

劳动保护与企业债务融资成本

——基于《劳动合同法》的实证检验

张雪菲

研究背景

- 本文基于2008年《劳动合同法》的实施这一准自然实验，检验劳动保护对企业债务融资成本的影响
- 我国于2008年1月1日起实施《劳动合同法》
 - 无固定期限劳动合同
 - 经济补偿金
 - 试用期工资

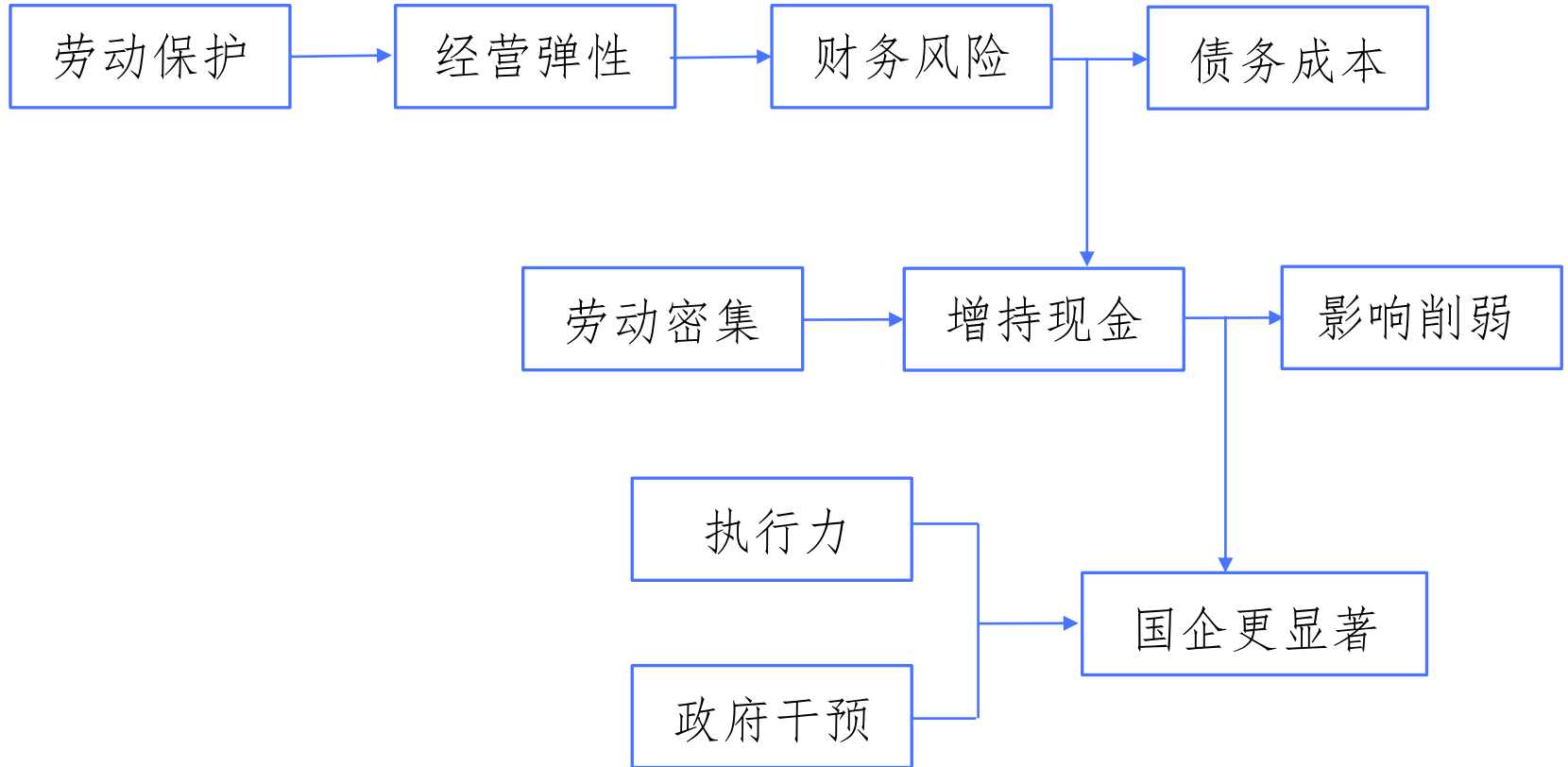
基础文献

- 工会力量
 - Chen et al.: 员工和债权人的利益具有一致性
- 成本粘性、经营弹性、财务风险
 - Banker et al.: 劳动保护→成本粘性→经营弹性
 - 陈德球等人: 经营弹性→财务风险→债务融资成本
- 我国劳动保护水平提高导致企业债务融资成本增加
 - 《劳动合同法》只涉及员工自身利益
 - 工会力量弱

