

# 有限合伙协议架构与企业劳动收入份额

高延歌<sup>1</sup> 冯建<sup>2</sup>

(1.成都大学商学院,四川成都610106;2.西南财经大学会计学院,四川成都610074)

**摘要:**基于2014—2022年沪深A股民营上市公司数据,本文考察了有限合伙协议架构对企业劳动收入份额的影响。研究发现,有限合伙协议架构显著降低了企业劳动收入份额,其作用机制是有限合伙协议架构加剧了实际控制人的“掏空”动机和企业信贷约束,进而导致企业劳动收入份额降低。异质性分析发现,在信息透明度低和劳动密集度高的企业中,有限合伙协议架构对企业劳动收入份额的负向影响更显著。此外,有限合伙协议架构对企业劳动收入份额的负向影响主要体现在普通员工而非高管的劳动收入上,从而不利于收入的公平分配。最后,有限合伙协议架构在对企业劳动收入份额产生负向影响的同时,还会降低企业劳动生产率。本研究不仅从微观角度拓展了有限合伙协议架构的经济后果研究,同时还从新的视角为企业劳动收入份额的下降提供了新证据。

**关键词:**有限合伙协议架构;劳动收入份额;民营上市公司

**中图分类号:**F271 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2025)04-0015-11

## 一、引言

近年来,伴随着中国资本市场股权结构的持续分散化与数字经济驱动要素变革的深度演进,传统公司治理的组织模式与股权结构被颠覆<sup>[1]</sup>。有限合伙协议架构(LP架构),作为一种创新导向的治理制度,逐渐出现在上市公司的治理框架中<sup>[1]</sup>。有限合伙协议架构是指基于有限合伙协议形成的控制链条,创业团队可以以普通合伙人身份(GP)通过少量出资额实现对上市公司表决权和控制权的掌握<sup>[1]</sup>。在理论界,已有文献论证了有限合伙协议架构对人力资本的激励和约束效应<sup>[2]</sup>、有限合伙协议架构涉及的税务问题<sup>[3]</sup>以及有限合伙协议架构的优缺点<sup>[4][5]</sup>。随着民营上市公司采用有限合伙协议架构股权安排成为一种常见的经济现象,其产生的治理问题也开始受到学者们的关注<sup>[1][6]</sup>。对于有限合伙协议架构所带来的治理效应,学术界存在两种不同角度的理论解释。一些研究发现有限合伙协议架构提高了企业的创新力和研发支出<sup>[1][7][8]</sup>;但另一些研究则发现有限合伙协议架构会加剧实际控制人现金流权和所有权分离的代理问题<sup>[1][9]</sup>,比如增加实际控制人的“掏空”行为<sup>[1][5]</sup>以及加剧

**收稿日期:**2024-07-12

**基金项目:**国家社会科学基金西部项目“混合所有制改革对国有企业投融资行为影响研究”(22XGL014);天府文化研究与文创课题项目“成都建设世界文化名城绿色发展现状与优化研究”(TYB202414)

**作者简介:**高延歌(1990—),女,河南汝州人,成都大学商学院副教授,博士;

冯建(1969—),男,四川成都人,西南财经大学会计学院教授,博士生导师,本文通讯作者。

企业融资约束<sup>[6][9]</sup>，从而可能对上市公司产生负面影响<sup>[9][10][11]</sup>。由此可见，关于有限合伙协议架构对上市公司可能产生的经济后果研究仍处于起步阶段，需要进一步探索和挖掘有限合伙协议架构对上市公司产生的影响及作用机制。

劳动收入分配关乎国计民生。党的二十届三中全会明确提出，“提高居民收入在国民收入分配中的比重，提高劳动报酬在初次分配中的比重”。“十四五”规划纲要也将“推动人的全面发展、全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展”纳入国家发展远景目标。但是，现有研究发现，我国的劳动收入份额整体呈下降趋势<sup>[12][13]</sup>。针对该现象，学者们开始探讨劳动收入份额的影响因素。相关研究主要从技术进步偏向<sup>[14]</sup>、控股股东股权质押<sup>[15]</sup>、数字化转型<sup>[16]</sup>、产品市场竞争<sup>[12][17]</sup>、会计信息可比性<sup>[18]</sup>等方面进行了阐释，但尚未从有限合伙协议架构视角对企业劳动收入份额的影响因素进行探究。尽管中国资本市场股权趋于分散化，但与欧美市场相比，其集中度依然偏高。这使得控股股东“掏空”企业的动机和能力依然较强<sup>[15]</sup>。这种冲突不仅存在于控股股东与中小股东之间，而且已进一步扩展至控股股东与企业职工之间，致使控股股东侵害劳动者权益的“掏空”行为时有发生<sup>[15]</sup>。而实施有限合伙协议架构的企业，创业团队(或实际控制人)对公司表决权和控制权的掌握，增加了创业团队(或实际控制人)的“掏空”动机<sup>[1][5]</sup>。这种“掏空”动机体现在创业团队(或实际控制人)对劳动者权益的侵害方面，最为明显且直接的行为就是减少劳动者薪酬支付产生的现金流出<sup>[15]</sup>，以便利用资金占用或违规担保等方式侵占中小股东利益<sup>[6][10]</sup>。此外，有限合伙协议架构也可能会加剧企业信贷约束<sup>[6][9]</sup>。尤其是我国民营企业普遍面临着融资难、融资贵的信贷约束问题，他们更有强烈动机通过缩小企业雇佣规模、降低员工收入等方式降低企业劳动力成本<sup>[19]</sup>。因此，有限合伙协议架构是否会对民营企业劳动收入份额产生影响？产生何种影响？其作用机制是什么？是否会影响企业的劳动生产率？解答好这些问题，对优化民营上市公司的治理结构、完善收入分配制度和实现共同富裕有着重要的理论价值和现实意义。

