

劳动保护、终极控制权与公司现金持有

——基于劳动保护制度变迁的实证考察

蒋水全¹(博士), 孙芳城¹(博士生导师), 王雷²(博士)

【摘要】劳动是重要的要素资源,以沪深两市非金融类上市公司2001~2013年的数据为样本,运用自然实验、两阶段回归等方法,从2008年《劳动合同法》的实施、最低工资标准、地区工会化率及职工集体协商覆盖率等四个维度实证考察劳动力市场制度变迁对公司持现行为的影响。研究发现:强化劳动保护能通过压缩利润空间、增加经营风险、挤出外部融资等多种路径影响公司的持现需求,且该效应在民营企业、劳动密集型企业中表现得更突出。上述结论不仅有助于透彻理解《劳动合同法》的实施以及最低工资标准制度、工会制度、职工集体协商制度等劳动保护制度的政策传导机理以及企业面临制度变革的主观能动性,为评价相关政策的实施效果提供微观证据,而且对于我国劳动力市场改革和企业应对制度变革的策略选择也都有一定的理论意义和实践价值。

【关键词】劳动保护; 终极控制权; 现金持有; 自然实验法; 两阶段回归模型

【中图分类号】F276.6; F832 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2018)17-0003-12

一、引言

假如资本市场如MM理论所描绘的那般完美,企业总能以与内源资金相同的成本自由融资以满足流动性需求,则如何储备现金资产与企业价值无关。然而,在现实中,由于资本市场不够完善,使公司常常因不能及时或低成本地进行融资而给企业的正常运转带来冲击,甚至许多企业因资金链断裂而被迫倒闭。因此,囤积合理的现金资产是企业重要的财务决策之一,并对企业的生存和发展具有重要影响。

以往文献侧重于研究现金持有的预防性作用和现金持有带来的代理问题。“预防性需求假说”认为现金资产有助于预防可能出现的流动性冲击、抓住投资机遇和增强财务柔性等;“代理成本假说”则认为现金资产容易被异化为管理者或大股东攫取利益的工具,并通过在职消费、货币薪酬、并购扩张等方

式进行利益侵占。尽管这些文献从某个侧面揭示了现金持有的规律,提供了一些阐释公司持现行为的有益视角,但更多的是考察企业与外部环境、企业内部股东之间以及股东与管理层之间的关系会如何影响公司持现行为,而忽略了企业与职工之间关系的影响。事实上,劳动资源是企业要素资源的核心,企业大部分的产出都用于补偿劳动投入^[1],如何协调与员工的关系、优化劳动资源配置对企业来说至关重要。

为了保障和改善民生,推动劳动力市场健康、和谐和规范发展,我国相继出台了一系列重要政策和措施,切实加强了对劳动者权益的保障并强化了劳动者的话语权。毋庸置疑,劳动要素配置和劳动关系的合理协调对企业的影响日益凸现,遗憾的是该现象尚未引起学术界的足够关注,更不用说以现金持有为视角剖析劳动保护制度变革的传导机理。

【基金项目】国家自然科学基金重点项目(项目编号:71232004); 国家自然科学基金面上项目(项目编号:71172082); 国家社会科学基金西部项目(项目编号:17XJY007)

近年来,理论界已开始关注劳动保护对企业财务行为的影响,有的学者研究了劳动保护对成本粘性^{[2][3]}、经营弹性^{[4][5][6]}、企业融资^{[7][8]}等方面的影响,Klasa et al.^[9]考察了劳动保护会如何影响公司的持现策略,他们指出:为了获取与工会集体之间的谈判优势和降低罢工风险,公司可能策略性地降低持现量,由此表现为劳动保护强度与公司持现量呈显著的负相关关系。尽管这篇论文可以为我们提供一定的思路借鉴,但它是美国这样的发达国家的制度环境为基础进行的考察,其基本假设和逻辑推演可能无法有效移植到像我国这样的新兴市场,并对企业持现行为进行合理的解释、预测和指导。比如,对于我国企业而言,罢工风险较小,劳动保护可能主要通过压缩利润空间、增加经营风险、挤出外部融资等其他渠道对公司持现行为产生影响,从这一角度来说,本文基于我国情境实证考察劳动保护与公司现金持有的关系能在一定程度上填补相关领域研究的空白。

此问题之所以重要还在于我国特殊的制度背景。当前我国正处在转轨时期,仍在努力探索适合我国特殊国情的劳动力市场调节机制,如何推进劳动力市场机制的规范化、制度化是其核心内容和关键环节。然而,无论是2003年颁布的《最低工资规定》,还是2008年1月1日开始施行的《劳动合同法》等制度法规,至今仍存在较大争议。有学者认为劳动保护的强化不但维护了劳动者的合法权益,还能通过成本压力促成科技创新的压力驱动,且有利于摆脱劳动力的“低成本陷阱”;但也有许多学者持相反的观点,他们认为劳动保护方面的法律制度可谓是“善良的恶法”。如张五常^[10]认为:推行最低工资制、实施《劳动法》、落实集体协商制度等都会阻碍市场机制的运行。因此,以现金持有为视角,深入理解劳动保护制度的传导机理,并实证观察其在劳动保护制度探索和实践的现实背景下的政策实施效果,更加突出了其研究价值。

基于上述分析,本文基于我国情境,从2008年《劳动合同法》的实施、最低工资标准、地区工会化率及职工集体协商覆盖率等四个维度实证考察了劳动力市场制度对公司持现行为的影响。本文的研究意义在于:首先,较早地关注和探讨了劳动保护对公司持现行为的影响机制和作用效果以及对不同性质企业的效应差异;其次,与现有文献仅研究2008年《劳动合同法》的经济后果不同,本文运用双重差分法、

两阶段回归等检验方法,不但从《劳动合同法》的实施、最低工资标准、地区工会化率和职工集体协商覆盖率等多个维度实证考察了劳动保护制度的微观效应,使研究更全面、更符合我国的特殊国情,还通过剖析劳动保护与经营风险、借款融资的关系来考察劳动保护影响现金持有的传导机理,从而使论证更为严密;最后,如前所述,当前我国仍在努力探索适合我国特殊国情的劳动力市场调节机制,而且在我国人口红利逐渐消失、经济增长方式逐渐转型、劳动力成本不断上升的大趋势下,如何协调劳资关系、优化劳动资源配置也尤为重要,本文结论能为此提供一定的理论依据和经验支持。

