

劳动保护、劳动密集度和资本结构

钱佳麟 黄巍

(湖南大学, 湖南省、长沙市, 410079)

摘要:2008 年正式开始实施的《劳动合同法》是继 1995 年《劳动法》以来我国第二部较为全面、彻底的劳动法。该法的实施,除了加强了劳动者的受保护程度外,对于公司经营、治理以及社会的经济增长均会产生相应的影响。本文通过选取沪深 A 股上市公司 2003 年到 2013 年的数据,构建双重差分模型,采用混合 OLS 和固定效应模型的方法,探讨了《劳动法》的实施对公司资本结构的影响。研究发现:2008 年《劳动合同法》的实施使密集型企业的负债水平显著降低。并且,所在地区法治水平较好的劳动密集型企业的负债水平所受影响较大。

关键词: 劳动合同法 劳动密集度 资本结构

中图分类号: F832

文献标识码: A

一、引言

经历了好几年的争论和博弈,1995 年我国颁布了《中华人民共和国劳动法》,它旨在规范劳资关系、企业用工行为等,但是由于其条款的不完善和实行过程中的不严谨,仍然涌现出很多劳资纠纷事件,同工不同酬、拖欠工资、随意解雇员工、不与雇员签订书面劳动合同等社会现象屡有发生。这些现象引发了社会各界对于保护劳动者合法权益的进一步关注。新《劳动合同法》就是在这样的时代背景下开始起草并实施的,于 2008 年 1 月 1 日开始正式实施。

新《劳动合同法》在订立、履行和变更,以及解除中止劳动合同等多个方面进行了严格的规定,相较 1995 年的《劳动法》,很大程度上加强了对劳动者权益的保护。该法颁布以来,有两种声音,一种认为该法有利于促进社会和谐稳定,提高劳动者工作效率,促进企业转型升级,减少对劳动力的依赖等;另一种观点认为该法提高了公司的解雇成本及用工灵活性,不利于公司的经营和治理,会对公司的利润率,经营弹性等产生负面影响。鲜有文献关注到新《劳动合同法》对公司资本结构决策的影响,即公司对杠杆的使用状况在该法实施后是否会有所不同。

随着权衡理论和优序融资理论等资本结构理论的提出,资本结构成为学术界关注的重要话题,资本机构反映公司的融资决策,即公司资本来源的组成情况。近年来,我国企业的杠杆水平保持较高状态,较高的债务水平使得公司的破产成本增加,不良债务增加,也有损投资者的利益。并且不同类型的企业的负债水平差异显著,中小企业融资难,而国企和上市企业的杠杆水平则更高,这种结构性差异使得我国经济发展不平衡。而新《劳动合同法》的实施会对我国企业的资本结构有何影响呢?这是个值得深入探讨的话题。

本文主要研究内容包括以下几个方面:首先,本文基于相关文献研究,介绍了《劳动合同法》的提出背景和其对公司资本结构的影响机制;其次,本文使用面板固定效应模型和混合 OLS 模型研究了《劳动合同法》对公司资本结构的影响;最后,本文探讨了《劳动合同法》在不同法律环境的地区的企业间的影响的区别。

二、文献综述

本文将从劳动保护的加强对公司或社会的影响、资本结构理论及其影响因素以及劳动保护与公司资本结构的关系这几个方面对相关国内外文献进行综述。

刘媛媛等（2014）通过研究发现新《劳动合同法》的实施普遍提高了企业的人工成本粘性，这种现象在民营企业中表现得更为明显，这促使企业增加了对机械设备的使用程度，而减少了对人力资源的投入力度。

黄平（2012）研究发现新《劳动合同法》的实施一方面导致人力资本密集度较低的劳动密集型企业缩小员工规模，对于人力资本密集度低的体力型员工就业产生消极影响；另一方面则促进人力资本密集度较高的知识密集型企业加速扩张，对人力资本存量较高的员工的就业产生积极作用。有助于促进中国的产业结构从劳动力密集型向知识密集型转型。

李春云（2008）通过探讨《劳动合同法》对企业的解雇成本的影响时发现，该法在加大企业违法成本、签订无固定期限合同以及增加经济补偿金支付三个方面增加了公司的违法解雇成本。但是也通过一些措施降低了解雇成本，诸如更加详细地规定经济补偿金的计算年限以及对经济补偿做一些上限的限制、降低经济性裁员的标准和范围，提高企业的非过失性解除合同的灵活程度。但是，总体来看，《劳动合同法》增加企业解雇成本的规定和条款是普遍性的，而降低解雇成本的条款不具备相应的普遍性。因此，正如大众所感受的以及数据显示的那样，《劳动合同法》增加了对大多数企业的解雇成本。

廖冠民和陈燕（2014）发现，劳动保护的加强会提高企业用工的调整成本，导致其人力资本无法达到最优状态，从而损害其经营弹性。在此基础上，陈德球等（2014）进一步发现，劳动保护改变了公司与银行之间的信贷契约、企业获得的借款规模和长期借款比例，借款成本和担保借款比例提高。