本文的研究贡献主要表现在以下三个方面。第一，进一步丰富了有限合伙协议架构对公司治理经济后果的影响研究。已有研究从公司治理效果<sup>[1]</sup>、盈余管理<sup>[6]</sup>、企业创新<sup>[7][8]</sup>、审计费用<sup>[9]</sup>等角度实证检验了有限合伙协议架构的经济后果，本文从企业劳动收入份额视角对有限合伙协议架构的经济后果进行了拓展。第二，深化了有关有限合伙协议架构股权设计的认识。已有研究多从IPO角度考察有限合伙协议架构“事前”安排的治理作用，而通过对上市公司控制链条图的观察和分析发现，我国资本市场的股权结构是动态变化的。因此，不同于以往的研究视角，本文重点研究的是企业上市之后的治理作用。第三，丰富了劳动收入份额的影响因素研究。相关研究主要从技术进步偏向<sup>[14]</sup>、控股股东股权质押<sup>[15]</sup>、数字化转型<sup>[16]</sup>、产品市场竞争<sup>[12][17]</sup>、会计信息可比性<sup>[18]</sup>等方面进行了阐释。但关于有限合伙协议架构对企业劳动收入份额影响的研究较为匮乏。因此，本研究为劳动收入份额的影响因素增添了新要素。

## 二、理论分析与研究假设

随着有限合伙协议架构在民营上市公司的广泛应用，这一特殊治理机制对企业生产经营行为的影响日益显著。既有研究表明，有限合伙协议架构可能通过双重路径影响企业劳动收入份额：其一，治理结构异化诱发实际控制人“掏空”动机<sup>[1][5]</sup>，由此衍生的代理成本转移机制将加剧劳资利益侵占<sup>[15]</sup>；其二，控制权与现金流权分离产生的信号扭曲效应，将显著强化资本市场对企业融资约束的评估<sup>[7][8]</sup>。因此，本文从实际控制人“掏空”动机强化与信贷约束加剧的双重传导路径，构建有限合伙协议架构影响劳动收入份额的作用机制分析框架。

### (一)“掏空”效应

有限合伙协议架构会产生“掏空”效应，加剧实际控制人“掏空”动机，从而导致企业劳动收入份额下降。虽然中国资本市场股权趋于分散化，但是与欧美资本市场相比，股权集中度仍处于高位，实际控制人“掏空”企业的动机和能力依然较强<sup>[15]</sup>，并由实际控制人和中小股东之间的矛盾延伸到了实际

控制人与企业职工之间的矛盾<sup>[15]</sup>。第一,采用有限合伙协议架构的企业,会导致上市公司实际控制人的现金流权与所有权分离程度加剧。在此架构下,实际控制人通过担任有限合伙企业的普通合伙人,掌握着公司的实质表决权和控制权。这种表决权优势使得实际控制人在公司决策中占据绝对主导地位,客观上增强了其通过关联交易、利益输送等方式进行“掏空”行为的动机<sup>[1][5]</sup>。这种“掏空”动机体现在实际控制人对劳动者权益的侵害方面,其典型行为就是削减劳动者薪酬支付(减少企业现金流出)<sup>[15]</sup>,继而利用资金占用或违规担保等手段进行利益输送,最终实现对企业资源的多重侵占,损害中小股东利益<sup>[6][10]</sup>。第二,在现行监管体系下,有限合伙协议架构企业的信息披露监管制度尚不完善,这种多层嵌套的股权结构安排,会给企业带来更差的信息透明度、更为复杂模糊的利益分配机制<sup>[5]</sup>,这极有可能给实际控制人侵害劳动者权益提供便利的操作空间。第三,实际控制人在劳资分配决策中占据着控制权与信息权的双重优势地位<sup>[20]</sup>。这种权力垄断格局不仅强化了其薪酬裁量权,更通过工资支付弹性化、福利结构模糊化等制度设计,形成系统性资源转移通道。当有限合伙协议架构的治理制衡缺位时,实际控制人倾向于采用劳动成本压缩策略实施隐蔽性侵占,最终导致企业劳动收入份额下降。因此,有限合伙协议架构会产生“掏空”效应,加剧实际控制人“掏空”动机,从而导致企业劳动收入份额下降。

但值得注意的是,从“掏空”路径来看,实际控制人进行“掏空”时,其具体路径往往需要多层级、多部门的内部员工的配合,这一特征使得员工薪酬福利可能成为重要的利益交换工具,即如果利益分配不均,可能导致“掏空”的违规行为被内部员工揭露。从实践案例来看,典型的“掏空”手段如虚构交易、违规担保、资产转移等,都需要财务部门的具体操作、审计部门的合规背书乃至管理层的集体决策,这种系统性违规必然涉及利益链条的构建。在这个过程中,内部员工面临着双重博弈:一方面,作为企业成员可能承受来自实际控制人的威逼利诱;另一方面,其个人又需要权衡职业风险、法律后果与既得利益之间的关系。当实际控制人提供的利益补偿不足以覆盖员工感知的风险溢价时,道德风险就会凸显,此时利益分配失衡可能成为揭发违规行为的关键诱因。因此,为达到“掏空”目的,实际控制人可能会选择给予内部员工更高的工资福利作为利益交换手段,从而使企业员工的劳动收入份额提高。

