

劳动保护、经营弹性与银行借款契约

陈德球^{1,2}, 胡 晴², 梁 媛²

(1. 对外经济贸易大学 国际财务与会计研究中心, 北京 100029;

2. 对外经济贸易大学 国际商学院, 北京 100029)

摘要:法律制度是影响信贷市场发展的重要因素。中国从2008年开始实施的新《劳动合同法》是否会改变原有因素对信贷资源配置的作用效果? 文章以新《劳动合同法》来界定劳动保护水平的变化,以2003—2012年上市公司为研究样本,考察了劳动力市场对企业与银行之间信贷契约关系的影响。研究发现,加强劳动保护提高了企业与银行之间信贷契约的标准,企业获得的借款规模和长期借款比例降低,而借款成本和担保借款比例提高,这种影响在劳动密集型企业中更加显著。文章进一步研究发现,劳动保护水平与银行借款契约标准之间的正相关性在具有政治关系、终极产权为国有股权以及法律保护水平较高地区的企业中会降低。劳动保护影响企业融资契约的可能机制是,加强劳动保护降低了企业的经营弹性,导致其财务风险增大。因此,在加强劳动保护后,银行会提高贷款合约的担保要求以降低风险和减少利益损失。

关键词:劳动保护;银行借款;经营弹性

中图分类号:F272 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2014)09-0062-11

一、引言

银行贷款在世界上所有国家都是占据主导地位的外部融资方式,银行被认为是公司外部资本最重要的提供者。与股票市场融资相比,我国企业银行借款融资的传统和习惯更久,银行借款的覆盖范围更广。陆建桥等(2009)提供的数据显示,各年银行借款融资额始终高于股权再融资额,而各项银行借款之和占总资产的比例高达30%。商业银行放贷的目的是通过暂时让渡资金的使用权来获取未来收益,而收益的来源在于借款者的偿付,那么由谁来保护银行的这种受偿权呢? 学者们长期以来一直在研究哪些因素影响银行借款契约。传统的关于信贷问题的研究认为,公司的微观特征是影响债务契约签订和执行的主要因素,在其他条件相同时,债务契约的签订与执行成本取决于债务人借款创造的收益及债权人的风险评估和控制能力。然而,借款企业经理人员的机会主义行为(Dichev 和 Skinner, 2002)和无限膨胀的虚荣心导致的债权人利益受损行为并不少见。债权人利益受损在法律保护和债权人人事后监督机制薄弱的金融环境下更容易发生。最近的研究文献强调国家的法律制度是影

收稿日期:2014-04-15

基金项目:国家自然科学基金项目(71102076、71372060、71272041、71272221);对外经济贸易大学中央高校基本科研业务费专项资金(2013YQ03、CXTD5-02);北京市哲学社会科学规划研究基地特别委托项目(13JDJGD006);对外经济贸易大学学科建设专项经费(XK2014201)

作者简介:陈德球(1981—),男,安徽安庆人,对外经济贸易大学国际财务与会计研究中心研究员,国际商学院副教授;

胡 晴(1990—),女,安徽宿州人,对外经济贸易大学国际商学院硕士研究生;

梁 媛(1990—),女,广东顺德人,对外经济贸易大学国际商学院硕士研究生。

响银行信贷契约条款的一个重要因素(Bae 和 Goyal, 2009)。这些研究更多的是强调股东之间以及股东与债权人之间的隐性契约如何影响银行借款契约,而忽略了公司与员工之间的劳动关系契约的影响。Agrawal 和 Matsa(2013)强调劳动力市场摩擦是公司融资决策的一个重要影响因素。劳动力市场会影响公司的治理结构、投资以及地区经济增长和就业(Atanassov 和 Kim, 2009)。因此,银行是否提供具有风险性的贷款及贷款回报依赖于公司是否有能力创造价值,而这可能会受到劳动力市场因素的影响。就业保护法的有关规定如解除终止合同、经济补偿等增加了企业的劳动成本,从而直接影响就业和失业。就业保护法反映了政府对劳动力市场的管制,可能制约生产过程中劳动力的可利用性。就业保护法使劳动力市场的灵活性降低,企业在面临技术变革和产品需求变化时难以迅速做出反应;同时,就业保护法还减少了劳动力向新兴高科技企业和行业的流动,对劳动力市场的严格管制导致企业在调整劳动力方面会更加谨慎,在减少裁员的同时也更少雇用新员工。

中国的制度环境为我们考察劳动力市场中劳动保护因素对银行借款行为的影响提供了机会。中国在 2007 年 6 月颁布了新《劳动合同法》,并从 2008 年 1 月 1 日起实施。新《劳动合同法》在很大程度上加强了劳动者权益保护,体现在劳动合同订立与变更、劳动报酬、工作时间、员工保险、裁员限制等多个方面。例如,新《劳动合同法》规定,“用人单位未依法为劳动者缴纳社会保险费的,劳动者可以解除劳动合同”,“有不缴社保情形的,用人单位应当向劳动者支付经济补偿”。同时,利用新《劳动合同法》实施前后劳动保护水平的动态变化可以在一定程度上解决已有研究中的内生性问题。尽管新《劳动合同法》实施已达 6 年,但尚没有相关文献对其经济后果进行全面考察。因此,基于新《劳动合同法》考察劳动保护对银行借款契约的影响有助于评价其政策效果。

