管理层越有可能提高人均工资；独立董事比例越高，则越有可能要求管理层以公司价值最大化为目标进行决策，从而管理层趋于提高人均工资。回归结果见表 3。从中可以看到，独立董事比例越高，人均工资越高，即在董事会监督力度较强的公司，管理层越有可能提高人均工资。这支持了我们的判断。但我们并没有发现高管持股比例影响人均工资，这或许是因为我国高管持股比例普遍偏低，无法起到应有的激励作用。

表 3 公司治理与超额人均工资

| 被解释变量          | Res_worker(未扣除高管薪酬) | Res_worker(扣除高管薪酬) |
|----------------|---------------------|--------------------|
| Constant       | −2.212*** (5.907)   | −2.312*** (6.599)  |
| Manshare       | 0.970(0.129)        | 2.829(0.440)       |
| Indratio       | 0.427** (2.270)     | 0.381** (2.021)    |
| Firstratio     | −0.075(0.711)       | −0.047(0.449)      |
| State          | −0.032(0.835)       | −0.038(1.012)      |
| Size           | 0.097*** (5.184)    | 0.103*** (5.832)   |
| Lev            | 0.013(0.436)        | 0.010(0.338)       |
| ROA            | 0.852*** (4.108)    | 0.832*** (4.284)   |
| Growth         | −0.017(1.248)       | −0.028** (1.964)   |
| Year           | 控制                  | 控制                 |
| R <sup>2</sup> | 0.033               | 0.037              |
| 样本量            | 8 216               | 7 632              |

当然，公司治理仅仅是影响人均工资的可能因素之一，管理层的有限理性、劳动力市场的交易成本等都会影响人均工资水平，限于篇幅且无法较好地度量管理层有限理性和市场交易成本，这些问题留待未来予以探讨。

五、结 论

近年来，国民收入分配问题，尤其是劳动收入占国民收入比重日趋下降的问题引起了广泛关注。社会各界对提高劳动收入比重的呼声高涨，而学术界对于是否应提高劳动收入比重存在较大分歧。其中一种观点认为，提高劳动者工资可能损害企业竞争力。基于此，本文以 1999—2009 年中国 A 股上市公司为样本，考察了劳动者工资对企业绩效的影响。我们发现，劳动者工资越高，则公司的市场价值越高，而且未来业绩越有可能上升。此外，我们还发现治理越好的公司，劳动者工资越高。

本文研究结果表明,提高劳动者工资有助于提升公司绩效,或者至少不会损害公司价值。这说明当前提高工资水平的政策建议不仅符合社会公平目标,也符合经济效率目标。研究结果还表明,改善公司治理结构有助于提高工资水平。这为我国如何提高工资水平和劳动收入比重提供了一条可能的途径。

当然,本文也存在一些不足。首先,本文的研究对象是上市公司,而研究结论是否能够推广到非上市公司有待进一步考察。其次,工资水平究竟通过哪些途径影响公司绩效,还需要更微观层面的经验证据(如劳动者个人层面的分析等)。这些问题有待在未来的研究中予以深入探讨。

---

\* 本文还得到对外经济贸易大学“优秀青年学者培育计划”(12YQ04)和中央财经大学青年科研创新团队支持计划(研究方向:实证会计与审计)的资助。

#### 注释:

- ①参见李丽辉、潘跃:《劳动报酬占比需要客观分析》,《人民日报》2010年5月18日,第13版。
- ②胡锦涛:《收入分配改革要更重公平》, <http://news.sina.com.cn/c/2006-07-07/01429391465s.shtml>;温家宝总理在《求是》杂志2010年第7期上发表文章《关于发展社会事业和改善民生的几个问题》,提出要加快调整国民收入分配格局,逐步提高居民收入在国民收入分配中的比重、劳动报酬在初次分配中的比重;《人民日报》等主流媒体从2010年5月开始连续发文讨论收入分配改革问题。
- ③参见张五常:《新劳动法和人民币升值不利缩小贫富差距》,《东方早报》2010年6月29日,第3版。
- ④参见张五常:《最低工资种祸根》,《南方周末》2004年11月18日。
- ⑤我们对制造业上市公司按照二级行业代码进行分类,对其他行业按照一级行业代码进行分类。
- ⑥限于篇幅,文中未报告回归结果,如有需要可向作者索取。

#### 参考文献:

- [1]白重恩,钱震杰,武康平.中国工业部门要素分配份额决定因素研究[J].经济研究,2008,(8):16—28.
- [2]白重恩,钱震杰.谁在挤占居民的收入——中国国民收入分配格局分析[J].中国社会科学,2009,(5):99—115.
- [3]白重恩,钱震杰.国民收入的要素分配:统计数据背后的故事[J].经济研究,2009,(3):27—41.
- [4]蔡昉.探索适应经济发展的公平分配机制[N].人民论坛,2005-10-17.
- [5]蔡昉.实现最大化就业是社会和谐的经济基础[N].文汇报,2006-10-24.
- [6]陈冬华,陈信元,万华林.国有企业中的薪酬管制与在职消费[J].经济研究,2005,(2):92—101.
- [7]陈弋,Sylvie Démurger,Martin Fournier,等.中国企业的工资差异和所有制结构[J].世

