

最低工资与企业投融资期限错配*

陈晓辉¹ 刘志远¹ 隋敏² 官小燕¹

(1. 南开大学商学院,天津 300071;

2. 济南大学商学院,山东 济南 250022)



内容提要:最低工资政策是劳动者权益保护的重要措施,其所引发的经济影响一直是社会各界关注的重点。本文利用2005—2018年中国A股上市公司数据,结合各地区最低工资标准调整的数据,考察了最低工资标准上涨对企业投融资期限错配的影响。结果显示,最低工资标准上涨显著加剧了企业投融资期限错配;机制检验发现,最低工资标准上涨通过促进要素替代与提高企业融资约束加剧了投融资期限错配;异质性检验表明,这一影响主要在劳动密集度高、平均工资水平低、非国有企业、小规模企业以及公司治理水平低的企业中表现更明显;进一步研究发现,最低工资标准上涨在短期内显著提高了企业的违约风险,投融资期限错配是这一影响的中介机制。本文的研究有助于全面认识最低工资政策的实施效果,为最低工资标准的制定和调整提供参考,同时也有利于企业从劳动力因素视角审视企业的风险管控问题。

关键词:最低工资 要素替代 融资约束 期限错配

中图分类号:F272.3 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2021)06—0100—17

一、引言

最低工资制度是世界上大多数国家采用的劳动者权益保护政策,我国的最低工资制度从1993年开始推出,并随社会经济环境的变化不断调整。2004年颁布的《最低工资规定》对最低工资的调整标准与调整频率做出了明确规定,加强了执法力度,并在全国范围内推广和强制实施。作为一项重要的劳动力保护政策,最低工资制度的实施效果一直是社会各界关注的重点话题,如最低工资对出口(孙楚仁等,2013^[1];王万珺等,2015^[2])、就业(杨翠迎和王国洪,2015^[3];Cengiz等,2019^[4])、资源配置效率(刘贯春等,2017^[5];徐舒等,2019^[6])等的影响,引发了广泛的讨论。近来,有关最低工资上涨如何影响企业经营行为在学术界引起了广泛关注,原因是最低工资标准上调带来的成本压力最终由企业承担,对这些问题的研究将有助于人们更加全面地认识最低工资制度的多重影响。

直观上看,最低工资标准上涨会推动各地区劳动力工资提高,增加企业的用人成本。一方面,劳动力相对价格的提高会促使企业以资本替代劳动,或者采用先进技术来应对最低工资上涨带来的成本冲击,体现为企业投资规模增加(Geng等,2020^[7];李建强等,2020^[8]);另一方面,劳动力成本的上升也会提高企业受到信贷配给的概率(刘晓光和刘嘉桐,2020)^[9],劳动保护加强会提高企

收稿日期:2021-02-28

* 基金项目:国家社会科学基金重点项目“风险承担对企业绩效的影响机制研究”(20AGL011)。

作者简介:陈晓辉,女,博士研究生,研究领域是资本市场与会计、企业风险承担等,电子邮箱:chenxhj@163.com;刘志远,男,教授,博士生导师,经济学博士,研究领域是公司财务、资本市场与会计等,电子邮箱:liuzy809@126.com;隋敏,女,副教授,管理学博士,研究领域是企业社会资本、营运资金管理,电子邮箱:suimin820@163.com;官小燕,女,博士研究生,研究领域是税收优惠、企业风险承担等,电子邮箱:hdguanxiaoyan@126.com。通讯作者:陈晓辉。

业与银行之间的信贷契约标准,增加企业向银行借款的难度(陈德球等,2014)^[10],导致企业投资难以有足够的融资支持。由此,一个潜在而又值得关注的问题是,最低工资标准上涨如何影响企业投融资之间的关系,是否会加剧企业的投融资期限错配问题,从而提高企业的经营风险?

根据投融资期限匹配原则,企业的短期投资应该以短期融资支持,长期投资应该由长期融资支持。然而,我国企业却普遍存在用短期负债融资支持长期资产投资的行为(钟凯等,2016)^[11]。虽然这种资金错配能够在一定程度上缓解企业面临的融资约束问题,但却严重加大了企业的偿债压力,会加剧企业的流动性危机和提高企业的经营风险(钟凯等,2016^[11];马红等,2018^[12])。近些年,投融资期限错配问题逐渐成为中国各类系统性金融风险的根源(李扬,2014)^[13]。特别地,当前我国经济正面临防范化解重大金融风险和经济结构转型升级的双重考验,企业的投融资期限错配将会影响金融和实体经济的良性循环,不利于经济平稳运行和高质量发展。而从有关企业投融资期限错配问题的研究文献来看,现有研究多从我国金融制度本身或者企业内部视角等方面探讨其对企业投融资期限错配问题的影响,忽略了最低工资制度等劳动力因素可能带来的影响。因此,在企业投融资期限错配问题中考察最低工资制度的影响,既有助于进一步评估政策的影响效果,也能够加深对企业投融资期限错配问题成因的认识,具有重要的理论价值和现实意义。

本文以2005—2018年中国A股上市公司为研究样本,运用省级最低工资数据,综合考察最低工资标准上涨对企业投融资期限错配的影响。结果显示:最低工资标准上涨与企业投融资期限错配之间显著正相关,最低工资标准越高,企业的投融资期限错配问题越严重;机制检验发现,最低工资标准上涨通过促进企业要素替代、提高企业融资约束加剧了投融资期限错配;异质性分析发现,最低工资标准上涨对企业投融资期限错配的影响在劳动密集度高、平均工资低、非国有企业、小规模企业以及公司治理水平低的企业中更加明显;进一步检验显示,最低工资标准上涨显著提高了企业违约风险,投融资期限错配是最低工资标准上涨影响企业违约风险的中介机制。

本文的研究贡献在于:(1)国内外有关最低工资政策经济影响的研究大多集中于收入分配效应、就业等劳动者利益层面或者单独从企业投资或融资结构的视角研究其对企业经营行为的影响,而鲜有文献关注最低工资政策如何影响企业投融资的期限匹配问题,本文从企业投融资关系这一双维度视角研究最低工资政策对企业投融资期限错配的影响,丰富了最低工资政策经济后果的研究文献。(2)现有文献研究主要关注最低工资政策对劳动者利益的影响,而对最低工资政策实施是否会影响企业其他参与者的利益关注较少,本文从债权人利益角度考察最低工资政策对企业投融资期限错配及违约风险的影响,拓展了有关最低工资政策经济影响的研究视角。(3)将企业投融资期限错配的影响因素扩展到劳动力市场因素层面。现有文献主要从金融制度、货币政策等资本市场层面或者企业内部视角探讨企业投融资期限错配的影响因素。本文从劳动力市场层面研究最低工资政策对企业投融资期限错配的影响,对此领域的研究进行了有益补充。

二、文献回顾与研究假说

1. 文献回顾

(1)最低工资政策的经济影响。一部分文献认为,作为劳动者权益保护的重要工具,最低工资政策能够增加低收入劳动者的收益,减少社会贫困(寇恩惠和刘柏惠,2021)^[14]、缩小收入差距(Xiao和Xiang,2009^[15];贾朋和张世伟,2013^[16];段志民和郝枫,2019^[17]),因此,最低工资政策对于减少不平等具有重要意义。此外,最低工资标准提升能够迫使低效率企业退出市场,留在市场的企业会主动提高生产率,从而改善资源在企业间的配置效率(刘贯春等,2017)^[5]。但是,也有一部分文献认为,最低工资政策会降低就业水平(马双等,2012)^[18],反而损害了劳动者的利益。同时,最低工资标准提高降低了中国的劳动力成本比较优势,会导致外资撤离(李磊等,2019)^[19]、FDI进