基础文献

- 随着劳动密集度的提高，劳动保护对企业债务融资成本的影响逐渐削弱
 - 廖冠民和陈燕：劳动保护对劳动密集型企业经营弹性的影响
 - Archarya et al.：风险更高的企业倾向于持有更多现金
 - Cui et al.：劳动密集型企业增持现金动力更强
- 随着劳动密集度的提高，劳动保护对国有企业债务融资成本的影响逐渐削弱
 - Cui et al.：国有企业执行力更高，影响更显著
 - 曾庆生和陈信元：劳动密集型国有企业承担政策性负担，现金储备

理论框架



研究方法

■ 模型

□ 固定效应模型

$$DebtCost_{jt} = \alpha + \beta LP_t + X_{j(t-1)}^T \phi + \mu_j + \tau_t + \varepsilon_{jt}$$

□ 双重差分模型

$$DebtCost_{jt} = \alpha + \beta LP_t \times Laborint_j + X_{j(t-1)}^T \phi + \mu_j + \tau_t + \varepsilon_{jt}$$

□ 三重差分模型

$$DebtCost_{jt} = \alpha + \beta LP_t \times Laborint_j \times State_j + X_{j(t-1)}^T \phi + \mu_j + \tau_t + \varepsilon_{jt}$$

■ 数据

□ 2005-2012年沪深两市全部A股上市公司

□ CSMAR数据库

研究方法

■ 变量

变量名	变量含义	变量计算方法
$DebtCost_{jt}$	债务融资成本	利息支出/长短期债务总额的平均值
LP_t	劳动保护水平	2008年之前取值为0，否则取值为1
$Laborint_j$	劳动密集度	2005-2007年员工人数×10000/总资产的平均值，当该数值大于或等于总样本中位数时取值为1，否则取值为0
$State_j$	产权性质	当产权性质为国有企业时，取值为1，否则取值为0

实证结果

■ 劳动保护对企业债务融资成本的影响

	(1)
LP_t	0.00599*
	(0.00352)
个体固定效应	控制
时间固定效应	控制
标准差	企业聚类
N	6541
R ²	0.441

实证结果

■ 劳动保护、劳动密集度的影响

	(2)
LP_t	0.00468 (0.00464)
$Laborint_j$	-0.00258 (0.00477)
$LP_t \times Laborint_j$	-0.0105** (0.00464)
个体固定效应	控制
时间固定效应	控制
标准差	企业聚类
N	6541
R ²	0.442

实证结果

■ 劳动保护、劳动密集度、产权性质的影响

	全样本	国有企业	非国有企业
LP_t	-0.00385 (0.00515)	0.000848 (0.00631)	0.00256 (0.00282)
$Laborint_j$	0.0128** (0.00543)	-0.000187 (0.00659)	0.00713** (0.00361)
$State_j$	-0.00238 (0.00582)		
$LP_t \times Laborint_j$	-0.00205 (0.00598)	-0.0163** (0.00631)	-0.00411 (0.00430)
$LP_t \times State_j$	0.0125* (0.00712)		
$Laborint_j \times State_j$	-0.0227*** (0.00710)		
$LP_t \times Laborint_j \times State_j$	-0.0150* (0.00867)		

稳健性检验

■ 采用2003-2012年数据进行回归的结果

- 陈德球等人：劳动保护与银行借款契约标准之间的正相关性在劳动密集型企业 and 民营企业中更强
- 原因：数据口径不同

	全样本	国有企业	非国有企业
$LP_t \times Laborint_j$	-0.0162*** (0.00398)	-0.0222*** (0.00501)	0.00127 (0.00579)
控制变量	是	是	是
个体固定效应	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制
标准差	企业聚类	企业聚类	企业聚类
N	8456	5543	2913
R ²	0.317	0.332	0.334