二、制度背景、理论分析与研究假设

(一)我国劳动保护制度的动态演进

劳动保护是国家和单位为了消除在劳动生产过程中危及劳动者人身安全健康的不良条件和行为、防止事故和职业病、保护劳动者的安全和健康所采取的立法、组织和技术措施的总称。其内容包括:劳动安全、劳动卫生、女工保护、未成年工保护、工作时间与休假制度。其中,作为确定劳动雇佣关系、明确劳动者权利与义务的直接依据,劳动合同制度自然是劳动保护的核心手段之一。但与美、英、日、法、加拿大等发达国家相比,我国的劳动合同制度属于后发之列,这主要是因为从新中国成立到1978年改革开放以前,在计划经济体制下,我国统一实施“统包统配”的劳动用工制度,无论是机关、企事业单位,还是国有和集体企业均施行固定工制度,也就是俗称的“铁饭碗”。

1978年改革开放之后,我国开始由计划经济向市场经济转轨,劳动资源也逐渐向市场配置转型,为了处理非“铁饭碗”企业的劳工事务,规范或解决劳资争端或劳动者相关问题,我国逐步开始劳动用工保护方面的法制化建设。1983年2月,原劳动人事部颁布了《关于积极试行劳动合同制的通知》,提出今后无论是全民所有制单位还是县、区以上集体所有制单位,在招收普通工种或技术工种的工人时,用人单位与被聘用人员都要订立具有法律效力的劳动合同,以规定双方当事人的权利和义务。1986年7月,国务院发布了《国有企业实行劳动合同制暂行规定》等“四项规定”,要求国有企业招收的常年性工作岗位上的工人,除国家另行特别规定的劳动人员之外,统一实行劳动合同制,即施行用人单位与劳动者之

间的“双向选择”制度,从而部分打破传统的固定工制度。同时,《国有企业实行劳动合同制暂行规定》还指出,按照国家政策实行统一分配工作的人员,如国家统一分配的大中专毕业生、国家统一安置的复员转业军人、国家机关和事业单位人员等均不实行劳动合同制,在此规定实施以前招用的固定工人,仍然维持固定工制度,集体所有制企业招用的工人,个体劳动者招用的帮工、带的学徒,私营企业招用的雇员以及“三资”企业招用的职员、雇员,不适用该暂行规定中的劳动合同制。

随着法制化进程的不断推进,1994年我国出台了《劳动法》。它一方面总结了我国劳动合同制度的实践经验和面临的挑战,另一方面也借鉴了市场经济国家尤其是美、英、德、法等发达国家的通行做法,在其第十六条中规定:在社会主义市场经济条件下,需明确用人单位与劳动者在劳动关系中的主体身份,即用人单位和劳动者必须建立劳动关系并签订劳动合同。但是,在该法实施以后,劳动用工领域仍存在一些问题:一是民营企业的合同签订率不足20%,很多企业只是事实劳动关系;二是《劳动法》并不保护劳动者与用人单位之间存在的事实劳动关系;三是用人单位为了规避风险和降低成本,倾向于将合同短期化。这些都严重侵害了劳动者在劳动报酬、劳动保护、劳动时间、劳动强度以及劳动者应有的福利和社会保险等方面的合法权益。

在此背景下,《劳动合同法》应运而生。为了完善劳动合同制度,明确劳动合同双方当事人的权利和义务,保护劳动者的合法权益,构建和发展和谐稳定的劳动关系,2007年中华人民共和国第十届全国人民代表大会常务委员会第二十八次会议审议通过了《劳动合同法》并于2008年1月1日起施行。这部法律被认为是“新”的劳动合同法,其具有划时代意义的地方在于,它在劳动合同的签订、约定试用期的限制、试用期最低工资、无固定期限劳动合同的适用以及劳动合同终止时的提前告知与经济赔偿金等方面都做了明确规定,从而真正体现了构建和发展和谐稳定劳动关系的立法宗旨,切实保护了劳动者的合法权益。它的颁布实施不仅反映了我国社会劳动关系的演进历程,而且预示着我国劳动保护制度的未来走向。这部法律的实施对企业的影响也是非常深远的,对员工积极参与公司决策、参与企业利益分配等都在一定程度上起到了推动作用。

然而,值得一提的是,2008年的《劳动合同法》

颁布实施之后,很多企业往往采用劳务派遣制等方式来规避《劳动合同法》的制约,部分劳动者的权益仍得不到切实保护。2012年12月,第十一届全国人民代表大会常务委员会第三十次会议对《劳动合同法》进行了重新修订,并从2013年7月开始实施。修订后的《劳动合同法》提高了劳务派遣单位的准入门槛、限制了劳务派遣的用工岗位范围、规定了被派遣劳动者享有与用工单位劳动者同工同酬的权利,并且加大了对违法行为的处罚力度。

(二)制度环境、劳动保护与公司现金持有

企业为什么持有现金?目前国内外学者主要从代理动机和预防性动机等视角进行了阐释。“代理动机假说”认为由于现金资产最容易被侵占,因此,在私利的驱使下管理层和大股东可能存在流动性偏好^[11];“预防性动机”则认为资源配置约束的存在和现金需求的不确定性,使得企业不得不囤积现金资产来预防可能出现的流动性冲击、抵御掠夺性风险、捕捉投资机会和提高财务柔性等^[12]。根据这些理论,我们认为强化劳动保护至少能通过以下机制影响公司的持现行为:

首先,劳动保护的强化降低了劳动资源的配置弹性和企业的经营弹性。在无摩擦的劳动力市场中,决定劳动资源配置唯一的因素是劳动所创造的边际价值,然而,在现实中,由于各种摩擦(如招聘费用、培训成本、工资刚性、解雇成本等)的存在,企业的劳动资源配置常常被扭曲,其中最典型的表现就是当企业的用工需求发生变化时,企业无法像在理想环境里那样寻求到匹配的劳动资源并合理调整职工规模、控制人工成本^[8]。

对公司持现行为的影响而言,劳动保护强化带来的冲击可能主要表现为两方面:一方面,这使得人工成本上升,而且在劳动需求减小时还不得随意解雇工人或降低工资(这就是所谓的养“闲人”),即便被迫解雇工人也需要承担更多解雇成本,如增加解雇补偿金等,如此这些都会增加公司总成本,并导致企业利润空间的压缩和创造现金流能力的下降,如Lazear^[13]发现劳动保护会降低企业调整用工的灵活性。另一方面,当企业面临不确定的环境时,这种调整摩擦还使得企业通过调整用工成本来部分缓冲不确定性冲击能力的下降。这两方面会降低企业的经营弹性,使企业更容易陷入财务困境,从而增加企业的预防性持现需求。如Banker et al.^[2]以各地区劳动保护法案的严格程度来刻画劳动保护强度,研究发