卢闯、唐斯圆、廖冠民（2015）利用 2004-2013 年间我国上市公司的样本，发现随着劳动保护的加强，劳动密集型高的企业更容易发现投资不足。当企业所处地区的法律执行效率较高或属于民营企业时，劳动保护的影响更加显著。

刘斌、李冰心和王雷（2016）的研究表明，随着《劳动法》的实施，企业用工的灵活性较之前显著降低，具体表现为该法加剧了员工的薪酬粘性和用工粘性，还降低了企业的劳动需求弹性，这意味企业根据自身需求和外部环境变动自主调节员工工资和规模的能力有所下降。

李传宪和黄茜（2014）研究发现《劳动合同法》的实施对于员工参与企业利益分配有积极作用，提升了企业利益分配格局的公平性和员工薪酬满意度，保护了劳动者的合法权益。进一步使得员工对企业的认同感增强，有利于提高生产效率，促使员工为企业带来更多经济利益。

陶启智等（2015）用事件研究法，发现在 2008 年该法实施后，对制造业等行业的上市公司股东异常收益率影响为正，这说明相关企业在《劳动合同法》颁布到实施期间改进了用人方式，降低了用工管理成本，避免股东利益遭受损失。短期内《劳动合同法》的颁布对建筑业、信息业和交通业的国有企业，制造业、采矿业和金融业的非国有企业股东产生了较大影响。

虞娅维、廖冠民（2017）用 A 股数据研究发现，随着《劳动合同法》的实施，劳动保护程度增强使得劳动密集型企业处于下行状态时，发生贷款违约的概率显著提高。并且这种影响在高杠杆企业、民营企业和小企业中表现得更为明显，因为这些企业具有更高的风险和更不完善的劳动保护制度。

沈艺峰、肖珉和林涛（2009）通过构建投资者保护执行指数，从公司层面上探讨我国投资者保护执行情况对公司资本结构的影响，发现投资者保护执行指数与公司负债比率呈现显著的负相关关系，表明投资者保护的执行情况会影响到公司的资本结构，不同的公司在投资者保护执行上的差异程度影响了公司的外部融资行为。

Matthew Serfling（2016）研究解雇成本和公司资本结构的关系，采用各州实施劳动保护性法律作为一个外生变量代表解雇成本的增加，发现在实行这些法律后，公司的负债水

平降低了,这种影响解雇成本增加较多的公司更加显著。并且还发现在采取了这些法律后,公司的经营弹性增加了,收益可变性增加,招聘更加严格。这些结果都表明更高解雇成本通过增加公司的财务困境成本,挤出了一部分公司的杠杆,降低了负债水平。

综合来看,虽然不同的文献的研究重点各不相同,但是大部分的研究成果都是从公司经营弹性和破产成本的角度出发来解释劳动保护对公司资本结构的影响,由于加强劳动保护后,员工议价能力增加,公司的解雇成本提高,用工灵活性降低,会使得公司破产成本增加,最终公司适时减少对负债的使用。但是,也有研究表明,对员工的保护程度增加是有可能提高公司负债水平的,因为员工的利益得到更好保护后,对于曾经的破产风险所导致的工资溢价减少,给予了公司更多的空间增加负债水平。综合来看,国内外研究表明加强劳动保护对公司的影响是多面的,有利有弊,需要相关政策制定者依据各国国情来有针对性地制定保护劳动者权益的法律,在保证经济平稳有效增长的同时促进社会的公平。

三、制度背景、理论分析与研究假设

3.1 《劳动合同法》的立法背景和关注点

2007年的《劳动合同法》是在新时代以及中国市场化进程不断深入的情形下颁布,在各项条款规定以及惩罚力度上比1995年的《劳动法》更加具体和严重。《劳动合同法》的实施更加肯定和明确了劳动合同的重要性及其法律地位,确立了劳工双方的权利和义务,有利保护了劳动者的合法权益,为其提供了坚定的法律保障。并且,《劳动合同法》的一些条款还吸收了国际公约的内容和国际通行的做法,借鉴了一些市场经济国家在劳动立法上的经验。具体来说,有以下特征值得关注:

- (1) 对劳动者实行立法倾斜
- (2) 引导用人单位订立书面劳动合同
- (3) 引导用人单位与劳动者合理约定合同期限,规范了无固定期限劳动合同制度
- (4) 首次在法律上对劳务派遣行为进行规范
- (5) 增加了社会保险条款

3.2 资本结构理论

3.2.1 资本机构的MM理论

MM理论是由Modigliani和Miller两位教授1958年6月提出的一种理论。该理论是现代资本结构理论界的开山之作,包括两个定理。MM定理一,是指在不考虑税收且资本市场完善的情形下,资本结构与公司市值无关。完善的资本市场需要满足如下条件:1.不存在税收;2.市场不存在矛盾冲突,没有交易成本;3.直接破产成本和间接破产成本不存在;4.无论是公司还是个人的借债利率相同;5.市场参与者对未来收益与风险的预期相同。MM定理二则指出,公司需要交纳所得税的情况下,负债融资所带来的税盾收益使得公司价值与资本结构是有关的,公司通过用债务融资替代权益融资可以增加公司价值。