稳健性检验

■ 检验《劳动合同法》实施前后企业债务成本的变化

□ 排除政策实施前的冲击

$$DebtCost_{jt} = \alpha + \gamma_1 Current_t + \gamma_2 Before1_t + \gamma_3 After1_t + \gamma_4 After2_t \\ + \mathbf{X}_{j(t-1)}^T \boldsymbol{\phi} + \mu_j + \tau_t + \varepsilon_{jt}$$

□ 平行趋势假设检验

$$DebtCost_{jt} = \alpha + \gamma_1 Current_t \times Laborint_j + \gamma_2 Before1_t \times Laborint_j \\ + \gamma_3 After1_t \times Laborint_j + \gamma_4 After2_t \times Laborint_j \\ + \mathbf{X}_{j(t-1)}^T \boldsymbol{\phi} + \mu_j + \tau_t + \varepsilon_{jt}$$

稳健性检验

	(1)	(2)	(3)
<i>Current_t</i>	0.00946*** (0.00319)	0.0102* (0.00527)	0.0158** (0.00711)
<i>Before1_t</i>	-0.000421 (0.00278)	-0.00319 (0.00489)	-0.000127 (0.00654)
<i>After1_t</i>	0.00248 (0.00313)	0.000860 (0.00519)	0.00168 (0.00721)
<i>After2_t</i>	0.00599* (0.00352)	0.0141** (0.00574)	0.00339 (0.00749)
<i>Laborint_j</i>		-0.00536 (0.00553)	-0.00194 (0.00764)
<i>Current_t × Laborint_j</i>		-0.00111 (0.00562)	-0.00949 (0.00755)
<i>Before1_t × Laborint_j</i>		0.00565 (0.00497)	0.00368 (0.00664)
<i>After1_t × Laborint_j</i>		0.00390 (0.00565)	0.000406 (0.00797)
<i>After2_t × Laborint_j</i>		-0.0140** (0.00666)	-0.0215** (0.00904)

稳健性检验

- 考虑“四万亿”经济刺激计划的影响

- 样本期：2005-2014年

- $Post\ Stimulus_t$ ：2011-2014年取值为1，否则为0（消退）

$$DebtCost_{jt} = \alpha + \beta_1 LP_t \times Laborint_j + \beta_2 Post\ Stimulus_t \times Laborint_j + \mathbf{X}_{j(t-1)}^T \boldsymbol{\phi} + \mu_j + \tau_t + \varepsilon_{jt}$$

稳健性检验

	(1)	(2)
$LP_t \times Laborint_j$	-0.00979** (0.00433)	-0.0104* (0.00583)
$Post\ Stimulus_t \times Laborint_j$	-0.0191*** (0.00490)	-0.0242*** (0.00684)
控制变量	是	是
个体固定效应	控制	控制
时间固定效应	控制	控制
标准差	企业聚类	企业聚类
N	8858	5532
R ²	0.298	0.285

稳健性检验

■ 检验现金储备的调节效应

- 企业增持现金会削弱劳动保护与债务成本之间的正相关性
- 本文采用2005-2007年现金及其等价物/（总资产-现金及其等价物）来衡量现金储备的具体数值，当该数值大于或等于总样本中位数时 $Cash_j = 1$ ，否则 $Cash_j = 0$

$$DebtCost_{jt} = \alpha + \beta LP_t \times Cash_j + \mathbf{X}_{j(t-1)}^T \boldsymbol{\phi} + \mu_j + \tau_t + \varepsilon_{jt}$$

稳健性检验

	(1)
LP_t	0.0168*** (0.00470)
$LP_t \times Cash_j$	-0.0133** (0.00557)
控制变量	是
个体固定效应	控制
时间固定效应	控制
标准差	企业聚类
N	6684
R ²	0.438

总结

■ 主题

- 本文基于2008年《劳动合同法》这一准自然实验，检验劳动保护对企业债务融资成本的影响

■ 结论

- 劳动保护水平提高导致企业债务融资成本增加
- 劳动保护对劳动密集型、劳动密集型国有企业债务融资成本的影响逐渐削弱