人减少(马双和赖漫桐,2020)^[20]等。近年来,随着社会各界对最低工资政策实施效果关注的增加,从企业经营行为视角研究最低工资政策效果的文献逐渐增多。蒋灵多和陆毅(2017)^[21]指出,最低工资政策能够促进企业精简雇员,提高生产率和利润率并降低企业负债率,从而显著抑制僵尸企业的形成。李建强等(2020)^[8]研究发现,最低工资提升带来的成本上涨会使企业改善企业物质资本、优化企业人力资本,促进企业创新。并且,最低工资标准提高带来的成本冲击和竞争压力还会促使企业提升生产率(Mayneris等,2018^[22];Hau等,2020^[23])、增加投资(Geng等,2020)^[7]。因此,最低工资标准提高对于倒逼企业转型升级、提升创新水平具有重要作用(王小霞等,2018)^[24]。此外,也有少量文献关注了最低工资标准提高给企业带来的不良效应,如最低工资提高引发的劳动力成本上升会使企业盈利能力下降(Draca等,2011)^[25]、出口概率和出口销售额减少(Gan等,2016)^[26]等。

(2)企业投融资期限错配的影响因素。现有关于企业投融资期限错配问题的研究文献还比较少,白云霞等(2016)^[27]从金融制度本身的角度指出,金融市场结构不完备等制度缺陷是中国企业投融资期限错配问题的根源。而产融结合(马红等,2018)^[12]、利率市场化(徐亚琴和陈娇娇,2020)^[28]能够通过缓解融资约束降低企业投融资期限错配。适度的货币政策水平(钟凯等,2016)^[11]能够提高银行信贷与实体经济的契合程度,抑制企业投融资期限错配。政府干预也是企业投融资期限错配的重要影响因素,邱穆青和白云霞(2019)^[29]发现,受官员政绩激励的影响,政府官员访问会增加被访企业的投资扩张,从而加剧企业的投融资期限错配问题。范文林和胡明生(2020)^[30]指出,固定资产加速折旧政策会促使企业增加长期投资,导致更多的短贷长投。地方国有企业因为受预算软约束及金融市场结构的影响而更可能进行短贷长投(沈红波等,2019)^[31]。此外,企业自身因素,如董监高责任保险通过转移管理层的法律成本加剧了企业短贷长投(赖黎等,2019)^[32]。

综上可知,最低工资政策的实施是一把“双刃剑”,对最低工资政策的经济效应应该从其正面影响和负面影响两方面来认识。目前,尚未有文献从企业投融资关系的视角研究最低工资政策的经济影响,同时,现有关于企业投融资期限错配问题的研究也缺乏对劳动力因素的考虑。因此,本文研究最低工资标准提高对企业投融资期限错配的影响,既有助于全面评估最低工资政策的经济影响,也能够丰富人们对企业投融资期限错配问题影响因素的认识。

2. 理论分析与研究假说

最低工资标准提高会推动地区劳动力成本上涨,提高企业的用人成本(陆瑶等,2017^[33];刘行和赵晓阳,2019^[34];马双和赖漫桐,2020^[20])。首先,最低工资标准上调会提高低收入劳动者的工资。其次,最低工资标准上涨会通过溢出效应提高高收入劳动者的工资水平(Xiao和Xiang,2009^[15];贾朋和张世伟,2013^[16];段志民和郝枫,2019^[17]),理由如下:第一,基于效率工资理论,企业因为最低工资标准的要求提高低技能劳动者的工资后,为激发高技能劳动者工作的积极性,也会相应增加高技能劳动者的工资,以在两类员工之间保持合理的工资差距;第二,基于劳动力供需理论,低技能劳动者相对价格上涨会使市场对高技能劳动者的需求相对增加,从而使高技能劳动者的价格上涨;第三,基于搜寻匹配理论,最低工资标准上涨会向劳动力市场释放劳动力成本增加的信号,从而可能提高正在搜寻工作的劳动者的保留工资(Flinn,2006)^[35]。其次,最低工资标准上涨还会通过提高所在地区的社会平均工资和低收入劳动者的工资增加企业“五险一金”的缴纳金额(刘行和赵晓阳,2019)^[34]。

最低工资标准上涨推高企业劳动力成本^①,进而可能会通过如下逻辑影响企业投融资期限错

① 在未呈现的实证检验中,本文以企业支付给职工以及为职工支付的现金计算企业人均月工资,考察最低工资标准上涨对企业劳动力成本的影响,发现最低工资标准上涨对企业人均月工资具有显著正向影响,备案。

配。一方面,劳动力成本提高会促使企业用资本或者采用先进技术来替代劳动力,产生要素替代效应。最低工资标准上涨提高了劳动力相对价格,导致企业选择用资本替代劳动或者采用先进技术增加技术创新来应对劳动力成本的上升,从而提高企业的长期投资支出(Geng等,2020^[7];Li等,2020^[36];李建强等,2020^[8]);另一方面,劳动力成本提高会增加企业融资难度,提高企业面临的融资约束。劳动力成本的提高加剧了企业经营负担,导致企业更高的工资成本支出,并且已有研究发现,最低工资标准提高并不能对员工的生产绩效产生显著的激励效应(陆瑶等,2017)^[33],可能的原因是最低工资制度针对的是企业的固定工资并且是政府的强制行为,不会使员工产生高于预期的收益。因此,最低工资标准提高会使企业盈利能力下降,导致企业的经营活动现金净流出。在我国金融市场中,负债融资是企业融资的主要来源。劳动力成本提高会降低银行对企业未来盈利水平的预期,削弱其为企业提供资金的意愿,对劳动力成本高的企业实施严格的信贷配给(刘晓光和刘嘉桐,2020)^[9]。同时,考虑到劳动保护给企业生产经营带来的调整难度增加,银行也会提高信贷契约标准,增加企业贷款的难度,包括限制企业长期贷款规模、提高企业贷款利率等(陈德球等,2014)^[10]。

从长期来看,随着我国各项劳动力保护政策的完善以及国家对提高人民收入水平重视程度的不断提高,最低工资标准会成为未来持续推动劳动力成本上涨的重要影响因素。面对劳动力成本持续上涨的预期,企业选择用资本替代劳动或者采用先进的技术实现转型升级是其应对外部竞争压力、避免退出市场的最优选择。因此,综合来看,最低工资标准上涨会增加企业长期投资,提高企业的融资难度。在此情况下,企业的长期投资会面临较强的融资约束,当企业的长期融资来源难以满足长期投资的需求时,企业用资本替代劳动或者进行技术创新的难度增加,从而使得企业面临生产率的降低或者退出市场的威胁。为应对最低工资标准上涨带来的成本提高与竞争压力,企业可能会冒险选择用部分短期负债为长期投资提供支持。因为,长期贷款由于偿还期限较长、不确定性较高,银行对长期贷款的发放较为谨慎,当信贷标准更为严格时,银行对企业长期贷款的限制会更高。相比之下,银行对企业短期贷款的限制较少,条件相对宽松。此时,企业通过短期负债为部分长期投资提供资金支持来进行替代性融资的可能性提高(钟凯等,2016^[11];范文林和胡明生,2020^[30]),最终导致成本上涨压力加剧企业的投融资期限错配。

综合以上分析,最低工资标准提高在促使企业增加投资实现转型升级的同时,也会提高企业的融资难度,因而可能会加剧企业的投融资期限错配。因此,本文提出如下研究假设:

H₁:其他条件不变,最低工资标准的提高会加剧企业投融资期限错配;最低工资标准提高通过促进企业要素替代及提高融资约束加剧企业投融资期限错配。

三、研究设计

1. 样本及数据来源

本文以2005—2018年中国沪深两市A股上市公司为研究样本^①,并按照如下原则对数据进行筛选:(1)剔除金融类上市公司;(2)剔除财务数据不全的公司;(3)剔除被ST、*ST的公司。为降低极端值对研究结论产生的影响,本文对连续变量进行上下1%的缩尾(Winsorize)处理,最终得到26067个公司一年度观测值。各省份最低工资数据是从各地区人力资源和社会保障厅(局)网站及各地区文件中手工搜集获取,其他财务数据来源于CSMAR数据库,省级层面数据来源于中经网统计数据库。

2. 模型构建与变量定义

为考察最低工资标准上涨对企业投融资期限错配的影响,本文构建了如下模型:

① 中国政府于2004年开始施行《最低工资规定》,要求各地区政府对最低工资标准每两年至少调整一次,并加大了执法力度。该规定颁布之后,最低工资标准的调整幅度与频率都大大提高,并在全国范围内推广和强制实施,由于后文计算最低工资标准调整增量时需用到 $t-1$ 期最低工资数据,因此,本文的实际样本年度从2005年开始。

$$SFLI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Minwage_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 Age_{i,t} + \alpha_5 TobinQ_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \alpha_7 Cash_{i,t} + \alpha_8 State_{i,t} + \alpha_9 Hold_{i,t} + \alpha_{10} Loan_{i,t} + \alpha_{11} Liquidity_{i,t} + \alpha_{12} HHI_{i,t} + Year + Industry + Province + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)中的被解释变量为企业投融资期限错配的度量指标(*SFLI*),借鉴赖黎等(2019)^[32]、钟凯等(2016)^[11]等对资金缺口的衡量方法,本文对投融资期限错配的计算方法为“购建固定资产等投资活动现金支出-(长期借款本期增加额+本期权益增加额+经营活动现金净流量+出售固定资产现金流入)”,并利用企业上一一年度的总资产剔除规模因素的影响。此外,与钟凯等(2016)^[11]、范文林和胡明生(2020)^[30]等一致,本文设置了企业投融资期限错配虚拟变量(*Dum_SFLI*)作为因变量,当*SFLI*>0时,*Dum_SFLI*变量取值为1,否则取值为0。*i*代表企业,*t*代表年份。

模型(1)中的关键解释变量(*Minwage*)表示企业注册地所在的省、自治区、直辖市当年的月最低工资标准,并取自然对数。由于深圳市是根据当地的经济状况制定适用于本市的最低工资标准,因此,借鉴陆瑶等(2017)^[33]、刘行和赵晓阳(2019)^[34]的做法,注册所在地为深圳市的企业采用当年深圳市月最低工资标准。

此外,参照过往文献(赖黎等,2019^[32];范文林和胡明生,2020^[30]),本文在回归模型中控制了若干影响企业投融资期限错配的变量,主要包括:企业规模(*Size*)、资产负债率(*Lev*)、成立年限(*Age*)、投资机会(*TobinQ*)、企业绩效(*ROA*)、现金余额(*Cash*)、产权性质(*State*)、管理层持股比例(*Hold*)、长期借款(*Loan*)、资产流动性(*Liquidity*)、行业竞争程度(*HHI*)。此外,本文还控制了年度固定效应、行业固定效应以及地区固定效应。

本文主要变量的具体定义如表1所示。

表1 变量定义表

变量名称	变量符号	变量定义
短贷长投	<i>SFLI</i>	购建固定资产等投资活动现金支出-(长期借款本期增加额+本期权益增加额+经营活动现金净流量+出售固定资产现金流入),并利用上一年度总资产剔除规模效应
短贷长投虚拟变量	<i>Dum_SFLI</i>	<i>SFLI</i> 大于 0,取值为 1,否则取值为 0
最低工资标准	<i>Minwage</i>	企业所在省、自治区、直辖市当年月最低工资标准的自然对数
人均资本	<i>Pfix</i>	人均资本 = ln(固定资产期末余额/员工总人数 + 1)
融资约束	<i>KZ</i>	借鉴 Kaplan 和 Zingales(1997),计算的 KZ 指数
劳动密集度	<i>Intensity</i>	劳动密集度 = 企业员工总人数/企业营业收入
人均月工资	<i>Awage</i>	企业人均月工资 = (企业支付给职工以及为职工支付的现金 × 1/12)/员工总人数
公司治理水平	<i>Governance</i>	选取 7 个公司治理变量,综合运用主成分分析计算所得
企业规模	<i>Size</i>	期末总资产的自然对数
资产负债率	<i>Lev</i>	期末总负债/期末总资产
成立年限	<i>Age</i>	Ln(成立年限 + 1)
投资机会	<i>TobinQ</i>	市场价值/期末总资产
企业绩效	<i>ROA</i>	息税前利润/期末总资产
现金余额	<i>Cash</i>	货币资金余额/期末总资产
产权性质	<i>State</i>	当企业为国有企业时取值为 1,否则取值为 0
管理层持股比例	<i>Hold</i>	当年管理层持股数/总股数
长期借款	<i>Loan</i>	银行长期借款/期末总资产
资产流动性	<i>Liquidity</i>	流动资产/期末总资产
行业竞争程度	<i>HHI</i>	赫芬达尔指数

资料来源:作者整理

3. 描述性统计

表2列示了主要变量的描述性统计结果。企业投融资期限错配指标(*SFLI*)的均值为-0.0651,标准差为0.1739,这一统计结果与钟凯等(2016)^[11]、赖黎等(2019)^[32]等研究的统计结果基本一致。投融资期限错配虚拟变量(*Dum_SFLI*)的均值为0.3316,说明有约33.16%的企业存在投融资期限错配问题,上市公司的投融资期限错配较为严重。最低工资标准变量(*Minwage*)的最大值为7.7915,最小值为5.8289,标准差为0.4184,说明不同地区最低工资标准存在较大差异,这也与我国各地区经济发展不平衡有关。其他变量的统计结果也都在正常范围之内,不再赘述。

表2 主要变量描述性统计

变量	观测值	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>SFLI</i>	26067	-0.0651	0.1739	-1.0023	-0.0361	0.2733
<i>Dum_SFLI</i>	26067	0.3316	0.4708	0.0000	0.0000	1.0000
<i>Minwage</i>	26067	7.1386	0.4184	5.8289	7.2442	7.7915
<i>Size</i>	26067	21.9866	1.2827	17.1219	21.8193	28.5200
<i>Lev</i>	26067	0.4479	0.2098	0.0541	0.4478	1.3526
<i>Age</i>	26067	2.7241	0.3935	0.6931	2.7726	7.6084
<i>TobinQ</i>	26067	2.4845	1.7810	0.8471	1.9148	11.8618
<i>ROA</i>	26067	0.0531	0.0659	-0.3508	0.0515	0.2475
<i>Cash</i>	26067	0.1777	0.1298	0.0016	0.1424	0.6778
<i>State</i>	26067	0.4471	0.4972	0.0000	0.0000	1.0000
<i>Hold</i>	26067	0.1065	0.1867	0.0000	0.0004	0.6813
<i>Loan</i>	26067	0.0492	0.0813	0.0000	0.0064	0.3860
<i>Liquidity</i>	26067	0.5565	0.2103	0.0107	0.5690	0.9644
<i>HHI</i>	26067	0.0618	0.1010	0.0078	0.0170	1.0000

资料来源:作者整理

四、实证结果分析

1. 最低工资标准与企业投融资期限错配的回归结果

表3列示了模型(1)的回归结果。共分三部分:首先,第(1)~(2)列为没有加入控制变量,只控制了年份、行业以及省份固定效应的回归结果。可以看出,最低工资标准(*Minwage*)的系数显著为正,表明最低工资标准提高加剧了企业投融资期限错配;其次,第(3)~(4)列为加入所有控制变量,但没有控制省份固定效应的回归结果,最低工资标准(*Minwage*)的系数依旧显著为正,并且通过了1%水平的显著性检验;最后,第(5)~(6)列在第(3)~(4)列的基础上加入了省份固定效应,最低工资标准(*Minwage*)的系数依旧为正,并且均通过了5%水平的显著性检验。以上回归结果支持了本文的研究假设,即最低工资标准上涨会加剧企业投融资期限错配。

表3 最低工资标准上涨与企业投融资期限错配

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>SFLI</i>	<i>Dum_SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>Dum_SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>Dum_SFLI</i>
<i>Minwage</i>	0.0365* (1.9143)	0.3918*** (2.6591)	0.0417*** (5.6227)	0.1727*** (2.7808)	0.0415** (2.2868)	0.5061*** (3.3339)

