

文章编号:1003-207(2025)08-0050-11

DOI:10.16381/j.cnki.issn1003-207x.2023.2218

金字塔股权结构与劳动收入份额

肖金利¹, 李佳玲¹, 高 皓², 文风华³

(1. 厦门大学管理学院, 福建 厦门 361005; 2. 清华大学五道口金融学院, 北京 100083;
3. 中南大学商学院, 湖南 长沙 410083)

摘 要:现金流权与控制权的分离是金字塔股权结构的重要特征,反映了实际控制人获取收益和承担风险之间的不对称。本文利用2008—2020年沪深A股上市公司的数据,从劳动收入份额的视角出发,探讨金字塔股权结构下控股股东的决策行为。研究发现,金字塔层级越多,劳动收入份额越高。基于经营风险和经营收益两方面的机制检验证实了金字塔层级会导致经营收益和破产风险不匹配,驱动公司利用劳动收入份额的经营杠杆作用,最大化潜在经营收益。同时,本文还发现,金字塔层级有利于劳动力结构的升级,进而促进劳动收入份额的增加。进一步研究发现,当企业的外部治理和内部治理更好、企业所在地人力资本更充足以及最低工资标准水平更低时,金字塔层级对劳动收入份额的影响越明显。本文拓展了劳动收入份额影响因素的文献,也丰富了关于金字塔层级经济后果的研究结论,为深入理解劳动和资本的关系提供了新的证据。

关键词:劳动收入份额;金字塔层级;两权分离

中图分类号:F272.3

文献标识码:A

1 引言

过去的几十年来,中国以劳动力成本优势为依托深度嵌入全球价值链,实现了经济的持续高速增长。然而,随着经济转型步伐的加快和国际形势的不断变幻,收入分配成为中国当前经济发展过程中的一个突出问题^[1,2],主要表现在两个方面:一是收入差距不断拉大,收入不均等程度加剧;二是在国民财富的分配中,劳动者报酬和居民收入份额相对不足。其中,劳动收入份额不仅反映劳动要素在初次分配中的公平性,还与社会长期稳定和经济持续发展息息相关^[3,4]。现有文献广泛探讨了影响劳动收入份额的因素,发现融资约束、税收征管、企业金融化、贸易自由化、工会、资本市场配置效率、社会保险费率、机构投资者持股比例、共同机构持股、国企改革、民营化等因素会影响企业的劳动收入份额^[1,5-8]。但鲜有文献研究金字塔股权结构对劳动收入份额的影响及其作用机制。

股东与员工之间需要进行收入分配的安排,而劳动收入份额是衡量企业内部收入分配的核心指

标。一方面,企业需要优先支付作为日常经营固定支出的劳动力成本,之后的剩余价值则由股东所有^[9]。这就意味着,劳动力成本越高,股东所有的剩余价值越低,即“工资侵蚀利润”^[7]。另一方面,员工是企业价值的重要创造者。当企业能够提供公平的收入和良好的工作条件时,员工以提供时间、人力资本和承诺作为交换^[10]。既有文献也指出,尽管劳动力成本的上升(如最低工资水平、社会保险等)会加剧“工资侵蚀利润”,导致股东可能会迫使非金融企业削弱其劳动力成本^[11-13],但是,员工平均工资越高,企业的利润、生产率和价值越高^[14]。因此,股东如何影响劳动收入份额值得进一步研究。

基于上述内容,本文尝试探讨一种特殊的股权结构对企业劳动收入份额的影响。金字塔股权结构是世界范围内普遍存在的股权结构,中国有超过70%的企业拥有金字塔股权结构^[15]。在金字塔股权结构中,控制权和现金流权相分离,控股股东具有绝对的控制权优势,能够在不承担全部财务后果的前提下获得所有收益^[16]。现有文献指出,金字塔股权结构中控股股东的决策偏好可能会带来一系列负面后果。例如,降低企业绩效^[17]、拥有超额杠杆、进行非效率投资^[18]、配置更多金融资产^[19]、进行更多的关系交易^[20]、加剧盈余操纵^[21]以及选择更多的公共债务融资而非银行贷款^[22]等。以上研究关注到金字塔股权结构中控股股东风险决策偏好的负面影响,特别是财务经济后果,却鲜有关注到这

收稿日期:2023-12-28; 修订日期:2024-04-05

基金项目:国家自然科学基金青年项目(71902168);教育部人文社会科学研究项目(21YJC630026)

通讯作者简介:高皓(1982—),男(满族),辽宁朝阳人,清华大学五道口金融学院,副研究员,博士,研究方向:公司金融、公司治理、绿色金融, E-mail: gaoh@pbcfsf.tsinghua.edu.cn.

种决策偏好对劳动力决策的影响。

劳动收入份额是劳动力成本占企业工业增加值的比重,是由劳动成本引起的一种经营杠杆^[1,23,24]。简而言之,劳动收入份额越高,企业利润对外部生产力冲击越敏感。一方面,当正向生产力冲击发生时,企业能够从较低的平均劳动力成本以及及时的生产力响应中获得更高的利润^[25];另一方面,当公司面临负向生产力冲击时,由于工资刚性和劳动力市场摩擦的存在,劳动力成本不能及时下降,这会导致企业利润下降的速度比需求下降的速度更快,企业可能会迅速面临现金流风险,从而加剧陷入财务困境的可能性^[26,27]。

事实上,企业劳动力成本投入的上述杠杆特征,可能符合金字塔股权结构下股东的决策偏好。金字塔股权结构的层级越多,控股股东进行高风险或过度投资的动机越强烈^[28]。此时,提高劳动收入份额来扩大经营杠杆可能是一种有效选择。这是因为,高劳动收入份额意味着企业利润对正面的宏观冲击更加敏感,能够从较低的平均劳动力成本和高景气的市场需求中获得更高的利润。然而,当企业因市场需求不足而面临破产风险时,现金流权和控制权的分离意味着企业破产成本却主要由债权人承担。因此,金字塔层级越多,控股股东越有激励选择较高的劳动收入份额以提升企业的高景气周期的利润。