- 界经济文汇,2005,(6):11—31.
- [8]陈志武.为什么劳动收入占比难以提升[N].时代周报,2010-06-14.
- [9]洪银兴.从比较优势到竞争优势——兼论国际贸易的比较利益理论的缺陷[J].经济研究,1997,(6):20—26.
- [10]李稻葵.长期客观地研究中国经济[N].新财富,2006-10-15.
- [11]李稻葵.重视 GDP 中劳动收入比重的下降[N].新财富,2007-09-15.
- [12]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》[J].国际经济评论,2003,(6):12—18.
- [13]陆铭.工资和就业的议价理论:对中国二元就业体制的效率考察[M].上海:上海三联书店和上海人民出版社,2004.
- [14]王鹏.投资者保护、代理成本与公司绩效[J].经济研究,2008,(2):68—82.
- [15]汪同三.改革收入分配体系解决投资消费失调[N].中国证券报,2007-10-29.
- [16]杨兴全,张照南.制度背景、股权性质与公司持有现金价值[J].经济研究,2008,(12):111—123.
- [17]张车伟,薛欣欣.国有部门与非国有部门工资差异及人力资本贡献[J].经济研究,2008,(4):15—25.
- [18]张五常.新劳动法 and 人民币升值不利缩小贫富差距[N].东方早报,2010-06-29.
- [19]Blinder A S. Wage discrimination: Reduced form and structural estimates[J]. Journal of Human Resources, 1973, 8(4): 436—455.
- [20]Brammer S, Millington A. Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance[J]. Strategic Management Journal, 2008, 29(12): 1325—1343.
- [21]Core J E, Holthausen R W, Larcker D F. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 51(3): 371—406.
- [22]Kuijs L. Investment and saving in China[R]. World Bank Policy Research Working Paper, 2005.
- [23]Oaxaca R L. Male-female wage differentials in urban labor markets[J]. International Economic Review, 1973, 14(3): 693—709.
- [24]Shapiro C, Stiglitz J E. Equilibrium unemployment as a worker discipline device[J]. American Economic Review, 1984, 74(3): 433—444.
- [25]Wade J B, O'Reilly C A, Pollock T G. Overpaid CEOs and underpaid managers: Fairness and executive compensation[J]. Organization Science, 2006, 17(5): 527—544.
- [26]Wulf J. Internal capital markets and firm-level compensation incentives for division managers[J]. Journal of Labor Economics, 2002, 20(S2): 219—262.
- [27]Yellen J L. Efficiency wage models of unemployment[J]. American Economic Review, 1984, 74(2): 200—205.
- [28]Zhao Y. Earnings differentials between state and non-state enterprises in urban China [J]. Pacific Economic Review, 2002, 7(1): 181—197.

## Does the Increase in Labor Income Reduce Corporate Value?

YE Kang-tao<sup>1</sup>, WANG Chun-fei<sup>2</sup>, ZHU Ji-gao<sup>3</sup>

(1. School of Business, Renmin University of China, Beijing 100872, China;

2. School of Accountancy, Central University of Finance and Economics,

Beijing 100081, China; 3. Business School, University of International

Business and Economics, Beijing 100029, China)

**Abstract:** Based on the constant decrease in labor's share of income in China, this paper studies the effect of labor income on corporate performance by using the data of listed companies from 1999 to 2009. It arrives at the following conclusions: firstly, higher labor income results in higher corporate market value and the probable rise in future performance; secondly, better corporate governance leads to higher labor income. It shows that the increase in labor income is in accordance with not only the object of social fairness, but also the one of economic efficiency.

**Key words:** labor income; corporate value; nature of property rights; corporate governance (责任编辑 康健)

(上接第 132 页) in 22 provinces or cities in China, this paper empirically studies the effect of marketization reform on the income effect of social networks. The regression results show that with the constantly deepening marketization reform, the income effect of social networks has a decreasing trend, namely the increase in one unit of marketization degree leads to the decrease in the income effect of social networks by 0.3%. But in state-owned or collective firms, the role of social networks is more and more strong, showing that the marketization reform in private firms is smooth and the resistance of marketization reform in state-owned or collective firms is still great, namely the increase in one unit of marketization degree leads to the increase in the income effect of social networks in state-owned or collective firms by 0.7%, and the reform does not achieve the desired outcomes.

**Key words:** marketization; social network; income effect; market mechanism (责任编辑 许柏)