

DOI:10.3969/j.issn.1674-8131.2024.05.007

非金融企业参与影子银行业务 对劳动收入份额的影响

王瑶,程煜轩,黄贤环

(山西财经大学 会计学院,山西 太原 030006)

摘要:非金融企业参与影子银行业务会产生实业投资挤出、研发投入替代、会计信息质量降低等效应,不利于劳动收入份额的提高。采用沪深两市非金融、非房地产上市公司2007—2021年数据的分析发现:非金融企业参与影子银行业务对其劳动收入份额具有显著负向影响,并可以通过挤出实业投资、替代研发投入、降低会计信息质量3条路径降低劳动收入份额;当高管持股比例较高、媒体监督较强时非金融企业参与影子银行业务对劳动收入份额的负向影响较小,参与影子银行业务显著降低了普通员工劳动收入份额,而对高管劳动收入份额没有影响。可见,参与影子银行业务的劳动收入份额降低效应主要作用于普通员工,而内部治理和外部治理的改善可以弱化参与影子银行业务对劳动收入份额的消极影响。政府应通过缓解企业融资难、融资贵来压缩影子银行业务空间,并引导非金融企业回归实业;企业应改善内部治理,通过优化薪酬管理机制实现普通员工劳动收入的稳定增长;媒体应发挥外部治理作用,促进企业会计信息质量和劳动收入份额的提高。

关键词:影子银行业务;劳动收入份额;实业投资;研发投入;会计信息质量;共同富裕

中图分类号:F275.1;F830.9 **文献标志码:**A **文章编号:**1674-8131(2024)05-0096-15

引用格式:王瑶,程煜轩,黄贤环.非金融企业参与影子银行业务对劳动收入份额的影响[J].西部论坛,2024,34(5):96-110.

WANG Yao, CHENG Yu-xuan, HUANG Xian-huan. The impact of non-financial enterprises' participation in shadow banking on labor income share[J]. West Forum, 2024, 34(5): 96-110.

* 收稿日期:2024-04-13;修回日期:2024-07-22

基金项目:教育部人文社科基金青年项目(23YJC630184);山西省高等学校哲学社会科学研究项目(2022W063);国家社科基金青年项目(21CGL011)

作者简介:王瑶(1991),女,山西孝义人;讲师,博士,硕士生导师,主要从事公司金融与公司治理研究;438417248@qq.com。程煜轩(1998),女,山西长治人;硕士研究生,主要从事公司金融研究;289424246@qq.com。黄贤环(1989)男,江西吉安人;副教授,博士,硕士生导师,主要从事财务会计与公司金融研究;158982753@qq.com。

一、引言

中国式现代化是全体人民共同富裕的现代化,要在高质量发展中促进共同富裕。要实现共同富裕,就必须注重初次分配的合理性,提升劳动收入份额,使广大劳动者共享经济发展成果,并缩小居民收入分配差距。然而,改革开放后的一段时间内,我国劳动收入份额处于下降状态,虽然在国际金融危机之后有所提升,但仍低于世界平均水平(刘亚琳等,2018)^[1]。因此,努力提高劳动报酬在初次分配中的比重是稳步推进共同富裕的重要内容。初次分配的效率主要取决于市场,而企业是推动市场经济发展的重要微观主体,也是保障就业的重要市场主体,因而持续提高企业的劳动收入份额是实现共同富裕的必然要求。

与此同时,信贷市场主体之间的信息不对称、资本市场体系的不健全不协调等问题导致企业面临“融资难、融资贵”的问题,普遍存在的融资约束使得具有资金优势的企业能够在逐利动机的驱使下充当银行的“影子”,开展类贷款业务。尤其是部分国有企业可以利用其低息融资优势购买影子信贷产品以及各类金融机构股权,并通过地下融资以及过桥贷款等方式进行金融资产配置(韩珣等,2017;Serletis et al.,2019)^[2-3]。在资金供需双方的相互成就下,我国的影子银行规模逐年扩大,其中,非金融企业利用多元化资金成为影子银行运行的重要资金配置者(马勇等,2019)^[4]。

近年来,非金融企业的影子银行化受到社会各界广泛关注,关于非金融企业参与影子银行业务的经济社会效应研究也逐渐深化。在宏观经济后果层面,已有文献主要研究了非金融企业影子银行化对系统性风险、货币政策以及经济发展水平等的影响;在微观经济后果层面,相关研究主要探究非金融企业参与影子银行业务对其自身发展(如主业投资、研发投入、会计信息质量、经营风险以及盈余可持续性)的影响。比如:在资源既定的条件下,企业通过参与影子银行业务进行投机套利会对其主业投资造成“挤占”与“替代”(Dewally et al.,2013;黄贤环等,2021)^[4-6],导致实体经营“空心化”,降低主营业务利润;同时,影子银行业务具有“类银行”功能,游离于金融监管边缘且隐蔽性较强,会损害企业财务信息披露质量,导致会计信息可比性下降(李小林等,2022)^[7];非金融企业影子银行化会加剧经营风险(李建军等,2019)^[8]、股价崩盘风险、违约风险,并降低盈余可持续性(黄贤环等,2021)^[9]。也有研究发现,当缺少投资机会时,非金融企业参与影子银行业务可以盘活自有闲置资金,提高资金周转率,弥补主业发展缺陷和财务困境,提高资源配置效率(Gorton et al.,2010;黄贤环等,2021)^{[10][9]}和风险承担水平(吴安兵等,2023)^[11];此外,大型企业从事影子银行化业务还可以帮助优质中小型企业或非上市民营企业摆脱信贷约束,缓解资金紧缺,成为其“救生圈”(王永钦等,2015)^[12]。

企业的投资活动与资金配置是影响其劳动收入份额的重要因素。非金融企业参与影子银行业务会导致内部资源重新配置,进而影响资本要素和劳动要素之间的收入分配。特别是影子银行业务的实业投资挤出效应、研发投入替代效应、高回报收益效应以及会计信息质量降低效应等(张成思等,2016;李小林等,2022)^{[13][7]},会对企业员工的规模、薪酬水平、议价能力以及资本与劳动力的边际产出水平产生直接影响,进而导致企业劳动收入份额发生变化。然而,鲜有文献探讨非金融企业参与影子银行业务对其劳动收入份额的影响,尤其缺乏相关经验证据。有鉴于此,本文在已有研究的基础上,从理论上探讨非金融企业参与影子银行业务可能对劳动收入份额产生的负向和正向影响,进而采用沪深两市非金融、非房地产上市公司2007—2021年的数据进行实证检验。