3.2.2 权衡理论

现金流不稳定和对经济冲击反应灵敏的企业,若过多使用债务,财务风险会很高,导致陷入财务困境甚至倒闭的可能性变大。财务困境具体体现在核心人员、客户、供应商的离开,融资成本变大,签订保全债权人利益的交易条款等。因此,债务利息对企业所得税带来抵减作用的同时,也不可避免地使企业更容易陷入财务危机的坏处。权衡理论就是权衡负债带来的所有利与弊,以找到最优的负债比例。此时,利等于弊,即抵税的好处等于增加的财务困境成本。

3.2.3 代理理论

在资本结构决策中,信息不对称、不完全契约及各方的利益冲突都将很大程度地影响投资项目的抉择,尤其是处于财务困境的公司,会更容易发生过度投资与不足的问题,导致债

务代理成本的产生。造成债务代理成本的根源，通常有如下两种情况：一是企业选择不盈利或风险高的项目过度投资，这种情况下的经理和股东会受益，通常源于经理人的自利行为或者股东有从高风险投资中得到好处的概率。二是股东为避免损失放弃净收益大于零的项目导致投资不足，这就造成原本可以运作债权人的资产获得的收益丧失。债务代理成本并不简单是表面上债权人的利益得到损害，而是对企业本身的价值也造成了很大程度的损失，并且实质上是要股东来为这种损失买单。

债务代理收益就是通过引入保护投资者的条款、激励管理者的业绩以及约束管理者对现金支配的自由等方式，实现企业价值的增加或企业价值损失的减少。

代理理论是在权衡理论的基础上，又加入了代理成本和代理收益两方面因素，为资本结构的影响因素及内在逻辑分析提供了一个基本框架。代理理论是综合考虑负债带来的利与弊，找到时最理想的资本结构

3.2.4 优序融资理论

优序融资理论的基本观点是当企业需要融资时，首先利用内源融资，然后利用债务融资，最后利用股权融资。

由于企业对外公布的信息有效，导致外部投资者得知有关于企业实际价值的信息会比企业内部管理者少很多，企业股票市值被错误定价可能很高。被高估时，管理层选择增发新股，让新股东分担这些风险；被低估时，管理层尽可能避免采用股票形式，而采取其他方式筹资。基于此，外部投资者会出现逆向选择心理；预期业绩良好且稳定性较高的企业才会选择债务筹资，以提高市值；但如果管理者对外发行股票来筹集资金，在观望的投资者会认为该企业未来的预期收益并不会太理想，从而低估该企业的股票价格。由于投资者顾虑企业股票或债券价格会被高估，经理人尽量遵循先内后外源的融资顺序，以达到消除投资者顾虑的效果。筹资资金时，尽可能从留存收益中筹资；依旧不足时，可以考虑不同来源资本的风险及其成本，优先采用负债形式，还不够的情况下再选择权益形式。

3.3 劳动保护对资本结构的影响机制

3.3.1 失业风险溢价机制

失业风险溢价指的是公司员工对于其所承担的失业风险所要求的工资溢价。劳动保护程度增大导致的解雇成本增加会使得公司的员工失业风险降低，新劳动法从完善劳动合同、制约劳动合同短期化、增强解雇保护、加大违法用工的惩处力度等方面加强了对劳动者的保护（姜颖，2008）。这些保护条款使得从而员工所需要的失业风险补偿减少，公司会增加其负债水平。Titman（1984）的研究表明公司会权衡债权融资的收益与成本，其成本来自于当公司即将破产或者经历严重的财务困境时，员工由于承担了更高的失业风险而索要的更高的工资补偿。特别是，因为使用债务会增加公司破产以及解雇员工的可能性，员工会要求一个较高的工资溢价来补偿其所承担的较高的失业风险。这些工资溢价抵消了债务融资的收益，最终导致了负债水平和员工失业风险之间的负向关系。具体的表现形式可以由下面的公式说明：

$$NPV[\text{Debt Issue}] = NPV[\text{Tax Shield}] + NPV[\text{Costs of Financial Distress}] + \Delta \text{Labor Expense}$$

3.3.2 破产成本机制

更高的解雇成本会导致公司在遭遇破产或者有潜在破产风险时的财务损失增加，这会使得公司的最优负债率降低，因为公司在在这种情况下需要减少其风险暴露。在传统的权衡理论中，公司会权衡税盾的收益与破产成本孰高孰低（Kraus & Litzenberger, 1973; Scott, 1976）。一些研究表明破产公司为了能偿还债务，常常会解雇员工来减少其资金压力（John, Lang & Netter, 1992; Ofek, 1993）。于是《劳动合同法》的实施使得公司的解雇成本增加，这些成本会增加公司破产时的损失，这种效应会抵消税盾的价值进而导致公司持有更低的负债水平。