本文预期在中国经济转型过程中,新《劳动合同法》的实施能够给予公司员工较强的保护,使公司降低员工工资具有较大的困难和较高的成本。面对变化的外部商业环境,公司没有能力降低劳动成本,从而减小了其经营弹性,提高了经营风险。因此,新《劳动合同法》实施后,政府对劳动力市场的管制增强,这会降低公司的经营弹性,提高其债务违约风险。当公司面临严格的劳动力监管条例时,银行可能会提高企业借款契约条款的标准。本文以中国 2008 年开始实施新《劳动合同法》为背景,从企业经营弹性的视角,考察了加强劳动保护是否以及如何影响银行借款契约,从而为劳动保护的微观经济后果提供了新的证据。本文试图回答以下三个问题:第一,加强劳动保护是否会影响企业的银行借款契约?是降低还是提高了企业的债务代理成本?第二,劳动保护对银行借款契约的微观治理效应是否会受到公司其他因素的影响?第三,加强劳动保护影响债务代理成本的机制和渠道是什么?

本文可能的贡献主要体现在三个方面:第一,从劳动力市场的视角,以新《劳动合同法》的实施这一外生性事件考察了加强劳动保护对银行借款契约的影响,为转型经济背景下劳动力市场与银行信贷之间的关系提供了一个合理的解释,从而丰富和拓展了关于企业融资行为的研究文献。第二,从债权人角度深入分析了劳动力市场影响企业债务行为的渠道。本文对银行借款结构特征进行了分解,这有助于我们更加深入地了解企业与银行之间的信贷契约。第三,考虑了中国 2008 年实施新《劳动合同法》前后劳动保护水平的动态变化以及因各地区法律执行力的不同而导致的劳动保护水平横截面差异,这可以在一定程度上克服已有研究中存在的内生性问题,从而为劳动保护影响微观企业经济行为提供更有力的证据。

二、理论分析与研究假设

作为最具强制力的规则体系,法律是最重要的制度之一。作为国家规制劳动力市场的重要机制,就业保护法在保护工人就业权利、限制雇主行为的同时,给出了劳动力市场的运行规则,界定了双方的产权结构,形成了劳动力市场制度。我国于 2007 年 6 月 29 日颁布了新《劳动合同法》,并从 2008 年 1 月 1 日起实施。与 1995 年的《劳动法》相比,新《劳动合同法》在很大程度上加强了对劳动者权益的保护(黄平,2012),体现在无固定期限劳动合同、经济补偿金、试用期等多个方面:第一,新《劳动合同法》规定,当劳动者满足一定的条件并提出与用人单位签订无固定期限劳动合同时,用人单位必须同意签订,并且在正常情况下不得解除;第二,新《劳动合同法》规定,用人单位因自身原因解除劳动合同及合同到期自然终止都应当支付经济补偿金,并明确说明了补偿金的计算标准;第三,新《劳动合同法》明确了试用期的概念,规定同一用人单位与同一劳动者只能约定一次试用期,并且试用期工资不得低于最低标准。加强劳动保护会增加企业的用工调整成本,使其无法根据外部需求的变化自由调整人力资本投入,导致经营弹性下降,并因侧重员工利益而损害债权人利益,最终会降低企业的外部融资能力,使其难以筹集足够资金来满足投资的资金需求(Simintzi 等,2010)。

银行是调动社会资源、实现资金配置的有效金融中介,其功能主要通过价值发现和有效监管来实现,即选择好项目、好企业发放贷款并进行持续的监督。银行的信贷决策包括是否发放贷款以及在发放贷款的情况下贷款的期限结构、性质(信用贷款、担保贷款等)和利率等,上述决策主要受到评估拟贷款客户资质的信息成本以及违约风险的影响(陈德球等,2013)。La Porta 等(1998)发现,一个国家的债权人保护水平与债券市场的发展正相关。Qian 和 Strahan(2007)发现,在债权人保护较强的国家,借款人能够获得更优惠的银行贷款,如较长的期限、较低的利率等。Bae 和 Goyal(2009)发现,债权人保护法律的实施与更优惠的银行贷款条款正相关。Miller 和 Reisel(2012)发现,国家的政治制度也与公司债券的设计与成本相关。Matsa(2010)发现,政府的劳动力条例变化会影响工会的讨价还价能力,进而影响公司的资本结构。在员工保护较强的国家,公司经营将面临较低的财务杠杆。从贷款契约生效之日起,贷款人就会评估风险,借款人的风险取决于其商业环境、资产特征、期望利润等。银行在贷款契约中会设计贷款利率、贷款数量、贷款期限等不同的条款以控制其贷款风险,并关注劳动保护是提高还是降低了借款人的风险和利润。

