

员工持股计划能够改善企业劳动投资效率吗？

刘 圻 赵沪晓

(中南财经政法大学 会计学院, 湖北 武汉 430073)

摘要:本文以2014~2020年沪深A股上市公司作为样本,研究员工持股计划对企业劳动投资效率的影响,研究发现:员工持股计划的实施能够显著降低企业非效率劳动投资的程度,内部控制质量提升是员工持股计划改善劳动投资效率的作用机制。进一步研究发现,雇佣过度和雇佣不足的情况均能够通过员工持股计划得到缓解,且当企业内外部监督治理机制不完善时,实施员工持股计划能够弥补公司治理环境的缺陷,改善企业劳动投资效率。另外,员工持股计划能够使企业在进行劳动力调整时增加高学历员工比重,优化员工学历结构。本文的研究结论对上市公司实施员工持股计划以及提高劳动力要素配置效率具有一定启示。

关键词:员工持股计划;劳动投资效率;内部控制质量;公司治理

中图分类号:F272.92 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2022)04-0003-13

一、引言

我国经济发展正面临着从高速增长阶段向高质量发展阶段的转变,优化要素配置效率是我国改变粗放式经济增长模式,提升经济发展质量的重要手段。党的十九大明确将要素资源配置问题作为经济体制改革的重点,党的十九届四中、五中全会进一步强调了健全要素市场运行机制以及完善要素资源配置的重要性。我国当前正处在转变发展方式的攻关期,要素配置的有效性关乎企业与经济发展的质量,如何提高要素配置效率成为学术界亟待研究的问题。现有文献主要对企业资本投资效率进行研究,而对于同样重要的劳动力投资决策的研究则相对较少。相对于资本投资,劳动力投资有一定的独特性。首先,劳动力调整成本较低,但调整更加频繁,这意味着劳动投资会对企业的成本和收益产生持续的影响^[1]。其次,劳动力的流动性较高且具有可逆性^[2]。不同于其他生产要素,劳动力具有较强的流动性,员工随时有可能因为替代机会而离开企业。最后,劳动投资遵循收益递减的规律,这使得企业有可能优先对劳动力的配置进行调整^[3]。由此,劳动投资需要单独研究,不能简单地从其他资本投资的结论中推断。当今,人力资本投资的地位日益重要,人力资本错配将导致严重的产出损失^[4],然而学术界对于劳动投资的关注并不充分^[5],因此,研究企业如何改善劳动投资效率具有一定的现实意义。

员工是企业重要的人力资本,通过何种途径调动员工积极性,促进企业长期高质量发展是一个重

收稿日期:2021-10-14

作者简介:刘 圻(1977—),男,湖北黄石人,中南财经政法大学会计学院教授,博士生导师。

赵沪晓(1995—),女,湖北武汉人,中南财经政法大学会计学院博士生。

要议题。2014年6月,中国证监会发布《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》,旨在引导上市公司通过员工持股计划形成资本所有者和劳动者利益共同体,改善公司治理水平,提升上市公司质量,以促进企业与经济长期高质量发展。员工持股计划实施以来,已有研究关注到了员工持股计划在企业投资决策方面对资本要素配置效率的作用^{[6][7]},而劳动力要素作为企业生产活动的基础,同样能够影响企业高质量发展的成效^[4],那么员工在持有股权之后企业是否有动机减少劳动力错配?又是通过何种途径产生作用的?企业在进行劳动力投资决策调整时是否以优化员工结构为前提?现有文献对此鲜有关注。鉴于此,本文基于沪深A股上市公司2014~2020年的数据,检验员工持股计划对企业劳动投资效率的影响及其机制,并探讨在不同内外部治理环境下的异质性作用效果,最后考察企业调整劳动力时员工学历结构是否得到了提升。

本文可能的贡献主要有:(1)拓展了员工持股计划的经济后果研究。自企业实施员工持股计划以来,已有与企业投资决策相关的研究主要集中在国有企业资本投资效率^[7]、企业金融资产配置效率^[6]等资本投资决策方面,鲜有学者关注同样重要的劳动投资决策。本文的研究将员工持股计划的经济后果拓展到劳动力要素配置效率领域,发现员工持股计划对改善企业劳动投资效率具有积极作用,从而拓展了相关研究。(2)丰富了劳动投资效率的影响因素研究。学者们从内部治理环境出发研究了劳动投资效率的影响因素,主要关注了财务报告质量^{[3][5]}、内部控制质量^[8]以及高管特征^[9]等方面,忽视了员工所有权作为企业内部监督治理机制所产生的作用。本文发现实施员工持股计划能够通过提升内部控制质量改善企业劳动投资决策,丰富了相关研究,也为企业如何优化劳动力要素配置与最大化劳动力资源作用提供参考。

二、文献综述

当委托人与代理人之间的目标不一致时,代理问题也将存在于员工层面,且会由于较宽的管理幅度导致委托人存在更大的监督责任。因此,员工所有权是一种解决企业代理问题的措施,通过赋予员工获取企业资产剩余收益的权利,使员工与所有者的利益一致,以实现员工为企业价值增长而努力的有效激励^[10]。现有文献主要从以下角度探究了员工持股计划对公司治理的激励效果:第一,员工通过持股能够增加心理所有权意识,从而改善工作态度,增强对公司财务业绩的兴趣以及对组织的认同感,进而减轻员工层面的代理问题。已有研究认为员工持股计划在促进组织间分工协作、提高企业生产力以及增加股东财富等方面具有积极作用^[11]。第二,员工持股计划有利于通过减少信息不对称、降低管理层代理成本等途径改善公司治理水平。现有研究发现员工持股计划有助于提高员工在薪酬谈判等方面的议价能力^[12],在缓解企业内部信息不对称的同时,促进企业提高对利益相关者的信息披露程度,降低企业内外部信息壁垒,改善公司治理^[13]。此外,所有权的赋予将员工与企业的利益长期绑定,员工将积极履行对管理者决策行为的监督责任,这对降低企业代理成本、提高管理层独立性等起到了积极作用^[14],能够使管理层更有效地整合企业资源,改善公司治理状况^[6]。