本文理论贡献如下:首先,本文丰富和拓展了有关劳动收入份额的文献。现有文献主要从劳动力市场摩擦视角探讨劳动合同、劳动力流动性、劳动力保护、刚性工资等因素对劳动收入份额的影响。而在企业生产运营中,股东显然是决定劳动投入决策的主要利益相关者。因此,本文利用金字塔股权结构,研究股东对公司劳动收入份额的影响,拓展了关于劳动收入份额影响因素的文献。其次,本文拓展了关于金字塔股权结构经济后果的研究文献。现有文献主要关注金字塔结构下控股股东的利益攫取行为,例如选择超额杠杆、进行非效率投资、配置更多的金融资产以及进行更多关联交易等。与以往关注金字塔层级风险决策负面效应的文献不同,本文的研究结果显示,金字塔层级越多,劳动收入份额越高。这说明,金字塔股权结构下控股股东的决策偏好可能带来潜在的社会效应。此外,本文的研究也为深入理解劳动和资本的关系提供了新的证据。最后,本文试图揭示金字塔股权结构与劳动收入份额之间的影响机制,并且分析不同情形下企业劳动收入份额决策的异质性特征,这为政府制定相应的企业扶持政策以实现高质量就业目标和提高人民幸福感提供理论依据。

2 假设提出

在企业的生产运营过程中,控股股东能够以较小的现金流权获取对企业的绝对控制权优势。此时,控股股东能够改变既定的利润分配方案,进行更多的关联交易等机会主义行为,又可以通过转移资产或者企业合并等方式来逃避责任^[19]。这就意味着,金字塔结构中的控股股东能够在不承担全部财务后果的前提下获得所有收益^[16],且比其他水平结构企业获得更多收益^[20]。而受到这种“隧道激励”的控股股东更有可能做出高风险或者过度的投融资决策^[16,19,20,28]。其中,企业内收入分配就是财务决策中的重要部分。因此,在金字塔股权结构中,控股股东可以被认为是企业内部劳动力收入和结构的主要决策者。

由于劳动力调整成本和“工资刚性”的存在,劳动收入份额被认为是一个较为持久的组织选择^[25],决定了生产力冲击对企业利润的风险敞口。以具有较高的劳动收入份额的企业为例,当面临正向生产力冲击时,企业能够直接将内部劳动力投入生产,从而能更加及时地满足市场需求,抢占更多的行业利润;更少受到短期或突然性外部劳动力成本上升的影响,从而降低企业的平均生产成本^[25,29]。此时,金字塔股权结构下的控股股东能够通过提高股利政策或者资源转移等方式攫取劳动力带来的超额收益。而在负面生产力冲击下,企业产品需求下降,未来现金流受限。如果选择裁员,企业可能面临负面的股票回报或者更高的调整成本,例如解雇成本、员工诉讼等^[26]。相对来说,控股股东更可能选择通过支付高昂的劳动成本来保持原有的劳动力规模与结构。与此同时,由于工资比产出下降得更慢,企业的劳动收入份额会进一步上升^[30],陷入财务困境的概率大大增加^[27],破产风险不断扩大。然而,金字塔股权结构下控股股东却能够以较小的现金流权来减轻破产清算的潜在损失。总的来说,金字塔股权结构中的控股股东通过提高劳动收入份额获得的收益远高于风险,而且这种收益与风险的不对等与金字塔股权结构的层级正相关。

基于上述分析,本文认为,金字塔股权结构下控股股东倾向于提高劳动收入份额,并且这种动机随着金字塔股权结构层级的增加而增加。而为了获得更多的生产力收益,控股股东可能会通过优化劳动力结构的方式来增加劳动收入份额。具体来看,传统理论认为,股东与包括员工在内的利益相关者在企业资源配置上存在根本性冲突^[12]。当雇佣更多的员工或支付更高的劳动力成本时,股东可支配的剩余利润更少,即“工资侵蚀利润”^[7]。然而,

股东与员工的利益是相互依存的^[10]。员工是企业的重要资产,能够通过积极生产、发明新产品或建立客户关系来为公司创造实质性的价值^[31]。相对于低技能员工,高技能员工的边际生产力更高,能够为企业提供更高层次的无形资本^[32]。当企业雇佣更多的高技能员工时,企业的平均回报率高于更少依赖高技能员工的企业^[33]。此时,劳动要素的边际收益会挤占资本边际收益,促使资源分配向劳动要素倾斜(如支付更高的薪酬、提供良好的工作环境等),有利于劳动收入份额的提高^[34]。综上所述,本文提出如下研究假设:

假设1:金字塔层级越多,企业的劳动收入份额越高。

3 数据与模型

3.1 样本选取与数据来源

本文的研究样本为2008—2020年中国沪深A股上市公司。金字塔层级数据使用国泰安数据库(CSMAR)中上市公司控制链相关数据进行手工收集而成,劳动收入份额数据以及公司层面财务数据来自国泰安数据库(CSMAR),知识产权保护指数来自于樊刚编制的中国市场化指数数据库,其余数据来自中国研究数据服务平台(CNRDS)。在此基础上,本文对样本数据进行如下筛选:(1)剔除金融类上市公司;(2)剔除年度股票名称中包含ST、*ST的观测值;(3)剔除缺乏主要变量的观测值;(4)剔除缺失解释变量和被解释变量的观测值。经过以上筛选,最终得到26734个公司一年度观测值。由于缺失值的存在,具体回归样本量可能略有不同。此外,为了避免异常值对实证结果的影响,本文对所有连续变量进行双侧1%的缩尾处理。

3.2 模型与变量定义

(1)金字塔层级。金字塔股权结构是指控股股东通过一系列多层次的公司来间接控制上市公司的组织结构。本文采用金字塔层级(*Pyramid*)来具体描述金字塔股权结构,具体是指上市公司到最终控制人之间的代理链长度(层级)。一般来说,金字塔层级越多,两权分离程度越大。参照郑志刚等^[19]的研究,如果最终控制人直接控制上市公司,则金字塔层级为1,以此类推。如果金字塔结构存在多个链条,则以最长的链条为标准。

(2)劳动收入份额。劳动收入份额表示的是劳动力成本相对于产出的不完全弹性而放大的现金流风险。借鉴已有研究^[1,24,29],本文采用企业层面劳动收入份额的指标 LS 来刻画由劳动成本诱导的经营杠杆,即劳动力成本占工业增加值的比例,其中劳动力成本是支付给员工的现金+期末应付职工

薪酬一期初应付职工薪酬;工业增加值是营业收入—营业成本+固定资产折旧+劳动力成本。

(3)模型设定。参考已有研究^[2],本文构建模型(1)来考察金字塔层级对劳动收入份额的影响,并在该模型中加入控制变量的滞后一期 $X_{i,t-1}$,以减轻时间序列上的因果关系,以及个体和年份固定效应。

$$LS_{i,t} = \alpha_1 + \alpha_2 Pyramid_{i,t} + \alpha_3 X_{i,t-1} + \gamma_t + \tau_i + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, LS 为劳动收入份额, $Pyramid$ 为企业金字塔层级。同时,借鉴已有文献^[1],本文控制以下变量:公司规模(*Size*)、资产负债率(*Lev*)、总资产净利润率(*ROA*)、无形资产比率(*ITRatio*)、董事会规模(*Director*)、董事会独立性(*Independ*)、第一大股东持股比例(*Top1*)、资本劳动比(*CapLab*)和员工人数(*Employ*)。具体构建方法见附录。此外, γ_t 和 τ_i 分别表示年度和公司固定效应。