新《劳动合同法》限制了企业解雇工人、调整员工合同期限等,其实施提高了劳动保护强度,强化了政府对劳动力市场的管制,抑制了企业在产品需求较小时解雇工人或者降低工人工资,而这会提高企业的劳动成本,降低其经营弹性。严格的劳动保护制度增加了企业的附加成本,降低了利润,提高了违约风险。因此,在新《劳动合同法》实施后,劳动保护强度增加,企业经营弹性降低,财务风险增大,陷入财务困境的可能性提高。于是,企业会面临更为严格的银行借款契约条款,如较多的担保借款、较少的借款数量以及较短的借款期限等。基于上述分析,我们提出以下研究假设:

假设 1a:劳动保护越强,企业的银行借款规模越小,借款成本越高。

劳动是一种非常重要的生产要素,约 2/3 的企业产出用于补偿劳动投入(Pratt,2011)。那么,对于劳动密集型企业,劳动保护对其银行借款契约的影响是否更强呢?唐跃军和赵武阳(2009)证明,新《劳动合同法》对劳动密集型企业具有更大的负面影响。当企业的劳动密集度较高即人工成本比例较大时,加强劳动保护所带来的调整成本上升对人力资本投入的

影响更大(廖冠民和陈燕,2014)。Hosseini(2013)发现,当劳动密集度较高时,劳动保护对企业业绩波动性的影响更大。黄平(2012)则发现,新《劳动合同法》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得更多。因此,在新《劳动合同法》实施后,劳动保护强度增加对企业经营弹性的负面影响在劳动密集型企业中更加明显。基于上述分析,我们提出以下研究假设:

假设 1b:企业的劳动密集度越高,劳动保护与其银行借款契约标准之间的正相关性越强。

加强劳动保护会增加企业的用工调整成本,使其无法根据外部需求的变化自由调整人力资本投入,导致经营弹性下降。Lazear(1990)研究发现,遣散费用会降低企业的经营弹性。Chen 等(2011)及 Banker 等(2013)发现,劳动保护加强会降低企业的经营弹性。同时,当劳动保护较强时,企业的财务风险较大,陷入困境时的裁员成本较高,从而财务困境成本也较大;而且当陷入财务困境时,企业更重视员工权益,债权人的收益较低,从而发放贷款的动力下降(Simintzi 等,2010)。最终,企业的外部融资能力降低,其难以筹集足够资金来满足投资的资金需求,从而资本成本提高,盈利能力下降。基于上述分析,我们提出以下研究假设:

假设 2:劳动保护越强,企业的经营弹性越低。

企业的治理特征是否影响劳动保护与其银行借款契约之间的关系呢?在转型经济国家,企业与政府之间的关系是公司战略的一项重要内容,建立政治关系是企业的一种积极反应。有政治关系的企业比无政治关系的企业能够获得更多的银行贷款且贷款期限更长(余明桂和潘红波,2008),因而企业有动机通过建立政治关系来促进其发展。因此,我们预期企业的政治关系能够缓解劳动保护与银行借款成本之间的正相关性。基于上述分析,我们提出以下研究假设:

假设 3a:劳动保护与银行借款契约标准之间的正相关性在没有政治关系的企业中更强。

法律体系是影响公司债务契约的重要因素,在转型经济国家,由于法律缺失或者不具有可实施性,企业难以依赖法律体系来保护产权和保证合同顺利实施。在这种情况下,企业的经营风险较大,其获得银行贷款的难度也较大。因此,当地区的法律保护水平较低时,银行出于防范风险的考虑,对企业的信用配置会相当谨慎,从而增加了企业的融资难度;而当法律保护水平较高时,企业的融资难度较低,劳动保护加强对银行借款成本的正向影响会有所缓解。基于上述分析,我们提出以下研究假设:

假设 3b:劳动保护与银行借款契约标准之间的正相关性在法律保护水平较低的地区更强。

在不同的终极产权控制下,企业的财务行为存在显著差异。国有企业一般拥有较长的经营历史,并且与银行保持着较长期的交易关系,使评估其资质所需的信息成本大大降低。相反,非国有企业的经营历史较短,与银行也没有长期的交易关系,导致评估其资质所需的信息成本相对高昂(Brandt 和 Li,2003)。银行对国有企业的贷款可能较为宽松且贷款期限较长,从而与非国有企业相比,国有企业具有更高的资产负债率和更长的债务期限结构(方军雄,2007)。因此,企业的国有产权性质能够缓解劳动保护对银行借款成本的正向影响。基于上述分析,我们提出以下研究假设:

假设 3c:劳动保护与银行借款契约标准之间的正相关性在民营企业中更强。

三、研究设计

(一) 样本选择和数据来源

本文选取了 2003—2012 年所有 A 股公司作为初始研究样本。考虑到金融类和公共事业类上市公司的特殊性,我们剔除了这两类公司样本,同时剔除了主要数据缺失的公司。根据实际控制人的性质,我们将样本公司分为国有企业和民营企业两种类型。此外,为了消除极端值的影响,本文对主要连续变量进行了上下 1% 的 Winsorize 处理。我们最终得到 7 351 个样本观测值。企业的银行借款契约变量数据主要从公司年报中手工收集得到,财务数据来自 CSMAR 数据库。