与本文主题密切相关的另一部分文献则讨论了劳动投资效率的影响因素。劳动投资决策关系着企业劳动力资源的配置,委托代理理论认为管理者与股东之间存在潜在利益分歧,从而预测管理层在投资决策时会偏离最优投资水平,导致投资效率低下,背离股东财富最大化的目标。Ghaly等(2020)发现劳动投资无论是过度还是不足,只要偏离了最优劳动力投资水平就会降低企业的未来价值和经营绩效^[15]。现有研究认为,公司内外部治理环境对劳动投资效率均能产生影响,对于内部治理环境而言,部分学者认为较高的内部控制水平^[8]、财务报告质量^{[3][5]}以及会计稳健性^[16]等因素能够有效减轻企业劳动投资决策中的信息不对称和代理成本,提高劳动投资效率。另有部分学者从高管个人特征出发,发现高管独立性、受教育程度等因素能够影响管理者劳动投资决策的有效性^[9]。从企业员工的视角,Cao和Rees(2020)通过包括公司是否设置完备的分红及退休福利计划、员工参与决策的程度以及公司裁员情况等要素构成的员工待遇评分体系测算发现,样本中的美国公司员工待遇越好,越有可能发挥对企业劳动投资效率的改善作用^[17]。

上述文献为本文的研究奠定了基础,但是围绕员工持股计划与劳动投资效率的话题仍存在研究的空间。具体而言,在员工持股计划的经济后果中,已有文献关注到了企业资本投资决策并得出了不同的结论:部分学者发现员工持股计划对企业金融资产配置^[6]与研发创新^[18]具有积极作用,另有学者认为员工持股后的风险规避可能会导致企业减少研发投入以及对长期价值投资的关注^{[11][19]},对资本投资效率并无显著的改善作用^[7]。现有文献虽然对资本投资决策有了一定的研究,但劳动力要素配置效率同样是企业高质量发展中不可忽视的因素,且劳动力投资与资本投资存在异质性,因此有必要单独进行研究。另外,国内学者鲜有研究员工参与公司治理对企业劳动力配置效率的影响。员工持股计划作为一项企业内部激励机制,能否通过改变内部治理环境从而影响劳动投资效率具有一定的研究价值。

三、理论分析与研究假设

本文认为员工持股计划将可能从以下方面影响劳动投资效率:

第一,员工持股计划有助于促进信息向外部市场传递,缓解企业与外部资金提供者之间的信息不对称,进而有利于企业利用外部资金进行有效的劳动力调整,减少企业非效率劳动投资决策。劳动力在转移、维持和替代过程中将产生调整成本,这使得企业需要借助外部资金来解决这类资本支出^[1]。当企业与外部市场存在较为严重的信息不对称时,管理者难以向外部投资者传递有关企业投资机会的信息,导致外部资金提供者对企业最优劳动力水平认识不足,进而不利于企业以合理的资本成本筹集资金,进行有效的劳动力调整。员工持股计划通过长期激励契约机制塑造关注长期发展的企业文化^[10],同时有助于促进组织间的信息交流,提升信息传递的及时性和准确性^[11]。企业信息交流环境的改善和对长期价值增长的关注将促使管理层减少对信息的隐瞒^[13],提高企业信息披露水平,降低财务报告信息不确定性,促进信息在利益相关者之间传递,有助于缓解企业与外部市场的信息摩擦,使企业能够充分利用外部资金进行劳动力配置的优化,最终有助于企业做出有效的劳动投资决策,改善劳动投资效率。

第二,员工持股计划有助于企业形成良好的激励和监督机制,减少管理者在劳动力配置调整中的非效率决策行为。管理者可能出于“帝国建造”或管理防御动机产生机会主义投资决策,进行过多或过少的劳动力配置,降低劳动投资效率,损害公司长期价值^[15]。劳动力投资本身又存在投入较多、周期较长、收益递减的特征,一旦管理者出于短视化机会主义目的进行决策,容易削减劳动力投资^[3];且企业决策者受中国传统人情文化影响,在项目投资或劳动力雇佣上易出现注重人情而忽视配置效率的情况^[8]。员工持股计划通过给予员工部分股权,一定程度上解决了“搭便车”问题,能更好地激发员工积极监督、参与决策的意识^[10]。同时,股权将员工利益与企业长期目标绑定,在整个组织中创造出一种长期激励契约生态,有利于员工为了企业长期价值目标而对管理层的短期行为进行监督,抑制管理层短视化自利动机造成的企业劳动力资源错配问题。

员工持股计划不仅能够赋予员工监督的动力,也使员工有能力对管理者的投资决策进行监督。员工心理所有权所产生的组织认同感能够在提升自身工作态度和能力的同时加强员工间的信息沟通^[11],而信息的交流为员工进行监督合作提供了有利条件^[20]。此外,持有股权的员工比其他外部股东更倾向于向管理层施压^[14]。员工比外部投资者更了解公司运营过程中的详细信息,且距离管理者较近,因此他们有能力对管理者在劳动投资决策中的机会主义行为进行有效监督,减少企业过多或过少的劳动力资源配置。

综上所述,员工持股计划的实施一方面可能通过降低公司内外部的信息壁垒,为企业劳动投资决策的调整提供有利环境;另一方面则可能通过完善公司的激励和监督制度安排,减少劳动投资决策中的非效率机会主义行为。

然而也有学者指出,管理层可能出于管理防御或享受平静生活的目的实施员工持股计划从而“讨好”员工^[21],这时管理层将会对企业员工超额或不足的问题放松管制,加剧企业劳动投资非效率的程度。另外,员工所有权也可能触发员工的风险规避心理,使员工更加关注公司绩效的可靠性而不是增

长性,使企业减少长期性投资^[19];同时,员工所有权可能会使有能力的员工因不愿与他人分享收益从而减少努力程度^[22]。从这些方面来看,如果员工不愿或者不能发挥内部监督治理作用,那么基于员工所有权的激励措施也有可能无法提升企业劳动投资效率。

基于以上分析,本文提出如下竞争性假设:

H1a:实施员工持股计划有利于改善企业的劳动投资效率。

H1b:实施员工持股计划对企业劳动投资效率没有改善作用。

四、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文选取 2014~2020 年沪深两市 A 股上市公司作为研究样本,并进行如下筛选:(1)剔除 ST 和 *ST 公司;(2)剔除雇员人数小于 30 的样本;(3)剔除金融行业公司;(4)当同一家公司同一年度发行多次员工持股计划时,仅保留首次发行的观测数据;(5)剔除员工持股计划停止实施的样本,保证样本中员工持股计划正在实施。为缓解样本自选择偏差,本文使用倾向得分匹配法(PSM)得到处理组和控制组样本进行后续回归分析。具体而言,本文选择公司规模、产权性质、第一大股东持股比例、资产负债率、企业年龄、董事长是否兼任总经理、独立董事比例以及资产收益率作为协变量,在卡尺 $\epsilon = 0.05$ 范围内进行 1:2 最近邻匹配,并加入共同支持条件,由此得到处理组和控制组样本。未列示的平衡性检验显示匹配后变量的标准偏差的绝对值在 4.2% 以内,小于 10%,且匹配前处理组和控制组显示出的显著差异在匹配后变得不显著,说明本文获得了较为理想的匹配效果。最后,本文在 PSM 后共获取 649 个处理组样本以及处理组、控制组共 1830 个公司一年度观测值。由于使用当期解释变量对下一期被解释变量回归会损失部分样本量,本文最终参与回归的共有 1260 个公司一年度观测值。员工持股计划数据来自 Wind 数据库,其他数据均来自国泰安 CSMAR 数据库。本文对主要连续变量上下 1% 的样本进行了缩尾处理(Winsorize),以避免极端值的干扰。