## (二)信贷约束效应

有限合伙协议架构会产生信贷约束效应,加剧企业的信贷约束困境<sup>[6][9]</sup>,从而降低企业劳动收入份额。一方面,有限合伙协议架构会导致普通合伙人和有限合伙人存在潜在的法律冲突和利益冲突,加剧控制权的不稳定性,出现股东内讧、司法纠纷等乱象,影响公司正常经营活动<sup>[5][9]</sup>,从而向外部市场传递出企业自身经营状况不稳定的负面信号。这种负面信号会增加商业银行对企业未来不稳定性风险的顾虑,导致商业银行收紧对其的信贷融资<sup>[6]</sup>,从而加剧企业的融资约束。另一方面,大多数有限合伙企业的协议架构,本身具有显著的高风险特征,通常倾向于利用多种杠杆资金相互叠加、层层嵌套等方式,从事高溢价、高风险的杠杆收购活动<sup>[5]</sup>。这些收购活动的高不确定性、效果难预料性,会增加企业经营活动的不稳定性,诱发企业经营动荡,从而向外部市场传递公司经营状况不良的负面信号<sup>[9]</sup>,增加商业银行对企业未来不稳定性风险的顾虑。银行为了规避风险,会收紧对其的信贷融资<sup>[6]</sup>,最终导致企业面临更严重的融资约束。

而大量研究指出,融资约束是导致企业劳动收入份额下降的重要因素<sup>[19][21][22]</sup>。一方面,民营企业往往以利润最大化作为唯一目标,能够对雇员安排和薪酬调整做出独立决策,同时又面临着一定程度的融资约束,需要对劳动成本进行控制。另一方面,民营企业在工资决定中拥有更强的议价能力和更大的压低工资动机<sup>[23]</sup>。这就意味着,当企业面临融资约束时,为维持企业的持续和稳定经营,企业更倾向于用资本要素替代劳动要素<sup>[24]</sup>、降低职工工资或缩减员工规模的方式来缓解资金压力,进而导致劳动收入份额降低<sup>[19][21]</sup>。因此,有限合伙协议架构会产生信贷约束效应,加剧企业的信贷约束困境,从而减少企业劳动收入份额。

综合以上理论分析,本文提出以下两个竞争性假设。

假设1a:有限合伙协议架构会降低企业劳动收入份额;

假设1b: 有限合伙协议架构会提高企业劳动收入份额。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选择与数据来源

有限合伙协议架构最早于 2014 年出现在民营上市公司,故本文选取 2014—2022 年沪深 A 股民营上市公司作为研究样本,探讨有限合伙协议架构与企业劳动收入份额之间的关系。在剔除金融业、ST 类企业、上市年龄不满一年企业以及相关数据缺失的企业样本后,最终保留了 8797 个公司年度观测值。为避免极端值对实证结果的影响,本文对所有连续变量在 1%和 99%分位上进行了缩尾处理,回归时采用稳健标准误估计。本文的财务数据和公司治理数据均来源于 CSMAR 数据库。

#### (二) 变量定义与说明

第一,被解释变量:劳动收入份额(LS)。本文参考现有相关研究的做法<sup>[18]</sup>,采用劳动分配率衡量劳动收入份额,即  $LS = (\text{支付给职工以及为职工支付的现金} + \text{期末应付职工薪酬} - \text{期初应付职工薪酬}) / \text{营业总收入}$ 。

第二,解释变量:有限合伙协议架构(LP)。本文参考已有研究的做法<sup>[1][6][7]</sup>,通过读取上市公司年报中的控制链条图,手工整理出有限合伙协议架构相关数据。如果控制链条中出现有限合伙企业,LP 取值为 1,否则为 0。

在考虑影响劳动收入份额的各种因素后,本文选取以下控制变量:企业规模(Size)、资产负债率(Lev)、现金流(Cashflow)、托宾 Q 值(Tq)、净资产收益率(ROA)、两职合一(Dual)、股权集中度(Top1)、董事会规模(Board)、独立董事比例(Indep)、企业成立年限(FirmAge)以及四大审计(Big4)。为进一步控制行业和年份属性对研究结果的影响,本文分别设置了行业和年度虚拟变量。各变量的具体定义如表 1 所示。

表 1 主要变量定义

变量性质	变量名称	符号	具体定义
被解释变量	劳动收入份额	LS	(支付给职工以及为职工支付的现金+期末应付职工薪酬-期初应付职工薪酬)/营业总收入
解释变量	有限合伙协议架构	LP	如果控制链条中出现有限合伙企业,LP 取值为 1,否则为 0
	企业规模	Size	年末总资产额的自然对数
	资产负债率	Lev	总负债/总资产
	股权集中度	Top1	第一大股东持股比例
	董事会规模	Board	董事会总人数的自然对数
	独立董事比例	Indep	独立董事人数/董事会总人数
	现金流	Cashflow	经济活动产生的现金净流量/总资产
控制变量	两职合一	Dual	虚拟变量,总经理和董事长为同一人时,记为 1,否则为 0
	四大审计	Big4	虚拟变量,样本公司由四大会计师事务所审计时,记为 1,否则为 0
	资产回报率	ROA	净利润/总资产平均余额
	企业成立年限	FirmAge	$\ln(\text{当前年份} - \text{公司成立年份})$
	托宾 Q 值	Tq	(流通股市值+非流通股股份数×每股净资产+负债账面值)/总资产
	行业	Ind	行业虚拟变量
	年度	Year	年份虚拟变量

#### (三) 模型设定

为考察有限合伙协议架构对企业劳动收入份额的影响,本文构建如下 OLS 回归模型:

$$LS_{it} = a_0 + a_1 LP_{it} + \sum \gamma Controls_{it} + \sum Ind + \sum Year + \epsilon_{it} \quad (1)$$

式(1)中,  $LS_{it}$  表示企业劳动收入份额,  $LP_{it}$  表示有限合伙协议架构。如果模型(1)中回归系数  $a_1$  显著为负,则表明有限合伙协议架构显著降低了企业劳动收入份额,假设 1a 成立;如果  $a_1$  显著为正,则表明有限合伙协议架构显著提升了企业劳动收入份额,假设 1b 成立。