现,劳动保护强度与企业经营成本粘性呈正相关关系;Vidal、Tigges^[14]研究发现,收入波动性较大或者季节性的企业倾向于聘用更多临时工以提高用工的灵活性,并随时调整成本,但严格的劳动保护法使得终止劳动合同变得更加困难;Serfling^[8]将地区性劳动保护法案的实施作为一种外生冲击,其发现在更严厉的劳动保护法案实施之后,企业的经营杠杆和盈余水平的波动幅度增大且劳动雇佣刚性增加。

其次,一方面,强化劳动保护有助于保障属于“弱势群体”的劳动者的权益,培养职工的忠诚度,在一定程度上激励企业投资专用性人力资本,进而提高企业生产率。但另一方面,解聘员工的限制、临时雇佣合同的限制以及工作时间的限制等劳动保护措施也可能增加职工的谈判筹码,降低其对离职的担忧,从而使其产生工作懈怠的情绪并降低工作的积极性和效率,增加企业的代理成本并影响企业价值创造。从这一角度上讲,企业对应的预防性持现需求也可能增加,如Matsa^[15]发现,政府的劳动力条例变迁会影响工会的讨价还价能力。从另一个层面来讲,劳动保护措施是一种带有偏向性的政策制度,强化劳动保护增加了劳动者的选择权,而劳动者为了规避失业等风险,也倾向于选择采取稳健的财务政策(即现金持有充足)的用人单位。

最后,续前所述,强化劳动保护导致的创造现金流能力的减弱和经营风险的增加除了会直接影响公司的预防性需求,还可能通过挤出外部融资来增加现金持有的预防性需求。当劳动保护影响公司经营弹性和创造现金流的能力时,降低了企业的期权价值并增加了公司的财务困境风险。因此,为了控制风险,金融机构会对应地调整资金供给条件,如调整放款期限结构、放款性质(信用贷款、担保贷款等)、放款利率等。事实上,劳动保护措施对职工权益的维护,也会削弱对债权人的权益保护,从而使债权人发放贷款的动力下降。此外,对于股权融资而言,企业经营风险的增加、经营弹性及盈利能力的降低也会影响上市公司股权再融资审批。基于上述因素,劳动保护可能通过加剧企业的融资约束,使企业难以筹集足够的资金来应付流动性冲击,即增加了企业的预防性持现需求。基于以上分析,我们提出研究假设1:

H1:《劳动保护法》的实施和最低工资标准的提高会增加公司的持现需求。

除了上述制度规范,劳动者保护还有赖于制度

执行效率。在我国,工会组织和集体协商制度作为实现劳资关系处理制度化的组织条件,也是维护劳动者权益的重要途径,其通过提升工人在企业中的谈判能力,间接平衡劳资关系。如Klasa et al.^[9]以获取与工会集体之间的谈判优势为视角,研究发现:公司持现的增加会增加罢工的概率,在工会组织较多的行业,企业倾向于选择低额持现策略,以获取讨价还价优势或回避工人的诉求,进一步研究也发现,公司持现的增加会增加罢工的概率。

结合我国特殊的制度背景来看,尽管工会组织和集体协商制度的力量有限,不能像西方国家那样显著提升职工的“谈判筹码”,使职工获取与企业平等的地位,并通过劳工垄断、集体谈判和集体合同等措施来提升劳工工资和工作条件,甚至在合法性和代表性方面也一度受到公众舆论的普遍质疑和挑战,但我们认为,我国工会组织和集体协商制度在维护劳动者最基本的权益方面存在一定的协调作用。如姚洋、钟宁桦^[16]利用对我国1268家企业的调查数据,发现企业工会显著地提高了员工的小时平均工资;刘林平等^[17]通过对珠三角和长三角地区的调查,发现参与工会的职员的工资水平达到最低工资标准的发生率是非工会会员的两倍多。基于上述分析,我们认为工会组织、集体协商制度等这些辅助机制能通过提高劳动保护制度的执行效率来间接影响上市公司的现金持有政策选择。据此,我们提出研究假设2:

H2:除了《劳动保护法》和最低工资标准等制度规范,工会组织和集体协商制度等制度执行环境的改善也会增加上市公司的现金持有需求。

(三)劳动保护、终极控制权与公司现金持有

续前所述,若考虑实际控制人的性质,则劳动保护对不同类型企业的持现行为有着差异化的影响。

第一,地方政府让国有企业,即便是上市国有企业也承担着维护社会稳定、缓解就业、保障职工福利、减轻财政负担等多个方面的政策性负担。民营企业则不同,在强化劳动保护措施实施之前,民营企业在劳动报酬、劳动保护、劳动时间、劳动强度等方面的处理更灵活,而强化劳动保护的举措在一定程度上使其丧失了部分劳动资源配置方面的自由,造成其更大程度地偏离最优雇佣状态,用工成本和调整摩擦增加。换句话说,在强化劳动保护措施实施之前,国有企业的劳动保护措施基本完善,因此,国有企业对劳动保护制度变迁的敏感性较弱。

第二,从经营弹性的差异来看,正是由于国有企业承担着较高的政策性负担以及国有企业与政府天然的特殊关系,当国有企业面临的不确定性风险增加或出现亏损时,政府有责任 and 动机通过追加投资、增加贷款、降低税负、提供补贴等方式对它们实施救助。同时,长期以来,国有企业工作稳定、收入稳定、风险较小、福利待遇较好等优势便于其吸引人才、留住人才,因此,即便企业暂时性地出现困境,大部分甚至绝大部分职工也愿意牺牲暂时的劳动待遇与国有企业共渡难关。而民营企业则不同,其招聘难、培训难、留住人才难等问题较为突出,近年来广东、浙江等地持续爆发的“用工荒”就是一个典型的例子。基于上述分析,民营企业的经营弹性对劳动保护措施的敏感性更强,对应地,劳动保护通过经营弹性下降和不确定性增加对民营企业现金持有的影响也更显著。

第三,从资金供给角度来看,我国仍处于新兴转轨阶段,资本市场仍然不够完善,政府行政干预加上以国有银行为主导的金融体系使得资本市场和信贷市场的资源分配带有显著的政治色彩和政治性主从次序。首先,出于历史原因,国有企业承担着许多政策性负担,因而容易得到政策倾斜和银行放贷,在面临融资困境时,政府也有责任与动机对该类企业进行扶持;其次,国有企业、国有金融机构与政府三者之间存在天然的“血缘关系”,相对紧密的联系使其更容易从国有金融机构获取金融资源,也更容易通过与政府和银行的交流提升自己的资源整合能力,更何况国有金融机构与国有企业合作除了能获得经济收益,还会获得政治利益等;最后,地方政府出于政绩提升的考虑,也倾向于为其控制的国有企业提供更多扶持。而在此背景下,民营企业在面临强化劳动保护这一外生冲击导致的流行性风险时,受到的冲击更明显。基于以上分析,我们提出假设3:

H3: 与国有企业相比,实施《劳动法》、推行最低工资标准制度、强化工会组织和集体协商组织制度等对民营企业现金持有行为的影响更为显著。

三、样本选择与模型构建

(一)样本选择

本文选取2003~2013年所有A股上市公司作为初始研究样本。根据研究需要,对研究样本还进行了如下处理:①剔除ST、*ST公司以及存在数据缺失或存在异常值的样本;②鉴于后文在进行实证检验时

会使用到滞后一期的数据,所以剔除了上市不到一年的样本公司;③为了消除异常值对研究结论的影响,本文对所有连续变量进行1%和99%分位的缩尾(Winsorize)处理。本文所使用的数据除劳动保护数据是根据国家统计局公布的数据进行手工搜集、整理之外,其他数据来源于Wind数据库和CSMAR数据库。表1列示了样本的分布情况。

表1 样本分布情况

证监会行业	观察值	占比	证监会行业	观察值	占比
农、林、牧、副、渔业	79	2.56%	其他制造业	44	1.43%
电、蒸汽及水的生产供应业	116	3.76%	建筑业	74	2.40%
食品、饮料业	124	4.02%	交通运输和仓储业	124	4.02%
纺织、服装、毛皮业	139	4.50%	信息技术业	199	6.45%
木材、家具业	15	0.49%	采掘业	60	1.94%
批发和零售贸易业	178	5.77%	造纸业和印刷业	62	2.01%
石油、化学、橡胶、塑料业	338	10.95%	房地产业	131	4.24%
机械、设备、仪表业	545	17.66%	传播及文化产业	23	0.75%
社会服务业	91	2.95%	综合类	131	4.24%
金属、非金属业	294	9.53%	电子业	135	4.37%
医药、生物业	184	5.96%			

(二)劳动保护的衡量

对于劳动保护(就业保护)的衡量,国外的学者多是通过就业保护指数(EPL)来反映,但由于我国缺乏比较权威的就业保护指数,故借鉴Acharya et al.^[18]、刘媛媛和刘斌^[3]等的研究,以2008年《劳动合同法》的颁布实施为时间节点,并以此设计虚拟变量LaborLaw,分阶段考察我国强制性的法律规制对劳动保护和公司持现行为的影响。

为了使结论更为丰富且更贴近我国的具体实践,还引入变量LnMiniWage、Union、Collective,分别从最低工资标准、地区工会化率、职工集体协商覆盖率等三个角度间接刻画企业劳动保护情况。当然,采用各变量回归所得的结论也能彼此印证,从而提高研究结论的稳健性。其中,LnMiniWage是采用各省、直辖市、自治区最低工资标准中的最高档取自然对数;Union是各省、直辖市、自治区工会会员人数与该地区就业人员总数的比值;Collective是各省、

直辖市、自治区参加集体协商制度的职工人数与就业人数之比。LnMiniWage、Union、Collective 是根据地方政府网站、政策法规、统计年鉴等披露的信息整理所得。

(三) 检验模型与变量界定

为了检验 H1 和 H2, 我们借鉴 Acharya et al.^[18] 等的思路, 构建如下模型来考察劳动保护与公司持现行为的影响。其中: 反映劳动保护的解释变量 LP 分别代表 2008 年《劳动法》是否实施、最低工资标准、地区工会化率、职工集体协商覆盖率, 在四个子样本回归模型中分别以 LaborLaw、LnMiniWage、Union、Collective 来表示; Soe 是根据实际控制人性质设置的虚拟变量, 当实际控制人是国有性质时取值为 1, 否则取值为 0。

$$\begin{aligned} \text{Cash}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{LP}_{i,t} + \alpha_2 \text{Soe}_{i,t} + \alpha_3 \text{LP} \times \text{Soe}_{i,t} + \\ & \alpha_4 \text{Size}_{i,t} + \alpha_5 \text{Lev}_{i,t} + \alpha_6 \text{Roai}_{i,t} + \alpha_7 \text{cf}_{i,t} + \alpha_8 \text{Nwc}_{i,t} + \\ & \alpha_9 \text{Growth}_{i,t} + \alpha_{10} \text{Inv}_{i,t} + \alpha_{11} \text{Div}_{i,t} + \alpha_{12} \text{LnGDP}_{-c,i,t} + \\ & \sum \text{Ind} + \sum \text{Year} + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

本文各变量的详细定义见表 2。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

表 3 汇报了本文实证检验所涉及的主要变量的描述性统计结果。我们发现: 上市公司的持现量 Cash 的均值、中位数、最大值和最小值分别为 0.183、0.144、0.765 和 0.005; 地区工会化率 Union 的均值、中位数、最大值、最小值分别为 0.339、0.329、0.783 和 0.100; Growth 的均值、中位数、最大值、最小值分别为 0.187、0.121、3.770、-0.987。以上这些数据说明不同样本之间的现金持有量、劳动保护水平、地区工会化率、成长水平等指标都存在显著差异。

(二) 劳动保护、实际控制人性质与公司现金持有的回归结果

表 4 报告了劳动保护对公司现金持有量的影响以及控制权性质在此过程中的调节效应。由表 4 可知: LaborLaw、LnMiniwage、Union、Collective 均与 Cash 存在显著的正相关关系, 这意味着实施 2008 年《劳动合同法》、提高最低工资标准、引入工会、强化集体协商能力等都会增加公司的持现需求, 从而验证了 H1 和 H2。而从 LaborLaw × Soe、LnMiniwage × Soe、Union × Soe、Collective × Soe 的系数来看, 实际控制人性质也负向调节了上述四项劳动保护措施的影响, 即上述效应在非国有企业表现得更为突出, 这与