相比已有文献,本文的边际贡献主要在于:一是在研究视角上,补充和延伸了非金融企业影子银行化的经济后果研究和劳动收入份额的影响因素研究,并为非金融企业参与影子银行业务的劳动收入份

额降低效应提供了经验证据;二是在理论上,结合委托代理理论、投资组合理论以及新古典经济学理论等,探讨了非金融企业参与影子银行业务通过实业投资挤出效应、研发投入替代效应、会计信息质量降低效应影响劳动收入份额的3条路径,有助于深入认识企业参与影子银行业务的微观经济后果以及提升企业劳动收入份额的有效路径;三是进一步从改善内部和外部治理的角度考察了管理层持股和媒体监督差异导致的异质性影响,并分析了非金融企业参与影子银行业务对高管劳动收入份额和普通员工劳动收入份额的不同影响,为有效抑制非金融企业影子银行化的消极影响和切实提高企业劳动收入份额提供了借鉴和启示,有助于促进共同富裕和防范金融风险。

二、理论分析与研究假说

所谓非金融企业影子银行化,可界定为在有限的资源条件下,非金融企业偏离主业,将资金投放于民间借贷、委托理财、委托贷款等信用中介类影子银行业务以及理财产品、信托产品、结构性存款、资产管理计划等信用链条类影子银行业务,充当银行影子的行为(李建军等,2019;龚关等,2021;吴安兵等,2023)^{[8][14][11]}。已有文献研究发现,非金融企业参与影子银行业务会产生挤出实业投资、替代研发投入以及降低会计信息质量等消极影响,同时也存在增加收益和利润等积极影响。从理论上讲,非金融企业参与影子银行业务对劳动收入份额的影响也具有两面性,可能降低劳动收入份额,也可能提高劳动收入份额。

1. 非金融企业参与影子银行业务对劳动收入份额的负向影响

首先,非金融企业参与影子银行业务对实业投资的挤出不利于生产经营规模的扩大,从源头上减少了劳动力需求,进而导致劳动收入份额降低。第一,在影子银行业务高回报率的驱动下,管理者有动机扩张高收益的影子银行业务而缩小低收益的实体部门规模,甚至进行裁员和降薪。第二,影子银行业务的实业投资挤出效应还会降低主营业务活动对企业利润的贡献率,导致企业对主营业务的重视程度减弱,并降低实业部门劳动者的议价能力。第三,根据企业流动资本需求理论,在产品销售收到现金之前,为了维持生产的稳定性,需要保证原材料的充足供应和工资的按时支付。而在影子银行业务对主营业务的挤出效应会导致生产经营资金紧张,阻碍企业的可持续发展,为了保障流动资金和维持生产稳定,企业可能降低员工的工资,从而对劳动收入份额产生负面影响。

其次,非金融企业参与影子银行业务对研发创新投入的替代不利于人力资本积累和升级,进而可能降低劳动收入份额。企业开展研发创新活动需要高学历和专业化的研发人员,而在我国此类具有高议价能力和高工资水平的人才相对短缺,且难以替代。减少研发投入会从源头上直接降低企业研发人员的数量以及相关的人力资本投入,由此引发的研发人员收入水平下降也会对企业整体劳动收入份额的提升产生负面影响(王宋涛等,2016)^[15]。同时,从长期来看,研发投入减少会降低企业的产品竞争力以及市场占有率,为应对市场份额的缩减,企业很可能会减少员工数量(吴鹏等,2018)^[16]。

最后,非金融企业参与影子银行业务可能会降低会计信息质量,进而不利于劳动收入份额提高。较低的会计信息质量和管理层的逐利行为及逆向选择提供了更多机会,导致投资者难以对企业进行监督和预测,不利于将外源性融资用于支付员工薪酬和扩大劳动力规模。为规避监管,非金融企业参与影子银行业务时可能隐瞒相关列报,导致会计信息披露质量和横向可比性降低。资本和劳动力的边际产出水平决定着两者的收入分配比例,以固定资产为代表的资本要素除了有其边际产出外,还可以通过抵押来获取融资收益(江轩宇等,2021)^[17],因而低质量的会计信息可能使投资者所要求的必要报酬率增加

(Kim et al., 2013)^[18],随之增加的企业债务与权益资本成本会促使企业降低对劳动要素的投入,进而导致劳动收入份额下降(江轩宇等,2021)^[19]。

2. 非金融企业参与影子银行业务对劳动收入份额的正向影响

首先,投资决策对企业财务至关重要,企业选择高杠杆和高利润的影子银行业务,有利于资金的高效安排,并具有较高的变现能力,从而实现“金融反哺实业”(张成思等,2016)^[13]。为实现可持续发展和提高核心竞争力,企业可利用影子银行业务所带来的盈利资金反哺主业投资,扩大企业的生产规模和劳动力需求。同时,主业发展向好能够进一步提高企业的盈利水平,有助于员工议价能力和薪酬水平的提高,进而提高劳动收入份额。

其次,一些拥有大量信贷资源和较强融资优势的企业,往往可以通过多渠道融入超过日常生产所需要的资金(韩珣等,2020)^[20],在缺少投资机会的情况下,从事高收益的影子银行业务可以盘活闲置资金以及保证充足的现金流,并预防未来现金流的不确定性(彭俞超等,2018)^[21]。充足的资金不仅可以缓解内源融资压力,还可以减少对人力资本投入的挤占,避免延迟发放工资以及裁员降薪等现象,从而对企业劳动收入份额提升产生积极作用(祝树金等,2016)^[22]。

最后,企业员工的工资水平通常与企业利润直接相关,非金融企业参与影子银行业务往往会产生利润增加效应,而利润水平提高有利于员工工资和福利水平的提高,进而提升企业劳动收入份额。