续表 3

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>SFLI</i>	<i>Dum_SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>Dum_SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>Dum_SFLI</i>
<i>Size</i>			-0.0168 *** (-14.6914)	-0.1201 *** (-11.9721)	-0.0172 *** (-14.8690)	-0.1216 *** (-11.9714)
<i>Lev</i>			0.0252 *** (3.6454)	-0.2299 *** (-4.0259)	0.0267 *** (3.8337)	-0.2293 *** (-3.9816)
<i>Age</i>			-0.0259 *** (-8.1816)	-0.1852 *** (-7.0041)	-0.0266 *** (-8.2560)	-0.1920 *** (-7.1247)
<i>TobinQ</i>			-0.0047 *** (-6.2910)	-0.0120 * (-1.8825)	-0.0051 *** (-6.6693)	-0.0134 ** (-2.0876)
<i>ROA</i>			-0.2651 *** (-15.3489)	-3.1996 *** (-22.0740)	-0.2558 *** (-14.7195)	-3.1477 *** (-21.5785)
<i>Cash</i>			-0.3276 *** (-32.5373)	-1.8351 *** (-21.2380)	-0.3307 *** (-32.6323)	-1.8599 *** (-21.3527)
<i>State</i>			0.0227 *** (9.0563)	-0.0119 (-0.5624)	0.0219 *** (8.4894)	-0.0201 (-0.9282)
<i>Hold</i>			0.0302 *** (4.4724)	0.4739 *** (8.5881)	0.0297 *** (4.3636)	0.4825 *** (8.6742)
<i>Loan</i>			-0.4035 *** (-24.8698)	-2.3905 *** (-16.1191)	-0.4053 *** (-24.7941)	-2.4031 *** (-16.0747)
<i>Liquidity</i>			0.0189 *** (2.7470)	0.3436 *** (5.9835)	0.0180 *** (2.5965)	0.3498 *** (6.0509)
<i>HHI</i>			-0.0058 (-0.2753)	-0.1362 (-0.7743)	-0.0037 (-0.1744)	-0.1159 (-0.6574)
常数项	-0.1395 (-0.6656)	-6.6158 (-0.0419)	0.1811 *** (3.5165)	2.0772 *** (4.7676)	0.2407 (1.2006)	-4.3329 (-0.0288)
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
省份固定效应	Yes	Yes	No	No	Yes	Yes
R ² /Pseudo_R ²	0.0428	0.0346	0.1366	0.0964	0.1388	0.0982
观测值	26067	26067	26067	26067	26067	26067

注:***、**、* 分别代表在 1%、5%、10% 水平上显著;括号内为 *t* 统计量或 *z* 统计量,下同

资料来源:作者整理

2. 最低工资标准上涨影响企业投融资期限错配的作用机制检验

本文进一步检验了最低工资标准上涨对企业投融资期限错配的作用机制。针对要素替代效应,本文利用人均资本变化来检验企业的要素替代效应,借鉴 Geng 等(2020)^[7]、刘子兰等(2020)^[37]的研究,企业人均资本(*Pfix*)用企业人均固定资产余额的对数表示,即人均资本 = ln(固定资产期末余额/员工总人数 + 1)。对于融资约束机制,已有文献主要使用 SA 指数、WW 指数以及 KZ 指数度量融资约束,借鉴魏志华等(2014)^[38]、徐宁等(2019)^[39]的研究,本文选用 KZ 指数来衡量企业融资约束,参照 Kaplan 和 Zingales(1997)^[40]的研究,本文选择经营活动现金流/总资产、

现金股利/总资产、现金持有/总资产以及托宾 Q、杠杆率构建 KZ 指数,该值越大,代表企业融资约束程度越高。

表 4 列示了相关作用机制的检验结果^①。第一步,检验最低工资标准对企业人均资本 (*Pfix*) 与融资约束 (*KZ*) 的影响,如表 4 第 (1) ~ (2) 列所示。从第 (1) 列可知,最低工资标准 (*Minwage*) 对人均资本 (*Pfix*) 的回归系数为 0.3769,并在 1% 水平上显著为正,表明最低工资标准上涨显著提高了企业人均固定资产;从第 (2) 列可知,最低工资标准 (*Minwage*) 对融资约束 (*KZ*) 的回归系数为 0.0586,并在 5% 水平上显著为正,表明最低工资标准上涨显著提高了企业融资约束。第二步,将企业融资约束指标与人均资本指标均纳入模型,同时在模型中加入最低工资标准指标,回归结果如表 4 第 (3) ~ (4) 列所示。可见,无论是以 *SFLI* 还是 *Dum_SFLI* 作为因变量,人均资本 (*Pfix*) 与融资约束指标 (*KZ*) 对投融资期限错配的回归系数均为正,并且均通过了 1% 水平的显著性检验,而在控制了人均资本与融资约束指标之后,最低工资标准的系数分别从 0.0415 下降为 0.0343 以及从 0.5061 下降为 0.4711,但是依旧显著。以上结果表明,最低工资标准上涨可能通过促进企业增加固定资产投资和提高企业融资约束加剧了投融资期限错配。

表 4 最低工资标准上涨对企业投融资期限错配的作用机制检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Pfix</i>	<i>KZ</i>	<i>SFLI</i>	<i>Dum_SFLI</i>
<i>Minwage</i>	0.3769 *** (3.7581)	0.0586 ** (2.2072)	0.0343 * (1.9115)	0.4711 *** (3.0874)
<i>Pfix</i>		-0.0227 *** (-13.8469)	0.0065 *** (5.8412)	0.0271 *** (2.8348)
<i>KZ</i>		-0.3232 *** (-13.8469)	0.0951 *** (22.6940)	0.6885 *** (18.7125)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
常数项	8.0039 *** (7.2165)	0.4124 (1.4028)	0.1672 (0.8413)	-5.0194 (-0.0150)
年份/行业/省份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
R ² /Pseudo_R ²	0.4284	0.9099	0.1561	0.1091
观测值	26067	26067	26067	26067

资料来源:作者整理

3. 异质性检验

前文分析指出,最低工资标准上涨会通过促进企业要素替代与提高企业面临的融资约束加剧投融资期限错配。因而从这一角度说,企业用资本替代劳动的动机强弱与企业获取资金的难易程度将会对最低工资标准上涨影响企业投融资期限错配的作用机制产生影响。本文按照企业的劳动密集程度、平均工资水平以及产权性质、企业规模、公司治理水平对样本进行分组检验,以分析最低工资标准上涨对企业投融资期限错配影响的异质性。

(1) 劳动力密集度与平均工资水平。由于最低工资标准上涨直接影响低收入劳动者的工资水平,而劳动密集型企业的发展主要依赖大量廉价的劳动力资源,因此当最低工资标准上涨时,相较于依赖其他要素的企业而言,劳动密集型企业受最低工资标准上涨的影响会更大。另外,平均工资较低的企业中低收入的劳动者也更多,因此,相比于平均工资远高于最低工资的企业来说,平均

① 限于篇幅,表 4 ~ 12 均未列示控制变量的检验结果,备案。

工资水平较低的企业受最低工资标准上涨的影响也会越大。马双等(2012)^[18]研究发现,最低工资标准上涨对劳动密集型和平均工资水平位于最低工资标准附近的企业影响更大。基于上述分析,本文预期,最低工资标准上涨对企业投融资期限错配的影响在劳动密集型企业以及平均工资水平较低的企业中更为明显。

参照刘行和赵晓阳(2019)^[34]的研究,企业的劳动密集度 = 企业员工总人数/企业营业收入;参照陆瑶等(2017)^[33]的研究,企业人均月工资 = (企业支付给职工以及为职工支付的现金 × 1/12)/员工总人数。本文按照企业劳动密集度与企业人均月工资水平的行业年度均值划分为劳动密集度高、劳动密集度低以及平均工资水平高、平均工资水平低的组。表5和表6分别列示了按照劳动密集度、平均工资水平进行分组检验的回归结果。可以看出,在劳动密集度更高、平均工资水平更低的企业中,最低工资标准上涨对企业投融资期限错配的影响存在显著效应;而在劳动密集度更低、平均工资水平更高的企业中,最低工资标准上涨对企业投融资期限错配的影响不存在显著效应。以上结果表明,最低工资标准上涨主要是加剧了劳动密集度高、平均工资水平低的企业投融资期限错配。