3.4 研究假设

鉴于以上分析,《劳动合同法》的实施对公司资本结构的决策影响方向是不确定的,一方面可以通过降低劳动力失业风险补偿来增加公司现金流,进而增加其举债能力,增加其负债水平,另一方面又会影 响公司的经营弹性并且降低其用工灵活性,进而影响公司的经营弹性并且提高其破产概率,在这种压力下,公司会降低其负债水平。

而劳动保护对企业资本结构的影响与企业的劳动密集度密切相关。当企业的劳动密集度较高时,也即企业的总成本中人工成本的比例较大,劳动保护加强引起的调整成本上升对人力资本投入调整的影响更大,也就是说,此时劳动保护的负面影响更大。唐跃军、赵武阳(2009)证明,新劳动法对劳动密集型企业具有更大的负面影响。黄平(2012)则发现,新劳动法颁布后随着解雇成本的上升,劳动密集型企业的雇员规模下降更多,进而公司的破产成本也更高。因此,提出假设一:

H1:《劳动合同法》的实施对劳动密集型企业的资本结构的影响较大。

此外,由于法律在各地颁布和实施的时间相同,仅用年份哑变量来衡量法律的实施很难准确识别出法律对劳动密集型企业和非劳动密集型企业的不同影响。如果假设一验证通过,可以以此为中间变量,较为准确地识别出《劳动合同法》的影响(倪晓然和朱玉杰,2016)。

企业所在的地区法律执行效率也可能会影响《劳动合同法》的实施效果。虽然我国各地区实行法律的时间是一样的,法律本身业务差异,但是各地的法治水平差异是较大的(卢峰和姚洋,2004)。地区法律环境较好的企业在实施《劳动合同法》时执行效率也更高,其对公司资本结构的影响会也在较短时间内显现出来。而地区法律环境较差的地区,在实施法律时一般有延迟,且实施力度也较小,导致《劳动合同法》的法律效果不太明显,有滞后效应。因此,提出假设二:

H2:《劳动合同法》对资本结构的影响在法治环境更好,执行效率更高的地区更加显著。

四、数据与计量模型

本文选取从2007年12月到2017年3月底期间内我国非外资商业银行发行的理财产品作为样本数据,被解释变量为理财产品的预期收益率,解释变量为发行银行类型、委托期限、可赎回性、利率、物价上涨水平、起始申购额度、产品风险等级以及产品的可保本性,建立多元回归模型,研究商业银行人民币非净值型理财产品收益率的影响因素。

4.1 数据来源与变量处理

本文选取2003-2013年的A股上市公司作为初始研究样本构成非平衡面板数据,剔除了金融类公司及ST、*ST公司,删除财务数据缺失的公司,最终有9892个观测。由于研究问题的需要,所选公司在2005年到2010年间必须保持上市状态。为了排除极端值的影响,对连续变量在前后1%的水平上进行了缩尾处理。并且参照过往研究,本文主要的回归结果中,资本结构采用t+1时期的数据,而解释变量采用t时期的数据,以缓解内生性。本文所有的数据来自CSMAR数据库,缺失数据通过查阅公司年报获得,地区法治环境指数来自樊纲等《中国市场化指数:各地区市场化相对进程2011年报告》。参考其他研究,本文还控制了其他影响公司资本结构的变量。本文的主要变量的描述性统计见表1。

表1 变量的描述性统计表

变量	变量定义	mean	sd	p25	p50	p75	max	N
leverage	负债/权益账面价值	1.285	1.022	0.585	1.018	1.682	6.498	9892
laborint	支付给职工以及为职工支付的现金/销售收入	0.09	0.063	0.047	0.075	0.117	0.39	9892
law	法律变量,当年份大于2008时取1,否则取0	0.577	0.494	0	1	1	1	9892

size	企业规模，公司资产的对数值	21.91	1.174	21.07	21.75	22.61	25.93	9892
growth	企业销售收入增长率	0.219	0.483	0.014	0.147	0.311	4.59	9892
roa	总资产利润率，净利润/总资产	0.044	0.05	0.015	0.037	0.065	0.256	9892
fix rate	固定资产/总资产比例	0.287	0.186	0.142	0.256	0.41	0.837	9892
cfo	经营活动现金流量/年初资产总额	0.055	0.078	0.012	0.053	0.099	0.303	9892
current	流动比率，流动资产/流动负债	1.597	1.33	0.924	1.266	1.794	11	9892
tangible	有形资产/年初资产总额	0.958	0.056	0.948	0.974	0.991	1	9892
btm	资产市场价值/资产账面价值	0.722	0.239	0.549	0.758	0.909	1.26	9892
age	企业距离上市的年限	9.944	4.681	6.438	9.771	13.31	23.03	9892
loss	公司净利润增长率为正，取 1，否则取 0	0.940	0.238	1	1	1	1	9892
top1	第一大股东持股比例	37.9	15.81	25.17	36.16	50.1	78.89	9892
law_cond	法律环境变量，地区法律环境好取 1，否则取 0	0.545	0.498	0	1	1	1	9892
lgave gdp	各省份每人年均GDP的对数值	10.32	0.67	9.875	10.42	10.85	11.49	9892