(二) 研究模型与变量定义

为了检验本文提出的研究假设,我们构建了如下回归模型:

$$\begin{aligned} Bankloancontract = & \beta_0 + \beta_1 Laborprotection + \beta_2 Size + \beta_3 Roa + \beta_4 Growth \\ & + \beta_5 Tangibility + \beta_6 Indep + \beta_7 Top1 + Industry + Year + \varepsilon \end{aligned}$$

其中,被解释变量 *Bankloancontract* 表示银行借款契约标准,我们首先考察银行借款规模和银行借款成本两个代理变量。*Bankloan* 表示企业的银行借款规模与总资产的比例,*Rate* 表示企业的银行借款成本,我们用企业取得的每笔贷款的实际利息率来度量。我们进一步从 *Collateral Loan* 和 *Maturity* 两个维度来考察企业的银行借款契约标准。其中,*Collateral Loan* 表示企业的担保借款占银行借款总额的比例,*Maturity* 表示企业的长期借款比例。*Laborprotection* 为劳动保护虚拟变量,本文主要基于 2008 年 1 月 1 日起开始实施新《劳动合同法》来界定劳动保护水平的变化。对于 2008 年及以后的观测值,*Laborprotection* 取值为 1,否则取值为 0。我们引入了公司规模(*Size*)、有形资产比率(*Tangibility*)、公司成长性(*Growth*)、公司业绩(*Roa*)等控制变量,为了缓解回归分析中可能存在的内生性问题,我们对所有的解释变量和控制变量都取滞后一期值。此外,我们还控制了独立董事比例(*Indep*)和第一大股东持股比例(*Top1*)等公司治理变量以及年份(*Year*)和行业(*Industry*),行业分类采取中国证监会的行业分类标准,其中制造业取 2 位代码,其他行业取 1 位代码,剔除金融行业,共有 21 个行业。借鉴 Serfling(2013)的研究,我们采用公司的员工总人数除以总资产来度量其劳动密集度(*Labor intensity*)。^①

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计分析

表 1 报告了本文主要变量的描述性统计特征。从中可以看到,借款规模变量 *Bankloan* 的均值为 0.245,利率 *Rate* 的均值为 6.421,*Collateral Loan* 的均值为 0.641,标准差为 0.328,*Maturity* 的均值为 0.289,标准差为 0.312。*Labor intensity* 的均值为 0.095,标准差为 0.076。约 34.8% 的样本公司具有政治关系。

表 1 主要变量描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	25%分位数	中位数	75%分位数
<i>Bankloan</i>	7 351	0.245	0.173	0.088	0.172	0.297
<i>Rate</i>	5 008	6.421	1.323	4.589	6.213	10.113

^① 在具体计算中, $Labor\ intensity = \log(1 + \text{员工总人数} / \text{公司总资产}) \times 1\ 000$ 。

续表1 主要变量描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	25%分位数	中位数	75%分位数
<i>Collateral Loan</i>	7 351	0.641	0.328	0.452	1	1
<i>Maturity</i>	7 351	0.289	0.312	0.109	0.213	0.348
<i>Labor intensity</i>	7 351	0.095	0.076	0.047	0.076	0.119
<i>Political connection</i>	7 351	0.348	0.412	0.000	0.000	0.000

注：*Political connection* 为政治关系虚拟变量，如果公司的董事长或总经理曾经或现在是政府（或军队）官员、曾任或现任人大代表或政协委员，则 *Political connection* 取值为 1，否则取值为 0。

（二）实证结果与分析

1. 假设 1a 的检验。假设 1a 的检验结果见表 2。列（1）结果显示，*Laborprotection* 的回归系数显著为负，表明新《劳动合同法》实施后，劳动保护加强，企业的银行借款规模下降。列（2）—列（4）结果表明，新《劳动合同法》实施后，政府加强了对劳动力市场的监管，企业的借款利率上升，担保借款比例提高，而长期借款比例降低。这表明，加强劳动保护后，企业面临劳动成本的刚性约束，附加成本增加，从而利润下降，违约风险增大，导致银行对债务契约条款的要求更加严格。假设 1a 得到验证。

表 2 假设 1a 检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Bankloan</i>	<i>Rate</i>	<i>Collateral Loan</i>	<i>Maturity</i>
<i>Laborprotection</i>	-0.148** (0.042)	0.127** (0.047)	0.122** (0.012)	-0.071* (0.059)
<i>Size</i>	0.523** (0.028)	-0.476** (0.036)	-0.043*** (0.000)	0.042*** (0.000)
<i>Tangibility</i>	0.261 (0.177)	0.178 (0.158)	0.067 (0.217)	-0.068 (0.386)
<i>Growth</i>	0.189** (0.028)	-0.233** (0.039)	-0.041*** (0.000)	0.042*** (0.000)
<i>Roa</i>	0.183** (0.033)	-0.158** (0.024)	-0.348*** (0.000)	0.365*** (0.000)
<i>Indep</i>	0.172 (0.122)	-0.125 (0.107)	-0.127 (0.142)	0.143 (0.115)
<i>Top1</i>	0.291** (0.038)	0.513** (0.042)	0.158** (0.028)	0.204** (0.049)
<i>Industry</i> 和 <i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	7 351	5 008	7 351	7 351
<i>Adj. R²</i>	0.109	0.113	0.103	0.102