表5 最低工资标准上涨、劳动密集度与企业投融资期限错配

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>SFLI</i>		<i>Dum_SFLI</i>	
	劳动密集度高	劳动密集度低	劳动密集度高	劳动密集度低
<i>Minwage</i>	0.0621 ** (2.1042)	0.0263 (1.1342)	1.1338 *** (4.7149)	0.0244 (0.1224)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
常数项	0.2016 (0.9802)	0.3341 (1.5175)	-4.0447 *** (-2.6166)	-1.0821 (-0.0072)
年份/行业/省份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
R ² /Pseudo_R ²	0.1304	0.1519	0.0919	0.1050
观测值	9600	16467	9600	16461

资料来源:作者整理

表6 最低工资标准上涨、平均工资与企业投融资期限错配

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>SFLI</i>		<i>Dum_SFLI</i>	
	平均工资水平高	平均工资水平低	平均工资水平高	平均工资水平低
<i>Minwage</i>	0.0288 (0.7140)	0.0424 ** (2.0669)	0.1351 (0.3804)	0.5976 *** (3.5108)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
常数项	0.1942 (0.7643)	0.2657 (1.2558)	2.2409 (1.0000)	-5.2878 (-0.0159)
年份/行业/省份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
R ² /Pseudo_R ²	0.1460	0.1427	0.1110	0.0971
观测值	7370	18697	7370	18697

资料来源:作者整理

(2) 产权性质、企业规模与公司治理水平。从产权性质来看,对于处于转型期的中国企业而言,非国有企业在向银行等金融机构获取资金支持时面临较强的“信贷歧视”,使得相比于国有企

业,非国有企业获取银行等金融机构贷款支持的难度增大。主要原因包括:一是国有企业与银行尤其是国有银行之间存在天然的联系,银行与企业之间的信息不对称程度较低,而非国有企业与银行间的联系较少,信息不对称程度较高,银行倾向于发放短期贷款来监督贷款人的代理问题,以降低贷出资金风险;二是相比于非国有企业来说,政府的“隐性担保”使得银行等金融机构更愿意给国有企业提供长期资金,而不愿意给非国有企业提供贷款。对于企业规模而言,大规模企业由于盈利能力稳定,企业现金流的风险相对较低,偿债能力有保障,且大规模企业资产雄厚,自身担保能力更强,更容易获取银行长期贷款支持;而小规模企业内部控制制度相对不完善、经营活动现金流波动性大,自身担保能力也较弱,因而小规模企业较难获取银行长期贷款的支持。此外,当最低工资标准上涨时,相比于国有企业与大规模企业,非国有企业与小规模企业对成本冲击的承受能力更弱,面临的竞争压力与生存困境更大,通过长期投资实现转型的需求会更强。就公司治理水平而言,当公司治理机制不完善时,由于中国上市公司股权结构普遍较为集中,内部人实施利益侵占及获取私人收益的行为会显著增加银行贷款的风险。而短期贷款在对企业实施监督方面存在一定的优势,所以银行等金融机构更加倾向于发放短期贷款以迫使企业及时还本付息,加强对企业的监督,保证资金安全(肖作平和廖理,2008)^[41]。相对而言,良好的公司治理机制能够监督管理者及控股股东的利益侵占行为,保护债权人的利益,此时,企业更容易获取期限较长、额度较大的银行贷款。基于此,本文预期,最低工资标准上涨对企业投融资期限错配的影响在非国有企业、小规模企业、公司治理水平低的企业中更为明显。

本文用第一大股东持股比例(*Top1*)、第二到第十大股东持股比例(*Top10*)、独立董事比例(*Independ*,独立董事人数与董事会人数的比值)、董事会规模(*Board*,董事会人数的自然对数)、机构投资者持股比例(*Inshold*,基金、QFII、券商、保险、社保基金、信托、财务公司和银行的持股数量总和与企业总股数的比值)、高管持股比例(*Exhold*)、高管薪酬(*Comp*,前三名高管薪酬总额的对数)共七个公司治理变量,采用主成分分析获取的第一大主成分作为公司治理水平的度量指标。按照产权性质分为国有、非国有企业两组,按照企业规模的行业年度均值分为规模大和规模小的企业,按照公司治理水平的均值分为公司治理水平高和公司治理水平低的企业,分别进行分组检验。表7、表8和表9分别列示了按照产权性质、企业规模以及公司治理水平进行分组回归的结果。可见,在非国有企业、小规模企业以及公司治理水平低的企业中,最低工资标准上涨对企业投融资期限错配的影响更明显;而在国有企业、规模更大的企业以及公司治理水平高的企业中,最低工资标准上涨对企业投融资期限错配不存在显著效应。以上结果表明,最低工资标准上涨主要是加剧了非国有企业、小规模企业以及公司治理水平低的企业企业的投融资期限错配。

表7 最低工资标准上涨、产权性质与企业投融资期限错配

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>SFLI</i>		<i>Dum_SFLI</i>	
	国有企业	非国有企业	国有企业	非国有企业
<i>Minwage</i>	0.0213 (1.0297)	0.0535 * (1.7679)	0.2408 (1.1205)	0.7271 *** (3.2318)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
常数项	0.2553 * (1.7990)	0.3414 (1.2703)	1.5301 (1.1224)	-5.6109 (-0.0338)
年份/行业/省份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
R^2 /Pseudo- R^2	0.1444	0.1527	0.0929	0.1011
观测值	11655	14412	11646	14410

资料来源:作者整理

表 8 最低工资标准上涨、企业规模与企业投融资期限错配

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>SFLI</i>		<i>Dum_SFLI</i>	
	企业规模大	企业规模小	企业规模大	企业规模小
<i>Minwage</i>	0.0160 (0.6190)	0.0612 ** (2.4083)	0.1646 (0.7181)	0.7707 *** (3.7655)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
常数项	0.0778 (0.3405)	0.0046 (0.0201)	-4.6455 (-0.0291)	-4.1825 *** (-3.2902)
年份/行业/省份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
R ² /Pseudo_R ²	0.1624	0.1193	0.1006	0.0841
观测值	12329	13738	12329	13738

资料来源:作者整理

表 9 最低工资标准上涨、公司治理与企业投融资期限错配

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>SFLI</i>		<i>Dum_SFLI</i>	
	治理水平高	治理水平低	治理水平高	治理水平低
<i>Minwage</i>	0.0231 (0.6452)	0.0402 ** (2.0045)	0.3627 (1.3551)	0.4801 ** (2.4754)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
常数项	0.4961 * (1.6710)	0.1585 (1.1082)	-2.9855 (-0.0098)	-0.2367 (-0.1923)
年份/行业/省份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
R ² /Pseudo_R ²	0.1475	0.1442	0.1138	0.0920
观测值	11732	13918	11732	13918

资料来源:作者整理

4. 稳健性检验

(1) 遗漏变量问题。本文在最低工资标准上涨影响企业投融资期限错配的检验中虽然控制了地区层面的固定效应,但是由于地区经济的复杂性,某些地区层面的因素可能会影响地区最低工资标准的制定,同时又影响企业投融资期限错配,从而导致最低工资与企业投融资期限错配相关,产生遗漏变量问题。因此,本文在模型(1)的基础上又控制了一组地区层面的经济因素,包括各省份人均 GDP 增长率(*Gdp_Gro*)、人均 GDP(*LnPergdp*)、地区人口数量(*LnPopu*)、城镇失业率(*Unemp*)等,回归结果如表 10 所示。可以看出,最低工资标准上涨与投融资期限错配依然显著正相关,研究结论基本不变。

表 10 遗漏变量问题回归结果

变量	(1)	(2)
	<i>SFLI</i>	<i>Dum_SFLI</i>
<i>Minwage</i>	0.0436 ** (2.3634)	0.1780 *** (3.5188)
控制变量	Yes	Yes
常数项	-0.3459 (-1.1704)	-1.4755 * (-1.8199)
年份/行业/省份固定效应	Yes	Yes