4 实证结果

4.1 描述性统计

本文主要变量的描述性统计结果如表1所示,样本公司金字塔层级的均值为2.310,标准差为1.149,与曹春方等^[35]基本一致。劳动收入份额的均值为0.297,标准差为0.149,与杜鹏程等^[36]报告的均值0.38(标准差0.21)差距微小,主要是由于计算公式和样本区间的差异所导致的。其余控制变量,包括公司规模、总资产净利润率、资产负债率、无形资产比率、董事会规模、董事会独立性、第一大股东持股比例、资本劳动比和员工人数等的统计结果与已有文献基本保持一致^[2]。

表1 描述性统计结果

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
<i>LS</i>	26734	0.297	0.149	0.035	0.911
<i>Pyramid</i>	26734	2.310	1.149	1.000	6.000
<i>Size</i>	26734	21.984	1.247	19.584	25.713
<i>Lev</i>	26734	0.431	0.208	0.050	0.908
<i>ROA</i>	26734	0.077	0.165	-1.121	0.511
<i>ITRatio</i>	26734	0.046	0.051	0.000	0.320
<i>Top1</i>	26734	0.343	0.145	0.088	0.722
<i>Director</i>	26734	8.687	1.715	5.000	15.000
<i>Independ</i>	26734	0.372	0.053	0.300	0.571
<i>CapLab</i>	26734	12.468	1.146	9.280	15.653
<i>Employ</i>	26734	4.156	6.878	0.074	44.512

4.2 基准回归

表2汇报了基准回归结果,其中列(1)是控制行业和年份固定效应的回归结果,列(2)是控制公司和年份固定效应的回归结果。从回归结果来看,

Pyramid 的系数分别为 0.013 和 0.004, 分别在 1% 和 5% 的置信水平上显著, 说明当金字塔层级越多时, 企业的劳动收入份额越高, 假设 1 得到支持。该结论具有一定的经济意义, 金字塔层级每增加一个标准差 (1.149), 劳动收入份额上升均值 (0.297) 的 1.55%。

表 2 基准回归结果

变量	(1)	(2)
	LS	LS
<i>Pyramid</i>	0.013*** (15.60)	0.004** (2.21)
<i>Size</i>	-0.030*** (-23.53)	-0.022*** (-8.97)
<i>Lev</i>	0.027*** (4.30)	0.008 (0.92)
<i>ROA</i>	-0.187*** (-19.95)	-0.103*** (-10.98)
<i>ITRatio</i>	0.049** (2.42)	0.125*** (3.90)
<i>Top1</i>	-0.019*** (-3.31)	-0.044*** (-3.45)
<i>Director</i>	0.004*** (7.14)	0.001 (1.38)
<i>Independ</i>	0.036** (2.08)	-0.012 (-0.53)
<i>CapLab</i>	-0.023*** (-22.59)	-0.013*** (-8.52)
<i>Employ</i>	0.004*** (19.93)	0.004*** (12.96)
<i>Constant</i>	1.162*** (45.05)	0.929*** (17.08)
公司固定效应	否	是
年份固定效应	是	是
行业固定效应	是	否
<i>N</i>	26734	26734
<i>Adj R²</i>	0.145	0.046

注: 括号内数值为 t 值; *, ** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平。下同。

4.3 稳健性检验

为了进一步检验基准回归结果的稳健性, 缓解测量误差可能带来的回归结果偏差, 本文采用替换解释变量和被解释变量的替代性指标, 以及增加控制变量的回归方法。首先, 本文参考已有文献构建劳动收入份额的替代性衡量方式, 具体来看: 利用劳动成本除以营业收入 (*LS1*) 来衡量劳动收入份额^[1]; 将劳动力成本替换为支付给职工以及为职工支付的现金, 得到支付给职工以及为职工支付的现金在营业收入的占比 (*LS2*) 作为劳动收入份额的替换指标^[37]; 考虑到高管薪酬与普通员工薪资上的显著差别, 以及高管对劳动收入份额的潜在影响, 本文将劳动力成本减去高管薪酬后得到的普通员工

的劳动力成本除以营业收入 (*LS3*), 从而获得了劳动收入份额的另一替代指标^[38]。其次, 参考已有文献^[21], 本文采用实际控制人控制权除以现金流权的对数值 (*Sep*) 以及控制权与现金流权的比值 (*Sep1*) 来衡量两权分离度, 以此来替换金字塔层级。最后, 本文在基准回归中加入额外的可能影响回归结果的控制变量, 包括是否为国有企业 (*SOE*) 的虚拟变量、固定资产净值与总资产的比值 (*Fix*)、是否属于高新技术行业 (*IndTec*) 以及行业集中度 (*IndHHI*)。结果显示, 本文的基准回归结果依然稳健。限于篇幅, 具体的回归结果见附录。

4.4 内生性分析

首先, 本文借鉴 Altonji 等^[39]的方法来检验遗漏不可观测变量带来的内生性。具体来看, Altonji 等^[39]构建 $\left| \beta^F / (\beta^R - \beta^F) \right|$ 来推断遗漏不可观测变量的影响。一般而言, CRF 值越大 (临界值为 1), 表明遗漏变量对系数估计的影响越小。回归结果显示, *Pyramid* 的系数变化幅度不大, 且 CRF 值最小为 5.219, 这说明可能的遗漏变量对金字塔层级与劳动收入份额之间的关系影响较弱。限于篇幅, 回归结果见附录。

其次, 本文采用倾向得分匹配法和熵平衡分析方法来缓解模型误设可能带来的回归偏差。本文以各项控制变量为协变量, 以大于金字塔层级的中位数为处理组样本, 利用 Probit 模型计算处理组样本的倾向得分, 并且通过 1:1、1:2 和 1:3 的邻近匹配构建与处理组企业具有相似特征的企业作为对照组, 利用匹配后的样本检验金字塔结构对劳动收入份额的影响。其次, 根据熵平衡核心思想, 即根据最优权重来调整控制组样本观测值使控制组与处理组更相似, 本文同样按照金字塔层级的中位数进行分组来最小化以下变量的高阶矩差异: 一是所有控制变量 (权重 1); 二是所有控制变量及其交换项、二次项和三次项 (权重 2)。回归结果与基准回归结果保持一致, 说明模型误设导致的内生性问题并不严重。限于篇幅, 回归结果见附录。