4.2 计量模型

为了建立劳动保护与资本结构之间的因果联系，我们可以直接比较《劳动合同法》实施前后资本结构的变化。不过，由于该法的实施对所有企业都有影响，我们很难区分资本结构的变化到底是法律带来的，还是仅仅只反映了一种时间趋势。为了解决这一问题，参照过往文献的经验（陈德球等，2014；廖冠民和陈燕，2014；卢闯等，2015），采取劳动保护变量与劳动密集度交叉项的双重差分模型来衡量法律的影响。因为劳动密集型企业相较于资本密集度，其生产和经营更加依赖于劳动力这种生产要素。《劳动合同法》是一种增加劳动保护的外生冲击，在实施后会增强了劳动密集型企业的“路径依赖”，他们的生产和经营所受到的冲击会更大（廖冠民、陈燕，2014）。在这个设定中，劳动密集度低的企业被作为对照组，而劳动密集度高的企业为实验组。通过这种方式，可以识别出劳动保护在不同企业之间影响的强弱，我们观测《劳动合同法》实施前后企业资本结构的变化（第一次差分），并且把这个变化在劳动密集度不同的企业之间进行比较（第二次差分），进而识别出加强劳动保护对企业资本结构的影响。上述双重差分模型可以表述如下：

$$Leverage_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Law_{i,t} + \beta_2 Law_{i,t} * Laborint_{i,t} + \beta_3 Laborint_{i,t} + \alpha Control_{i,t} + u_i(\mu_j - \sigma_k) + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$

其中，被解释变量 leverage 使用的是负债权益率（leverage）的 t+1 时期值。主要的解释变量为劳动密集度与劳动保护法变量的交叉项 Law_laborint，根据双重差分模型的一般设定，模型中包含了法律虚拟变量 law 和劳动密集度变量 laborint，另外，还包含若干控制变量，企业固定效应，或者省份_行业固定效应，年份固定效应，在企业层面进行了聚类（cluster）处理。

5、实证分析

本节从实证角度检验新《劳动合同法》对公司资本结构的影响，并分析探讨其影响机制。

5.1 加入劳动密集度与《劳动合同法》交叉项的回归结果

表 2 表示的是即加入劳动密集度以及劳动密集度和法律变量的交叉项后检验结果。由于法律在各地颁布和实施的时间相同，仅用年份哑变量来衡量法律的实施很难准确识别其影响，加入劳动密集度交叉项后，能比较准确地识别出《劳动合同法》的影响。因为劳动密集型企业更加依赖于劳动力这一生产要素，劳动力成本以及工人工作效率是其生产经营的主要

因素。当《劳动合同法》的实施强制增加了解雇成本时,劳动密集型企业所受的影响应该会更加大。如果能识别出法律劳动密集型企业资本结构的不同影响,则可以更准确地衡量出《劳动合同法》的影响。列(1)和(2)的被解释变量都为负债权益率,且采用的是 $t+1$ 时期的观测值,在控制了省份、行业和年度固定效应后,可以看出,law 与 laborint 的交叉项系数在 1%的置信度下显著为负,且法律变量的系数也为负。这说明,《劳动合同法》实施以后,劳动密集度更高的企业的资本结构显著降低。但是,除了省份、行业层面不受时间变化影响的因素可能影响公司的资本结构以外,企业自身的特质性因素也会影响其资本结构,这可能会导致遗漏变量问题。所以,列(2)控制了企业-年度固定效应。回归的结果显示,law 与 laborint 的交叉项在 5%的置信水平下显著为负,与列(1)的结果一致。因此,当我们考虑了公司层面的遗漏变量因素后,2008 年《劳动合同法》的实施还是显著降低了劳动密集度较高的企业的负债水平。

表 2 加入劳动密集度与《劳动合同法》交叉项的回归结果

被解释变量	Leverage _{3$t+1$}	Leverage _{3$t+1$}
解释变量	(1)	(2)
law	-0.115 (0.1254)	0.0326 (0.0468)
law_laborint	-1.255*** (0.2888)	-0.651** (0.3109)
laborint	-0.618** (0.2410)	-0.261 (0.4158)
Year FE	Y	Y
Province FE	Y	N
Industry FE	Y	N
Firm FE	N	Y
Observations	8920	8920
R-squared	0.421	0.191

注:为了节约篇幅,其他控制变量和常数项的结果没有列式。括号内为异方差稳健标准误,***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平下显著。