## 四、实证结果分析

### (一)描述性统计分析

表 2 为相关变量的描述性统计结果。企业劳动收入份额 LS 的均值为 0.146, 标准差为 0.111, 中位数为 0.121, 说明样本公司的劳动收入份额整体偏低, 该结果与已有研究较为接近<sup>[18]</sup>。有限合伙协议架构 LP 的均值为 0.088, 表明在 2014—2022 年间有 8.8% 的民营上市公司实施了有限合伙协议架构。各控制变量总体分布均在合理的范围之内, 不再一一赘述。

表 2 描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
LS	8797	0.146	0.111	0.001	0.121	0.966
LP	8797	0.088	0.283	0.000	0.000	1.000
Size	8797	22.404	1.094	20.013	22.342	25.203
Lev	8797	0.434	0.197	0.058	0.427	0.885
ROA	8797	0.026	0.080	-0.283	0.031	0.239
Board	8797	2.093	0.186	1.609	2.197	2.485
Indep	8797	0.377	0.053	0.333	0.364	0.571
Cashflow	8797	0.048	0.068	-0.150	0.044	0.248
TobinQ	8797	2.117	1.420	0.903	1.655	8.835
Top1	8797	27.853	12.802	8.041	25.923	67.733
FirmAge	8797	3.049	0.252	2.197	3.091	3.526
Big4	8797	0.037	0.188	0.000	0.000	1.000
Dual	8797	0.306	0.461	0.000	0.000	1.000

### (二)基准回归结果分析

为了验证研究假设, 本文对模型(1)进行回归, 实证结果汇报于表 3。其中, 列(1)为未加入一系列控制变量的回归结果, LP 的回归系数为 -0.008, 在 5% 水平上显著。列(2)为加入了一系列控制变量后的回归结果, LP 的回归系数为 -0.009, 在 1% 水平上显著。该实证结果与上文假设 1a 一致, 即有限合伙协议架构显著降低了企业劳动收入份额。其原因可能在于: 第一, 有限合伙协议架构是一种多层嵌套的股权结构安排, 在缺乏信息披露监管制度的情况下, 采用该股权架构会给企业带来更差的信息透明度和更为复杂模糊的利益分配机制, 这为实际控制人实施压低职工工资水平等行为提供了条件; 第二, 有限合伙协议架构给企业带来的股东内讧、司法纠纷等问题以及从事高风险经营活动等, 增加了银行机构对企业未来不稳定性风险的顾虑, 从而收紧对其的信贷融资, 当企业在面临融资约束时, 会降低劳动收入份额。

### (三)稳健性检验与内生性处理

#### 1. 替换解释变量

本文参考已有研究的做法<sup>[1][6][7]</sup>, 采用控制链条中出现有限合伙企业的数量加 1 后的自然对数(LP2)重新度量有限合伙协议架构。回归结果如表 4 列(1)所示, LP2 的回归系数为 -0.012, 在 1% 水平上显著, 说明本文研究结论较为稳健。

表 3 有限合伙协议架构与企业劳动收入份额

变量	LS	
	(1)	(2)
LP	-0.008** (-2.167)	-0.009*** (-2.642)
Size		-0.009*** (-7.707)
Lev		-0.082*** (-11.389)
ROA		-0.257*** (-13.032)
Board		0.039*** (5.283)
Indep		0.001*** (4.416)
Cashflow		-0.010 (-0.594)
TobinQ		0.010*** (8.711)
Top1		0.000 (0.023)
FirmAge		0.006 (1.510)
Big4		0.036*** (6.614)
Dual		0.001 (0.268)
Constant	0.052 (5.180)	0.306*** (8.094)
Year FE	Yes	Yes
Ind FE	Yes	Yes
N	8972	8797
R <sup>2</sup>	0.309	0.393

注: \*\*\*、\*\* 和 \* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著; 括号内为经过异方差调整的稳健 T 值。下表同。

## 2. 替换被解释变量

第一种方法,为了保证劳动收入份额在取值上更加符合正态分布,参考已有研究的做法<sup>[18]</sup>,采用按  $\ln(LS/(1-LS))$  进行对数化处理后的劳动收入份额 LS2 衡量。第二种方法,根据现有文献的方法<sup>[25]</sup>,采用要素增加值的方式重新计算劳动收入份额,即  $LS3 = \text{支付给职工及为职工支付的现金} / (\text{营业收入} - \text{营业成本} + \text{支付给职工及为职工支付的现金} + \text{固定资产折旧})$ ,最终采用按  $\ln(LS3/(1-LS3))$  进行对数化处理后的 LnLS 衡量。回归结果如表 4 列(2)~(3)所示,LP 的回归系数分别为 -0.052 和 -0.176,均在 5%水平上显著,说明有限合伙协议架构仍然会显著抑制企业劳动收入份额,本文的研究结论不变。

## 3. 解释变量滞后一期

有限合伙协议架构与企业劳动收入份额在统计意义上的显著关系,可能源自反向因果关系引致的内生性问题。为缓解该内生性问题,本文将解释变量滞后一期,重新对模型(1)进行回归。回归结果汇报于表 4 列(4),滞后一期的有限合伙协议架构 LPI 的回归系数依然显著为负,表明在缓解了反向因果内生性问题后,有限合伙协议架构仍然会显著抑制企业的劳动收入份额,与基准回归结果保持一致。

## 4. 倾向得分匹配(PSM)法

为了排除样本自选择偏误对实证结果的干扰,根据上市公司当年是否实施了有限合伙协议架构,设置实验组(LP=1)和控制组(LP=0)。本文以股权集中度(Top1)、企业成立年限(FirmAge)、托宾 Q 值(TobinQ)、董事会规模(Board)、独立董事比例(Indep)、现金流(Cashflow)、资产回报率(ROA)作为匹配变量进行 1:1 近邻匹配,然后通过 t 检验对匹配过程进行平衡性验证。表 4 列(5)汇报了基于 PSM 匹配后样本的回归结果,LP 的回归系数为 -0.011,且在 5%水平上显著,表明有限合伙协议架构显著抑制了企业劳动收入份额,即本文的研究结论保持稳健。