注：*、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著，括号内为标准误，下表同。

2. 假设 1b 的检验。假设 1b 的检验结果见表 3。从中可以发现，交互项 *Laborprotection* × *Labor intensity* 的回归系数在列（1）和列（4）中均显著为负，而在列（2）和列（3）中则均显著为正。这一结果表明，加强劳动保护提高了银行对企业借款行为的担保要求，主要表现为企业的借款规模和长期借款比例降低，借款成本和担保借款比例提高，而且这种影响在劳动密集型企业中更加显著。假设 1b 得到验证。

表 3 假设 1b 检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Bankloan</i>	<i>Rate</i>	<i>Collateral Loan</i>	<i>Maturity</i>
<i>Laborprotection</i>	-0.121*** (0.002)	0.034** (0.038)	0.113* (0.091)	-0.048* (0.083)

续表3 假设1b检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Bankloan</i>	<i>Rate</i>	<i>Collateral Loan</i>	<i>Maturity</i>
<i>Laborprotection</i> × <i>Labor intensity</i>	−0.013 * (0.064)	0.108 * (0.059)	0.122 ** (0.047)	−0.213 ** (0.042)
<i>Labor intensity</i>	−0.112 (0.135)	0.103 (0.122)	0.183 (0.142)	−0.079 (0.155)
<i>Size</i>	0.013 ** (0.023)	−0.022 ** (0.017)	−0.042 *** (0.000)	0.033 *** (0.000)
<i>Tangibility</i>	0.042 (0.213)	−0.031 (0.356)	0.032 (0.613)	−0.043 (0.522)
<i>Growth</i>	0.029 ** (0.022)	−0.028 ** (0.019)	−0.038 *** (0.000)	0.029 *** (0.000)
<i>Roa</i>	0.316 *** (0.000)	−0.352 *** (0.000)	−0.323 *** (0.000)	0.406 *** (0.000)
<i>Indep</i>	0.163 (0.111)	−0.108 (0.132)	−0.116 (0.121)	0.125 (0.109)
<i>Top1</i>	0.242 ** (0.041)	0.408 ** (0.039)	0.132 ** (0.042)	0.193 ** (0.048)
<i>Industry</i> 和 <i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	7 351	5 008	7 351	7 351
<i>Adj. R</i> ²	0.107	0.109	0.117	0.113

3. 假设 2 的检验。上文研究结论的潜在解释是,当劳动保护较强时,企业的经营弹性较低,导致其财务困境成本较高。为此,我们构建了如下回归模型,进一步检验新《劳动合同法》实施后,企业的经营弹性是否会降低:

$$Operateflexibility=\beta_0+\beta_1Laborprotection+\beta_2Size+\beta_3Lev+\beta_4Growth+\beta_5Roa+\beta_6Beta+Industry+Year+\epsilon$$

借鉴 Mandelker 和 Rhee(1984)、Chen 等(2011)等研究文献,我们以经营杠杆度来度量经营弹性。^① 我们分别考察了 2008 年之前与之后 2 个时期,对于每一时期的每个企业,将季度息税前利润的自然对数对季度销售收入的自然对数进行回归,销售收入的回归系数可用于度量经营弹性。^② *Operateflexibility* 的取值越大,表明公司的经营弹性越低,我们预期劳动保护变量 *Laborprotection* 的系数显著为正。我们同时控制了公司的资产规模、财务杠杆、盈利能力、成长能力、风险以及行业、年份等变量。

假设 2 的检验结果见表 4。列(1)结果显示,*Laborprotection* 的回归系数显著为正,说明加强劳动保护降低了企业的经营弹性,即当劳动保护较强时,企业的经营弹性较低,财务风险较大。假设 2 得到验证。列(2)结果显示,交互项 *Laborprotection*×*Labor intensity* 的回归系数也显著为正,说明当企业属于劳动密集型行业时,加强劳动保护对其经营弹性的负向影响更大,这进一步验证了假设 2。

表 4 假设 2 检验结果

	(1)	(2)
<i>Laborprotection</i>	0.062 ** (0.048)	0.042 * (0.073)
<i>Laborprotection</i> × <i>Labor intensity</i>		0.014 ** (0.042)

①经营杠杆度越高则经营弹性越低,感谢审稿人的建议。
②如果企业某一季度的息税前利润为负,则直接将息税前利润对销售收入进行回归。

续表4 假设2检验结果

	(1)	(2)
<i>Labor intensity</i>		0.041 (0.252)
<i>Size</i>	0.036* (0.082)	0.034* (0.078)
<i>Lev</i>	0.412** (0.027)	0.423** (0.042)
<i>Growth</i>	-0.098* (0.065)	-0.112* (0.072)
<i>Roa</i>	-0.041** (0.032)	-0.042** (0.043)
<i>Beta</i>	0.024* (0.073)	0.012* (0.069)
<i>Industry</i> 和 <i>Year</i>	控制	控制
<i>N</i>	7 351	7 351
<i>Adj. R²</i>	0.124	0.128