综上所述,非金融企业参与影子银行业务会对其实业投资和研发投入产生挤出和替代,并降低会计信息质量,从而不利于劳动收入份额的增长。但非金融企业参与影子银行业务也会增加其收益和利润,若企业将这部分资金更多地用于实业投资和人力资本投入,则将促进劳动收入份额增长。因此,在不同的情形下,非金融企业参与影子银行业务对其劳动收入份额的影响可能具有不同的表现,而在当前我国的经济实践中具有怎样的影响,还需要进行实证检验。

基于此,本文提出如下待检验的竞争性假说:非金融企业参与影子银行业务会降低其劳动收入份额(H1);非金融企业参与影子银行业务能够提升其劳动收入份额(H2)。

三、实证研究设计

1. 模型设定

为考察非金融企业参与影子银行业务对其劳动收入份额的影响,构建如下基准模型:

$$LS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Inshban_{i,t} + \sum \beta_n Controls_{i,t} + \sum year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t}$$

其中, i 和 t 分别代表企业和年份, $year$ 和 $Industry$ 分别表示年份和行业固定效应, $\varepsilon_{i,t}$ 为随机误差项。

(1)被解释变量(LS)“劳动收入份额”的测度。相关研究通常采用劳务报酬与增加值之比来衡量企业的劳动收入份额。对于企业增加值的测度,江轩宇和贾婧(2021)^[17]采用“营业利润+支付给职工及为职工支付的现金+固定资产折旧”来衡量,苏桂芳等(2021)^[23]在此基础上增加了生产税净额。考虑到增值额不能直接从企业财务报表及附注中获取,需要通过城市建设税和教育费附加进行估算,准确性不足,且生产税净额主要与政府收入相关,本文采用“支付给职工以及为职工支付的现金/(营业收入-营业成本+支付给职工以及为职工支付的现金+固定资产折旧)”来测算样本企业的劳动收入份额。

(2)核心解释变量($Inshban$)“影子银行业务”的测度。本文借鉴Jiang等(2010)^[24]、李建军和韩珣(2019)^[8]、黄贤环和王翠(2021)^[9]的做法,基于非金融企业从事影子银行业务的方式(委托贷款、委托

理财、购买理财和信托产品、民间贷款等)来衡量样本企业参与影子银行业务的程度,即通过企业“委托贷款”“委托理财”“民间贷款”“购买理财产品”之和(具体包括其他流动资产、委托理财、一年内到期的非流动资产、其他应收款、其他非流动资产)的自然对数值来计算“影子银行业务”变量。

(3)控制变量(*Controls*)的选取。借鉴江轩宇和林莉(2022)^[19]、黄贤环和王翠(2021)^[9]的研究,选取15个控制变量,详见表1。

表1 控制变量选取与测度

变 量	测度方法
员工规模	企业员工人数的自然对数值
企业年龄	观测年份与企业成立年份之差加1的自然对数值
产权性质	国有企业赋值为1,非国有企业赋值为0
股权集中度	第一大股东持股比例
独立董事占比	独立董事人数与董事会人数之比
两职合一	总经理与董事长是同一人赋值为1,否则赋值为0
资产负债率	总负债与总资产之比
盈利能力	净利润与总资产之比
成长性	总资产增长率
现金流比率	期末现金及现金等价物余额与总资产之比
融资约束	SA 指数
资本集中度	总资产与营业收入之比
员工薪酬水平	支付给职工及为职工支付的现金与员工人数之比
企业所在地区	东部地区赋值为1,其他地区赋值为0
地区经济发展水平	企业所在省份的GDP

2. 样本选择与数据处理

鉴于我国从2007年开始施行新会计准则,本文选取2007—2021年深沪两市的非金融、非房地产上市公司为研究样本,相关数据来自国泰安(CSMAR)数据库。对样本进行了如下筛选:剔除数据缺失和异常的样本,删除ST类样本,删除了资产负债率大于1的样本,最终获得13 998个样本观测值,并对连续变量进行上下1%的缩尾处理。主要变量的描述性统计结果见表2。“劳动收入份额”的均值为0.275,最小值为0.061,最大值为0.777,表明不同企业间的劳动收入份额存在显著差异,不利于共同富裕目标的实现;“影子银行业务”的最大值为23.771,最小值为13.258,均值为18.431,可见样本企业都在不同程度上从事着影子银行业务,对有效防范化解经济金融领域风险提出了挑战。

表2 主要变量描述性统计结果(样本量为13 998)

变 量	均值	标准差	最小值	25%分位	50%分位	75%分位	最大值	
被解释变量	劳动收入份额	0.275	0.115	0.061	0.195	0.262	0.339	0.777
核心解释变量	影子银行业务	18.431	2.189	13.258	16.852	18.321	19.951	23.771

续表 2

变 量	均值	标准差	最小值	25%分位	50%分位	75%分位	最大值	
员工规模	7.809	1.274	1.946	6.961	7.732	8.555	13.215	
企业年龄	2.629	0.408	0.000	2.398	2.708	2.890	3.871	
产权性质	0.472	0.499	0	0	0	1	1	
股权集中度	0.363	0.151	0.022	0.243	0.347	0.471	0.900	
独立董事占比	0.371	0.055	0.000	0.333	0.333	0.400	0.800	
两职合一	0.221	0.415	0	0	0	0	1	
资产负债率	0.442	0.204	0.007	0.284	0.444	0.602	0.993	
控制变量	盈利能力	0.044	0.044	-0.178	0.016	0.037	0.066	0.193
成长性	0.161	0.242	-0.259	0.023	0.104	0.223	1.335	
现金流比率	0.169	0.129	0.010	0.076	0.132	0.223	0.620	
融资约束	2.173	1.660	0.376	1.184	1.773	2.584	12.375	
资本集中度	-3.675	0.252	-5.053	-3.834	-3.676	-3.521	-1.805	
员工薪酬水平	11.311	0.644	7.969	10.920	11.264	11.653	16.972	
企业所在地区	0.666	0.472	0	0	1	1	1	
地区经济发展水平	3.252	2.210	0.034	1.604	2.578	4.536	12.437	