表 4 稳健性检验

变量	替换解释变量		替换被解释变量		解释变量滞后一期	PSM	工具变量法	
	LS	LS2	LnLS	LS	LS	LS	LS	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	
LP2	-0.012*** (-2.642)							
LP		-0.052** (-2.060)	-0.176** (-2.176)		-0.011** (-1.976)		-0.176*** (-2.924)	
LPI				-0.007* (-1.880)				
LP_mean						0.626*** (6.137)		
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
Ind FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
F 值						33.515		
N	8797	8797	3493	6980	1424	8609	8609	
R <sup>2</sup>	0.393	0.438	0.309	0.400	0.399	0.054	0.208	

注:限于篇幅,控制变量的结果未展示,留存备案。下表同。

## 5. 工具变量法

民营上市公司采用有限合伙协议架构可能具有内生性质,这就可能会因遗漏变量使得其对企业劳动收入份额的影响出现偏误,从而影响研究结论的可靠性。因此,本文选取有限合伙协议架构同地区均值(LP\_mean)作为工具变量,采用两阶段回归法来缓解该内生性问题。一方面,企业经营发展很大程度上会受外部环境和文化遵从的影响,同地区的企业之间不可避免地会相互观察和模仿组织结构 and 战略。如果同地区其他企业引入有限合伙协议架构制度,那么该企业也有较大的可能性会去

观察、模仿和调整本公司的组织结构<sup>[26]</sup>。因此,同地区其他企业引入有限合伙协议架构与企业自身采用有限合伙协议架构的概率高度相关,符合工具变量的相关性要求。另一方面,该企业劳动收入份额不容易受到同地区其他企业有限合伙协议架构的影响,在计算同地区企业有限合伙协议架构指标时,企业自身的有限合伙协议架构情况不在考虑之内,这就满足了工具变量的外生性要求。因此,本文以同地区其他企业的有限合伙协议架构指标的均值作为工具变量,进行两阶段最小二乘法回归检验。

表 4 列(6)~(7)展示了工具变量法的回归结果。由列(6)结果可见,第一阶段回归的 F 值为 33.515,大于 10%的误差容忍临界值(16.38),通过了弱工具变量检验。第二阶段回归结果报告于列(7),结果显示,有限合伙协议架构与企业劳动收入份额之间的回归系数为-0.176,且在 1%水平上显著。从该结果可以看出,在考虑了因遗漏变量带来的内生性问题后,有限合伙协议架构仍然会显著降低企业劳动收入份额,表明本文的结论具有稳健性。

## 五、进一步分析

### (一)机制检验

本部分将重点分析有限合伙协议架构影响企业劳动收入份额的传导路径。上文理论分析表明,有限合伙协议架构会产生“掏空”效应,加剧实际控制人“掏空”动机,从而导致企业劳动收入份额降低。有限合伙协议架构带来的控制权和现金流权分离、多层嵌套的股权结构安排<sup>[5]</sup>以及在劳资分配过程中的绝对话语权<sup>[20]</sup>,均使得实际控制人更有能力和动机通过压低职工工资水平等行为隐蔽地侵占公司资源,从而导致劳动收入份额下降。同时,有限合伙协议架构也可能产生信贷约束效应,导致企业劳动收入份额降低。有限合伙协议架构企业存在控制权不稳定因素和具有显著的高风险特征,容易向外部市场传递企业经营状况不良的负面信号,增加商业银行对企业未来不稳定性风险的顾虑,导致商业银行收紧对其的信贷融资<sup>[6][9]</sup>,从而降低企业劳动收入份额。

为验证以上逻辑是否成立,本文将模型(1)中的被解释变量分别替换为实际控制人“掏空”动机 Occupy 和融资约束 Constraint,重新进行回归。其中,对于实际控制人“掏空”动机 Occupy,参考已有研究<sup>[27]</sup>,采用控股股东资金占用进行衡量,即其他应收款净额/总资产。对于融资约束,为更为明确地考察有限合伙协议架构如何影响企业的融资约束,本文分别从“价”和“量”两个视角客观反映企业融资约束程度<sup>[28]</sup>,具体采用融资成本和融资规模进行衡量。其中,采用企业利息支出占当年长短期负债平均值的比重乘以 100 衡量融资成本(Constraint\_cost);采用企业从银行获得的信贷总额占资产总额的比重衡量融资规模(Constraint\_size)。

表 5 列示了机制检验结果。其中,列(1)中 LP 的回归系数为 0.005,在 1%水平上显著,说明有限合伙协议架构显著加剧了实际控制人的“掏空”动机。列(2)中 LP 的回归系数为-0.008,在 10%水平上显著,说明有限合伙协议架构显著降低了企业的信贷融资规模。列(3)中 LP 的回归系数为 0.047,在 10%水平上显著,说明有限合伙协议架构显著提高了企业的信贷融资成本。以上作用机制检验结果表明,有限合伙协议架构会通过加剧实际控制人“掏空”动机和企业融资约束两条传导路径显著降低企业劳动收入份额。

变量	Occupy	Constraint_size	Constraint_cost
	(1)	(2)	(3)
LP	0.005*** (3.075)	-0.008* (-1.733)	0.047* (1.831)
Controls	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes
Ind FE	Yes	Yes	Yes
N	8603	7813	7813
R <sup>2</sup>	0.111	0.463	0.077