5.2 考虑地区法律环境后的回归结果

为了检验假设二,即《劳动合同法》的实施在不同法治水平和法律环境的地区是否有不同的效果。将总样本分为所在地区法律环境较好和所在地区法律环境较差两个子样本,回归结果如表 3 所示。分类的依据是樊纲等著的《中国市场化指数:各地区市场化相对进程 2011 年报告》中的“市场中介组织的发育和法律制度环境”评分。具体来说,将 31 个省、市及自治区从 2008 年到 2013 年的该项评分进行平均,得到各省的平均法治环境水平指数。再将该指数由高到低排序,取法治环境指数在 4 分以上的省份为法治环境较好的省份,剩余省份为法治环境较差的省份。最后得出,法治环境较好的省份有浙江、江苏、上海、北京、天津、广东、重庆、福建、安徽、四川和山东。

列(1)到(4)的被解释变量均为 leverage 的 $t+1$ 时期值,列(1)和(3)控制了行业、年份和省份固定效应,列(2)和(4)控制了年份、公司固定效应,被解释变量均为负债权益率的 $t+1$ 期值。从回归结果可以看出,在所在地区法律环境较高的样本进行回归时,两个模型中 law_laborint 的系数显著均在 5%的置信水平下显著为负,表明这些地区的劳动密集型企业在《劳动合同法》实施后负债水平显著降低。而地区法律环境较差的样本的回归结果

显示, law_laborint 在控制了年份、公司固定效应的模型中列(4)不显著,表明《劳动合同法》的实施,在法律环境较好的地区执行效率比较高,其对公司资本结构的影响也在较短时间内显现出来。而地区法律环境较差的地区,在实施法律时一般有延迟,且实施力度也较小,导致《劳动合同法》的法律效果不太明显,有滞后效应,与假设二的分析一致。

表 3 用地区法律环境分组回归的结果

被解释变量	所在地区法律环境较好		所在地区法律环境较差	
	Leverage3 _{t+1}	Leverage3 _{t+1}	Leverage3 _{t+1}	Leverage3 _{t+1}
解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)
law	0.0549 (0.1469)	0.0328 (0.0599)	-0.131 (0.3702)	-0.00308 (0.0866)
law_laborint	-1.016*** (0.3332)	-0.710** (0.3594)	-1.689*** (0.5459)	-0.675 (0.6138)
laborint	-0.474* (0.2773)	0.0381 (0.5075)	-0.925** (0.4642)	-0.730 (0.7225)
Year FE	Y	Y	Y	Y
Province FE	Y	N	Y	N
Industry FE	Y	N	Y	N
Firm FE	N	Y	N	Y
Observations	5863	5863	3057	3057
R-squared	0.432	0.177	0.459	0.227

注:为了节约篇幅,其他控制变量和常数项的结果没有列式。括号内为异方差稳健标准误,***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平下显著。

5.3 探讨《劳动合同法》对资本结构的影响机制

目前的实证结果基本可以表明,《劳动合同法》的实施使得劳动密集型企业的负债水平有所降低,说明对于劳动密集型企业,破产机制的影响大于失业风险溢价机制的影响。然而,本文无法验证这个影响效应在多大程度上归咎于当公司破产时,其损失会增加。接下来,本文从解雇成本增加会如何降低公司经营弹性,进而增加破产成本的角度来验证《劳动合同法》对公司负债水平的影响机制。

给定销售收入的一定的变动,如果一个公司的利润的变动比例较大,则表明该公司的经营弹性较小。为了验证《劳动合同法》实施后公司的经营弹性会增加,采用 Eisfeldt 和 Papanikolaou (2013) 的模型:

$$\Delta \log Ebit_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Law_{i,t} + \beta_2 Law_{i,t} * \Delta \log Sale_{i,t} + \beta_3 \Delta \log Sale_{i,t} + \alpha Control_{i,t} + u_i(\mu_j - \sigma_k) + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$

Ebit 表示息税前利润, Sale 表示销售收入,其他变量的定义与前文相同。

回归结果如表 4 所示,列(1)和(2)的结果显示,在实施了《劳动合同法》后,公司的息税前利润随销售收入变化的敏感性显著高于实施法律前。混合 OLS 模型的结果表明,在法律实施前,销售收入 1%的降低会导致的息税前利润降低 0.23%;在法律实施后,销售收入 1%的降低会导致息税前利润降低 0.57%。固定效应模型的结果表明,法律实施前,销售收入 1%的降低会导致的息税前利润降低 0.22%;在法律实施后,销售收入 1%的降低会导致息税前利润降低 0.54%。