(二)变量定义与模型构建

为验证员工持股计划与企业劳动投资效率之间的关系,本文设计如下模型:

$$\begin{aligned} \text{Abs_net_hire}_{i,t+1} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{ESOP}_{i,t} + \alpha_2 \text{Size}_{i,t} + \alpha_3 \text{Lev}_{i,t} + \alpha_4 \text{BM}_{i,t} + \alpha_5 \text{Tangible}_{i,t} + \\ & \alpha_6 \text{LABOR_intensity}_{i,t} + \alpha_7 \text{Sd_cfo}_{i,t} + \alpha_8 \text{Sd_sales}_{i,t} + \alpha_9 \text{Sd_hire}_{i,t} + \\ & \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \epsilon_{i,t+1} \end{aligned} \quad (1)$$

模型(1)中,被解释变量 Abs_net_hire 为企业非效率劳动投资水平,参考 Pinnuck 和 Lillis (2007)^[3]以及 Jung 等(2014)^[5]的研究,本文构建模型(2)预测企业劳动投资水平:

$$\begin{aligned} \text{Net_hire}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Sale_growth}_{i,t} + \beta_2 \text{Sale_growth}_{i,t-1} + \beta_3 \text{ROA}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t-1} + \\ & \beta_5 \Delta \text{ROA}_{i,t} + \beta_6 \text{Mktvalue}_{i,t-1} + \beta_7 \text{Quick}_{i,t} + \beta_8 \text{Quick}_{i,t-1} + \beta_9 \Delta \text{Quick}_{i,t} + \\ & \beta_{10} \text{Lev}_{i,t-1} + \beta_{11} \text{Lossbin1}_{i,t-1} + \beta_{12} \text{Lossbin2}_{i,t-1} + \beta_{13} \text{Lossbin3}_{i,t-1} + \\ & \beta_{14} \text{Lossbin4}_{i,t-1} + \beta_{15} \text{Lossbin5}_{i,t-1} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

模型(2)回归得到的残差为异常劳动投资,本文采用异常劳动投资的绝对值(Abs_net_hire)衡量企业劳动投资效率,Abs_net_hire 取值越大,非效率劳动投资的程度越高,意味着企业的劳动力配置越无效率。模型(1)(2)中变量具体定义见表 1。

本文主要解释变量为员工持股计划(ESOP)虚拟变量,上市公司当年实施员工持股计划时取 1,否则为 0。根据 Jung 等(2014)的研究^[5],本文在回归中加入相关控制变量以及行业、年度虚拟变量,变量具体定义如表 1 所示。

五、实证分析

(一)描述性统计

本文主要变量的描述性统计结果如表 2 所示。由表 2 可知,ESOP 的均值为 0.379,即样本中有

表 1

变量定义

变量符号	变量名称	变量定义
Abs_net_hire	非效率劳动投资	模型(2)回归残差取绝对值
ESOP	员工持股计划	上市公司当年实施员工持股计划时取 1, 否则为 0
IC	内部控制质量	“迪博·中国上市公司内部控制指数”除以 100
Size	公司规模	公司期末资产总额取自然对数
Lev	资产负债率	负债总额除以资产总额
BM	账面市值比	资产总额除以年个股总市值
Tangible	固定资产占比	固定资产净额与总资产的比值
LABOR_intensity	劳动力密集度	员工人数与总资产自然对数的比值除以 100
Sd_cfo	现金流波动性	过去 5 年经营活动现金净流量的标准差取自然对数
Sd_sales	营业收入波动性	过去 5 年营业收入的标准差取自然对数
Sd_hire	劳动雇佣波动性	过去 5 年员工数量增长率的标准差取自然对数
Net_hire	员工数量增长率	企业年度员工总数增长率
Sale_growth	营业收入增长率	(企业本年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入
ROA	资产回报率	净利润除以资产总额
Mktvalue	企业市值	年个股流通市值的自然对数
Quick	速动比率	(现金+短期投资+应收账款)/流动负债
LossbinX	公司亏损程度	根据企业上年度 ROA 数值是否在 -0.025~0 的区间, 并以 0.005 作为区间长度平均划分为五个区间, 如 ROA 取值在 -0.005~0, 则 Lossbin1 取 1, 否则取 0
Industry	行业虚拟变量	控制行业固定效应
Year	年度虚拟变量	控制年份固定效应

表 2

描述性统计结果

变量	样本量	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
Abs_net_hire	1260	0.432	0.262	0.005	3.710	0.534
ESOP	1260	0.379	0	0	1	0.485
IC	1260	6.363	6.603	0	9.413	1.326
Size	1260	22.684	22.533	19.402	26.086	1.197
Lev	1260	0.441	0.433	0.049	0.970	0.197
BM	1260	0.569	0.556	0.114	1.149	0.250
Tangible	1260	0.189	0.160	0.002	0.715	0.146
LABOR_intensity	1260	2.769	1.351	0.031	26.217	4.312
Sd_cfo	1260	20.372	20.267	16.667	24.057	1.470
Sd_sales	1260	19.170	19.013	16.124	22.648	1.296
Sd_hire	1260	-1.596	-1.765	-4.267	2.767	1.167

37.9%的企业实施了员工持股计划; Abs_net_hire 的均值为 0.432, 最小值为 0.005, 最大值为 3.71, 且标准差为 0.534, 说明样本范围内的公司发生的异常劳动投资差异较大, 劳动投资效率有明显区别。控制变量中样本企业规模、劳动力密集度等指标水平与现有文献基本一致, 各指标在样本范围内均具有较大的变异性, 且不存在离群值干扰, 符合统计学意义。方差膨胀因子(VIF)计算结果显示各变量 VIF 值均小于 10, VIF 均值为 2.56, 说明变量间存在严重共线性的可能性不大。