### (二)异质性分析

#### 1.有限合伙协议架构对收入公平分配的影响

从有限合伙协议架构安排来看,一方面,有限合伙协议架构作为一种多层嵌套的股权结构安排,

容易导致普通合伙人和有限合伙人产生潜在的法律冲突和利益冲突,加剧控制权的不稳定性<sup>[5][9]</sup>,影响企业的经营活动。而管理层作为负责公司日常生产经营活动的主要群体,企业创始人团队为保持对上市公司的控制权,稳定企业的经营活动和高管团队,在与管理层的薪酬谈判中议价能力会较弱。另一方面,有限合伙协议架构企业具有显著的高风险特征,倾向于从事高风险活动。但高管为了自身利益,往往会规避风险。那么,企业为了激励高管从事高风险活动,可能会通过薪酬激励方式提高高管的风险意愿。而对于普通员工而言,其人力资本水平较低且可替代性较高,在劳资双方谈判中议价能力往往较低<sup>[28][29][30]</sup>。在企业实施“掏空”行为或面临融资约束时,普通员工更容易被降薪。因此,本文预测有限合伙协议架构可能会显著降低普通员工的劳动收入份额。

为验证上述理论逻辑,本文遵循已有研究的做法<sup>[18]</sup>,分别计算了普通员工和高管的劳动收入份额。其中,普通员工劳动收入份额  $LLS = (\text{支付给职工以及为职工支付的现金} + \text{期末应付职工薪酬} - \text{期初应付职工薪酬} - \text{高管薪酬总额}) / \text{营业总收入}$ ; 高管劳动收入份额  $MLS = \text{高管薪酬总额} / \text{营业总收入}$ 。然后,将  $LLS$  和  $MLS$  分别替代基准回归模型(1)中的被解释变量进行回归检验,检验结果如表 6 列(1)~(2)所示,有限合伙协议架构显著降低了普通员工劳动收入份额,但对高管劳动收入份额具有显著的正向影响。该结果从侧面验证了有限合伙协议架构对劳动者权益的侵害行为,从而不利于实现共同富裕的目标。

表 6 异质性分析

变量	收入公平分配		信息透明度		劳动密集度	
	LLS	MLS	高	低	高	低
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
LP	-0.051** (-2.360)	0.042* (1.958)	-0.004 (-0.919)	-0.013*** (-2.875)	-0.009* (-1.841)	0.000 (0.036)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
P 值				0.090		0.090
N	8788	8788	5199	3410	2943	5666
R <sup>2</sup>	0.480	0.459	0.391	0.427	0.421	0.375

## 2. 企业信息透明度的影响

当企业信息透明度较差时,实际控制人“掏空”企业的动机和空间会增加<sup>[1][9]</sup>。而有限合伙协议架构涉及的多层嵌套股权结构安排,通常会导致企业信息披露更加不透明,以及资金来源、组织形式和利益分配机制等更为复杂<sup>[5]</sup>,这都为实际控制人侵害劳动者权益提供了机会。与西方资本市场相比,中国资本市场不成熟,信息不对称对企业的扭曲效应更强<sup>[31]</sup>。因此,本文预期在信息透明度低的企业中,有限合伙协议架构与劳动收入份额的负向关系更显著。

为验证上述猜想,本文用分析师跟踪人数  $Ans$  度量企业信息透明度<sup>[18]</sup>,并按照分析师跟踪人数  $Ans$  的年度行业中位数将样本划分为信息透明度高低两组。如果公司分析师跟踪人数  $Ans$  大于其中位数,则为信息透明度高组,否则为信息透明度低组。从表 6 列(3)~(4)的分组回归结果可以看出,在列(3)信息透明度高组中 LP 的回归系数为-0.004,但不显著;在列(4)信息透明度低组中 LP 的回归系数为-0.013,且在 1%水平上显著。进一步地,采用 Bootstrap 抽样方法检验组间系数差异的显著性,对应的 P 值为 0.090。上述结果表明,在信息透明度低的样本公司中,有限合伙协议架构对劳动收入份额的负向影响更显著。该结果表明有限合伙协议架构的多层嵌套股权结构安排会产生“掏空”效应,促使实际控制人兼具“掏空”企业的能力和动机,从而降低劳动收入份额。

## 3. 劳动密集度的影响

上文理论分析表明,有限合伙协议架构会加大企业的融资约束,进而迫使企业降低劳动收入份额。但是不同行业所掌握的生产技术不同,要素密集度也不同,从而使得不同行业的企业劳动收入份

额也表现出明显差异<sup>[29]</sup>。一方面,对于劳动密集型企业而言,其劳动力构成中低收入劳动者占比较高<sup>[32]</sup>。这类劳动者普遍存在人力资本水平偏低、岗位可替代性较强等结构性约束,在劳资谈判中处于议价能力弱势地位<sup>[28][29][30]</sup>。当企业劳动成本呈现上升趋势时,企业为实现利润最大化目标,往往通过薪酬压缩机制转嫁成本压力,这使得劳动密集型行业的劳动者面临更大的降薪风险<sup>[29][30][33]</sup>。由此,融资约束导致劳动密集型行业受到的冲击更大<sup>[30]</sup>。另一方面,近年来,中国人口红利正逐步消失,一些传统的劳动密集型行业正面临劳动力成本上升等突出问题,这容易促使企业倾向于使用资本或技术替代行业中的低技能劳动力,从而导致这部分劳动力的收入份额被压缩<sup>[34]</sup>。因此,本文预期有限合伙协议架构对民营企业劳动收入份额的负面影响主要体现在劳动密集度高的企业中。

为验证上述猜想,本文遵循已有文献的做法<sup>[35]</sup>,采用企业员工人数占企业营业收入的比重度量劳动密集度。按照劳动密集度的中位数将样本分为劳动密集度高低两组进行分组回归,大于样本中位数的企业划归为劳动密集度高组,否则划归为劳动密集度低组。表6列(5)~(6)中的结果显示,在列(5)劳动密集度高组中,LP的回归系数为-0.009,且在10%水平上显著。在列(6)劳动密集度低组中,LP的回归系数为0,且不显著。进一步地,采用Bootstrap抽样方法检验组间系数差异的显著性,对应的P值为0.090。上述结果表明,在劳动密集度高的样本公司中,有限合伙协议架构对劳动收入份额的负向影响更显著。