最后, 本文采用工具变量法作为缓解内生性问题的主要解决方法, 构建地区平均海拔 (/1000 千米) 与知识产权保护程度的交乘项 (*Tool*) 作为核心解释变量的工具变量。其中, 知识产权保护程度是樊刚编制的中国市场化指数中的子指标。选取该工具变量的原因在于, 既有文献显示, 金字塔股权结构与投资者保护程度密切相关^[40], 而区域金融发展和法律环境能够积极影响投资者保护^[41]。在此基础上, 一方面, 本文参考王孝松等^[42]的研究, 认为海拔高度会直接影响城市发展的基础设施建设以

及大规模工业化的开展,并且与地区的经济发展水平相关;另一方面,李莉等^[43]指出,与知识产权保护相关的法律法规能够缓解资本市场的信息不对称,有利于对广大投资者的权利保护。此外,地区平均海拔是非时变因子,能够保证一定的外生性;而知识产权保护程度是时变变量,作为乘积因子来确保处理后的变量具有一定的相关性。回归结果表明,主要解释变量的回归系数依然显著,且符合与基准回归结果保持一致。Kleibergen—Paap rk LM 统计量的大于 10,拒绝了“工具变量识别不足”的原假设。限于篇幅,回归结果见附录。

4.5 机制检验

4.5.1 不确定性与劳动收入份额

前文分析指出,金字塔层级对企业劳动收入份额具有正向影响。那么,为什么金字塔股权结构下控股股东会选择高劳动收入份额?劳动收入份额意味着生产力冲击对企业利润的风险敞口^[25],而金字塔股权结构中控股股东能够以较小的现金流权和较大的控制权来降低较高的劳动收入份额带来的潜在风险,同时,获得绝大部分的生产力收益。这种收益与风险的不对等在外部不确定性较大的情况下更为明显。换言之,当不确定性较高时,金字塔层级与劳动收入份额的正向关系更为显著。本文从客户、行业竞争和资本市场的角度来考察外部不确定性对金字塔股权结构与劳动收入份额之间关系的作用,即按照第一大客户销售占比的行业均值分组的客户集中度(*Customer*),按照行业赫芬达指数均值分组的行业集中度(*IndCon*),以及根据上市公司最近 250 个交易日对数收益率计算的股票市场波动(*Volatility*)。

表 3 报告了不确定性与劳动收入份额的回归结果。列(1)~(3)分别展示了客户集中度、行业集中度与股票收益波动率与金字塔层级交乘项的回归结果。其中,客户集中度与股票收益波动率的回归系数均在 5% 的置信水平上显著为正,说明当外部不确定性较大时,金字塔层级与劳动收入份额之间的正向关系更加显著。而行业集中度的回归系数尽管同样在 5% 的置信水平上显著,但是系数符号与预期相反。这是因为,垄断行业中的企业拥有较强的市场力量,能够通过提高定价的方式来吸收负向冲击对其利润率的影响^[44]。在这种情况下,相对于竞争行业,垄断行业中的控股股东受外部变化影响程度小,其选择高劳动收入份额所获得的收益更大。

4.5.2 盈利能力与劳动收入份额

前文的理论分析指出,员工是重要的价值创造者^[31]。当劳动力能够为企业创造更高的利润,提升

表 3 不确定性与劳动收入份额的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	LS	LS	LS
<i>Pyramid</i>	0.002 (1.22)	0.002 (1.30)	0.001 (0.26)
<i>Customer</i> × <i>Pyramid</i>	0.004** (2.24)		
<i>IndCon</i> × <i>Pyramid</i>		0.005** (2.05)	
<i>Volatility</i> × <i>Pyramid</i>			0.007** (2.11)
<i>Customer</i>	-0.009** (-2.21)		
<i>IndCon</i>		-0.009 (-1.34)	
<i>Volatility</i>			-0.014 (-1.64)
<i>Constant</i>	0.932*** (17.13)	0.936*** (17.21)	0.937*** (17.20)
<i>Controls</i>	是	是	是
公司固定效应	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
<i>N</i>	26734	26734	26734
Adj <i>R</i> ²	0.047	0.047	0.047

企业价值,并且控股股东能够从中获益时,企业才会雇佣更多的劳动力或者支付更高的劳动力成本。因此,本文构造两个有关劳动力创利能力的指标:一是人工成本利润率(营业利润/人工成本)。人工成本利润率越高,劳动力的经济效益越好。二是企业价值(托宾值),用于衡量劳动力创造的股东价值。本文预期,当劳动力创造的价值(即人工成本利润率和托宾值)越高时,金字塔层级与劳动收入份额之间的关系更加积极。此外,本文进一步考虑行业股利支付率的影响。当行业股利支付率越高时,企业内部的留存收益越少。对于控股股东而言,企业内部可攫取的利益减少。

表 4 报告了盈利能力与劳动收入份额的回归结果。列(1)和列(2)中,交乘项的回归系数在至少 5% 的置信水平上显著为正,符合本文的预期。在列(3)中,年度行业股利支付率与金字塔层级交乘项的系数在 1% 的水平上显著为负,说明当上一年度行业股利支付率越高时,金字塔股权结构层级下高劳动收入份额被削弱。以上回归结果说明,当劳动力能够创造更多的利润和股东价值,或者企业内留存的可分配收入更多时,金字塔股权结构下控股股东提高劳动收入份额的动机更加强烈。随着金字塔层级的增加,控股股东从企业内剩余利润中获取获益的优势更大。

表 4 盈利能力与劳动收入份额的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	LS	LS	LS
<i>Pyramid</i>	0.002 (1.08)	-0.001 (-0.27)	0.021*** (4.07)
<i>Profitratio</i> × <i>Pyramid</i>	0.001** (2.30)		
<i>Tobinq</i> × <i>Pyramid</i>		0.002*** (2.61)	
<i>Pay</i> × <i>Pyramid</i>			-0.058*** (-3.59)
<i>Profitratio</i>	-0.030*** (-19.83)		
<i>Tobinq</i>		-0.007*** (-3.79)	
<i>Pay</i>			0.120** (2.34)
<i>Constant</i>	1.053*** (21.18)	0.960*** (17.71)	0.900*** (15.91)
<i>Controls</i>	是	是	是
公司固定效应	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
<i>N</i>	26734	26734	26734
Adj <i>R</i> ²	0.208	0.047	0.047