四、实证检验结果分析

1. 基准回归

基准模型检验结果见表3。(1)列未加入控制变量,(2)列加入企业基本属性层面的控制变量,(3)列在(2)列的基础上控制了公司治理特征,(4)列在(3)列的基础上控制了公司财务特征,(5)列在(4)列的基础上进一步控制了地区特征,“影子银行业务”的回归系数均在1%的水平上显著为负,表明非金融企业影子银行业务的增加对劳动收入份额具有显著的负向影响,即参与影子银行业务会显著降低非金融企业的劳动收入份额。由此,本文提出的假说H1得到验证,而假说H2不成立。

表 3 基准回归结果

变 量	劳动收入份额	劳动收入份额	劳动收入份额	劳动收入份额	劳动收入份额
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
影子银行业务	-0.005*** (-10.003)	-0.012*** (-22.060)	-0.012*** (-21.958)	-0.012*** (-25.249)	-0.012*** (-25.231)
员工规模		0.018*** (20.837)	0.018*** (21.114)	0.035*** (38.683)	0.035*** (38.774)
企业年龄		0.015*** (6.372)	0.013*** (5.360)	-0.019*** (-5.270)	-0.018*** (-5.134)
产权性质		0.038*** (19.028)	0.038*** (18.660)	0.015*** (8.218)	0.015*** (7.939)

续表 3

变 量	劳动收入份额	劳动收入份额	劳动收入份额	劳动收入份额	劳动收入份额
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
股权集中度			-0.026*** (-4.319)	-0.013** (-2.504)	-0.012** (-2.350)
独立董事占比			-0.013 (-0.819)	-0.029** (-2.176)	-0.030** (-2.252)
两职合一			-0.004* (-1.713)	-0.001 (-0.469)	-0.001 (-0.443)
资产负债率				-0.143*** (-26.834)	-0.144*** (-26.925)
盈利能力				-1.290*** (-63.930)	-1.291*** (-63.964)
成长性				-0.019*** (-5.854)	-0.019*** (-5.842)
现金流比率				0.017** (2.474)	0.017** (2.475)
融资约束				-0.003*** (-6.034)	-0.003*** (-6.086)
资本集中度				-0.061*** (-10.598)	-0.060*** (-10.348)
员工薪酬水平				0.040*** (26.531)	0.041*** (26.550)
企业所在地区					-0.005*** (-2.599)
地区经济发展水平					0.001 (1.597)
常数项	0.310*** (21.722)	0.232*** (15.663)	0.249*** (15.583)	-0.280*** (-10.592)	-0.284*** (-10.709)
年份和行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
N	13 998	13 998	13 998	13 998	13 998
R ² _a	0.209	0.270	0.271	0.458	0.459

注: *、**、***分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著,括号内数值为 t 值,下表同。

2. 稳健性检验

(1) 替换被解释变量。为缓解因变量测量偏差带来的模型估计偏误,借鉴江轩宇和林莉(2021)^[19]的研究,采用“(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)/营业收入”来衡量“劳动收入份额 1”(LS1),同时,为使变量更加符合正态分布,通过“ $\ln[LS1/(1-LS1)]$ ”计算

得到“劳动收入份额 2”;借鉴苏桔芳(2021)^[23]的方法,采用“应付职工薪酬贷方发生额/(营业收入-营业成本+支付给职工以及为职工支付的现金+固定资产折旧)”来衡量“劳动收入份额 3”;采用“(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)/(营业收入-营业成本+支付给职工以及为职工支付的现金+固定资产折旧)”来衡量“劳动收入份额 4”;采用“支付给职工以及为职工支付的现金/(支付给职工以及为职工支付的现金+生产净税额+固定资产折旧+营业利润)”来衡量“劳动收入份额 5”。分别以上述变量为被解释变量,重新进行检验,回归结果见表 4,“影子银行业务”的系数均在 1%的水平上显著为负,与基准模型检验的结果一致。

表 4 替换被解释变量检验结果

变 量	劳动收入份额 1	劳动收入份额 2	劳动收入份额 3	劳动收入份额 4	劳动收入份额 5
影子银行业务	-0.010*** (-31.203)	-0.012*** (-24.600)	-0.110*** (-34.810)	-0.012*** (-23.655)	-0.016*** (-8.764)
N	13 791	13 791	13 791	13 791	13 998
R ² _a	0.493	0.448	0.543	0.444	0.387

注:各模型均控制了控制变量以及年份和行业固定交应,限于篇幅,控制变量和常数项估计结果略,下表同。

(2)缩小样本区间。本文以 2007 年为研究起点,但 2008 年全球金融危机的爆发对我国经济发展产生了巨大冲击,到 2012 年底国际金融危机对我国的影响基本消除,因此将研究起点改为 2013 年。进一步对研究终点进行选择:第一,由于新冠疫情暴发,企业在 2020 年的经营状况受到很大冲击,因而选取 2013—2019 年的数据重新进行回归;第二,我国在 2017 年出台了一系列政策来治理影子银行的无序扩张,对非金融企业参与影子银行业务产生了重要影响,因而选取 2013—2016 年的数据重新进行回归。第三,我国在 2016 年实行了“三去一降一补”政策,企业的影子银行业务和劳动收入份额都会受到该政策的影响,因而选取 2013—2015 年的数据重新进行回归。上述检验结果见表 5 的(1)(2)(3)列,“影子银行业务”的回归系数依然均在 1%的水平上显著为负,假说 H1 再次得到验证。

表 5 缩小样本区间和 PSM 法检验结果

变 量	缩小样本区间			PSM 法检验
	2013—2019 年	2013—2016 年	2013—2015 年	
	(1)	(2)	(3)	(4)
影子银行业务	-0.012*** (-17.845)	-0.011*** (-16.566)	-0.011*** (-15.496)	-0.027*** (-16.998)
N	6 983	6 413	5 867	13 998
R ² _a	0.467	0.465	0.462	0.445