### (三)经济后果分析

劳动收入份额衡量的是劳动要素参与初次分配的占比。提升劳动收入份额不仅是对劳动者工作成果的认可,还能通过增强其生产积极性,进而提高企业劳动生产效率。然而,本文研究表明,有限合伙协议架构显著降低了劳动收入份额。这一结果反映出企业内部不同员工群体间的收入分配结构发生扭曲,这可能挫伤企业员工的工作积极性与效率,最终对企业整体生产效率产生负面影响。基于此,本部分聚焦于考查有限合伙协议架构降低了企业劳动收入份额后,企业劳动生产率是否会受到影响。为解答该问题,本文采用人均增加值的自然对数作为企业劳动生产率Labprod的衡量指标<sup>[36]</sup>,具体公式为:劳动生产率Labprod=(营业收入-营业成本+应付职工薪酬+固定资产折旧)/员工人数。然后构建如下模型(2),模型(2)中的其他控制变量与模型(1)保持一致,重点关注有限合伙协议架构和企业劳动收入份额交乘项 $LP_{it} \times LS_{it}$ 的回归系数。

$$Labprod_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LP_{it} + \alpha_2 LS_{it} + \alpha_3 LP_{it} \times LS_{it} + \sum \gamma Controls_{it} + \sum Ind + \sum Year + \epsilon_{it} \quad (2)$$

回归结果如表7所示,LP<sub>it</sub> × LS<sub>it</sub>的回归系数为负且通过了显著性检验。该研究结果表明,有限合伙协议架构对企业劳动收入份额产生负向影响的同时,还会降低企业劳动生产率。

## 六、研究结论与政策启示

目前,我国经济正处于由高速增长转向高质量发展的关键阶段,如何实现收入公平分配越来越受到各界的关注。同时,关于有限合伙协议架构的经济后果研究还处于初步阶段。因此,本文以2014—2022年我国沪深A股民营上市公司为样本,实证考察有限合伙协议架构对企业劳动收入份额的影响及其作用机制,对于深入认识新型股权结构安排、科学优化劳动收入分配以及加快实现共同富裕具有重要的理论价值和现实意义。本研究发现,有限合伙协议架构显著降低了企业劳动收入份额;有限合伙协议架构会增加实际控制人的“掏空”动机和公司信贷约束,从而导致企业劳动收入份额降低;在企业信息透明度低、劳动密集度高的企业中,有限合伙协议架构对企业劳动收入份额的负面影响更显著;在对劳动者群体进行细分后发现,有限合伙协议架构会显著降低普通员工劳动收入份额且显著提高高管劳动收入份额,从而不利于收入的公平分配。此外,本研究还发现,有限合伙协议架构在降低企业劳动收入份额的同时,还会降低企业劳动生产率。

表7 经济后果分析

变量	Labprod
LS	-1.872 *** (-22.489)
LP	0.041 * (1.720)
LS×LP	-0.428 * (-1.849)
Controls	Yes
Year FE	Yes
Ind FE	Yes
N	8609
R <sup>2</sup>	0.667

本研究具有重要的政策启示。第一,本文研究发现有限合伙协议架构会降低企业劳动收入份额。因此,政府部门在鼓励企业灵活运用有限合伙协议架构制度安排的同时,应加强对有限合伙协议架构企业的穿透式监管,重点关注和防范有限合伙协议架构企业的实际控制人对劳动者权益的侵害行为。第二,融资约束是阻碍民营企业资金高效运用的掣肘,政府应重视企业“融资难、融资贵”问题,帮助企业纾解融资约束困境。政府可以采取税收优惠、放宽融资渠道等政策工具有效引导资源的合理配置,从而缓解民营企业的资金压力,尤其要对劳动密集型企业格外关注,以减少有限合伙协议架构企业对劳动者权益的侵害,达到优化劳动收入分配结构的效果。第三,有限合伙协议架构涉及的多层嵌套股权结构安排会导致企业的信息透明度较差,从而增加实际控制人“掏空”企业的动机和空间。因此,政府部门应当进一步完善有限合伙协议架构企业的信息披露制度,明确要求企业披露员工薪酬分配机制以及资金管理、使用和分配等具体细节,为有限合伙协议架构制度更好地发挥积极作用提供法律保障和制度约束。第四,企业除了认识到有限合伙协议架构带来的控制权保护功能外,还应在劳动收入分配过程中,关注其可能带来的挫伤员工积极性的负面后果,协调好企业高效发展与劳动收入份额增长之间的关系,这样才能更好地保护劳动者权益,实现企业的高效发展。