4.5.3 金字塔层级与劳动力结构

接下来,本文试图验证金字塔股权结构下控股股东是否通过优化劳动力结构来提高企业劳动收入份额。已有文献指出,劳动力升级有利于企业劳动收入份额的增加^[2, 34]。例如,肖土盛等^[2]发现,企业数字化转型会增加企业对高技能员工的需求以优化劳动力结构,进而提高劳动收入份额。姜晓文等^[34]的研究表明,集团共同审计能够改善劳动要素结构,从而提升劳动收入份额。因此,参考肖土盛等^[2]的做法,将硕士及以上学历的视为高技能员工,并用硕士及以上学历的员工人数的自然对数(*EduNum*)和硕士及以上学历员工在总员工人数中的占比(*EduRate*)来衡量企业人力资本结构的升级。本文预期,随着金字塔层级的增加,高技能劳动力会有所增加。表5报告了金字塔层级和劳动力结构的回归结果。其中,列(1)和列(2)分别是高技能员工和高技能员工占比的回归结果。可以看出,金字塔层级对高技能员工人数的对数值和高技能员工占比的系数均在1%的统计水平上显著为正,说明金字塔层级越多,企业内的高技能员工人数越多,劳动力结构越高级化。以上结果表明,随着金字塔层级的增加,控股股东可能进行劳动要素的优化升级,这有利于提高劳动收入份额。

表 5 金字塔层级和劳动力结构的回归结果

变量	(1)	(2)
	<i>EduNum</i>	<i>EduRate</i>
<i>Pyramid</i>	0.025*** (2.79)	0.003*** (4.67)
<i>Constant</i>	-6.764*** (-20.02)	-0.071*** (-2.97)
<i>Controls</i>	是	是
公司固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
<i>N</i>	18460	18460
Adj <i>R</i> ²	0.227	0.006

注:由于员工结构数据存在缺失值,列(1)和列(2)的回归样本与主回归不一致。

4.6 异质性分析

4.6.1 治理效应

金字塔股权结构下,控股股东与债权人的代理冲突可能表现为控股股东利用劳动收入份额的杠杆效应来损害债权人利益。而代理理论指出,良好的公司治理有利于缓解委托人与代理人之间的利益冲突。因此,本文预期,良好的公司治理可能会削弱金字塔股权结构带来的高劳动收入份额。本文选择金融监管、机构持股(外部治理)和独立董事中心性、两职合一(内部治理)来讨论这两种治理机制在控股股东与债权人之间此类代理问题上的有效性。一般而言,地区金融监管越强,机构持股越多,独立董事中心性越高,治理效应越好。在此基础上,本文计算四个内外部治理指标:一是计算地区金融监管等事务支出与地区金融业增加值来衡量地区金融监管强度^[45]。二是按照机构持股比例的行业均值进行分组,产生机构持股比例的虚拟变量。三是计算独立董事中心性的行业均值,并以此分组生成独立董事中心性的虚拟变量(*IndCenter*)。四是利用两职合一(即董事长和管理层是否由同一人任职)作为治理效应的反向指标。当董事长和管理层是同一人任职时大股东往往更易进行利益攫取,此时两职合一(*Duality*)成为了损害公司价值的治理手段。

回归结果如表6列(1)~(4)所示。列(1)~(4)分别展示了机构持股比例、独立董事中心性、金融监管强度与两职合一的回归结果。列(1)~(3)交乘项的系数至少在10%的置信水平上显著为负,说明地区金融监管、机构投资者和独立董事都挥发了一定的治理作用,抑制了控股股东的利益征用。列(4)交乘项的系数在5%的置信水平上显著为正,说明两职合一为控股股东获取利益提供便利,从而进一步加强了金字塔层级与劳动收入份额的正向关

系。以上回归结果表明,当企业具有良好的内外部治理时,现金流权和控制权相分离赋予控股股东利益攫取的能力被削弱,此时,金字塔股权结构下控股股东提高劳动收入份额的行为被限制。

4.6.2 劳动力市场特征

前文的机制分析发现,当劳动力能够产生更高的企业价值时,控股股东更倾向于提高劳动收入份额。但是,公司的劳动力投入决策可能会受到地区劳动力市场的影响,因为公司高劳动力投入产生的收益的大小取决于地区平均的人力资本成本。地区平均人力资本和最低工资正是影响企业劳动投入所带来的超额收益的关键因素,因此,本文基于此展开进一步研究。首先,本文以地区本科在校人数的对数值来衡量地区层面的人力资本情况,并且按照中位数进行分组得到人力资本的虚拟变量。地区人力资本越多,所在地企业的劳动成本越低,企业越有可能投资更多的劳动力^[46]。此外,本文计算不同城市最低工资标准的均值,以考虑地区层面劳动成本的不同对控股股东劳动决策的影响。最低工资标准是一种重要的劳动保护政策。一般来说,政府规定的最低工资标准越高,法定的雇佣固定成本越高^[47]。相对于最低工资标准较低的地区,高标准的地区的企业面临的劳动力成本越高。

表6 基于治理效应的异质性回归结果

变量	(1) LS	(2) LS	(3) LS	(4) LS
<i>Pyramid</i>	0.009*** (4.25)	0.005*** (2.76)	0.005*** (2.72)	0.003* (1.65)
<i>Institution</i> × <i>Pyramid</i>	−0.009*** (−4.25)			
<i>IndCenter</i> × <i>Pyramid</i>		−0.003* (−1.86)		
<i>Supervise</i> × <i>Pyramid</i>			−0.127* (−1.92)	
<i>Duality</i> × <i>Pyramid</i>				0.005** (2.13)
<i>Institution</i>	0.010 (1.64)			
<i>IndCenter</i>		0.007** (1.99)		
<i>Supervise</i>			0.171 (0.99)	
<i>Duality</i>				−0.007 (−1.31)
<i>Constant</i>	0.898*** (16.53)	0.927*** (17.05)	0.929*** (17.08)	0.929*** (17.08)
<i>Controls</i>	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
<i>N</i>	26734	26734	26734	26734
Adj <i>R</i> ²	0.049	0.047	0.047	0.047

表7报告了劳动力市场的结果。列(1)和列(2)分别展示了人力资本和最低工资标准的回归结果。列(1)的系数在5%的置信水平上显著为正,列(2)的系数在1%的置信水平上显著为负,说明当企业位于人力资本较多或者最低工资标准较低的地区,金字塔层级与劳动收入份额的关系更积极。以上回归结果表明,当企业面临较小的外部劳动力市场摩擦时,金字塔股权结构下控股股东更倾向于提高劳动收入份额,例如雇佣更多的高技能员工。