续表 10

变量	(1)	(2)
	<i>SFLI</i>	<i>Dum_SFLI</i>
R ² /Pseudo_R ²	0.1393	0.1164
观测值	26067	26067

资料来源:作者整理

(2)反向因果问题。本文也有可能存在反向因果问题,如企业通过投融资期限错配这种替代性融资方式缓解了融资约束,获得暂时的发展,促进当地的经济增长,从而影响到最低工资标准的制定。如果是投融资期限错配影响了最低工资标准的制定,那么本文得到的研究结论可能存在偏误。为排除这一潜在影响,借鉴刘行和赵晓阳(2019)^[34]的做法,构建如下模型检验企业投融资期限错配是否可以有效预测最低工资标准的调整:

$$\Delta \text{Minwage}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{SFLI}_{t-1} + \beta_2 \text{GDP_Gro}_{t-1} + \beta_3 \text{CPI}_{t-1} + \beta_4 \text{Re_wage}_{t-1} + \beta_5 \text{Unemp}_{t-1} + \text{Year} + \varepsilon \quad (2)$$

其中, $\Delta \text{Minwage}_t$ 为当地第 t 年的月最低工资标准的变化量,即 Minwage_t 与 Minwage_{t-1} 的差值; SFLI_{t-1} 为 $t-1$ 年地区层面的投融资期限错配,用该地区所有企业投融资期限错配的平均值或中位数表示^①; GDP_Gro 表示地区人均 GDP 增长率; CPI 表示 CPI 指数; Re_wage 为地区人均年工资; Unemp 为地区城镇失业率;此外,本文在模型(2)中还控制了年度效应的影响。回归结果如表 11 所示,可以看出,地区层面的投融资期限错配不会对最低工资标准上涨产生预测作用,说明本文的研究结论受反向因果问题的影响较小,研究结论不变。

表 11 反向因果问题回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	均值		中位数	
	<i>Dminwage</i>	<i>Dminwage</i>	<i>Dminwage</i>	<i>Dminwage</i>
<i>SFLI</i> _{<i>t-1</i>}	-0.0220 (-0.2181)		0.1000 (0.6749)	
<i>Dum SFLI</i> _{<i>t-1</i>}		0.0071 (0.2064)		-0.0100 (-0.6215)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
常数项	0.0208 (0.1164)	0.0198 (0.1106)	0.0203 (0.1139)	0.0244 (0.1368)
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.3022	0.3022	0.3303	0.3302
观测值	458	458	458	458

资料来源:作者整理

(3)控制公司层面固定效应。本文在主检验中只控制了年度、行业及地区层面的固定效应,为了防止公司层面不变因素可能对本文的回归结果产生影响,本文在模型(1)中又控制了公司层面的固定效应,回归结果如表 12 第(1)~(2)列,结果显示,本文的研究结论基本不变。

(4)控制债券融资的影响。企业可能还会通过债券融资的方式为企业长期投资提供资金支持,尤其是近年来随着资本市场的发展,相当数量的企业已经获得发行债券的资格。因此,本文对样本中有债券融资的企业,即应付债券大于零的样本进行了剔除,重新对最低工资标准上涨与企业投融资期限错配的关系进行检验,回归结果如表 12 第(3)~(4)列所示,结果显示,本文的研究结论基本不变。

① Dum_SFLI_{t-1} 的平均值表示地区企业投融资期限错配的可能性。

表 12 控制公司固定效应与债券融资影响的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	控制公司层面固定效应		控制债券融资的影响	
	<i>SFLI</i>	<i>Dum_SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>Dum_SFLI</i>
<i>Minwage</i>	0.0499 *** (2.6534)	0.1965 *** (3.8230)	0.0394 * (1.7525)	0.2483 *** (4.0206)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
常数项	1.1844 *** (5.4310)	0.2613 (0.4383)	0.3076 ** (2.0440)	0.0148 (0.0358)
年份/行业/省份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
公司	Yes	Yes	No	No
R ² /Pseudo_R ²	0.1517	0.0804	0.1520	0.1217
观测值	26067	26067	15303	15303

资料来源:作者整理

五、进一步讨论

前文通过理论分析和实证检验证明了最低工资标准上涨会通过促进企业要素替代与提高企业融资约束而加剧企业投融资期限错配。虽然长期来看,企业用资本要素替代劳动要素加大固定资产投资会提高企业的生产率(Mayneris等,2018^[22];Hau等,2020^[23]),增加企业创造利润的能力,从而抵消劳动力成本上升带来的影响,并且企业通过采用先进的技术、提高创新水平等手段实现转型升级也会给企业未来发展提供有力支撑。但是,最低工资标准上涨在短期内也使得企业面临着为长期投资提供资金支持的困境,投融资期限错配虽然能够暂时为企业提供一种替代性的融资方式,但却加大了企业的偿债压力,严重提高了企业的流动性风险(钟凯等,2016)^[11],很可能会给企业带来较大的债务违约风险。据此,本文进一步检验了最低工资标准上涨对企业违约风险的影响。本文以现有文献中广泛使用的Bharath和Shumway(2008)^[42]的方法计算简化的违约概率,用以衡量企业的违约风险(EDF),将其作为被解释变量进行检验,具体计算步骤如下:

$$DD_{it} = \frac{\ln\left(\frac{E_{it} + D_{it}}{D_{it}}\right) + \left(r_{it-1} - \frac{\sigma_{vit}^2}{2}\right)}{\sigma_{vit} \sqrt{T_{it}}} \quad (3)$$

其中,DD_{it}是违约距离;E_{it}是企业总市值,为企业发行股票的总数乘以期末市价;D_{it}是债务的账面价值,为企业期末短期负债与期末长期负债的1/2的和;r_{it-1}是企业上一年的年度股票收益率;T_{it}设置为1;V_{it}是企业资产价值波动率,用式(4)计算求得:

$$\sigma_{vit} = \frac{E_{it}}{E_{it} + D_{it}}\sigma_{Eit} + \frac{D_{it}}{E_{it} + D_{it}}(0.05 + 0.25\sigma_{Eit}) \quad (4)$$

其中,σ_{Eit}为企业权益波动率,用企业上一月度股票收益率取标准差计算可得。根据式(3)和式(4)计算出违约距离DD_{it},然后对违约距离求累积标准正态分布,得到简化违约概率(EDF):

$$EDF_{it} = N(-DD_{it}) \quad (5)$$

表13列示了相关回归结果。首先,第(1)列为最低工资标准上涨对企业违约风险影响的检验结果,最低工资标准上涨与企业违约风险的相关系数为0.0819,并且在5%的水平上显著,表明最低工资标准上涨显著提高了企业的违约风险。其次,本文进一步检验了投融资期限错配是否是最低工资标准上涨提高企业违约风险的中介变量。第(2)列结果表明,最低工资标准上涨显著提高了企业投融资期限错配,第(3)列将最低工资标准上涨与投融资期限错配变量同时纳入企业违约风险的检验

模型,投融资期限错配指标显著为正,并且最低工资标准的系数也显著为正,说明投融资期限错配是最低工资标准上涨提高企业违约风险的中介变量,即最低工资标准上涨通过加剧企业投融资期限错配提高了企业违约风险,研究结论表明,最低工资标准上涨在短期内会显著提高企业的违约风险。