(3)PSM 法处理内生性问题。为缓解基准模型可能存在的内生性问题,本文根据各行业参与影子银行业务程度的均值将样本企业分为两组,以影子银行业务参与程度较高的样本为处理组、参与程度低的样本为控制组,采用基准回归的控制变量作为协变量,运用 logit 模型得出各样本的倾向得分,再使用最近邻匹配法进行 PSM 匹配,最后采用配对后的样本进行检验,回归结果见表 5 的(4)列。“影子银行业务”的回归系数还是在 1%的水平上显著为负,表明本文分析结果具有稳健性。

(4)工具变量法缓解内生性问题。为了缓解反向因果关系、遗漏变量、样本自选择等内生性问题导

致的估计偏差,本文借鉴黄贤环和王瑶(2019)^[25]的研究,采用工具变量进行2SLS回归。选取以下3个工具变量:一是分行业分年度“影子银行业务”的中位数(工具变量1),二是分行业分年度“影子银行业务”的均值(工具变量2),三是滞后一期的“影子银行业务”(工具变量3)。工具变量法的检验结果见表6。3个工具变量第一阶段的F统计量都大于经验值10,表明不存在弱工具变量问题,第二阶段检验结果显示,3个工具变量拟合的“影子银行业务”的回归系数均显著为负,表明在缓解内生性问题后,非金融企业影子银行业务的增加对其劳动收入份额具有显著负向影响的结论依然成立。

表6 工具变量法检验结果

变 量	工具变量 1		工具变量 2		工具变量 3	
	影子银行业务	劳动收入份额	影子银行业务	劳动收入份额	影子银行业务	劳动收入份额
工具变量	0.506*** (19.157)		0.694*** (22.375)		0.687*** (95.721)	
影子银行业务		-0.009*** (-2.844)		-0.012*** (-4.679)		-0.019*** (-23.055)
N	13 998	13 998	13 998	13 998	13 998	13 998
R ² _a	0.570	0.456	0.574	0.459	0.755	0.476

五、进一步分析

1. 机制检验

前文理论分析认为,之所以非金融企业参与影子银行业务会降低劳动收入份额,是因为参与影子银行业务将导致非金融企业减少实业投资和研发投入,并降低会计信息质量。为检验上述机制是否存在,参考江轩宇和林莉(2021)^[19]的研究,在基准模型的基础上构建如下中介效应模型:

$$Medvar_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Inshban_{i,t} + \sum \beta_n Controls_{i,t} + \sum year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t}$$

$$LS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Inshban_{i,t} + \beta_2 Medvar_{i,t} + \sum \beta_n Controls_{i,t} + \sum year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t}$$

其中, $Medvar$ 为中介变量。根据理论机制,选取以下3个中介变量:一是“实业投资”,采用构建固定资产和无形资产的现金支出与总资产之比来衡量;二是“研发投入”,采用研发投入与总资产之比来衡量;三是“盈余激进度”,借鉴金智(2010)^[26]的方法,采用盈余激进度作为衡量企业会计信息质量的代理变量,企业的盈余激进度越大则管理层操纵盈余项目的可能性越大,会计信息质量越差。

(1) 实业投资挤出机制。一方面,在既定环境下企业资源是一定的,非金融企业从事影子银行业务会从实业投资中抽走大量资金,对企业的实业发展产生挤压效应,进而对劳动力规模、员工薪酬以及员工议价能力带来不利影响;另一方面,企业在从事影子银行业务时会占用大量流动资金以获取短期利润,这会破坏生产经营中流动资金供给的稳定性,进而对员工薪酬产生影响。因此,非金融企业从事具有“脱实向虚”性质的影子银行业务,很可能通过实业投资挤出效应来降低企业劳动收入份额。以“实业投资”为中介变量的中介效应检验结果见表7的(1)(2)列。“影子银行业务”对“实业投资”的回归系数在1%的水平上显著为负,表明非金融企业影子银行业务的增加会降低其实业投资;“实业投资”对“劳动收入份额”的回归系数在1%的水平上显著为正,表明非金融企业增加实业投资能够显著提高其劳动收

入份额。进一步进行 Sobel 模型检验,中介因子检验的 z 值为-5.204,表明中介效应显著。综上可知,实业投资在参与影子银行业务影响劳动收入份额中发挥了显著的中介作用,即非金融企业参与影子银行业务会通过挤出实业投资的路径导致企业劳动收入份额下降。

(2)研发投入替代机制。非金融企业参与影子银行业务会增加现金波动性和弱化现金时间价值,对企业的研发投入产生替代效应。一方面,非金融企业参与影子银行业务会直接减少其对研发人员的需求,并进一步影响人均工资水平及员工人数;另一方面,研发创新投入的减少不利于产品竞争力和市场份额的提升,进而影响企业劳动收入份额。以“研发投入”为中介变量的中介效应检验结果见表7的(3)(4)列。“影子银行业务”对“研发投入”的回归系数在1%的水平上显著为负,表明非金融企业影子银行业务的增加会减少其研发投入;“研发投入”对“劳动收入份额”的回归系数在1%的水平上显著为正,表明非金融企业增加研发投入能够显著提高其劳动收入份额。进一步进行 Sobel 模型检验,中介因子检验的 z 值为-4.377,表明中介效应显著。综上可知,研发投入在参与影子银行业务影响劳动收入份额中发挥了显著的中介作用,即非金融企业参与影子银行业务会通过替代研发投入的路径导致企业劳动收入份额下降。

(3)会计信息质量降低机制。非金融企业参与影子银行业务存在高隐蔽性和高风险性,增加了管理者“捂盘”动机,很多企业将贷款项目放在其他应收款或短期投资科目,这会与其他企业产生差异,并形成虚假应收账款(王永钦等,2015)^[12],造成会计披露信息扭曲,损害会计信息质量,而企业的会计信息质量会影响其劳动收入份额(江轩宇等,2021)^[19]。以“盈余激进度”为中介变量的中介效应检验结果见表7的(5)(6)列。“影子银行业务”对“盈余激进度”的回归系数在1%的水平上显著为正,表明非金融企业影子银行业务的增加会提高其盈余激进度,进而导致会计信息质量降低;“盈余激进度”对“劳动收入份额”回归系数在1%的水平上显著为负,表明非金融企业会计信息质量的降低(盈余激进度提高)会显著减少其劳动收入份额。进一步进行 Sobel 模型检验,中介因子检验的 z 值为-3.343,表明中介效应显著。综上可知,会计信息质量在参与影子银行业务影响劳动收入份额中发挥了显著的中介作用,即非金融企业参与影子银行业务会通过降低会计信息质量的路径导致企业劳动收入份额下降。