表 2 变量的内涵界定与估算方法

变量名称	符号	计算公式说明
现金持有	Cash	(货币资金+短期投资或交易性金融资产)/总资产
劳动保护法	LaborLaw	根据 2008 年《劳动合同法》的实施设置的年度虚拟变量, 若样本观测值在 2008 年 1 月 1 日之前, LaborLaw 赋值为 1, 否则赋值为 0
最低工资标准	LnMiniWage	采用各省、直辖市、自治区最低工资标准中的最高档取自然对数
地区工会化率	Union	各省、直辖市、自治区工会会员人数/该地区就业人员总数
职工集体协商覆盖率	Collective	地区集体协商制度覆盖率, 等于各省、直辖市、自治区参加集体协商制度的职工数除以就业人数
经营风险	Operaterisk	样本公司近三年资产净利润率的标准差, 该值越大说明公司面临的经营风险越高
杠杆风险	Lev	样本公司的总负债/总资产
公司成长性	Growth	当期营业收入的同比增长率
公司规模	Size	公司总资产的自然对数
产权性质	Soe	产权性质的虚拟变量, 民营企业取 0, 地方国企取 1
借款融资量	Bankloan	企业的借款融资规模/总资产
可抵押性	Tangible	固定资产净值/总资产
经营现金流	cf	经营活动现金净流量/总资产
现金替代物	Nwc	(流动资产-流动负债-现金及现金等价物)/总资产
公司盈利性	Roai	(净利润+财务费用)/总资产
新增投资	Inv	当期购建固定资产、无形资产及其他长期资产所支付的现金/总资产
股利支付	Div	若当期发放了现金股利, 则 Div 取 1, 否则 Div 取 0
财务困境指数	Z_Index	根据美国爱德华·阿耳曼 (Altman) 提出的模型计算的财务困境指数
人均 GDP	LnGDP_c	等于各省、直辖市及自治区的 GDP/该地区人口总数
上市年限	Age	截至滞后一期期末的公司上市年数的自然对数
年度效应	Year	年度虚拟变量
行业效应	Ind	行业虚拟变量

表 3 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Cash	19665	0.183	0.143	0.005	0.144	0.765
LaborLaw	19665	0.628	0.483	0.000	1.000	1.000
LnMiniWage	19665	6.649	0.454	5.521	6.685	7.390
Union	19665	0.339	0.148	0.100	0.329	0.783
Collective	15382	0.144	0.108	0.000	0.134	0.522
Size	19665	21.574	1.220	18.847	21.436	25.288
Lev	19665	0.489	0.245	0.048	0.485	1.567
Roa	19665	0.040	0.063	-0.266	0.042	0.214
cf	19665	0.044	0.479	-24.974	0.044	62.790
Nwc	19665	-0.038	0.240	-1.044	-0.021	0.466
Growth	19665	0.187	0.582	-0.987	0.121	3.770
Inv	19665	0.059	0.058	0.000	0.042	0.275
Div	19665	0.590	0.492	0.000	1.000	1.000
LnGDP_c	19665	10.351	0.749	8.487	10.470	11.513
LnAge	19665	2.582	0.412	0.693	2.639	4.174

H3 的理论预期也一致。此外,从其他变量的检验结果来看:公司规模、现金替代物和新增投资、杠杆风险均与上市公司的现金持有呈负相关关系;而公司成长性、人均 GDP、股利支付、公司盈利性、经营现金流与企业的现金持有呈正相关关系,这些与现有主流文献的结论基本一致,故在此不再赘述。

(三)控制内生性问题:基于自然实验法和两阶段模型

1. 劳动保护与公司现金持有——基于最低工资标准调整的自然实验。为了控制上述检验中可能存在的内生性,在表 5 和表 6 中,我们拟采用双重差分模型检验最低工资标准上涨这一强化劳动保护措施对公司持现行为的影响。从原理来看,双重差分模型同时控制了分组效应与时间效应,从而便于考察受到《劳动法》实施这一政策冲击影响的实验组与未受到《劳动法》实施影响的控制组在实验前与实验后差异的变化情况。

对我国企业而言,最低工资标准制度的实施所带来的劳动权益维护在很大程度上属于外生冲击,也为我们考察市场经济运行中“劳动保护如何影响公司持现行为”提供了一个难得的契机。基于此,考虑到 2006~2007 年我国各省、直辖市、自治区的最低工资标准都做了典型的大幅调整,故在运用双重差分法控制内生性问题的过程中,我们将这两年的最低工资标准调整作为准自然实验,设置两组实验组和两组对照组。一是以 2006~2007 年均上调最低

工资标准的地区企业作为实验组,并根据各地区经济结构相似、地区相邻的原则在 2006 年上调最低工资标准而 2007 年未上调的地区中筛选配对样本;二是选择 2006 年未上调最低工资标准而 2007 年上调最低工资标准的地区为实验组,并根据各地区经济结构相似、地区相邻的原则在 2006~2007 年均上调最低工资标准的地区中筛选配对样本。具体配对的情况如表 5 所示。

在上述分组的基础上,我们依据双重差分模型的基本原理设计自然实验,基本检验模型如模型(2)所示:

$$Cash_{i,t} = \alpha Treat_i + \beta Post_t + \lambda Treat_i \times Post_t + \varepsilon \quad (2)$$

其中:被解释变量 $Cash_{i,t}$ 代表样本公司的现金持有量; $Treat_i$ 为虚拟变量,衡量公司是否属于实验组,若样本公司属于实验组,则 $Treat_i$ 取值为 1,若样本公司属于对照组,则 $Treat_i$ 取值为 0; $Post_t$ 为时间虚拟变量,若样本处于 2006 年,则 $Post_t$ 取值为 0,若样本处于 2007 年,则 $Post_t$ 取值为 1; 系数 α 是表示不同年度中其他事件的综合影响系数,而系数 β 是控制组样本公司现金持有量 ($Cash_{i,t}$) 均值的差分,它通常被看成一个“反事实”的估计量。实验组和控制组受到的制度调整冲击存在显著差异,而控制其他因素噪音(用系数 α 刻画)后的交互项 $Treat_i \times Post_t$ 的系数 λ (也就是 DID 估计量)能够有效刻画最低工资标准调整这一外生冲击对样本企业持现行为的“净影响”,事实上,该项系数也是我们关注的重点。此外,为了提高研究设计的合理性和结论的稳健性,我们还在基本检验模型的基础上,进一步控制了公司规模、杠杆风险、公司盈利性、现金替代物、人均 GDP 和行业等因素的影响。具体如模型(3)所示:

$$Cash_{i,t} = \alpha Treat_i + \beta Post_t + \lambda Treat_i \times Post_t + \kappa_1 Size_{i,t} + \kappa_2 Lev_{i,t} + \kappa_3 Roa_{i,t} + \kappa_4 Nwc_{i,t} + \kappa_5 LnGDP_c_{i,t} + \sum Ind + \varepsilon \quad (3)$$

表 6 报告了基于最低工资标准调整的自然实验结果。由表 6 可知,无论是全样本组还是样本组 A 或样本组 B,在控制了公司规模、杠杆风险、公司盈利性、现金替代物、人均 GDP 等因素的情况下,交互项 $Treat_i \times Post_t$ 的系数均为正且均达到了 1% 的显著性水平,这表明最低工资标准向上调整时,上市公司会策略性地增加现金资产囤积量,以应对制度变更可能带来的流动性冲击,从而进一步佐证了 H1。