(二) 基准回归分析

表 3 报告了本文假设的检验结果, 列(2)在列(1)的基础上控制了行业、年度虚拟变量。回归结果显示, ESOP 与 Abs_net_hire 呈负相关关系, 且在 5%的水平上显著, 这说明实施员工持股计划能够显著改善企业劳动投资效率。在经济意义上, 实施员工持股计划的企业相比没有实施的企业非效率劳动投资水平平均低 4.81%个标准差。该研究结果说明, 员工持有股权之后将积极参与公司治理, 通过缓解企业内外部信息不对称程度、抑制管理者机会主义投资行为减少企业劳动力错配问题, 有效降低了企业非效率劳动投资水平, 本文假设 H1a 得以验证。

变量	(1)	(2)
	Abs_net_hire	Abs_net_hire
ESOP	-0.058 ** (-2.12)	-0.053 ** (-2.42)
控制变量	控制	控制
Industry	No	Yes
Year	No	Yes
Adj.R ²	0.096	0.425
F	15.80	30.97
N	1260	1260

注:(1)括号内为 t 值; *、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平上显著,下表同;(2)限于篇幅,仅报告关键解释变量估计结果,其他变量的估计结果留存备索,下表同。

(三)影响机制检验

基准回归结果证明实施员工持股计划能够减少企业非效率劳动投资,但具体通过何种途径产生影响尚不明晰。本文认为,实施员工持股计划主要通过以下途径对企业劳动投资效率产生影响:

第一,人本理念是造就有效内控环境的核心^[23],有效的人力资源政策能够创造组织内的共同价值观念,并通过长期激励契约机制维持人才活力,进而优化内控环境,改善内控质量^{[23][24]}。员工持股计划所产生的组织认同感能够提升员工工作态度与效率,加强分工协作,促进组织间的信息交流与沟通^[11],企业良好的信息沟通环境与长期的共同价值观念有助于减少管理层对信息的隐瞒,降低与利益相关者之间的信息壁垒,从而缓解企业内外部信息不对称程度,为企业劳动力投资的调整提供有利的融资环境^[25]。

第二,员工持股计划所形成的长期激励契约生态有助于塑造关注长期发展的企业文化,培养员工的主人翁意识^[20],减少投资活动中可能出现的错误和违规行为^[25]。同时,员工持股计划有助于选拔与留住具有胜任能力的核心员工^[26],加强员工对企业最优劳动力配置水平和决策者劳动投资行为的认识,从而更好地发挥在劳动投资决策中的监督治理作用。另外,员工持股计划形成的信息交流环境在促进组织内部信息沟通的同时有助于塑造良好的监督环境,从而有利于完善内部监督^{[20][25]},提升内部控制执行程度^[8],形成有效的激励与监督制度安排,对管理层可能存在的机会主义劳动力配置行为进行有效监督,进而抑制企业非效率劳动投资行为。

根据以上分析可知,在长期激励契约机制下,员工所有权有助于组织内部形成良好的信息沟通环境,改善内部控制质量,从而增加管理层的信息披露,降低企业在劳动力配置调整过程中的信息壁垒,减少非效率劳动投资。同时,员工持股计划通过提升员工的控制和胜任能力,形成良好的监督环境,完善内部监督机制,优化内部控制,进而提高对企业劳动投资决策监督的有效性。因此,内部控制质量的提升有可能是实施员工持股计划与企业劳动投资效率改进之间的传导机制。本文采用“迪博·中国上市公司内部控制指数”除以 100 衡量公司内部控制质量(IC),并使用逐步法对内部控制水平进行中介效应验证。模型(1)(3)(4)为中介效应检验模型。

$$IC_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 ESOP_{i,t} + \gamma_2 Size_{i,t} + \gamma_3 Lev_{i,t} + \gamma_4 BM_{i,t} + \gamma_5 Tangible_{i,t} + \gamma_6 LABOR_intensity_{i,t} + \gamma_7 Sd_cfo_{i,t} + \gamma_8 Sd_sales_{i,t} + \gamma_9 Sd_hire_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$Abs_net_hire_{i,t+1} = \lambda_0 + \lambda_1 ESOP_{i,t} + \lambda_2 IC_{i,t} + \lambda_3 Size_{i,t} + \lambda_4 Lev_{i,t} + \lambda_5 BM_{i,t} + \lambda_6 Tangible_{i,t} + \lambda_7 LABOR_intensity_{i,t} + \lambda_8 Sd_cfo_{i,t} + \lambda_9 Sd_sales_{i,t} + \lambda_{10} Sd_hire_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \epsilon_{i,t+1} \quad (4)$$

表 4 报告了中介效应检验结果。第(1)列结果中 ESOP 的系数显著为负,在基准回归中已经证明;第(2)列回归结果表明,ESOP 对 IC 的回归系数为正且在 1% 水平上显著,说明员工持股计划的实施能够带来内部控制质量的改善;第(3)列中 ESOP 和 IC 变量系数均显著,证明直接效应显著。根据

模型(3)和(4)比较 λ_1 和 $\gamma_1 \times \lambda_2$ 的系数符号可知,两者的符号相同,这说明内部控制质量在员工持股计划和企业劳动投资效率关系中起到了部分中介效应。同时,Sobel 检验显示 Z 统计值在 5%的水平上显著,说明中介效应成立。综上所述,内部控制是员工所有权作用于劳动投资效率的一条有效途径,企业通过实施员工持股计划能够改善内部控制质量,而有效的内部控制最终能够推动劳动投资决策的合理制定。

表 4 中介效应检验

变量	(1)	(2)	(3)
	Abs_net_hire	IC	Abs_net_hire
ESOP	-0.053 ** (-2.42)	0.220 *** (3.01)	-0.047 ** (-2.15)
IC			-0.026 *** (-3.07)
控制变量	控制	控制	控制
Adj.R ²	0.425	0.121	0.429
F	30.97	6.61	30.51
N	1260	1260	1260
Sobel Z		-2.000 **	