表7 机制检验结果

变 量	实业投资挤出机制		研发投入替代机制		会计信息质量降低机制	
	实业投资	劳动收入份额	研发投入	劳动收入份额	盈余激进度	劳动收入份额
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
影子银行业务	-0.002*** (-7.872)	-0.012*** (-24.604)	-0.001*** (-5.231)	-0.012*** (-22.395)	0.025*** (9.543)	-0.012*** (-23.974)
实业投资		0.100*** (6.936)				
研发投入				0.311*** (7.760)		
盈余激进度						-0.006*** (-3.569)
N	13 605	13 605	9 544	9 544	13 482	13 482
R ² _a	0.186	0.455	0.274	0.487	0.071	0.458
Sobel 检验	Z= -5.204	P= 0.000	Z= -4.377	P= 0.000	Z= -3.343	P= 0.000

2. 异质性分析

(1) 高管持股比例异质性。在现代企业的委托代理机制下,委托代理冲突可能使高管为了获取私利而做出违背投资者意愿的决策(黄贤环等,2022)^[27],而对高管进行股权激励可以弱化这种利益冲突。在股权激励下,高管的利益与企业的长期利益趋同,会抑制高管的逐利动机,提高高管的工作积极性,高管的投资决策也会更加符合股东利益。高管持股比例反映了企业内部股权激励情况,当高管持股比例较高时,管理者与投资者的目标及利益趋于一致,会更加注重企业的可持续发展,其投资决策也会更加偏向实业投资和研发投入,从而有利于通过促进实业发展和技术进步来提升企业的劳动收入份额(张鲜华等,2024)^[28]。当高管持股比例较低时,代理问题较严重,管理层往往为了自身利益而损害企业价值,其投资决策往往偏向高收益的影子银行业务,会对企业的实业投资和研发投入造成更大的挤压,并会通过降低会计信息质量来掩饰其私利行为,从而导致劳动收入份额进一步降低(黄贤环等,2021)^[29]。因此,本文预期当高管持股比例较高时,非金融企业参与影子银行业务对劳动收入份额的负向影响较小。

根据高管持股比例的平均值将样本企业划分为“比例较高”和“比例较低”两组,分别进行基准模型检验,回归结果见表8的(1)(2)列。两组样本中,“影子银行业务”的回归系数均在1%的水平上显著为负,但“比例较低”组的系数显著大于“比例较高”组的系数(似不相关检验的P值为0.001),表明当高管持股比例较低时,非金融企业参与影子银行业务对劳动收入份额负向影响更强,与理论预期一致。可见,通过适当提高高管持股比例来改善企业内部治理,可以有效弱化参与影子银行业务对劳动收入份额的消极影响。

(2) 媒体监督异质性。非金融企业参与影子银行业务存在高隐蔽性和高风险性,为了减轻外界舆论以及投资者给予的压力,管理者往往不愿意向外界披露高风险投资活动。此时,作为重要的外部监督机制,媒体可以通过信息中介功能和舆论监督职能降低信息不对称程度(黄贤环等,2021)^[29],减少外部投资者的信息风险及成本(Bushee et al., 2010)^[30],尤其是可以对有治理缺陷的企业起到较好的监督作用。同时,媒体对企业负面信息的曝光,不仅能够强化社会舆论监督,还能促使政府加强行政监督,从而更好地实现对企业的外部治理作用。在扎实推进共同富裕的时代背景下,就业问题和工资水平受到广泛关注,外部监督的强化会促使企业更加重视员工待遇的提高,并尽量避免劳动收入份额下降带来的负面影响。因此,本文预期在较强的媒体监督下非金融企业参与影子银行业务对劳动收入份额的降低作用较小。

借鉴黄贤环和王翠(2021)^[25]的做法,采用企业年度网络新闻报道数量来衡量媒体关注度,并按其中位数将样本企业划分为“监督较强”和“监督较弱”两组,分别进行基准模型检验,回归结果见表8的(3)(4)列。两组样本中,“影子银行业务”的回归系数均在1%的水平上显著为负,但“监督较弱”组的系数显著大于“监督较强”组的系数(似不相关检验的P值为0.000),表明当媒体监督较弱时,非金融企业参与影子银行业务对劳动收入份额负向影响更强,与理论预期一致。可见,媒体监督的外部治理作用也可以有效弱化非金融企业参与影子银行业务对劳动收入份额的消极影响。

(3) 高管与普通员工的异质性。委托代理是现代公司制的典型特征,为了缓解第一类代理问题,降低管理者和所有者之间的矛盾冲突,需要从薪酬、晋升等维度强化对高管的激励,以降低高管获取管理权私利的动机,因而高管的薪酬中包含激励薪酬(抑制高管利用管理权获取私利的动机和行为)。企业往往会出于公司治理因素的考量而给予高管相对较高和相对稳定的薪酬,导致高管的劳动收入份额具有较强的粘性。同时,参与影子银行业务所带来的利润结构变化会改变企业的股利分红及薪酬制度(罗

明津等,2021)^[31],而影子银行业务对实业投资的挤出使得高管薪酬与企业实业经营状况的关联性减弱。与高管不同的是,普通员工的薪酬更多地取决于其所在岗位生产劳动创造的价值,受企业实业发展状况及研发投入的影响较大,因而普通员工的劳动收入份额具有较强的波动性。而且,参与影子银行业务会使企业对生产活动和研发活动的投入减少,直接导致普通员工通过生产活动和研发活动获得的报酬降低。因此,本文预期非金融企业参与影子银行业务对普通员工劳动收入份额的负向影响更大。