表7 基于劳动力市场特征的异质性回归结果

变量	(1) LS	(2) LS
<i>Pyramid</i>	0.001 (0.31)	0.013*** (4.10)
<i>HumCap</i> × <i>Pyramid</i>	0.005** (2.24)	
<i>Minwage</i> × <i>Pyramid</i>		−0.006*** (−3.54)
<i>HumCap</i>	−0.001 (−0.16)	
<i>Minwage</i>		0.012 (1.28)
<i>Constant</i>	0.927*** (17.05)	0.920*** (16.53)
<i>Controls</i>	是	是
公司固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
<i>N</i>	26734	26734
Adj <i>R</i> ²	0.047	0.047

注:列(1)和列(2)中地区变量的缺失值用上一年的数据补足,如果上一年也为缺失,则用下一年数据补足。

4.7 经济后果

进一步地,本文将分析金字塔股权结构下控股股东做出的劳动收入份额决策是否会损害债权人的利益。具体来看,在市场状况良好的情况下,控股股东能够通过掏空行为来侵占由高劳动收入份额的高收益。而在市场状况不好的情况下,企业会面临由高劳动收入份额引致的破产风险^[25,46],此时,控股股东往往会通过过度负债的方式来转移这种破产风险。本文预期,高劳动收入份额会增加大股东的掏空行为以及过度负债程度。在此基础上,参考已有文献^[35],本文利用其他应收款占总资产的比重来衡量大股东掏空行为(*Tunnel*),以及实际负债程度与目标负债程度的差值来衡量过度负债程度(*Exdebt*)。

表8是劳动收入份额的经济后果,列(1)的被解释变量是大股东掏空行为,列(2)中的被解释变量是过度负债程度。可以看出,列(1)和列(2)的回归系

数均在 1% 的统计水平上显著为正,说明高劳动收入份额的经营决策会增加大股东掏空行为以及过度负债程度,进而损害债权人和中小股东的利益。

表 8 劳动收入份额的经济后果

变量	(1)	(2)
	<i>Tunnel</i>	<i>Exdebt</i>
<i>LS</i>	0.015*** (7.06)	0.032*** (3.89)
<i>Constant</i>	-0.009 (-0.87)	0.813*** (18.15)
<i>Controls</i>	是	是
公司固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
<i>N</i>	26734	26734
Adj <i>R</i> ²	0.019	0.270

5 结语

实现共同富裕必须坚持在发展中保障和改善民生。党的二十大也提出“中国式现代化是全体人民共同富裕的现代化”。提升企业劳动收入份额,对于促进就业、保障劳动力收入水平具有重要意义。本文基于 2008—2020 年中国沪深 A 股上市公司样本,分析金字塔层级与企业劳动收入份额之间的关系以及影响机制。研究结果表明,金字塔层级越多,企业劳动收入份额越高。本文的结论在经过一系列稳健性检验和内生性检验之后依然稳健。从机制分析来看,当外部不确定性较高或者劳动力能够创造更高价值以及股东可获取的留存收益更多时,金字塔层级与劳动收入份额之间的正向关系更加显著。同时,本文还发现,金字塔层级有利于劳动力结构的升级,进而促进劳动收入份额的增加。进一步研究还发现,当企业的外部治理和内部治理更好、企业所在地人力资本更充足以及最低工资标准水平更低时,金字塔层级对劳动收入份额的积极影响更显著。

本研究探索了金字塔股权结构与劳动收入份额的相关问题,对于如何提高劳动收入份额、促进就业具有重要的政策意义。第一,有利于揭示股东在分配决策上存在的利益权衡,明确劳动力对企业长期发展的关键地位。研究发现,控股股东更倾向于雇佣能够为其创造更高利润的高技能员工,说明人力资本是提升劳动力市场地位的重要因素。政府应当加强劳动者技能培训和发展的,例如,定期开展公开培训活动、引导未就业人员参与、增加企业培训获证补贴等,这在化解结构性就业问题的同时能够有效提高劳动者收入水平。同时,应完善劳动

者权益保护机制,确保劳动者能够享有公正的劳动条件和合理的劳动收入。具体而言,可以加强劳动法律法规的执行力度,建立劳动争议解决机制,提高劳动者在工会等组织中的话语权,并加大对用人单位的监管和处罚力度。第二,着眼于制定投资者保护与资源配置效率融合发展的相关政策。研究发现,外部治理对优化劳动收入分配具有积极的调节作用,这说明,加强上市公司投资者保护至关重要。金字塔股权结构往往涉及多层级的控股关系,这使得控制权与现金流权的分离成为可能,增加了最终控制人进行利益输送或损害中小股东和债权人利益的风险。对此,应当制定更为严格的信息披露法律法规,确保所有与金字塔股权结构相关的公司都能够清晰、完整地披露其所有权结构、关联交易和财务状况,以便投资者和劳动者能够做出明智的决策。此外,金字塔股权结构下股权往往过于集中,使得少数股东能够控制整个公司。对此,政府应当积极推动股权多元化和分散化,鼓励更多的投资者参与公司的经营和管理,进而提高企业的治理效率和竞争力。

参考文献:

[1] 罗明津,铁瑛. 企业金融化与劳动收入份额变动[J]. 金融研究, 2021(8): 100—118.
Luo M J, Tie Y. Financialization and labor share: Firm-level evidence from China[J]. Journal of Financial Research, 2021(8): 100—118.

[2] 肖土盛,孙瑞琦,袁淳,等. 企业数字化转型、人力资本结构调整与劳动收入份额[J]. 管理世界, 2022, 38(12): 220—237.
Xiao T S, Sun R Q, Yuan C, et al. Digital transformation, human capital structure adjustment and labor income share[J]. Journal of Management World, 2022, 38(12): 220—237.

[3] 李稻葵,刘霖林,王红领. GDP中劳动份额演变的U型规律[J]. 经济研究, 2009, 44(1): 70—82.
Li D K, Liu L L, Wang H L. The U curve of labor share in GDP during economic development[J]. Economic Research Journal, 2009, 44(1): 70—82.

[4] 文雁兵,陆雪琴. 中国劳动收入份额变动的决定机制分析——市场竞争和制度质量的双重视角[J]. 经济研究, 2018, 53(9): 83—98.
Wen Y B, Lu X Q. The determination mechanism of changes in China's labor income share: Based on the double perspectives of market competition and institutional quality[J]. Economic Research Journal, 2018, 53(9): 83—98.