注:所有回归均控制了行业及年份固定效应,下表同。

(四)稳健性检验

为缓解样本自选择问题,本文已经对样本进行了倾向得分匹配并使用 PSM 后的样本进行回归分析。另外,为缓解互为因果问题,在设计回归模型时已采用当期解释变量对下一期被解释变量进行回归。除此之外,本文还进行了如下稳健性检验:第一,更换被解释变量的衡量方式。参考 Jung 等(2014)的研究^[5],以企业所处行业每年员工数量变动率的中值作为正常雇佣变动率基准,将企业实际员工数量变动率与正常基准之间的差异取绝对值作为劳动投资效率的测度指标。第二,根据 Ghaly 等(2020)的研究^[15],将劳动投资效率进行三等分,本文仅在 Abs_net_hire 高组发现员工持股计划带来了非效率劳动投资的改善,说明相对于暂时性或无意形成的劳动投资水平的偏离,大量有意为之的偏离样本在实施员工持股计划之后能够显著地改善与最佳劳动投资水平之间的偏离程度。第三,进行平行趋势与双重差分检验。为保证 2014 年政策起始时点前后年份的平衡,样本选取范围为 2010~2019 年。第四,采用工具变量法。本文以同年度、同省份以及同行业员工持股计划的均值作为工具变量并采用两阶段最小二乘法进行检验。第五,使用未经过 PSM 的样本进行检验。第六,使用 1:1 与 1:3 的最近邻匹配方式重新对样本进行倾向性得分匹配,然后进行回归分析。最后,在模型(1)的基础上加入包括高管持股比例、公司在职高管平均任期、公司前三名高管薪酬总额、独立董事占比以及董事长是否兼任总经理在内的控制变量重新回归。以上稳健性检验结果与上文主要结果一致,限于篇幅未报告。

(五)进一步分析

1. 基于内部控制要素的进一步分析

上文回归结果表明内部控制质量的提升是员工持股计划与企业劳动投资效率改善之间的传导机制,那么企业实施员工持股计划具体能够带来内部控制哪些方面的改善? 本文参考王焯等(2021)的研究^[20],使用内部控制各要素的细分指标并选取相关控制变量进一步检验。表 5 列(1)至列(5)的回归结果显示,ESOP 和信息与沟通(ICb)之间的回归系数在 1%的水平上显著为正。这说明企业实施员工持股计划能够促进组织内信息的交流与沟通,一方面在企业内部使员工对决策者的努力程度以及企业最优劳动投资水平有更好的认识与理解;另一方面增强企业与利益相关者之间的信息透明度,降低融资壁垒,这两方面均能够为改善劳动投资决策提供条件。同时,ESOP 与内部监督(ICc)之间的回归系数也显著为正,表明企业实施员工持股计划能够显著强化组织的内部监督功能。员工拥有

一定的所有权后将产生主人翁意识,这有助于在企业劳动投资决策中形成有效的监督制度安排,减少决策者因机会主义行为所导致的非效率劳动投资决策。

2. 劳动投资过度和劳动投资不足

基准回归在计算非效率劳动投资时利用的是劳动力投资预测模型的残差并取绝对值,认为投资过度和投资不足均为非效率劳动投资的表现。进一步地,本文参考 Jung 等(2014)的研究^[5],根据劳动力投资预测模型残差的方向,将样本分为劳动投资过度和劳动投资不足两组分别进行检验,残差为正时表示劳动投资过度(Overresid),残差为负时取绝对值表示劳动投资不足(Underresid)。

回归结果见表 5 的(6)(7)两列。投资过度和投资不足两组中 ESOP 的系数均显著为负,说明员工持股计划的实施对企业雇员冗余和雇员不足的情况均能够产生显著的改善作用。如上所述,无论是管理层出于自利动机产生的机会主义投资决策,还是公司因治理水平薄弱难以进行有效的劳动投资,都是在企业应该做出劳动调整的时候有意不做出调整或者无法调整。劳动力投资过度和不足,都将产生企业劳动力资源错配的后果,损害企业价值。而员工持股计划使员工站在公司长期利益角度考虑,通过提升内部控制水平改善公司治理,对管理层机会主义行为进行监督,最终达到抑制企业劳动力投资过度、改善劳动力投资不足的目的。

表 5 进一步分析结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	内部环境 ICa	信息与沟通 ICb	内部监督 ICc	控制活动 ICd	风险评估 ICe	Overresid	Underresid
ESOP	0.000 (0.00)	0.219 *** (4.03)	0.259 * (1.90)	-0.177 (-1.12)	-0.027 (-0.37)	-0.154 ** (-2.36)	-0.066 *** (-3.95)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj.R ²	0.288	0.316	0.108	0.037	0.122	0.343	0.745
F	17.43	19.77	8.10	2.57	6.62	11.04	68.94
N	1260	1260	1260	1260	1260	560	700

3. 企业内部治理环境异质性检验

上文理论部分分析认为,员工持股计划主要可能通过缓解企业信息不对称程度、减少管理层代理成本提高劳动投资效率。因此可以推测,在信息沟通能力差、代理问题严重的企业,员工持股计划将更有可能发挥对劳动力投资效率的改善作用,减少企业因信息不对称和代理问题缺陷而导致的非效率劳动配置。鉴于员工持股计划对劳动投资效率的作用可能在不同的内部治理环境下产生异质性影响,本文区分不同公司内部治理环境做进一步分析。

(1)管理层代理成本。根据现有研究,由于代理问题的存在,管理层在制定投资决策时可能会偏离最佳投资水平。例如,管理者出于“帝国建造”的野心,往往会进行大规模扩张以及超额雇佣,导致劳动投资效率低下;而当管理者出于享受平静生活的意图时,则会更加安于现状,忽略企业长期发展,在制定劳动投资决策时倾向于避免发生调整成本,这会使劳动投资效率低下。另外,管理者出于抵抗外部收购者威胁等意图进行管理防御,会拉拢员工互惠互利以此形成联盟,这也可能使管理者做出非效率的劳动投资决策^[15]。由此可见,代理问题的严重性能够在一定程度上影响管理者的劳动投资决策。而员工持股计划作为一种内部监督治理安排,使员工有动机和能力对管理者的机会主义投资行为进行监督,从而能在一定程度上克服代理问题所导致的非效率劳动投资。因此可以预期,在代理成本较高的企业中,员工持股计划对劳动投资效率的改善作用将更大。

本文使用管理费用率(管理费用与营业收入的比率)衡量代理成本,同时使用管理销售费用率(管理费用和销售费用之和与营业收入的比值)作为代理成本的替代变量进行稳健性检验。本文按照代理成本的行业、年度中位数,将样本分为代理成本高、低两组进行分组检验。

由表 6 列(1)(2)回归结果可知,ESOP 系数在代理成本高、低两组均为负,但仅在代理成本高的样本中显著。未列示的结果显示,以管理销售费用率衡量代理成本时所得结论与之相同。以上回归