为考察非金融企业参与影子银行业务对高管劳动收入份额和普通员工劳动收入份额的影响是否存在显著差异,借鉴方军雄(2011)^[32]的方法,采用“高管薪酬总额/(营业收入-营业成本+支付给职工以及为职工支付的现金+固定资产折旧)”来衡量“高管劳动收入份额”,采用“劳动收入份额-高管劳动收入份额”来衡量“普通员工劳动收入份额”,进而分别以其为被解释变量进行基准模型检验,回归结果见表8的(5)(6)列。“影子银行业务”对“高管劳动收入份额”的回归系数不显著(-0.000),而对“普通员工劳动收入份额”的回归系数在1%的水平上显著为负(-0.013),表明非金融企业参与影子银行业务主要是降低了普通员工的劳动收入份额,而对高管的劳动收入份额没有影响,符合理论预期。

表8 异质性分析结果

变 量	高管持股比例异质性		媒体监督异质性		高管与普通员工异质性	
	比例较高	比例较低	监督较强	监督较弱	普通员工	高管
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
影子银行业务	-0.009*** (-11.204)	-0.013*** (-21.387)	-0.009*** (-13.061)	-0.013*** (-20.329)	-0.013*** (-22.733)	-0.000 (-1.011)
N	3 220	10 778	6 567	7 142	11 120	11 120
R ² _a	0.444	0.469	0.444	0.460	0.448	0.263
似不相关检验	Chi2=10.31 Prob>Chi2=0.001		Chi2=13.85 Prob>Chi2=0.000		Chi2=447.45 Prob>Chi2=0.000	

六、结论与启示

由于资源的有限性,非金融企业参与影子银行业务会导致其挤出实业投资、替代研发投入、降低会计信息质量,从源头上减少对劳动力和研发人员的需求以及对劳动要素的投入,并降低劳动者的议价能力和薪酬稳定性,进而导致劳动收入份额降低。当然,若企业将从影子银行业务获得的收益更多地用于实业投资和研发投入,也可能带来劳动收入份额的提高。本文以沪深两市非金融、非房地产上市公司2007—2021年的数据为研究样本,分析发现:(1)非金融企业影子银行业务的增加对其劳动收入份额具有显著的负向影响,该结论在经过替换被解释变量、缩小样本区间、PSM法和工具变量法等稳健性检验和内生性处理后依然成立,表明非金融企业参与影子银行业务会显著降低其劳动收入份额;(2)实业投资、研发投入和会计信息质量在参与影子银行业务影响劳动收入份额中发挥了显著的中介效应,表明非金融企业参与影子银行业务会通过挤出实业投资、替代研发投入、降低会计信息质量3条路径导致企业劳动收入份额下降;(3)相比高管持股比例较低、媒体监督较弱的非金融企业,高管持股比例较高、媒体监督较强的非金融企业参与影子银行业务对劳动收入份额的负向影响较小,表明内部治理和外部治理的改善有助于弱化参与影子银行业务对劳动收入份额的消极影响;(4)非金融企业参与影子银行业务显著降低了普通员工的劳动收入份额,而对高管的劳动收入份额没有影响,表明参与影子银行业务的劳动

收入份额降低效应主要源于普通员工劳动收入份额的下降。

根据以上研究结论,本文得到以下启示:第一,政府应积极引导非金融企业回归实业,加大对实业投资和研发投入的税收优惠及政府补助,并为企业的实业发展提供更多机会和更好条件,促进企业的实业投资和创新投入。第二,银行等金融机构应健全风险评估和控制系统,优化信贷融资条件,完善信贷融资市场环境,有效缓解企业融资难、融资贵的现状,从源头上压缩影子银行业务的发展空间;金融监管部门应实施穿透式监管,促进市场主体信息披露质量的提升,实时监测影子银行规模,有效防范化解系统性金融风险。第三,企业应以可持续高质量发展为目标,充分认识到参与影子银行业务面临的风险,更加注重实业投资,加大研发创新投入,提升会计信息质量;要改善内部治理,缓解委托代理冲突,抑制管理层短视行为;适度提高高管持股比例,重点优化职工薪酬管理机制,实现普通员工劳动收入份额的稳定增长。第四,媒体应该积极发挥信息传播功能和监督治理作用,为企业与其他经济主体提供信息桥梁,强化对非金融企业影子银行化行为的监督,通过外部治理有效约束规范企业的投资和财务行为,促进企业会计信息质量和劳动收入份额的提高。

参考文献:

- [1] 刘亚琳,茅锐,姚洋. 结构转型、金融危机与中国劳动收入份额的变化[J]. 经济学(季刊),2018,17(2):609-632.
- [2] 韩珣,田光宁,李建军. 非金融企业影子银行化与融资结构——中国上市公司的经验证据[J]. 国际金融研究,2017(10):44-54.
- [3] SERLETIS A, XU L. The demand for banking and shadow banking services[J]. North American Journal of Economics and Finance, 2019(47):132-146.
- [4] 马勇,王满,马影. 影子银行业务会增加股价崩盘风险吗[J]. 财贸研究,2019,30(11):83-93.
- [5] DEWALLY M, SHAO Y. Financial derivatives, opacity, and crash risk: evidence from large US Banks [J]. Journal of Financial Stability, 2013, 9(4):565-577.
- [6] 黄贤环,吴秋生,王瑶. 影子银行发展与企业投资行为选择:实业投资还是金融投资? [J]. 会计研究,2021(1):100-111.
- [7] 李小林,宗莹萍,司登奎,等. 非金融企业影子银行业务的反噬效应——基于企业风险承担的视角[J]. 财经研究,2022,48(7):124-137.
- [8] 李建军,韩珣. 非金融企业影子银行化与经营风险[J]. 经济研究,2019,54(8):21-35.
- [9] 黄贤环,王翠. 非金融企业影子银行化与盈余可持续性[J]. 审计与经济研究,2021,36(4):80-89.
- [10] GORTON G, METRICK A, SHLEIFER A, et al. Regulating the shadow banking system[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 2010:261-312.
- [11] 吴安兵,龚星宇,陈创练,等. 非金融企业影子银行化的风险承担效应:内在机制与经验证据[J]. 中国工业经济,2023(4):174-192.
- [12] 王永钦,刘紫寒,李嫦,等. 识别中国非金融企业的影子银行活动——来自合并资产负债表的证据[J]. 管理世界,2015(12):24-40.
- [13] 张成思,张步昙. 中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角[J]. 经济研究,2016,51(12):32-46.
- [14] 龚关,江振龙,徐达实,等. 非金融企业影子银行化与资源配置效率的动态演进[J]. 经济学(季刊),2021,21(6):2105-2126.
- [15] 王宋涛,温思美,朱腾腾. 市场分割、资源错配与劳动收入份额[J]. 经济评论,2016(1):13-25,79.
- [16] 吴鹏,常远,陈广汉. 技术创新的中等收入分配效应:原创还是引进再创新[J]. 财经研究,2018,44(7):126-141.
- [17] 江轩宇,贾婧. 企业债券融资与劳动收入份额[J]. 财经研究,2021,47(7):139-153.