2. 劳动保护与公司现金持有——基于两阶段回归模型。为了控制上述检验中可能存在的内生性,

表 4

劳动保护、实际控制人性质与公司现金持有

变量	模型①	模型②	模型③	模型④	模型⑤	模型⑥	模型⑦	模型⑧
Intercept	0.423*** (9.63)	0.765*** (12.94)	0.349*** (6.98)	0.358*** (6.04)	0.181*** (4.26)	0.404*** (6.46)	0.136** (2.41)	0.133* (1.86)
LaborLaw	0.030*** (7.89)	0.043*** (8.54)						
LaborLaw×Soe		-0.003 (-0.64)						
LnMiniwage			0.003*** (3.30)	0.025*** (2.79)				
LnMiniwage×Soe				-0.003* (-1.69)				
Union					0.071*** (3.80)	0.021*** (2.73)		
Union×Soe						0.017 (0.64)		
Collective							0.084*** (3.84)	0.262*** (9.79)
Collective×Soe								-0.161*** (-5.68)
Soe		0.000 (0.08)		0.004 (0.56)		0.002 (0.30)		0.005 (0.60)
Size	-0.009*** (-5.06)	-0.015*** (-4.43)	-0.009*** (-4.83)	-0.011*** (-2.89)	-0.009*** (-4.79)	-0.012*** (-3.16)	-0.010*** (-4.80)	-0.023*** (-5.45)
Lev	-0.311*** (-25.16)	-0.299*** (-19.28)	-0.310*** (-24.03)	-0.288*** (-17.60)	-0.311*** (-24.14)	-0.288*** (-17.61)	-0.319*** (-22.01)	-0.300*** (-15.16)
Roa	0.180*** (6.80)	0.216*** (9.28)	0.182*** (6.56)	0.229*** (9.45)	0.179*** (6.43)	0.230*** (9.46)	0.188*** (5.76)	0.212*** (7.44)
cf	0.098*** (5.68)	0.007** (2.38)	0.097*** (5.34)	0.008** (2.44)	0.094*** (5.15)	0.008** (2.51)	0.096*** (4.49)	0.008*** (3.04)
Nwc	-0.210*** (-17.82)	-0.247*** (-20.16)	-0.202*** (-16.43)	-0.236*** (-18.66)	-0.201*** (-16.45)	-0.236*** (-18.62)	-0.213*** (-15.35)	-0.247*** (-17.13)
Growth	0.006*** (3.96)	0.000 (0.19)	0.006*** (3.46)	-0.001 (-0.71)	0.006*** (3.43)	-0.001 (-0.68)	0.005** (2.44)	-0.001 (-0.73)
Inv	-0.301*** (-13.15)	-0.110*** (-5.78)	-0.299*** (-12.88)	-0.121*** (-6.13)	-0.301*** (-12.97)	-0.120*** (-6.12)	-0.298*** (-10.88)	-0.113*** (-4.96)
Div	0.038*** (13.13)	0.015*** (6.85)	0.040*** (13.12)	0.015*** (6.47)	0.040*** (13.13)	0.015*** (6.33)	0.040*** (11.24)	0.007*** (2.80)
LnGDP_c	0.006** (2.21)	-0.016*** (-3.79)	0.014*** (3.29)	0.033*** (4.43)	0.035*** (9.93)	0.015*** (3.09)	0.038*** (8.27)	0.069*** (11.25)
Year	Uncontrol	Uncontrol	Control	Control	Control	Control	Control	Control
Ind	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control	Control
N	19665	19665	19665	19665	19665	19665	15382	15382
Adj-R ²	0.305	0.171	0.309	0.153	0.310	0.152	0.325	0.173

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,括号内为t值,下同。

表 5 基于双重差分模型的分组情况

样本组 A		样本组 B	
实验组	对照组	实验组	对照组
2006~2007 年都上调最低工资标准的地区	2006 年上调而 2007 年未上调最低工资标准的地区	2006 年未上调而 2007 年上调最低工资标准的地区	2006~2007 年都上调最低工资标准的地区
江苏省	浙江省	安徽省	江西省
福建省	广东省	河南省	湖北省
四川省	重庆市	宁夏自治区	青海省

表 6 劳动保护对公司现金持有之影响 ——基于最低工资标准调整的自然实验

因变量: Cash	全样本	样本组 A	样本组 B
constant	-0.306*** (-6.19)	-0.396*** (-8.90)	-0.871*** (4.88)
Post	0.001 (1.01)	0.001 (1.19)	-0.015*** (-5.90)
Treat	-0.005*** (-4.86)	-0.007*** (-6.43)	0.021*** (9.37)
Treat×Post	0.005*** (3.63)	0.006*** (4.42)	0.003*** (3.05)
Size	0.014*** (8.01)	0.014*** (5.13)	0.016*** (6.78)
Lev	0.227*** (7.27)	0.234*** (6.22)	0.202*** (5.17)
Roa	0.060*** (8.30)	0.025*** (8.99)	0.075*** (5.79)
Nwc	0.338*** (5.15)	0.339*** (6.60)	0.347*** (9.34)
LnGDP_C	0.025*** (3.67)	0.033*** 3.54	0.085*** (3.61)
Ind	控制	控制	控制
N	321791	268334	53457
Adj-R ²	0.173	0.169	0.216

除了基于最低工资标准调整进行自然实验,在表 7 中,我们还选择最低工资标准指标、地区工会化率指标、职工集体协商覆盖率指标的滞后两期和三期作为工具变量,运用两阶段最小二乘法对模型(1)进行重复检验。由表 7 模型②中 LnMiniwage 的系数在 1% 的水平上显著为正可知,在控制了内生性问题之后,最低工资标准每提高 10 个百分点,企业的现金囤积量也会相应地增加 0.02 个百分点。同理,模型④和模型⑥中 Union 和 Collective 的系数分别为 0.080 和 0.086,且分别达到了 1%和 5%的显著性水平,这也说明在控制了内生性问题之后,企业会以增加现金囤积量的方式来应对劳动保护强化带来的冲击,而且

地区工会化率指标和职工集体协商覆盖率指标每提高 10 个百分点,公司的现金资产囤积量会分别提高 0.8 和 0.86 个百分点,这些都很好地佐证了表 4 的结论并与 H1、H2 的预期一致。