结果表明,员工持股计划的实施能够通过改善内部控制质量等途径对管理层进行有效监督,缓解企业因代理成本较高而产生的劳动力资源错配,有利于企业进行合理的劳动投资决策。

(2)信息透明度。公司财务报告的不透明会提高企业与投资者之间的信息壁垒^[27]。由上文理论分析可知,员工持股计划作为内部监督治理机制,无论是有助于企业形成关注长期发展的文化环境,还是对管理层监督作用的加强,都有可能通过增加企业信息披露的途径改善财务报告质量,降低信息不透明程度,进而对劳动力配置效率产生影响。因此可以预期,在企业信息透明度较低的环境下,员工持股计划将更加能够发挥对非效率劳动投资水平的抑制作用。

参考 Hutton 等(2009)的研究^[27],本文使用公司过去三年可操控性应计利润绝对值之和(Opaque)衡量上市公司信息透明度,Opaque 越大,公司信息透明度越低。本文按照信息透明度的行业、年度中位数将样本分为高、低两组进行分组检验。参考现有文献,本文还选用了应用较为广泛的可操控性应计利润绝对值(ABSDA)和股价同步性(SYNCH)作为企业信息透明度的替代变量。ABSDA 为修正琼斯模型得到的残差,SYNCH 则根据以下模型衡量:

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{m,t} + \beta_2 R_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (5)$$

式(5)中, $R_{i,t}$ 代表股票 i 在第 t 周考虑现金红利再投资的收益率, $R_{m,t}$ 代表第 t 周 A 股所有股票经流通市值加权的平均收益率, $R_{i,t}$ 代表以公司流通市值为权重,所在行业剔除本公司股票的其他股票加权平均收益率。本文用回归模型(5)的拟合优度 R^2 并进行对数化处理衡量股价同步性(SYNCH),SYNCH 越大,公司特质信息含量越少,信息透明度越低。

表 6 列(3)(4)显示以 Opaque 衡量信息透明度时,在企业信息透明度较低的情况下,实施员工持股计划能够显著降低企业非效率劳动投资程度。未列示的结果显示,以 ABSDA 和 SYNCH 衡量信息透明度时,所得结论与之一致。以上回归结果说明,当信息透明度较低时,员工持股计划对改善公司内部治理水平的作用更大,能够促进信息向投资者传递,减轻融资摩擦,为企业进行有效劳动力投资调整提供资金保障。

表 6 企业内部治理环境异质性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	以管理费用率衡量		以 Opaque 衡量	
	代理成本高	代理成本低	信息透明度高	信息透明度低
ESOP	-0.096 *** (-2.77)	-0.012 (-0.46)	-0.013 (-0.46)	-0.077 ** (-2.38)
控制变量	控制	控制	控制	控制
Adj.R ²	0.345	0.532	0.433	0.431
F	10.51	26.17	17.01	16.00
N	542	686	631	614

4. 企业外部治理环境异质性检验

已有研究认为,企业内部治理机制的改善能够缓解因外部治理安排不足所带来的劳动力错配问题^[8]。由此可以推测,员工持股计划通过有效的内部监督治理带来内部控制水平的提升,能够弥补外部监督治理机制的不足,进而对企业劳动投资效率起到改善作用。鉴于此,本文区分不同企业外部治理环境做进一步分析。

(1)审计质量。外部审计作为企业外部监督治理方式,主要通过以下两种途径对企业劳动投资决策产生影响:首先,拥有行业专长的审计师对行业内部有更深刻的了解,在做出审计判断时拥有更加丰富的经验;同时,高质量审计师为了维持声誉以及规避诉讼风险将保持更高的独立性,由此会提高会计信息的可信度^[28],减少股东与管理者之间的信息不对称,从而优化企业投资决策。其次,审计师在审计工作过程中积累了与被审计单位及所处行业相关的知识,掌握企业的非公开信息,在与企业管理层的审计沟通中能够对企业投资决策提供合理建议。因此,被审计单位管理者通过高质量审计师

在投资环境中提供的信息优势,能够制定更加合理的劳动投资决策。由此可以预期,员工持股计划作为企业内部监督治理方式,有可能在审计质量较差时抑制因外部监督治理作用不足而产生的非效率劳动投资行为。

参考刘文军等(2010)以行业市场份额衡量审计师专长的方法^[28],本文以审计师客户的净利润计算审计师在行业中的市场份额(MSP),并以 MSP 是否大于 10%将审计师划分为有、无专长两组,分别表示较高和较低的审计质量。另外,本文还以审计师客户的营业收入和资产总额重新计算审计师专长,分别得到 MSI 和 MSA,作为审计质量的替代变量进行检验。

如表 7 中列(1)(2)所示,ESOP 系数仅在审计质量较低的组显著为负,而在审计质量较高组不显著。未列示的结果显示,以 MSI 和 MSA 衡量审计质量时,所得结论与之一致。以上回归结果说明,员工持股计划能够缓解外部审计监督较弱的不利影响,通过改善内部治理环境增强对管理者投资决策的监督,降低信息不对称程度,从而有利于企业进行有效的劳动投资决策。

(2)分析师关注程度。分析师作为信息中介,一方面通过降低管理层与投资者之间的信息壁垒,改善企业融资环境,进而使管理层做出高效的投资决策;另一方面,分析师关注能够在一定程度上减少管理层的盈余管理、业绩预告违规等机会主义行为^[29],缓解代理问题,改善投资效率。因此可以预期,当分析师对企业关注程度较低时,员工持股计划能够从改善内部治理环境方面弥补因外部治理力度不足而产生的非效率劳动投资。本文以分析师跟踪人数加 1 取自然对数的方式衡量分析师关注度,并按照其行业、年度中位数将样本划分为分析师关注度高、低两组进行分析。

表 7 列(3)(4)的回归结果显示,ESOP 系数在两组中均为负,但仅在分析师关注度较低的样本中显著,说明实施员工持股计划能够抑制企业因外部分析师治理作用不足而产生的非效率劳动投资行为,通过优化内部控制改善融资环境,缓解代理问题,减少企业非效率劳动力配置。

(3)要素市场发展程度。陈永伟和胡伟民(2011)认为,当企业所在地区要素市场欠发达时,企业的劳动力投资决策更有可能受到劳动力价格失真、流动性受阻等因素的影响,从而导致劳动力非效率配置后果^[30]。可以预期,在要素市场发展水平不高的情况下,员工持股计划的治理效应能够改善企业内外部信息环境,缓解外部要素市场引起的信息缺失,给管理层带来更多决策有效信息,并能够对管理层的投资行为进行监督。本文使用王小鲁、樊纲和胡李鹏编制的《中国分省份市场化指数报告(2018)》中的要素市场发育得分,衡量企业所在地区要素市场的发展水平,并按照其行业、年度中位数进行分组检验。