4. 假设 3a 的检验。为了检验假设 3a,我们根据企业是否具有政治关系,将样本分为有政治关系和无政治关系两组,回归结果见表 5。结果显示,在无政治关系样本组,*Labor-protection* 的回归系数均通过了显著性检验;而在有政治关系样本组,其回归系数的符号虽然与预期一致,但均不显著。这说明企业的政治关系能够向外部债权人传递承诺担保的信号,降低银行对企业借款契约标准的要求,从而缓解劳动保护的正向影响。假设 3a 得到验证。

表 5 假设 3a 检验结果

	<i>Political connection</i> = 1				<i>Political connection</i> = 0			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Bankloan</i>	<i>Rate</i>	<i>Collateral Loan</i>	<i>Maturity</i>	<i>Bankloan</i>	<i>Rate</i>	<i>Collateral Loan</i>	<i>Maturity</i>
<i>Laborprotection</i>	-0.042 (0.113)	0.018 (0.126)	0.053 (0.119)	-0.027 (0.124)	-0.039** (0.038)	0.027* (0.071)	0.048** (0.044)	-0.039* (0.052)
<i>Size</i>	0.027* (0.072)	-0.038** (0.047)	-0.041** (0.042)	0.029** (0.038)	0.031* (0.056)	-0.036** (0.032)	-0.029** (0.038)	0.031** (0.048)
<i>Tangibility</i>	0.029 (0.228)	-0.041 (0.187)	0.039 (0.223)	-0.049 (0.217)	0.032 (0.326)	-0.037 (0.410)	0.037 (0.182)	-0.042 (0.123)
<i>Growth</i>	0.027** (0.045)	-0.019** (0.038)	-0.028** (0.033)	0.032* (0.062)	0.031* (0.051)	-0.022** (0.042)	-0.018** (0.039)	0.019* (0.057)
<i>Roa</i>	0.213* (0.057)	-0.178* (0.062)	-0.113** (0.047)	0.208* (0.052)	0.195** (0.046)	-0.127** (0.038)	-0.213** (0.043)	0.157* (0.057)
<i>Indep</i>	0.113 (0.112)	-0.108 (0.132)	-0.122 (0.117)	0.136 (0.123)	0.108 (0.108)	-0.121 (0.129)	-0.113 (0.116)	0.109 (0.113)
<i>Top1</i>	0.116* (0.062)	0.213 (0.114)	0.108 (0.118)	0.113* (0.072)	0.188* (0.059)	0.169** (0.042)	0.184** (0.037)	0.169* (0.062)
<i>Industry</i> 和 <i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	2 558	1 742	2 558	2 558	4 793	3 266	4 793	4 793
<i>Adj. R²</i>	0.113	0.122	0.116	0.124	0.119	0.118	0.123	0.128

5. 假设 3b 的检验。我们接下来考察各地区法律执行力差异所导致的劳动保护水平差异,借鉴樊纲等(2011)提供的各地区法律环境保护指数,根据地区法律保护水平的中位数设置虚拟变量 *Dummyslegal* 进行分组检验。如果地区的法律保护水平高于中位数,则 *Dummyslegal*取值为 1,否则取值为 0。^① 回归结果见表 6。从中可以看到,在法律保护水平较低组,

①由于各地区法律环境保护指数的数据只更新到 2010 年,而本文的样本期间为 2003—2012 年,2011 年和 2012 年的数据取 2010 年的值。

Laborprotection 的回归系数通过了显著性检验;而在法律保护水平较高组,其回归系数均不显著。这说明提高债权人保护水平能够缓解劳动保护对企业银行借款成本的影响,假设 3b 得到验证。当地区法律保护水平较低时,银行出于防范风险的考虑,对企业的信用配置会相当谨慎,从而企业的融资难度增加;而当地区法律保护水平较高时,企业的融资难度降低,劳动保护对银行借款成本的正向影响有所缓解。