表 13 最低工资标准上涨、投融资期限错配与企业违约风险

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>EDF</i>	<i>SFLI</i>	<i>EDF</i>
<i>Minwage</i>	0.0819 ** (2.2255)	0.0347 ** (1.9938)	0.0794 ** (2.1587)
<i>SFLI</i>			0.0719 *** (5.2069)
<i>Size</i>	0.0087 *** (4.1079)	-0.0136 *** (-13.5693)	0.0097 *** (4.5539)
<i>Lev</i>	-0.0487 *** (-3.4625)	0.0222 *** (3.3394)	-0.0503 *** (-3.5772)
<i>Age</i>	-0.0002 (-0.0290)	-0.0230 *** (-6.9052)	0.0015 (0.2057)
<i>ROA</i>	-0.8658 *** (-25.2805)	-0.2660 *** (-16.4266)	-0.8466 *** (-24.5946)
<i>Cash</i>	-0.0658 *** (-3.0583)	-0.3138 *** (-30.8495)	-0.0432 ** (-1.9710)
<i>State</i>	0.0211 *** (4.0983)	0.0233 *** (9.5885)	0.0194 *** (3.7670)
<i>Loan</i>	-0.0258 (-0.7952)	-0.3891 *** (-25.3727)	0.0022 (0.0665)
<i>Liquidity</i>	-0.0123 (-0.8806)	0.0202 *** (3.0553)	-0.0138 (-0.9848)
<i>Hold</i>	0.0605 *** (3.9409)	0.0368 *** (5.0749)	0.0578 *** (3.7684)
常数项	-0.0287 (-0.0727)	0.1896 (1.0166)	-0.0423 (-0.1073)
年份/行业/省份固定效应	Yes	Yes	Yes
R ²	0.5425	0.1454	0.5431
观测值	23512	23512	23512

资料来源:作者整理

六、结论与启示

1. 研究结论

最低工资制度是一项调节收入分配,保障低收入劳动者利益的重要政策,其所产生的经济影响一直是社会各界关注的重点话题。本文利用 2005—2018 年中国沪深两市 A 股上市公司数据以及各省份最低工资标准调整的数据,实证研究了最低工资标准上涨对企业投融资期限错配的影响及其作用机制,并在此基础上,研究了这一影响的异质性。主要研究结论如下:首先,最低工资标准上涨显著加剧了企业投融资期限错配,最低工资标准越高,投融资期限错配越严重。这主要是因为最低工资标准上涨促进企业以资本替代劳动,增加了企业长期投资,并且劳动力成本上涨提高了企业面临的融资约束。其次,最低工资标准上涨对投融资期限错配的影响存在异质性,对于劳动密集度高、平均工资水平低、非

国有企业、小规模企业和公司治理水平低的企业影响更明显。进一步研究显示,最低工资标准上涨显著提高了企业的违约风险,而投融资期限错配在最低工资标准上涨与企业违约风险之间起到中介作用。

2. 政策启示与管理启示

本文的研究丰富和拓展了中国转型经济发展背景下“劳动力与金融”领域的研究成果,对于政府部门更好地把握最低工资标准调整的节奏和力度,以及为企业从劳动力因素视角审视企业的风险管控问题提供了重要借鉴。本文的研究启示如下:

从政府政策制定层面来说,第一,本文的研究结论表明,长期来看,虽然最低工资标准提高能够促进企业增加投资以使企业实现转型升级,但短期内也会加剧企业的投融资期限错配而增大企业的违约风险,因而政府在制定和调整最低工资标准时,应当兼顾最低工资标准上涨的短期负面效应和长期积极效应,把握好最低工资标准调整的节奏和力度,注意政策实施的尺度,以更好地发挥最低工资对经济发展的正面影响。第二,在最低工资标准的制定和调整中,应当充分考虑其给不同企业经营带来的负担,注意其对企业投融资关系的影响,在最低工资标准提高时,应当积极拓宽企业的融资渠道,配套相关的金融政策支持,增强对企业长期资金的供给,为企业实现转型升级提供良好的基础和前提条件。第三,应当继续完善和发展企业的债券市场、股权融资市场,更多的融资方式以及完善的资本市场有助于市场对风险充分定价,改善市场资金供给结构,避免企业长期投资无法获取与其风险相匹配的资金支持。第四,本文的检验结果发现,最低工资标准上涨对投融资期限错配的影响存在异质性,地方政府应该结合本地区企业特点制定适合本地区发展的最低工资标准。如,最低工资标准上涨对投融资期限错配的影响在非国有企业中更明显,这说明应当积极缓解信贷融资过程中的所有制歧视,满足非国有企业未来发展的资金需求,譬如通过构建完善的社会信用体系在商业银行与非国有企业之间建立信任、互通机制,缓解非国有企业的融资困境。

从企业应对层面来说,首先,企业在以资本替代劳动增加长期投资的过程中要尽量避免进行超出自身资金承受能力的投资,适时、适度投资以增加利润创造能力,通过积累资本实现利润反哺投资,从而促进企业良性发展。其次,企业应当建立完善的风险监控机制,对企业的债务和资产实施自查自检,提高对债务和投资的风险管控,降低资金链断裂的风险。此外,企业应当进一步完善公司内部治理机制,提高自身的融资能力。例如,从股权结构方面,积极引入其他大股东、专业的机构投资者等,避免“一股独大”以及内部人控制给企业造成的利益损失,进而提高企业获取长期借款的能力。从董事会方面,应当充分发挥独立董事的监督职能,增强银行等金融机构对企业的信任,提高自身融资能力。

参考文献

- [1] 孙楚仁,田国强,章韬. 最低工资标准与中国企业的出口行为[J]. 北京:经济研究,2013,(2):42-54.
- [2] 王万珺,沈坤荣,叶林祥. 工资、生产效率与企业出口——基于单位劳动力成本的分析[J]. 上海:财经研究,2015,(7):121-131.
- [3] 杨翠迎,王国洪. 最低工资标准对就业:是促进,还是抑制?——基于中国省级面板数据的空间计量研究[J]. 北京:经济管理,2015,(3):12-22.
- [4] Cengiz, D., A. Dube, A. Lindner, and B. Zipperer. The Effect of Minimum Wages on Low-Wage Jobs[J]. Quarterly Journal of Economics,2019,134,(3):1405-1454.
- [5] 刘贯春,陈登科,丰超. 最低工资标准的资源错配效应及其作用机制分析[J]. 北京:中国工业经济,2017,(7):62-80.
- [6] 徐舒,杜鹏程,吴明琴. 最低工资与劳动资源配置效率——来自断点回归设计的证据[J]. 北京:经济学(季刊),2020,(1):143-164.
- [7] Geng, H., Y. Huang, C. Lin, and S. Liu. Minimum Wage and Corporate Investment: Evidence from Manufacturing Firms in China[R]. SSRN Working Paper,2020.
- [8] 李建强,高翔,赵西亮. 最低工资与企业创新[J]. 北京:金融研究,2020,(12):132-150.
- [9] 刘晓光,刘嘉桐. 劳动力成本与中小企业融资约束[J]. 北京:金融研究,2020,(9):117-135.
- [10] 陈德球,胡晴,梁媛. 劳动保护、经营弹性与银行借款契约[J]. 上海:财经研究,2014,(9):62-72.