[5] 罗长远,陈琳. 融资约束会导致劳动收入份额下降吗?——基于世界银行提供的中国企业数据的实证研

- 究[J]. 金融研究, 2012(3): 29—42.
- Luo C Y, Chen L. Could financial constraints cause labor income shares to decline? Evidence from data at firm level in China[J]. Journal of Financial Research, 2012(3): 29—42.
- [6] 余森杰, 梁中华. 贸易自由化与中国劳动收入份额——基于制造业贸易企业数据的实证分析[J]. 管理世界, 2014(7): 22—31.
- Yu M J, Liang Z H. Trade liberalization and the share of labor income in China: An empirical analysis based on the data of manufacturing trade enterprises[J]. Journal of Management World, 2014(7): 22—31.
- [7] 施新政, 高文静, 陆瑶, 等. 资本市场配置效率与劳动收入份额——来自股权分置改革的证据[J]. 经济研究, 2019, 54(12): 21—37.
- Shi X Z, Gao W J, Lu Y, et al. Efficient resource allocation and labor income share: Evidence from the split-share structure reform[J]. Economic Research Journal, 2019, 54(12): 21—37.
- [8] 江轩宇, 朱冰. 资本市场对外开放与劳动收入份额——基于沪深港通交易制度的经验证据[J]. 经济学(季刊), 2022, 22(4): 1101—1124.
- Jiang X Y, Zhu B. Stock market liberalization and labor income share: Evidence from connect scheme between A-share and Hong Kong market[J]. China Economic Quarterly, 2022, 22(4): 1101—1124.
- [9] Faleye O, Mehrotra V, Morck R. When labor has a voice in corporate governance[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2006, 41(3): 489—510.
- [10] Freeman R E, Reed D L. Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance[J]. California Management Review, 1983, 25(3): 88—106.
- [11] Crotty J. The neoliberal paradox: The impact of destructive product market competition and impatient finance on nonfinancial corporations in the neoliberal era[J]. Review of Radical Political Economics, 2003, 35(3): 271—279.
- [12] Falato A, Kim H, Von Wachter T. Shareholder power and the decline of labor[R]. Working Paper, NBER, 2022.
- [13] Azar J, Qiu Y, Sojourner A. Common ownership in labor markets[J]. Available at SSRN 4158482, 2022.
- [14] 卫旭华. 薪酬水平和薪酬差距对企业运营结果影响的元分析[J]. 心理科学进展, 2016, 24(7): 1020—1031.
- Wei X H. A meta-analysis of the effects of pay level and pay dispersion on firm operational outcomes[J]. Advances in Psychological Science, 2016, 24(7): 1020—1031.
- [15] Fan J P H, Wong T J, Zhang T. Institutions and organizational structure: The case of state-owned corporate Pyramids[J]. Journal of Law, Economics, and Organization, 2013, 29(6): 1217—1252.
- [16] Lin C, Ma Y, Malatesta P, et al. Ownership structure and the cost of corporate borrowing[J]. Journal of Financial Economics, 2011, 100(1): 1—23.
- [17] Claessens S, Djankov S, Lang L H P. The separation of ownership and control in East Asian corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1—2): 81—112.
- [18] Liu Q, Tian G. Controlling shareholder, expropriations and firm's leverage decision: Evidence from Chinese non-tradable share reform[J]. Journal of Corporate Finance, 2012, 18(4): 782—803.
- [19] 郑志刚, 邹珍, 黄继承, 等. 金字塔式控股结构与上市公司资本运作的机会主义倾向[J]. 金融研究, 2021(11): 153—169.
- Zheng Z G, Huan Z, Huang J C, et al. Opportunistic tendency of capital operation in listed companies with pyramidal ownership structure[J]. Journal of Financial Research, 2021(11): 153—169.
- [20] Almeida H, Park S Y, Subrahmanyam M G, et al. The structure and formation of business groups: Evidence from Korean chaebols[J]. Journal of Financial Economics, 2011, 99(2): 447—475.
- [21] 戴亦一, 潘越. 金字塔结构、最终控制者性质与盈余操纵——来自我国上市公司的经验证据[J]. 经济管理, 2009, 31(10): 115—120.
- Dai Y Y, Pan Y. Pyramid structure, ultimate owner attribute and earning manipulation: Evidence from Chinese listed companies[J]. Economic Management Journal, 2009, 31(10): 115—120.
- [22] Lin C, Ma Y, Malatesta P, et al. Corporate ownership structure and bank loan syndicate structure[J]. Journal of Financial Economics, 2012, 104(1): 1—22.
- [23] Donangelo A. Untangling the value premium with labor shares[J]. The Review of Financial Studies, 2021, 34(1): 451—508.
- [24] 尹力博, 魏冬. 劳动杠杆的定价效力: 来自中国A股市场的证据[J]. 金融研究, 2022(2): 117—134.
- Yin L B, Wei D. The pricing effect of labor leverage: Evidence from Chinese A-share market[J]. Journal of Financial Research, 2022(2): 117—134.
- [25] Bouvard M, de Motta A. Labor leverage, coordination failures, and aggregate risk[J]. Journal of Financial Economics, 2021, 142(3): 1229—1252.
- [26] Ghaly M, Dang V A, Stathopoulos K. Cash holdings and labor heterogeneity: The role of skilled labor[J]. The Review of Financial Studies, 2017, 30(10): 3636—3668.
- [27] Chen Z, Harford J, Kamara A. Operating leverage, profitability, and capital structure[J]. Journal of Finan-