表 7 列(5)(6)显示,ESOP 系数在两组中均为负,但仅在要素市场发展水平较低的组中具有显著性。该回归结果说明,实施员工持股计划有利于弥补外部要素市场发育程度较低而导致的信息环境缺陷,通过有效的内部监督治理机制抑制企业劳动投资中的非效率行为。

(4)行业竞争程度。高行业竞争程度能够使监督者获得更多信息来评判管理者的努力程度,增加内部信息透明度。同时,企业为提高自身竞争力而增加信息的对外披露,能够减少外部信息壁垒,缓解融资约束进而改善投资决策。另外,行业竞争程度越高,企业越有可能面临被兼并、清算的威胁,而这将对管理者行为形成约束机制,促使管理者提高资源配置效率^[31]。由此可以预期,员工持股计划作为企业内部监督治理机制,能够在一定程度上改善由于外部竞争环境较弱所导致的劳动力配置效率不高。本文使用以营业收入计算的赫芬达尔指数(HHI)衡量行业竞争程度,HHI 计算方式为行业内公司 t 年营业收入占行业内全部公司 t 年营业收入比例的平方和,然后按照 HHI 的年度中位数将样本划分为行业竞争度高、低两组进行检验。另外,本文还使用总资产代替营业收入计算 HHI。

回归结果如表 7 列(7)(8)所示,ESOP 系数仅在行业竞争程度低组负向显著,在行业竞争程度较高组不显著。未列示的结果显示,以总资产计算 HHI 时得到的结论与之相同。以上回归结果表明,实施员工持股计划能够缓解因外部缺乏竞争而产生的信息不透明及代理问题,通过改善内部监督治理水平,促使企业进行合理的劳动投资决策。

表 7

企业外部治理环境异质性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	以 MSP 衡量		以分析师跟踪人数衡量		以要素市场发展得分衡量		以营业收入计算 HHI	
	审计质量高	审计质量低	分析师关注度高	分析师关注度低	要素市场发展程度高	要素市场发展程度低	行业竞争程度高	行业竞争程度低
ESOP	-0.041 (-0.97)	-0.051* (-1.90)	-0.005 (-0.22)	-0.099** (-1.98)	-0.032 (-1.22)	-0.057* (-1.73)	-0.042 (-1.14)	-0.057** (-2.16)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj.R ²	0.572	0.397	0.450	0.438	0.488	0.423	0.452	0.377
F	11.47	21.90	23.18	11.85	20.73	14.87	26.26	15.74
N	244	920	842	418	643	569	553	707

5. 基于员工学历结构的拓展性分析

高学历的员工拥有较强的工作、学习能力,对企业投资决策有着更加准确的认知能力,更有可能对企业价值增长产生促进作用^[8]。实施员工持股计划将促使管理层对非效率劳动力配置进行调整,此时遭遇解雇风险的对象将更有可能是胜任能力不足的低学历员工,而高学历的员工则更有可能被留下。为了检验员工持股计划在改善劳动投资效率时是否会带来员工学历结构的优化,本文使用企业研究生学历员工人数占总员工人数的比例相较上一年该比例的增量作为被解释变量($\Delta\text{Master}\%$),同样使用当期解释变量对下一期被解释变量进行回归,并将样本分为雇佣过度和雇佣不足两组分别进行检验。

表 8 回归结果显示,在全样本中,员工持股计划能够促使企业增加研究生学历员工的比例以调整企业的劳动力配置效率,且这种员工学历结构的优化作用在雇员冗余的样本中更加显著。这印证了上述推论,即企业在减少非效率劳动投资的过程中更有可能解雇低学历的员工,留下高学历的员工,从而增加企业研究生学历员工占比,员工学历结构得到优化。

表 8 员工持股计划与员工学历结构

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$\Delta\text{Master}\%$		$\Delta\text{Master}\%$		$\Delta\text{Master}\%$	
	全样本		劳动投资过度样本		劳动投资不足样本	
ESOP	0.198** (2.16)	0.206* (1.92)	0.301* (1.82)	0.377* (1.94)	0.131 (1.11)	0.118 (0.90)
控制变量	未控制	控制	未控制	控制	未控制	控制
Industry	No	Yes	No	Yes	No	Yes
Year	No	Yes	No	Yes	No	Yes
Adj.R ²	0.004	0.052	0.009	0.101	0.002	0.067
F	4.68	1.43	3.31	1.10	1.22	1.14
N	1148	785	386	294	635	491

六、研究结论与启示

本文以 2014~2020 年沪深 A 股上市公司为样本,研究了员工持股计划与企业劳动投资效率之间的关系,研究结果显示:相较于未实施员工持股计划的公司,实施员工持股计划的公司,其劳动投资效率有显著的改善,且这种改善作用通过内部控制质量提升这一中介机制进行传导。进一步研究发现,员工持股计划能够同时改善企业员工雇佣过度以及雇佣不足的情况,并能够在内外部监督治理机制不完善时弥补公司治理缺陷,促使企业进行有效的劳动力资源配置。最后,本文发现员工持股计划能够使企业在进行劳动力调整时增加研究生学历员工的比重,优化员工学历结构,且这一现象在雇佣过度的样本中更加明显。

本文的研究对上市公司实施员工持股计划以及提高劳动力要素配置效率具有以下启示:第一,上

市公司实施员工持股计划能够弥补企业内外部监督治理机制的缺陷,通过改善内部控制质量对企业劳动投资效率起到优化作用。这说明对于上市公司而言,合理实施员工持股计划以提高内部控制水平将成为提升企业劳动力要素配置效率的有效路径。上市公司实施员工持股计划后,仍需要在长期监测实施效果,防止参与者的机会主义行为损害员工所有权激励的效果,确保员工持股计划朝着提升内部控制质量、促进高效的劳动投资决策方面运行。而对于相关监管部门而言,应完善员工持股计划的相关规定及监管,积极推动上市公司合理开展员工持股计划,并引导员工持股计划为实现企业高质量发展目标服务。第二,近年来国家政策文件中多次强调了要素配置效率的重要性,而劳动力要素作为要素市场中极其重要的部分,其配置效率关乎我国企业乃至经济运行能否实现高质量发展的目标。在微观层面上,企业应重视员工所有权在提高劳动力要素配置效率和改善员工学历结构中的作用,合理实施员工持股计划,最大化劳动力资源在企业发展中的作用。在宏观层面上,需要相关部门积极推动要素市场化配置综合改革,促进劳动力畅通、有序流动,维护劳动力公平竞争秩序,为企业更好地实现劳动力资源高效配置提供有利环境。