表 6 假设 3b 检验结果

	<i>Dummyslegal</i> = 1				<i>Dummyslegal</i> = 0			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Bankloan</i>	<i>Rate</i>	<i>Collateral Loan</i>	<i>Maturity</i>	<i>Bankloan</i>	<i>Rate</i>	<i>Collateral Loan</i>	<i>Maturity</i>
<i>Laborprotection</i>	-0.078 (0.127)	0.037 (0.133)	0.126 (0.123)	-0.067 (0.123)	-0.112 * (0.067)	0.048 ** (0.047)	0.112 ** (0.039)	-0.048 * (0.072)
<i>Size</i>	0.052 ** (0.048)	-0.033 * (0.058)	-0.038 ** (0.043)	0.039 * (0.082)	0.023 ** (0.047)	-0.061 ** (0.039)	-0.042 ** (0.042)	0.033 * (0.057)
<i>Tangibility</i>	0.028 (0.123)	-0.039 (0.178)	0.042 (0.169)	-0.035 (0.246)	0.018 (0.203)	-0.023 (0.227)	0.044 (0.192)	-0.052 (0.203)
<i>Growth</i>	0.017 ** (0.023)	-0.032 ** (0.012)	-0.041 ** (0.023)	0.027 ** (0.012)	0.019 ** (0.023)	-0.032 ** (0.012)	-0.018 ** (0.023)	0.032 ** (0.012)
<i>Roa</i>	0.135 ** (0.038)	-0.232 ** (0.039)	-0.219 ** (0.042)	0.327 * (0.054)	0.268 ** (0.038)	-0.327 ** (0.042)	-0.189 ** (0.023)	0.273 * (0.058)
<i>Indep</i>	0.149 (0.109)	-0.128 (0.111)	-0.133 (0.126)	0.142 (0.109)	0.121 (0.112)	-0.137 (0.136)	-0.124 (0.129)	0.118 (0.123)
<i>Top1</i>	0.121 * (0.059)	0.325 (0.147)	0.123 (0.128)	0.127 * (0.065)	0.142 * (0.063)	0.208 ** (0.039)	0.128 ** (0.042)	0.157 * (0.056)
<i>Industry 和 Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	3 668	2 499	3 668	3 668	2 509	3 683	3 683	3 683
<i>Adj. R²</i>	0.117	0.119	0.121	0.118	0.120	0.116	0.118	0.122

6. 假设 3c 的检验。根据终极产权性质,我们将样本公司分为国有企业和民营企业进行分组检验,回归结果见表 7。从中可以看到,*Laborprotection* 的回归系数仅在民营企业样本组通过了显著性检验,而在国有企业样本组则不显著。这说明企业的产权性质会影响劳动保护与银行借款契约之间的关系,国有产权性质能够缓解劳动保护对银行借款成本的正向影响。假设 3c 得到验证。

表 7 假设 3c 检验结果

	国有企业				民营企业			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Bankloan</i>	<i>Rate</i>	<i>Collateral Loan</i>	<i>Maturity</i>	<i>Bankloan</i>	<i>Rate</i>	<i>Collateral Loan</i>	<i>Maturity</i>
<i>Laborprotection</i>	-0.032 (0.117)	0.021 (0.106)	0.104 (0.125)	-0.058 (0.112)	-0.041 ** (0.048)	0.029 * (0.067)	0.073 ** (0.042)	-0.068 * (0.051)
<i>Size</i>	0.031 * (0.067)	-0.042 ** (0.042)	-0.028 ** (0.021)	0.037 ** (0.017)	0.026 ** (0.042)	-0.041 ** (0.032)	-0.037 ** (0.019)	0.031 ** (0.023)
<i>Tangibility</i>	0.017 (0.187)	-0.032 (0.147)	0.036 (0.136)	-0.047 (0.157)	0.026 (0.113)	-0.031 (0.208)	0.042 (0.317)	-0.038 (0.223)
<i>Growth</i>	0.021 * (0.062)	-0.014 ** (0.041)	-0.017 ** (0.038)	0.023 ** (0.048)	0.029 * (0.057)	-0.016 ** (0.048)	-0.021 ** (0.027)	0.032 ** (0.043)
<i>Roa</i>	0.187 ** (0.048)	-0.156 * (0.071)	-0.312 * (0.067)	0.203 * (0.058)	0.127 * (0.051)	-0.108 ** (0.042)	-0.237 ** (0.038)	0.329 ** (0.041)
<i>Indep</i>	0.109 (0.121)	-0.112 (0.107)	0.117 (0.109)	-0.113 (0.119)	0.115 (0.123)	-0.124 (0.118)	0.106 (0.116)	-0.114 (0.117)
<i>Top1</i>	0.108 * (0.071)	0.123 * (0.065)	0.114 * (0.082)	0.123 * (0.074)	0.111 * (0.059)	0.121 ** (0.042)	0.1126 * (0.071)	0.128 * (0.084)
<i>Industry 和 Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	4 557	3 104	4 557	4 557	2 794	1 904	2 794	2 794
<i>Adj. R²</i>	0.113	0.111	0.123	0.112	0.118	0.117	0.121	0.114

五、结 论

基于我国转型市场经济背景,本文检验了劳动保护对企业与银行间信贷契约的影响,为理解企业与银行间的融资行为提供了新的视角,丰富了关于银行借款行为的研究文献。本文研究发现,新《劳动合同法》实施后,劳动保护加强,企业获得的银行借款契约更为严格,具体表现为企业的借款规模和长期借款比例下降,而借款成本和担保借款比例上升,且劳动保护对银行借款契约的影响在劳动密集型企业中更加显著。劳动保护影响企业融资契约的可能机制是,加强劳动保护降低了企业的经营弹性,导致其财务风险增大。进一步研究发现,劳动保护与银行借款契约标准之间的正相关性在具有政治关系、终极产权为国有股权以及法律保护水平较高地区的企业中会降低。

本文的研究表明,在转型经济国家,劳动力市场是影响企业债务融资成本的一个重要因素,劳动保护对企业财务行为的影响可能有别于其他部门,因而制定劳动政策时应区别对待,这为中国未来的劳动法改革提供了经验支持。