- cial and Quantitative Analysis, 2019, 54(1): 369—392.
- [28] Masulis R W, Pham P K, Zein J. Family business groups around the world: Financing advantages, control motivations, and organizational choices[J]. The Review of Financial Studies, 2011, 24(11): 3556—3600.
- [29] Donangelo A, Gourio F, Kehrig M, et al. The cross-section of labor leverage and equity returns[J]. Journal of Financial Economics, 2019, 132(2): 497—518.
- [30] Favilukis J, Lin X, Zhao X. The elephant in the room: The impact of labor obligations on credit markets[J]. American Economic Review, 2020, 110(6): 1673—1712.
- [31] Edmans A. Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices[J]. Journal of Financial Economics, 2011, 101(3): 621—640.
- [32] Donangelo A. Labor mobility: Implications for asset pricing[J]. The Journal of Finance, 2014, 69(3): 1321—1346.
- [33] Eisfeldt A L, Papanikolaou D. Organization capital and the cross-section of expected returns[J]. The Journal of Finance, 2013, 68(4): 1365—1406.
- [34] 姜晓文, 鄢翔, 张人方. 集团共同审计能提升劳动收入份额吗?[J]. 审计研究, 2023(2): 112—123.
- Jiang X W, Yan X, Zhang R F. Does the common signing auditor within a business group increase labor income share?[J]. Auditing Research, 2023(2): 112—123.
- [35] 曹春方, 许楠, 逯东, 等. 金字塔层级、长期贷款配置与长期贷款使用效率——基于地方国有上市公司的实证研究[J]. 南开管理评论, 2015, 18(2): 115—125.
- Cao C F, Xu N, Lu D, et al. Pyramidal layers, long-term loans allocation, and efficiency of long-term loans use: Based on local stateowned listed companies [J]. Nankai Business Review, 2015, 18(2): 115—125.
- [36] 杜鹏程, 王姝勋, 徐舒. 税收征管、企业避税与劳动收入份额——来自所得税征管范围改革的证据[J]. 管理世界, 2021, 37(7): 105—118+8.
- Du P C, Wang S X, Xu S. Tax administration, tax avoidance and labor income share: Evidence from the corporate tax collection reform in China[J]. Journal of Management World, 2021, 37(7): 105—118+8.
- [37] 方军雄. 劳动收入比重, 真的一致下降吗? ——来自中国上市公司的发现[J]. 管理世界, 2011, 27(7): 31—41+188.
- Fang J X. Has the proportion reached by the income obtained by labor been declining? My discovery from China's listed companies [J]. Journal of Management World, 2011, 27(7): 31—41+188.
- [38] 王雄元, 黄玉菁. 外商直接投资与上市公司职工劳动收入份额: 趁火打劫抑或锦上添花[J]. 中国工业经济, 2017(4): 135—154.
- Wang X Y, Huang Y J. Foreign direct investment and labor share in the listed companies: Looting a burning house or icing on the cake[J]. China Industrial Economics, 2017(4): 135—154.
- [39] Altonji J G, Elder T E, Taber C R. Selection on observed and unobserved variables: Assessing the effectiveness of Catholic schools [J]. Journal of Political Economy, 2005, 113(1): 151—184.
- [40] La Porta R, 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.
- [41] 郑志刚, 邓贺斐. 法律环境差异和区域金融发展——金融发展决定因素基于我国省级面板数据的考察[J]. 管理世界, 2010, 26(6): 14—27+187.
- Zheng Z G, Deng H F. The legal environment differences and the regional financial development [J]. Journal of Management World, 2010, 26(6): 14—27+187.
- [42] 王孝松, 周钰丁, 肖尧. 地缘经济因素的贸易效应——来自“一带一路”沿线国家的证据[J]. 经济研究, 2022, 57(9): 174—191.
- Wang X S, Zhou Y D, Xiao Y. Trade effects of geo-economic factors: Evidence from countries along the Belt and Road [J]. Economic Research Journal, 2022, 57(9): 174—191.
- [43] 李莉, 闫斌, 顾春霞. 知识产权保护、信息不对称与高科技企业资本结构[J]. 管理世界, 2014(11): 1—9.
- Li L, Yan B, Gu C X. Intellectual property protection, information asymmetry and capital structure of high-tech enterprises [J]. Journal of Management World, 2014(11): 1—9.
- [44] Li G, Li J, Wu Y. Exchange rate uncertainty and firm-level investment: Finding the Hartman - Abel effect[J]. Journal of Comparative Economics, 2019, 47(2): 441—457.
- [45] 唐松, 伍旭川, 祝佳. 数字金融与企业技术创新——结构特征、机制识别与金融监管下的效应差异[J]. 管理世界, 2020, 36(5): 52—66+9.
- Tang S, Wu X C, Zhu J. Digital finance and enterprise technology innovation: Structural feature, mechanism identification and effect difference under financial supervision [J]. Journal of Management World, 2020, 36(5): 52—66+9.
- [46] Matsa D A. Capital structure and a firm's workforce [J]. Annual Review of Financial Economics, 2018, 10: 387—412.
- [47] 陆瑶, 施新政, 刘璐瑶. 劳动力保护与盈余管理——基于最低工资政策变动的实证分析[J]. 管理世界, 2017(3): 146—158.
- Lu Y, Shi X Z, Liu L Y. Labor protection and earnings management: An empirical analysis based on the change of minimum wage policy [J]. Journal of Management World, 2017(3): 146—158.

Pyramid Structure and Labor Income Share

Xiao Jinli¹, Li Jialing¹, Gao Hao², Wen Fenghua³

(1. School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, China;

2. Wudaokou School of Finance, Tsinghua University, Beijing 100083, China;

3. Business School, Central South University, Changsha 410083, China)

Abstract: Pyramid ownership structure is common in China. The pyramid ownership structure has its uniqueness, which is manifested as the separation of cash flow rights and control rights. This separation distorts the decision-making motivation of the controlling shareholders under the pyramid ownership structure and guides them to make high-risk investment behaviors, which may include decisions about labor income share. Labor income share is an important part of a firm's operating decision, which can reflect the initial distribution status of labor factors within the firm. In the context of pursuing common prosperity, it is of great theoretical and practical significance to discuss the impact of pyramid ownership structure on labor income share and its potential mechanism. Based on the sample of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2008 to 2020, the impact of pyramid ownership structure on the labor income share of enterprises is examined, the reasons for controlling shareholders to increase the labor income share from the perspectives of returns and risks are analyzed, and it is proposed that optimizing the labor structure is the main influencing mechanism. The benchmark regression results of this paper show that the more the pyramid levels are, the higher the labor income share of enterprises is, which verifies the main hypothesis of this paper. Secondly, the reliability of the results is examined by replacing the measurement methods of explanatory variables and explained variables, adding observable control variables, omitting unobservable variable analysis, propensity score matching and entropy balance matching, and instrumental variable method, and it is found that the regression results are robust. When external uncertainty is high or labor can create higher value and shareholders can obtain more retained earnings, the positive relationship between pyramid hierarchy and labor income share is more significant. Moreover, as the pyramid hierarchy increases, firms are able to achieve and upgrade the labor structure. Further studies show that the impact of pyramid hierarchy on labor income share is more obvious when firms have better external and internal governance, more adequate human capital and lower minimum wage standard. The literature on the influencing factors of labor income share is expanded, the research conclusions on the economic consequences of pyramid hierarchy are enriched, and new evidence for in-depth understanding of the relationship between labor and capital is provided.

Key words: labor income share; pyramid structure; separation of two rights