#### 参考文献:

- [1] 郑志刚,李邈,金天,等.有限合伙协议架构与上市公司治理[J].管理世界,2022(7):184—201.
- [2] McCahery, J. A., Vermeulen, E. P. Limited Partnership Reform in the United Kingdom: A Competitive, Venture Capital Oriented Business Form[J]. European Business Organization Law Review (EBOR), 2004, 5(1): 61—85.
- [3] Utke, S. The Effect of Shareholder-Level Taxes on Organizational Form and Stock Ownership: Evidence from Equity Carve-Outs of Master Limited Partnerships[J]. The Accounting Review, 2019, 94(1): 327—351.
- [4] Sharma, J.K. Limited Liability Partnership as a Better Alternative to Incorporation[J]. Jus Corpus Law Journal, 2021, 1(14): 440—447.
- [5] 徐栋良,谭和.深市公司大股东有限合伙架构实践及监管建议[J].证券市场导报,2021(11):74—79.
- [6] 史亚雅,梁上坤,叶文平,等.有限合伙协议架构企业的盈余管理之谜:长期导向还是机会主义? [J].管理世界, 2024(4):215—237.
- [7] 吴浩,解维敏.有限合伙协议架构、风险偏好与企业创新[J]. 金融经济研究,2024(3):110—126.
- [8] 陈德球,侯欣昊.有限合伙协议架构与企业创新——来自中国创业板上市公司的证据[J]. 当代财经,2023(9):83—96.
- [9] 魏志华,陈美茜.有限合伙协议架构与公司审计费用[J]. 审计研究,2023(3):85—97.
- [10] 杨国超.外部治理机制缺失下制度创新的代价——基于阿里巴巴“合伙人制度”的案例研究[J].会计研究,2020(1):126—134.
- [11] Mandell, A. J. The Value of Tunneling: Evidence from Master Limited Partnership for Mations[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2022, 49(1-2): 355—380.
- [12] Autor, D., Dorn, D., Katz, L. F., et al. The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2020, 135(2): 645—709.
- [13] 刘长庚,柏园杰.中国劳动收入居于主体地位吗:劳动收入份额再测算与国际比较[J].经济学动态,2022(7):31—50.
- [14] 郑江淮,荆晶.技术差距与中国工业技术进步方向的变迁[J]. 经济研究,2021(7):24—40.
- [15] 李小荣,毕英睿.控股股东股权质押侵蚀了劳动收入份额吗[J]. 南开经济研究,2023(6):154—172.
- [16] 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(12): 220—237.
- [17] 肖土盛,董启琛,张明昂,等.竞争政策与企业劳动收入份额——基于《反垄断法》实施的准自然实验[J]. 中国工业经济,2023(4):117—135.
- [18] 江轩宇,林莉.会计信息可比性与劳动收入份额[J]. 金融研究,2022(4):57—76.
- [19] 汪伟,郭新强,艾春荣.融资约束、劳动收入份额下降与中国低消费[J]. 经济研究,2013(11):100—113.
- [20] 李晓宁,马启民.中国劳资收入分配差距与关系失衡研究[J]. 马克思主义研究,2012(6):48—58.
- [21] 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.
- [22] Li, B., Liu, C., Sun, S. T. Do Corporate Income Tax Cuts Decrease Labor Share? Regression Discontinuity

Evidence from China[J]. *Journal of Development Economics*, 2021, 150: 102624.

[23] 解恩泽,余淼杰. 制造业企业劳资收入分配改善了么? ——来自劳动力市场竞争性角度的实证证据[J]. *管理世界*,2022(6):92—117.

[24] 武辉,朱玉坤. 地方政府债务治理与企业劳动收入份额提升——基于新《预算法》实施的准自然实验[J]. *南方经济*,2024(2):1—20.

[25] 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(4):1101—1124.

[26] 高延歌. 企业数字化转型与年报可读性:治理效应抑或噪音效应? [J]. *投资研究*,2024(2):121—144.

[27] 文雯,冯晓晴. 多个大股东并存与股票异常停牌[J]. *会计研究*,2024(3):65—79.

[28] 李小林,司登奎. 地方政府债务治理的收入效应[J]. *财经研究*,2024(7):35—49.

[29] 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(12):21—37.

[30] 熊家财,黄玲. 地方财政压力与企业劳动收入份额——基于取消农业税的准自然实验分析[J]. *系统工程理论与实践*,2025(4):1095—1112.

[31] Chan, K., Menkveld, A. J., Yang, Z. Information Asymmetry and Asset Prices: Evidence from the China Foreign Share Discount[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63(1):159—196.

[32] 刘行,赵晓阳. 最低工资标准的上涨是否会加剧企业避税? [J]. *经济研究*, 2019(10):121—135.

[33] 范源源,李建军. 绿色信贷政策对劳动收入份额的影响研究——基于人力资源与信贷资源再配置视角[J]. *经济评论*,2022(3):22—38.

[34] 何小钢,朱国悦,冯大威. 工业机器人应用与劳动收入份额——来自中国工业企业的证据[J]. *中国工业经济*,2023(4):98—116.

[35] 尹美群,盛磊,李文博. 高管激励、创新投入与公司绩效——基于内生性视角的分行业实证研究[J].*南开管理评论*,2018(1):109—117.

[36] 李永友,严岑. 服务业“营改增”能带动制造业升级吗? [J]. *经济研究*,2018(4):18—31.

## Limited Partnership Agreement Structure and Corporate Labor Income Share

GAO Yange<sup>1</sup> FENG Jian<sup>2</sup>

(1. *Business School, Chengdu University, Chengdu 610106, China*; 2. *School of Accounting, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu 610074, China*)

**Abstract:** This study examines the association between limited partnership agreement structure and corporate labor income share. Using a sample of A-share private listed firms in Shanghai and Shenzhen over the period 2014 to 2022. We find that the limited partnership agreement structure significantly reduces corporate labor income share. The mechanism is that the limited partnership structure exacerbates the controlling shareholders' tunneling motivation and corporate financing constraints, which in turn leads to the reduction of corporate labor income share. The heterogeneity test shows that the negative effect of limited partnership agreement structure on labor income share is more significant in firms with low information transparency and high labor intensity. In addition, the negative effect of the labor income share of firms with limited partnership agreement structure is mainly reflected in the labor income of employees rather than executives, which is not conducive to the fair distribution of income. Finally, we find that the limited partnership agreement structure has a negative impact on the labor income share and also diminishes enterprise-level labor productivity. This study not only extends the research of the economic consequences of the limited partnership agreement structure from a micro perspective, but also provides new evidence for the decline in the labor income share from a new perspective.

**Key words:** Limited Partnership Agreement Structure; Labor Income Share; Private Listed Companies

(责任编辑:胡浩志)