列(3)和(4)检验《劳动合同法》实施后企业的盈利波动性。如果更高的解雇成本降低了公司的经营弹性,则公司的盈利能力会变得不稳定。传统的衡量盈利波动性的指标,如现金流量波动性,需要连续几年的数据,因此需要重叠的数据。然而,在本文的 difference in

difference 模型中, 衡量的法律实施后的平均处理效应, 用传统衡量盈利可变性的指标就行不通。为了解决这个问题, 本文采用 Dichev 和 Tang (2009) 的方法, 即认为盈利波动性越大的企业其利润也更加不持续。因此, 预期在《劳动合同法》实施后, 公司的息税前利润更加不持续。为了验证这个假设, 本文采用 $t+1$ 时期的盈利能力指标 roa 对 t 时期的 roa 进行回归, 并且加入法律变量和当期 roa 的交叉项, 其他控制变量与前文所用的相同。列 (3) 的结果显示, law_roa 的系数在 5% 的置信水平下显著为负, 表明在《劳动合同法》实施后, 企业的盈利的持续性减弱, 也从另一个角度表明企业的盈利波动性较大。

以上结果表明, 《劳动合同法》的实施确实使得企业的经营弹性降低, 盈利波动性增大, 从而一定程度上解释了劳动密集型企业法律实施后负债水平的降低。

表 4 用地区法律环境分组回归的结果

被解释变量	Delta_Ebit	Delta_Ebit	Roat+1	Roat+1
解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)
law	-0.0123 (0.1108)	0.293** (0.1175)		
Law_Delta_sale	0.344*** (0.0546)	0.323*** (0.1014)		
delta_sale	0.230*** (0.0719)	0.219 (0.1739)		
Law_Roa			-0.0371** (0.0179)	-0.0671** (0.0262)
Roat			0.707*** (0.0176)	0.428*** (0.0332)
Year FE	Y	Y	Y	Y
Province FE	Y	N	Y	N
Industry FE	Y	N	Y	N
Firm FE	N	Y	N	Y
Observations	4833	4833	4833	4833
R-squared	0.293	0.316	0.670	0.333

注: 为了节约篇幅, 其他控制变量和常数项的结果没有列式。括号内为异方差稳健标准误, ***, **, * 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著。

六、总结和建议

本文以 2008 年《劳动合同法》实施为准自然实验, 以沪深两市从 2003 年到 2013 年在 A 股上市的非金融企业的相关数据构建双重差分模型, 并根据已有相关文献通过构建模型对样本数据进行回归分析, 研究了劳动保护与企业资本结构的关系。

本文首先检验了新《劳动合同法》的实施是否对企业资本结构产生影响, 为了更准确地识别《劳动合同法》的影响, 本文主要的模型通过引入劳动密集度与《劳动合同法》实施变量的交叉项, 构建双重差分模型, 来验证《劳动合同法》对不同劳动密集度企业的资本结构的影响是否不同。其次, 本文检验了新《劳动合同法》对不同劳动密集企业资本结构的影响在不同类型的企业是否不同, 重点考虑了所在地区法治环境不同的企业的差别。接着, 本文探讨并验证了新《劳动合同法》实施对企业资本结构的影响机制。具体而言, 本文的主要研究结论如下:

(1) 相对于非劳动密集型企业,《劳动合同法》的实施使得劳动密集型的 A 股上市企业的负债水平有所降低;

(2) 相比地区所在法律环境和法治水平较差的劳动密集型企业,《劳动合同法》对于所在地区法律环境较好地区的劳动密集型 A 股企业的负债水平的减弱效应更加显著。

本文的研究表明,劳动保护的增强会降低劳动密集型企业的负债水平,这对于降低我国企业普遍存在的高杠杆有一定的缓解作用。这启示我们,我国的“人口红利”因素带来的劳动密集型产业的比较优势在过去推动了我国的经济增长,在当下也并非负担。该法的实施可以在很大程度上促使企业关注员工福利和加强保护员工利益,解雇成本的提高可以促使企业有效改善其资本结构组成,避免因过高的杠杆带来较大风险。并且,对于那些较多依赖劳动力要素的企业来说,《劳动合同法》的出台在带来短期成本的同时,也带来了企业生产要素重构、资本结构调整回正常轨道以及劳动力市场流动性重构的机遇。在当前的经济增长情形下,这些机遇都能为挖掘新的经济增长潜力创造了有利条件。由此,本文建议:

(1) 加大《劳动合同法》在法治环境较差地区的执行力度和执行效率,促进法治水平低、市场环境差的地区的劳动力市场的发育和完善,从而将该法的效用覆盖到更广泛的地区,提升广大劳动者的弱势地位,减少随意侵犯劳动者权益的事件的发生。

(2) 劳动密集型企业受《劳动合同法》的影响较显著,除了降低其负债水平外,也影响了其经营弹性和用工灵活性。企业如果为了降低《劳动合同法》的实施带来的负面影响,可以在未来考虑转型升级,由劳动力依赖型转为机器和技术依赖型,这也是我国乃至世界今后的发展趋势。