参考文献:

- [1]陈德球,肖泽忠,董志勇.家族控制权结构与银行信贷合约:寻租还是效率[J].管理世界,2013,(9):130—143.
- [2]樊纲,王小鲁,朱恒鹏.中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告[M].北京:经济科学出版社,2011.
- [3]方军雄.所有制、制度环境与信贷资金配置[J].经济研究,2007,(12):82—92.
- [4]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.
- [5]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,(2):91—103.
- [6]陆建桥,梁上坤,陈冬华.长期资产减值信息有用性的实证检验——来自银行借款契约角度[J].南开管理评论,2009,(5):118—124.
- [7]唐跃军,赵武阳.解雇成本、市场分割与《劳动合同法》——基于理论模型对《劳动合同法》争议的新解释[J].经济理论与经济管理,2009,(7):11—16.
- [8]余明桂,潘红波.政治联系、制度环境与民营企业银行贷款[J].管理世界,2008,(8):9—21.
- [9]Agrawal A K, Matsa D A. Labor unemployment risk and corporate financing decisions[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 108(2): 449—470.
- [10]Atanasov J, Kim E. Labor and corporate governance: International evidence from restructuring decisions [J]. Journal of Finance, 2009, 64(1): 341—374.
- [11]Bae K-H, Goyal V K. Creditor rights, enforcement, and bank loans[J]. Journal of Finance, 2009, 64 (2): 823—860.
- [12]Banker R D, Byzalov D, Chen L T. Employment protection legislation, adjustment costs and cross-country differences in cost behavior[J]. Journal of Accounting and Economics, 2013, 55(1): 111—127.
- [13]Brandt L, Li H. Bank discrimination in transition economies: Ideology, information, or incentives? [J]. Journal of comparative economics, 2003, 31(3): 387—413.
- [14]Chen H J, Kacperczyk M, Ortiz-Molina H. Labor unions, operating flexibility, and the cost of equity [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2011, 46(1): 25—58.
- [15]Dichev I D, Skinner D J. Large-sample evidence on the debt covenant hypothesis[J]. Journal of Accounting Research, 2002, 40(4): 1091—1123.
- [16]Hosseini F. Labor protection laws and firm volatility[R]. Working Paper, Stockholm School of Econo-

- mics, 2013.
- [17] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Law and finance[J]. Journal of Political Economy, 1998, 106(6): 1113—1155.
- [18] Lazear E P. Job security provisions and employment[J]. Quarterly Journal of Economics, 1990, 105(3): 699—726.
- [19] Mandelker G N, Rhee S G. The impact of the degrees of operating and financial leverage on systematic risk of common stock[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1984, 19(1): 45—57.
- [20] Matsa D A. Capital structure as a strategic variable: Evidence from collective bargaining[J]. Journal of Finance, 2010, 65(3): 1197—1232.
- [21] Miller D P, Reisel N. Do country-level investor protections affect security-level contract design? Evidence from foreign bond covenants[J]. Review of Financial Studies, 2012, 25(2): 408—438.
- [22] Pratt, R. A structural model of human capital and leverage[R]. Working Paper, Duke University, 2011.
- [23] Qian J, Strahan P E. How laws and institutions shape financial contracts: The case of bank loans[J]. Journal of Finance, 2007, 62(6): 2803—2834.
- [24] Serfling M A. Labor adjustment costs and capital structure decisions[R]. Working Paper, 2013.
- [25] Simintzi E, Vig V, Volpin P. Labor and capital: Is debt a bargaining tool? [R]. WFA 2010 Victoria Meetings Paper, 2010.

Labor Protection, Operating Flexibility and Bank Borrowing Contracts

CHEN De-qiu^{1,2}, HU Qing², LIANG Yuan²

(1. Center for Finance and Accounting Research, University of International Business and Economics, Beijing 100029, China; 2. School of Business, University of International Business and Economics, Beijing 100029, China)

Abstract: The legal system is an important factor influencing the development of credit markets. Can the new labor contract law implemented in 2008 in China change the effects of original factors on the allocation of credit resources? This paper defines the changes in labor protection level according to the new labor contract law, and studies the effect of labor market on the credit contract relationship between enterprises and banks based on a sample of listed companies from 2003 to 2012. It arrives at the conclusions that strengthening labor protection improves the standards of credit contracts between enterprises and banks, namely borrowing scale and long-term borrowing ratio reduce and borrowing costs and the proportion of guaranteed borrowings increase, especially in labor-intensive enterprises. It further shows that the positive correlation between labor protection level and standards of bank financing contracts reduces in enterprises with political connections and state ownership and from areas with higher legal protection level. The possible effect of labor protection on financing contracts is expressed by the phenomenon that strengthening labor protection reduces corporate operating flexibility, leading to the increase in financial risks. Therefore, after strengthening labor protection, banks can increase demand for guarantees of loan contracts in order to reduce risks and benefit losses.

Key words: labor protection; bank borrowing; operating flexibility

(责任编辑 康健)