五、拓展性检验:劳动保护与现金持有之间的传导机制

回顾 H1 和 H2 的推理思路,增加经营风险和挤出外部融资是强化劳动保护对公司持现行为影响的两种主要机制。那么,强化劳动保护是否真的会增加经营风险或挤出外部融资并强化持现动机呢?出于逻辑推理的合理性考虑,也为了丰富相关领域研究,在稳健性测试时,我们构建如下模型(4)和模型(5)来分别考察强化劳动保护对公司经营风险和外部融资的影响。

$$\text{Operaterisk}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{LP}_{i,t} + \beta_2 \text{LP} \times \text{Soe}_{i,t} + \beta_3 \text{Size}_{i,t} + \beta_4 \text{Lev}_{i,t} + \beta_5 \text{Roa}_{i,t} + \beta_6 \text{Growth}_{i,t} + \beta_7 \text{Age}_{i,t} + \sum \text{Ind} + \sum \text{Year} + \varepsilon \quad (4)$$

$$\text{Bankloan}_{i,t} = \varphi_0 + \varphi_1 \text{LP}_{i,t} + \varphi_2 \text{LP} \times \text{Soe}_{i,t} + \varphi_3 \text{Size}_{i,t} + \varphi_4 \text{Growth}_{i,t} + \varphi_5 \text{Tangible}_{i,t} + \varphi_6 \text{Roa}_{i,t} + \varphi_7 \text{Lev}_{i,t} + \varphi_8 \text{Div}_{i,t} + \varphi_9 \text{Z_Index}_{i,t} + \varphi_{10} \text{LnGDP_c}_{i,t} + \sum \text{Ind} + \sum \text{Year} + \varepsilon \quad (5)$$

在模型(4)中,因变量 Operaterisk 代表企业的经营风险,等于公司近三年的资产净利率的标准差,该值越大,说明公司面临的经营风险越高。反映劳动保护的解释变量 LP 分别代表 2008 年《劳动法》是否实施、最低工资标准、地区工会化率、职工集体协商覆盖率等指标,在四个子回归模型中分别以 LaborLaw、LnMiniWage、Union、Collective 来表示。根据前面的理论分析,劳动保护会加剧公司的经营风险,且该效应在民营企业中表现得更突出,故我们预计模型(4)中 LP 的系数显著为正,LP×Soe 的系数显著为负。同时,为了提高研究设计的合理性和研究结论的稳健性,我们还控制了公司规模、杠杆风险、公司盈利性、公司上市年限、公司成长性、行业和年度等因素的影响。

此外,考虑到以银行为主导的金融体系下,我国企业即便是上市企业的外部融资仍然以信贷融资为主导,在模型(5)中,我们以银行借款作为外部融资的典型代表,考察劳动保护的融资挤出效应。模型(5)中因变量 Bankloan 表示企业的借款融资规模与总资产之比,反映劳动保护的解释变量 LP 的内涵与模型(4)中一致。根据前面的理论分析,劳动保护可

表 7

劳动保护与公司现金持有——基于两阶段回归模型

变量	模型①	模型②	模型③	模型④	模型⑤	模型⑥
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
	LnMiniWage	Cash	Union	Cash	Collective	Cash
constant	-3.881*** (-11.88)	-0.054 (-1.05)	-0.137*** (-7.21)	0.017 (0.32)	-0.453*** (-11.96)	0.214*** (2.61)
LnMiniWage _{t-2}	0.766*** (9.02)					
LnMiniWage _{t-3}	0.437*** (4.38)					
LnMiniWage		0.002*** (3.15)				
Union _{t-2}			0.821*** (10.11)			
Union _{t-3}			0.093*** (5.05)			
Union				0.080*** (3.35)		
Collective _{t-2}					1.152*** (9.78)	
Collective _{t-3}					-0.230*** (-6.44)	
Collective						0.086** (2.51)
控制变量	Control	Control	Control	Control	Control	Control
Year & Ind	Control	Control	Control	Control	Control	Control
N	12913	12913	12913	12913	8627	8627
Adj-R ²	0.719	0.214	0.721	0.218	0.789	0.226
F	145.93		160.58		140.71	
Sargan p 值	p=0.391		p=0.183		p=0.216	

能会导致外部融资的挤出效应且该效应在民营企业中表现得更突出,故我们预计模型(5)中LP的系数显著为负,LP×Soe的系数显著为正。

(一)劳动保护、实际控制人性质与经营风险的回归结果

表8报告了劳动保护对公司经营风险的影响以及该效应在实际控制人性质不同的企业中的差异。模型①~模型④分别以LaborLaw、LnMiniWage、Union、Collective作为劳动保护LP的代理变量,如表8所示,在模型①~模型④中劳动保护变量的系数均显著为正,表明强化劳动保护之后,企业面对外部需求变化时调整劳动投入的成本上升,降低了经营的灵活性(经营弹性下降),也使公司的盈余空间被压缩,经营风险增加。在引入实际控制人性质虚拟变量与劳动保护的交互项LP×Soe之后我们发现,模型①~模型④中LaborLaw×Soe、LnMini-

Wage×Soe、Union×Soe、Collective×Soe的系数均显著为负,这说明实际控制人的国有性质能够缓解劳动保护给企业经营风险带来的影响,该结论也与H3中的理论推理逻辑相吻合。

(二)劳动保护、实际控制人性质与借款融资挤出效应的回归结果

表9报告了劳动保护对公司借款融资挤出效应以及实际控制人性质在此过程中的调节效应。与表8相同,模型①~模型④分别以LaborLaw、LnMiniWage、Union、Collective作为劳动保护LP的代理变量。如表9所示,模型①~模型④中劳动保护变量的系数基本为负且均达到了1%的显著性水平,这表明加强劳动保护提高了银行对企业借款行为的放款要求,使得企业借款融资被部分挤出。在引入实际控制人性质虚拟变量与劳动保护的交互项LP×Soe之后,我们发现模型①~模型④中LaborLaw×

表 8 劳动保护、实际控制人性质与公司经营风险

因变量: Operaterisk	模型①	模型②	模型③	模型④
constant	0.226*** (28.31)	0.193*** (22.98)	0.209*** (25.27)	0.212*** (22.13)
LaborLaw	0.004*** (5.17)			
LnMiniWage		0.004*** (4.03)		
Union			0.007*** (2.87)	
Collective				0.003* (1.74)
LaborLaw×Soe	-0.0022* (-1.80)			
LnMiniWage×Soe		-0.0018* (-1.77)		
Union×Soe			-0.0007** (-2.16)	
Collective×Soe				-0.0010* (-1.69)
Size	-0.009*** (-23.62)	-0.009*** (-20.85)	-0.008*** (-20.88)	-0.009*** (-19.36)
Lev	0.033*** (15.11)	0.032*** (13.69)	0.031*** (13.66)	0.032*** (12.15)
Growth	0.003*** (3.78)	0.003*** (3.37)	0.003*** (3.29)	0.002* (1.83)
Roa	0.023*** (2.87)	0.024*** (2.91)	0.025*** (3.04)	0.029*** (3.09)
Age	0.002* (1.75)	0.003*** (2.72)	0.005*** (5.03)	0.005*** (4.14)
Year	Uncontrol	Control	Control	Control
Ind	Control	Control	Control	Control
N	12913	12913	12913	8627
Adj-R ²	0.115	0.113	0.112	0.122