- [11] 钟凯,程小可,张伟华. 货币政策适度水平与企业“短贷长投”之谜[J]. 北京:管理世界,2016,(3):87-98,114,188.
- [12] 马红,侯贵生,王元月. 产融结合与我国企业投融资期限错配——基于上市公司经验数据的实证研究[J]. 天津:南开管理评论,2018,(3):46-53.
- [13] 李扬. 完善金融的资源配置功能——十八届三中全会中的金融改革议题[J]. 北京:经济研究,2014,(1):8-11.
- [14] 寇恩惠,刘柏惠. 最低工资与城镇减贫:基于一般均衡的视角[J]. 北京:财贸经济,2021,(3):59-76.
- [15] Xiao, X. Y., B. L. Xiang. The Impact of Minimum Wage Policy on Wages and Employment in China[C]. International Conference on Information Management, Innovation Management and Industrial Engineering, 2009.
- [16] 贾朋,张伟伟. 最低工资标准提升的溢出效应[J]. 北京:统计研究,2013,(4):37-41.
- [17] 段志民,郝枫. 最低工资政策的城镇家庭收入分配效应研究[J]. 北京:统计研究,2019,(7):65-76.
- [18] 马双,张劫,朱喜. 最低工资对中国就业和工资水平的影响[J]. 北京:经济研究,2012,(5):132-146.
- [19] 李磊,王小霞,蒋殿春,方森辉. 中国最低工资上升是否导致了外资撤离[J]. 北京:世界经济,2019,(8):97-120.
- [20] 马双,赖漫柯. 劳动力成本外生上涨与 FDI 进入:基于最低工资视角[J]. 北京:中国工业经济,2020,(6):81-99.
- [21] 蒋灵多,陆毅. 最低工资标准能否抑制新僵尸企业的形成[J]. 北京:中国工业经济,2017,(11):118-136.
- [22] Mayneris, F., S. Poncet, and T. Zhang. Improving or Disappearing: Firm-Level Adjustments to Minimum Wages in China[J]. Journal of Development Economics, 2018, 135, (5):20-42.
- [23] Hau, H. Y. Huang, and G. Wang. Firm Response to Competitive Shocks: Evidence from China's Minimum Wage Policy[J]. Review of Economic Studies, 2020, 87, (6):2639-2671.
- [24] 王小霞,蒋殿春,李磊. 最低工资上升会倒逼制造业企业转型升级吗?——基于专利申请数据的经验分析[J]. 上海:财经研究,2018,(12):126-137.
- [25] Draca, M., S. Machin, and J. V. Reenen. Minimum Wages and Firm Profitability[J]. American Economic Journal: Applied Economics, 2011, 3, (1):129-151.
- [26] Gan, L., M. A. Hernandez, and S. Ma. The Higher Costs of Doing Business in China: Minimum Wages and Firms' Export Behavior[J]. Journal of International Economics, 2016, 100, (5):81-94.
- [27] 白云霞,邱穆青,李伟. 投融资期限错配及其制度解释——来自中美两国金融市场的比较[J]. 北京:中国工业经济,2016,(7):23-39.
- [28] 徐亚琴,陈娇娇. 利率市场化能抑制企业投融资期限错配么?[J]. 南京:审计与经济研究,2020,(5):116-127.
- [29] 邱穆青,白云霞. 官员访问与企业投融资期限错配[J]. 上海:财经研究,2019,(10):138-152.
- [30] 范文林,胡明生. 固定资产加速折旧政策与企业短贷长投[J]. 北京:经济管理,2020,(10):174-191.
- [31] 沈红波,华凌昊,郎宁. 地方国有企业的投融资期限错配:成因与治理[J]. 北京:财贸经济,2019,(1):70-82.
- [32] 赖黎,唐芸茜,夏晓兰,马永强. 董事高管责任保险降低了企业风险吗?——基于短贷长投和信贷获取的视角[J]. 北京:管理世界,2019,(10):160-171.
- [33] 陆瑶,施新政,刘璐瑶. 劳动力保护与盈余管理——基于最低工资政策变动的实证分析[J]. 北京:管理世界,2017,(3):146-158.
- [34] 刘行,赵晓阳. 最低工资标准的上涨是否会加剧企业避税?[J]. 北京:经济研究,2019,(10):121-135.
- [35] Flinn, C. J. Minimum Wage Effects on Labor Market Outcomes under Search with Bargaining[J]. Econometrica, 2006, 74, (4):1013-1062.
- [36] Li, J., Y. Shan, G. Tian, and X. Hao. Labor Cost, Government Intervention, and Corporate Innovation: Evidence from China[J]. Journal of Corporate Finance, 2020, 64, (10):1-28.
- [37] 刘子兰,刘辉,杨汝岱. 最低工资制度对企业社会保险参保积极性的影响——基于中国工业企业数据库的分析[J]. 北京:经济学(季刊),2020,(4):1267-1290.
- [38] 魏志华,曾爱民,李博. 金融生态环境与企业融资约束——基于中国上市公司的实证研究[J]. 北京:会计研究,2014,(5):73-80,95.
- [39] 徐宁,张阳,徐向艺. “能者居之”能够保护子公司中小股东利益吗——母子公司“双向治理”的视角[J]. 北京:中国工业经济,2019,(11):155-173.
- [40] Kaplan, S. N., and L. Zingales. Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? [J]. Quarterly Journal of Economics, 1997, 112, (1):159-216.
- [41] 肖作平,廖理. 公司治理影响债务期限水平吗?——来自中国上市公司的经验证据[J]. 北京:管理世界,2008,(11):143-156,188.
- [42] Bharath, S., and T. Shumway. Forecasting Default with the Merton Distance to Default Model[J]. The Review of Financial Studies, 2008, 21, (3):1339-1369.

Minimum Wage and Investment and Financing Maturity Mismatch

CHEN Xiao-hui¹, LIU Zhi-yuan¹, SUI Min², GUAN Xiao-yan¹

(1. School of Business, Nankai University, Tianjin, 300071, China;

2. School of Business, Jinan University, Jinan, Shandong, 250022, China)

Abstract: The minimum wage system is an important means to protect the rights and interests of workers, and has become a commonly system arrangement adopted by countries all over the world. China's minimum wage system has been enforced nationwide since 2004, and it is required to be adjusted at least once every two years. Statistics show that the minimum wage of China has increased substantially, from 490 in 2005 to 1784 yuan in 2018, an increase of 264.08%. The increase in the minimum wage has had a continuous and extensive impact on the economy, and there have been widespread controversies over the effect of the implementation of the minimum wage, because the minimum wage has increased the labor cost of enterprises while protecting the workers' rights. Recently, there have been a lot of research interests on how the increase in the minimum wage affects the corporate operation behaviors. The reason is that the cost pressure caused by the increase of minimum wage is ultimately borne by the enterprise. Examining how minimum wage increases affect corporate operation behaviors will help people to have a more comprehensive understanding of the multiple effects of the minimum wage.

Taking Chinese A-share listed companies from 2005 to 2018 as samples, with manually collected provincial minimum wage data, this paper investigates the impact of minimum wage standards on the investment and financing maturity mismatch of enterprises. We find that there is a significant positive correlation between the minimum wage and the investment and financing maturity mismatch of enterprises. The higher the minimum wage standard, the more serious the mismatch of the investment and financing maturity. Mechanism tests show that the minimum wage promotes the substitution of enterprise factors and increases the financing constraints of enterprises. We find that the impact of the minimum wage on the investment and financing maturity mismatch is more obvious in high labor intensity, low average wages, non-state-owned enterprises, small-scale enterprises and enterprises with low levels of corporate governance. Further research shows that the increase in the minimum wage standards significantly increases the default risk of enterprises. The mismatch of investment and financing maturity plays an intermediary role in the relation between minimum wage and the default risk of enterprises.

The theoretical contributions of this paper are as follows: Firstly, most researches on the economic impacts of minimum wage policy focus on income distribution effect, employment and other labor benefits, or study its impacts on business behavior from the perspective of corporate investment or financing structure alone. This paper studies the impact of the minimum wage on the investment and financing maturity mismatch of enterprises from the two-dimensional perspective, and enriches researches related to minimum wage. Secondly, extends the influencing factors of enterprise investment and financing maturity mismatch to the level of labor market. The existing literatures mainly discuss the influencing factors of the investment and financing maturity mismatch from the financial system, monetary policy, official visits and the internal perspective of enterprises. This paper studies the impact of the minimum wage on the investment and financing maturity mismatch from the labor market level, and makes a useful supplement to the research in this field.

The results also have certain practical significances. First of all, in the adjustment of the minimum wage, the government should take into account both short-term negative effects and long-term positive effects, and grasp the intensity and pace of the adjustment, so as to give full play to the positive impact of the minimum wage policy on the economy. Secondly, in the process of adjusting the minimum wage standard, more financing channels and related supporting financial policies should be provided to increase the supply of long-term funds for enterprises, so as to promote the transformation and upgrading of enterprises. Thirdly, it is necessary to alleviate the ownership discrimination in the process of credit financing and promote the development of enterprises in a targeted manner. In addition, improving the level of corporate governance is also an important recommendation for strengthening risk management and control.

Key Words: minimum wage; factor substitution; financing constraints; maturity mismatch

JEL Classification: D22, E61, J38

DOI:10.19616/j.cnki.bmj.2021.06.007

(责任编辑:张任之)