参考文献

- [1]刘媛媛,刘斌.劳动保护、成本粘性与企业应对[J].经济研究,2014(5):63-76
- [2]黄平.解雇成本、就业与产业转型升级—基于《劳动合同法》和来自中国上市公司的证据[J].南开经济研究,2012(3):79-94
- [3]李春云.《劳动合同法》对企业解雇成本的影响分析[J].当代经济,2008(10):40-42
- [4]廖冠民,陈燕.劳动保护、劳动密集度与经营弹性:基于2008年《劳动合同法》的实证检验[J].经济科学,2014,Vol.36(2):91-103
- [5]陈德球,胡晴,梁媛.劳动保护、经营弹性与银行借款契约[J].财经研究,2014,40(9):62-72
- [6]卢闯,唐斯圆,廖冠民.劳动保护、劳动密集度与企业投资效率[J].会计研究,2015(6):42-47
- [7]刘斌,李冰心,王雷.劳动保护是否限制企业的用工灵活性[J].现代财经-天津财经大学学报,2016(12):35-49
- [8]李传宪,黄茜.劳动保护、员工薪酬与企业利益分配—基于《劳动合同法》实施前后的经验证据[J].贵州财经大学学报,2014,32(6):83-89
- [9]陶启智,徐君,贺玲.我国《劳动合同法》及其修改决定的资本市场效应研究[J].社会科学研究,2015(1):10-19
- [10]虞娅雅,廖冠民.劳动保护、行业下滑与企业贷款违约—基于2008《劳动合同法》的实证检验[J].中央财经大学学报,2017(9):43-52
- [11]沈艺峰,肖珉,林涛.投资者保护与上市公司资本结构[J].经济研究,2009(7):131-142.
- [12]Serfling M. Firing Costs and Capital Structure Decisions[J]. Journal of Finance, 2016, 71(5):2239-2286
- [13]姜颖.劳动合同法对现行劳动法的修改及对我国劳动关系的影响[J].中国劳动关系学院学报,2008,22(1):24-28
- [14]Titman, Sheridan, 1984, The effect of capital structure on a firm's liquidation decision, Journal of Financial Economics 13, 137-151
- [15]Kraus, Alan, and Robert H. Litzenberger, 1973, A state-preference model of optimal financial leverage, Journal of Finance 28, 911-922

- [16] Scott, James H. Jr., 1976, A theory of optimal capital structure, *Bell Journal of Economics* 7, 33-54
- [17] John, Kose, Larry H. P. Lang, and Jeffry Netter, 1992, The voluntary restructuring of large firms in response to performance decline, *Journal of Finance* 47, 891-917
- [18] Ofek, Eli, 1993, Capital structure and firm response to poor performance: An empirical analysis, *Journal of Financial Economics* 34, 3-30
- [19] 唐跃军, 赵武阳. 二元劳工市场、解雇保护与劳动合同法[J]. 南开经济研究, 2009(1):122-132
- [20] 倪晓然, 朱玉杰. 劳动保护、劳动密集度与企业创新——来自 2008 年《劳动合同法》实施的证据[J]. 管理世界, 2016(7):154-167
- [21] 曾庆生, 陈信元. 国家控股、超额雇员与劳动力成本[J]. 经济研究, 2006(5):74-86
- [22] 卢峰, 姚洋. 金融压抑下的法治、金融发展和经济增长[J]. 中国社会科学, 2004(1):42-55
- [23] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数. 各省区市场化相对进程 2011 年度报告[M]. 经济科学出版社, 2011
- [24] Eisfeldt, Andrea L., and Dimitris Papanikolaou, 2013, Organization capital and the cross-section of expected returns, *Journal of Finance* 68, 1365-1406.
- [25] Dichev, Ilia D., and Vicki Wei Tang, 2009, Earnings volatility and earnings predictability, *Journal of Accounting and Economics* 47, 160 - 181.

Labor Protection, Labor intensity and Capital Structure

QIAN JIALIN, HUANG WEI

(Hunan University, Changsha / Hunan Province, 410079)

Abstract: The 2008 Labor Contract Law is the second comprehensive and thorough law in China since the 1995 Labor Law. The implementation of this law will not only improve the degree of protection of workers, but also have a corresponding impact on corporate governance, corporate operation and the economy growth of whole society. This paper builds a difference-in-difference model by selecting 2003-2013 data from Shanghai & Shenzhen A share listed companies, using Mixed OLS and Fixed Effect Model and then explore the impact of the Labor Contract Law on capital structure of different companies. The research finds that the implementation of the law led to a significant reduction in the debt level of labor intensive companies. In addition, this paper also finds that the impact is more significant in labor intensive companies that are located in areas where law environment is better and more efficient. The paper first reviews the current research background of commercial bank financial products, and summarizes the relevant research theories and conclusions. Then it analyzes the present situation of the current financial assets of commercial banks in China, and analyzes the influential factors related to the yield of financial products issued by domestic commercial banks from various aspects. Further, the paper collects the relevant data of RMB financial products issued from 2007 to March 2017, uses the econometric method to empirically test the relevant assumptions about the factors that affect the yield of financial products, and explains the results. Finally, based on the empirical results, this paper puts forward some suggestions not only to investors for making decisions when faced with various financial products but also to commercial banks for designing and pricing new financial products.

Keywords: Labor Contract Law; Labor intensity; Capital structure