Soe、LnMiniWage×Soe、Union×Soe、Collective×Soe 基本显著为正,说明实际控制人的国有性质能够部分缓冲劳动保护给企业借款融资带来的负面影响,或者说劳动保护对企业借款融资的冲击在民营企业中表现得更显著,该结论也与 H3 中的理论推理逻辑相吻合。

六、稳健性检验

为了提高结论的稳健性,我们使用以下几种方法进行稳健性测试:①根据地区是否提高最低工资标准设置虚拟变量并以此作为 Miniwage 的替代变量,所得结论与前文无实质差异。②控制 2008 年金融危机和经济刺激政策的影响。2008 年我国受到全

表 9 劳动保护、实际控制人性质与借款融资挤出效应

因变量: Bankloan	模型①	模型②	模型③	模型④
constant	-0.275*** (-3.88)	-0.496*** (-5.62)	-0.166** (-2.32)	-0.077 (-0.87)
LaborLaw	-0.026*** (-6.93)			
LaborLaw×Soe	0.015** (1.98)			
LnMiniWage		-0.002*** (-8.34)		
LnMiniWage×Soe		0.001** (2.10)		
Union			0.097*** (3.27)	
Union×Soe			-0.040*** (-1.77)	
Collective				-0.096*** (-4.49)
Collective×Soe				0.033*** (2.62)
Size	0.048*** (14.12)	0.051*** (14.74)	0.048*** (13.95)	0.043*** (11.45)
Growth	-0.004** (-2.10)	-0.003* (-1.70)	-0.003* (-1.77)	-0.004** (-2.13)
Roa	0.245*** (9.47)	0.252*** (9.73)	0.245*** (9.45)	0.220*** (7.90)
Tangible	-0.003 (-0.28)	0.004 (0.39)	0.006 (0.48)	0.015 (1.11)
Div	-0.012*** (-4.43)	-0.010*** (-3.71)	-0.012*** (-4.28)	-0.007*** (-2.72)
Z_Index	-0.003*** (-10.87)	-0.003*** (-11.11)	-0.003*** (-10.97)	-0.002*** (-7.36)
LnGDP_c	-0.048*** (-9.90)	-0.028*** (-4.30)	-0.056*** (-10.21)	-0.059*** (-8.49)
Year	Uncontrol	Control	Control	Control
Ind	Control	Control	Control	Control
N	19554	19554	19554	15316
Adj-R ²	0.158	0.163	0.156	0.116

球金融危机的影响及之后出台的一系列经济刺激政策会影响企业的投融资和持现行为,故本文的研究结论未必单纯是由《劳动合同法》的实施引起的。为此,有必要采用较为干净的样本控制或剔除这些因素的影响。具体而言,我们主要采用以下两种措施:①2008 年金融危机对我国的影响具有如下特点,一是沿海省市受到的影响较大,二是对外依存度较大的企业受到的影响较大,故我们将受金融危机影响较大的两部分样本剔除后重复文中的主要检验,结

果仍然成立。^②为了应对金融危机,我国出台了经济刺激政策,比较突出的是产业扶持政策和四万亿投资规划,因此在进行稳健性检验时,我们对相应行业样本做了剔除处理,重复文中的主要回归,结果仍然成立。^③借鉴廖冠民、陈燕^[5]的研究,以职工薪酬之和与销售收入之比作为劳动密集程度的替代变量,将样本企业划分为劳动密集型样本组合和非劳动密集型样本组。检验发现:劳动密集型样本组中样本公司对2008年《劳动合同法》的实施、提升最低工资标准等强化劳动保护政策的敏感性更强。上述稳健性测试的检验结果与本文的结论并无实质性的差异,限于篇幅,上述检验结果并未报告,但均佐证了前文结论的稳健性。

七、结论

本文以我国《劳动合同法》的实施为契机,使用我国A股制造业上市公司2003~2013年的年度数据为样本,在剔除物价影响、劳动力供求变化及自然增长后,实证分析了《劳动合同法》实施对公司持现行为的影响。得到的基本结论有:《劳动合同法》的实施、最低工资标准的上涨、工会组织的建立、职工集体协商能力的提高等劳动保护的强化,通过压缩利润空间、增加经营风险和挤出外部融资等路径增加了公司现金持有需求,而且该效应对民营企业的影响更为显著。

主要参考文献:

- [1] Pratt R.. A structural model of human capital and leverage[R]. Durham:Duke University,2011.
- [2] Banker R. D., Byzalov D., Chen L.. Employment protection legislation, adjustment costs and cross-country differences in cost behavior[J]. Journal of Accounting and Economics,2013(1):111~127.
- [3] 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.
- [4] 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(9):62~72.
- [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] 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] Agrawal A. K., Matsa D. A.. Labor unemployment risk and corporate financing decisions [J]. Journal of Financial Economics,2013(2):449~470.
- [8] Serfling M.. Firing costs and capital structure decisions [J]. Journal of Finance,2016(5):2239~2286.
- [9] Klasa S., Maxwell W. F., Ortiz-Molina H.. The strategic use of corporate cash holdings in collective bargaining with labor unions [J]. Journal of Financial Economics,2009(3):421~442.
- [10] 张五常. 新劳动法和人民币升值不利缩小贫富差距 [N]. 东方早报,2010-06-29(3).
- [11] Nikolov B., Whited T. M.. Agency conflicts and cash: Estimates from a dynamic model [J]. Journal of Finance,2014(5):1883~1921.
- [12] Bates T. W., Kahle K. M., Stulz R. M.. Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? [J]. Journal of Finance,2009(5):1985~2021.
- [13] Lazear E. P.. Job security provisions and employment [J]. Quarterly Journal of Economics,1990(105):699~726.
- [14] Vidal M., Tigges L. M.. Temporary employment and strategic staffing in the manufacturing sector [J]. Journal of Business Finance & Accounting,2009(1):55~72.
- [15] Matsa D. A. Capital structure as a strategic variable: Evidence from collective bargaining [J]. Journal of Finance,2010(3):1197~1232.
- [16] 姚洋,钟宁桦. 工会是否提高了工人的福利?——来自12个城市的证据 [J]. 世界经济文汇,2008(5):5~29.
- [17] 刘林平,雍昕,舒纷纷. 劳动权益的地区差异——基于对珠三角和长三角地区外来工的问卷调查 [J]. 中国社会科学,2011(2):107~123.
- [18] Acharya V. V., Almeida H., Campello M.. Aggregate risk and the choice between cash and lines of credit [J]. Journal of Finance,2013(5):2059~2116.

作者单位:1.重庆工商大学会计学院,重庆400004;
2.重庆大学经济与工商管理学院,重庆400067