- [18] KIM S, KRAFT P, RYAN S G. Financial statement comparability and credit risk[J]. *Review of Accounting Studies*, 2013, 18(3):783-823.
- [19] 江轩宇,林莉. 会计信息可比性与劳动收入份额[J]. *金融研究*, 2021(4):57-76.
- [20] 韩珣,李建军. 金融错配、非金融企业影子银行化与经济“脱实向虚”[J]. *金融研究*, 2020(8):93-111.
- [21] 彭俞超,倪晓然,沈吉. 企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J]. *经济研究*, 2018, 53(10):50-66.
- [22] 祝树金,赵玉龙. 融资约束如何影响劳动收入份额[J]. *统计研究*, 2016, 33(9):55-62.
- [23] 苏慧芳,陈昌楠,蓝嘉俊. “营改增”与劳动收入份额:来自中国上市公司的证据[J]. *财贸经济*, 2021, 42(1):44-61.
- [24] JIANG G, LEE C M C, YUE H. Tunneling through intercorporate loans: the China experience[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98(1):1-20.
- [25] 黄贤环,王瑶. 实体企业资金“脱实向虚”与全要素生产率提升:“抑制”还是“促进”[J]. *山西财经大学学报*, 2019, 41(10):55-69.
- [26] 金智. 新会计准则、会计信息质量与股价同步性[J]. *会计研究*, 2010(70):19-26+95.
- [27] 黄贤环,贾敏,王瑶. 产业链中的话语权与非金融企业金融投资——基于产业链中商业信用水平的视角[J]. *会计研究*, 2022(5):118-130.
- [28] 张鲜华,秦东升,杨阳. 数字化转型对企业收入分配的影响研究[J]. *西部论坛*, 2024, 34(1):63-80.
- [29] 黄贤环,姚荣荣. 资本市场开放与非金融企业影子银行化[J]. *国际金融研究*, 2021(11):87-96.
- [30] BUSHEE B J, Core J E, Guay W, Hamm S W. The role of the business press as an information intermediary[J]. *Journal of Accounting Research*, 2010, 48(1):1-19.
- [31] 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.
- [32] 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(7):31-41+188.

The Impact of Non-Financial Enterprises' Participation in Shadow Banking on Labor Income Share

WANG Yao, CHENG Yu-xuan, HUANG Xian-huan

(School of Accounting, Shanxi University of Finance and Economics, Taiyuan 030006, Shanxi, China)

Abstract: How to promote common prosperity in the context of high-quality development is an important current issue. However, the bank credit-dominated indirect financing system in China exhibits phenomena such as credit discrimination, credit misallocation, and financial repression, leading to the problem of “difficult and expensive financing”. As a result, an increasing number of real enterprises have ventured into shadow banking. Corporate investment activities and capital allocation are important factors affecting labor income share. Therefore, it is particularly important to study whether the crowding-out effect and profit effect of real enterprises participating in shadow banking business will affect their dependence on labor capital, thereby affecting their share of labor income.

This article selects sample data from non-financial and non-real estate listed companies in China's Shanghai and Shenzhen stock markets from 2007 to 2021. Drawing on the approach of Jiang et al. (2010) and Jiang Xuanyu and Jia Jing (2021), this research employs the natural logarithm of the sum of entrusted loans,

entrusted wealth management, private loans, and purchased financial products as a proxy variable for real enterprises' participation in shadow banking. Labor income share is measured by the ratio of labor remuneration to the added value of corporate factor costs. First, an empirical study is conducted on the relationship between real enterprises' participation in shadow banking and their labor income share. Second, the study examines mechanisms from three perspectives: industrial investment, R&D investment, and the quality of accounting information. Finally, it considers the heterogeneity of factors such as the proportion of shares held by management, the intensity of media supervision, and employee hierarchy on the fundamental relationship and performs contextual testing.

The study finds that participation in shadow banking significantly reduces labor income share for enterprises. Mechanism tests reveal that real enterprises' participation in shadow banking crowds out industrial investment and reduces R&D investment and accounting information quality, thereby lowering labor income share. Furthermore, when the shareholding ratio of corporate executives is low and media supervision is weak, the reduction effect of shadow banking participation on the labor income share of the enterprise is more significant, and this reduction effect is mainly manifested in ordinary employees.

This research reveals, to some extent, the intrinsic logic of promoting common prosperity in China during high-quality development, with both theoretical and practical significance. Theoretically, this topic helps expand research perspectives on factors influencing labor income share and the economic consequences of real enterprises' participation in shadow banking, providing empirical evidence at the micro level for achieving common prosperity goals, high-quality development of listed companies, and preventing and mitigating major financial risks. Practically, the study demonstrates the necessity for government departments to optimize policy environments for industrial investment, guiding listed companies to return to their main business. Additionally, financial regulatory bodies should continuously enhance the quality of market entities' information disclosure and improve the market financing environment. Enterprises should focus on strengthening their core business, enhancing R&D investment, and improving accounting information quality as a means to promote sustainable and high-quality development, thereby achieving common prosperity goals.

Key words: shadow banking business; labor income share; industrial investment; R&D investment; accounting information quality; common prosperity

CLC number: F275.1; F830.9

Document code: A

Article ID: 1674-8131(2024)05-0096-15

(编辑:刘仁芳)