参考文献:

- [1] Merz, M., Yashiv, E. Labor and the Market Value of the Firm[J]. *American Economic Review*, 2007, 97(4): 1419—1431.
- [2] Pindyck, R. S. Irreversible Investment, Capacity Choice, and the Value of the Firm[J]. *American Economic Review*, 1988, 78(5): 969—985.
- [3] Pinnuck, M., Lillis, A. M. Profits versus Losses: Does Reporting an Accounting Loss Act as a Heuristic Trigger to Exercise the Abandonment Option and Divest Employees? [J]. *The Accounting Review*, 2007, 82(4): 1031—1053.
- [4] 马颖, 何清, 李静. 行业间人力资本错配及其对产出的影响[J]. *中国工业经济*, 2018(11): 5—23.
- [5] Jung, B., Lee, W. J., Weber, D. P. Financial Reporting Quality and Labor Investment Efficiency [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2014, 31(4): 1047—1076.
- [6] 任灿灿, 郭泽光, 田智文. 员工持股计划能抑制企业脱实向虚吗? [J]. *现代财经*, 2021(5): 47—67.
- [7] 沈红波, 华凌昊, 许基集. 国有企业实施员工持股计划的经营绩效: 激励相容还是激励不足[J]. *管理世界*, 2018(11): 121—133.
- [8] 李小荣, 韩琳, 马海涛. 内部控制与劳动力投资效率[J]. *财贸经济*, 2021(1): 26—43.
- [9] Khedmati, M., Sualihu, M. A., Yawson, A. CEO-director Ties and Labor Investment Efficiency[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2020(65): 101492.
- [10] O'Boyle, E. H., Patel, P. C., Gonzalez-Mulé, E. Employee Ownership and Firm Performance: A Meta-analysis [J]. *Human Resource Management Journal*, 2016, 26(4): 425—448.
- [11] Kim, E. H., Ouimet, P. Broad-based Employee Stock Ownership: Motives and Outcomes[J]. *The Journal of Finance*, 2014, 69(3): 1273—1319.
- [12] 张永冀, 吕彤彤, 苏治. 员工持股计划与薪酬粘性差距[J]. *会计研究*, 2019(8): 55—63.
- [13] Bova, F., Dou, Y., Hope, O. K. Employee Ownership and Firm Disclosure[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2015, 32(2): 639—673.
- [14] French, J. L. Employee Perspectives on Stock Ownership: Financial Investment or Mechanism of Control? [J]. *Academy of Management Review*, 1987, 12(3): 427—435.
- [15] Ghaly, M., Dang, V. A., Stathopoulos, K. Institutional Investors' Horizons and Corporate Employment Decisions[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2020(64): 101634.
- [16] Ha, J., Feng, M. Conditional Conservatism and Labor Investment Efficiency[J]. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 2018, 14(2): 143—163.
- [17] Cao, Z., Rees, W. Do Employee-friendly Firms Invest More Efficiently? Evidence From Labor Investment Efficiency[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2020(65): 101744.
- [18] 孟庆斌, 李昕宇, 张鹏. 员工持股计划能够促进企业创新吗? ——基于企业员工视角的经验证据[J]. *管理世界*, 2019(11): 209—228.
- [19] 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.

- [20] 王焯,孙娅妮,孙慧倩,柳希望.员工持股计划如何提升内部控制有效性?——基于PSM的实证研究[J].审计与经济研究,2021(1):14—25.
- [21] 陈大鹏,施新政,陆瑶,李卓.员工持股计划与财务信息质量[J].南开管理评论,2019(1):166—180.
- [22] Lazear, E.P. The Power of Incentives[J]. American Economic Review, 2000, 90(2): 410—414.
- [23] 沈烈,孙德芝,康均.论人本和谐的企业内部控制环境构建[J].审计研究,2014(6):108—112.
- [24] 杨有红.论内部控制环境的主导与环境优化——基于内部控制系统构建与持续优化视角[J].会计研究,2013(5):67—72.
- [25] 李万福,林斌,宋璐.内部控制在公司投资中的角色:效率促进还是抑制? [J].管理世界,2011(2):81—99.
- [26] 孙晓燕,林晚发.员工持股计划与债券信用利差[J].中南财经政法大学学报,2022(1):50—61.
- [27] Hutton, A.P., Marcus, A.J., Tehranian, H. Opaque Financial Reports, R^2 , and Crash Risk[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 94(1): 67—86.
- [28] 刘文军,米莉,傅惊轩.审计师行业专长与审计质量——来自财务舞弊公司的经验证据[J].审计研究,2010(1):47—54.
- [29] 李春涛,宋敏,张璇.分析师跟踪与企业盈余管理——来自中国上市公司的证据[J].金融研究,2014(7):124—139.
- [30] 陈永伟,胡伟民.价格扭曲、要素错配和效率损失:理论和应用[J].经济学(季刊),2011(4):1401—1422.
- [31] 陈信元,靳庆鲁,肖土盛,张国昌.行业竞争、管理层投资决策与公司增长/清算期权价值[J].经济学(季刊),2014(1):305—332.

Can Employee Stock Ownership Plans Improve Firms' Labor Investment Efficiency?

LIU Qi ZHAO Huxiao

(School of Accounting, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan 430073, China)

Abstract: Based on the data of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2014 to 2020, this paper examines the impact of employee stock ownership plans (ESOPs) on the labor investment efficiency of enterprises. The results show that the implementation of ESOPs can significantly reduce the degree of inefficient labor investment in enterprises, and the improvement of internal control quality is the intermediary mechanism of ESOPs to enhance labor investment efficiency. Further research finds that both over-employment and under-employment can be alleviated through ESOPs, and when the company's internal and external governance mechanisms is imperfect, the implementation of ESOPs can make up for the deficiencies of the corporate governance environment and significantly improve the labor investment efficiency of enterprises. In addition, ESOPs can enable companies to increase the proportion of highly educated employees when making labor adjustments, and optimize the educational structure of employees. The research conclusion of this paper has some enlightenment for listed companies to implement ESOPs and improve the efficiency of labor factor allocation.

Key words: Employee Stock Ownership Plans; Labor Investment Efficiency; Internal Control Quality; Corporate Governance

(责任编辑:胡浩志)