

《社会保险法》实施是否缓解了 企业投融资期限错配^{*}

汪 伟 张少辉

内容提要: 劳动保护制度对于企业投融资决策有重要影响,但鲜有文献聚焦于中国企业投融资期限错配这一特殊现象进行研究。本文基于中国沪深 A 股非金融类上市公司的样本,利用双重差分法研究了《社会保险法》实施这一外生冲击对企业投融资期限错配的影响及其背后的机制。结果表明:(1)《社会保险法》的实施明显抑制了劳动密集型企业的“短贷长投”倾向,降低了其投融资期限错配程度;(2)《社会保险法》的实施提高了企业的用工成本,减少了企业自由现金流,企业通过增加现金持有和减少固定资产投资来应对流动性风险,同时,《社会保险法》的实施还降低了企业委托代理成本,延长了债务期限,从而缓解了投融资期限错配;(3)《社会保险法》实施对投融资期限错配的抑制作用在“短贷长投”更严重、融资约束更强和管理层激励水平更高的企业中表现得更加明显。本文的研究为理解企业投融资期限结构变化提供了新的视角,对于防范与化解金融风险具有重要的政策启示。

关 键 词:《社会保险法》 劳动保护 投融资期限错配 短贷长投

作者简介: 汪 伟,上海财经大学公共经济与管理学院教授,200433;

张少辉(通讯作者),上海财经大学公共经济与管理学院博士研究生,200433。

中图分类号: F275 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-8102(2022)03-0034-16

DOI:10.19795/j.cnki.cn11-1166/f.20220307.004

一、引 言

近年来,劳动保护制度对于公司金融的影响越来越受到国外学术界的关注,已有大量国外文献研究了工会等劳动保护因素对企业资本结构(Matsa, 2010; Serfling, 2016)、贷款和融资成本(Agrawal 和 Matsa, 2013; Alimov, 2015)、现金持有行为(Ghaly 等, 2017)等方面的影响。但国内这方面的研究相对匮乏,尤其是较少关注劳动保护制度对企业投融资行为的影响。党的十九大报告强调,我国应统筹安全与发展,坚持在发展中保障和改善民生。在中国实体经济杠杆率高企的背

^{*} 基金项目:国家自然科学基金面上项目“人口老龄化对中国经济增长的影响与应对策略研究”(71773071);上海市浦江人才计划“人口老龄化对我国教育投资的影响研究”(16PJC034)。感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。张少辉电子邮箱:zsharvey@163.com。

景下,进一步拓展劳动保护和企业投融资行为的相关研究,对于有序推进结构性去杠杆、防范与化解金融风险具有重要的理论和现实意义。

2008 年世界金融危机以后,中国实施了一系列刺激政策拉动经济增长,流动性的过度释放导致实体经济债务总额上升加速。中国社会科学院国家资产负债表研究中心(CNBS)公布的数据显示,虽然经历了一轮去杠杆,中国的非金融类企业杠杆率在 2017 年后小幅回落,但截至 2021 年 6 月,仍然维持在 158.8% 的高点。值得关注的是,中国企业在杠杆率高企的同时,还普遍存在负债和资产期限不匹配等结构性问题。从图 1 沪深 A 股的非金融类上市公司的资产负债结构来看,短期债务比例居高不下且远远高于长期债务比例,并且短期债务比例持续大幅高于短期资产比例,呈现明显的“短贷长投”现象。

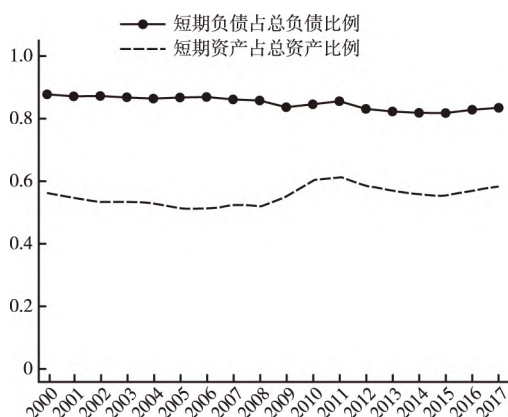


图1 非金融类上市公司的债务和资产期限

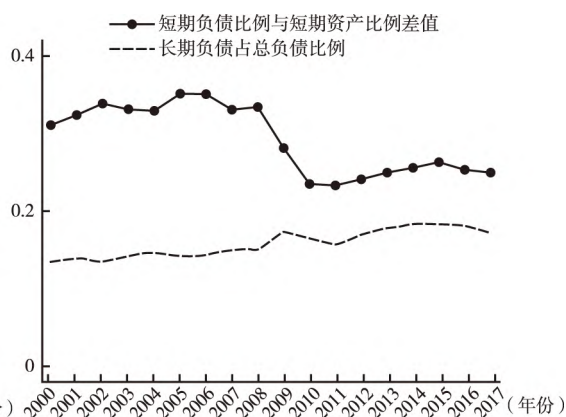


图2 非金融类上市公司投融资期限错配特征

通常来说,短期负债是实体企业当年需要偿付本息的债务,对于支持实体企业的经营运作有积极作用,但短期负债比例过高、“短贷长投”程度变大,也会给企业带来严重的流动性风险。一旦出现产品销售阻滞或新增资金流入不足等情况,企业财务的正常运转将难以维持,此时,企业若以更高的利息成本“借新还旧”,便会加剧债务风险(Acharya 等,2011)。Morris(1976)提出的期限匹配理论认为,企业在经营过程中应将资产和债务的期限相匹配,以减少现金流不足带来的偿债风险。中国企业过度的“短贷长投”显然违背了期限匹配原则,埋下巨大的金融风险隐患。现实中的案例比比皆是,德隆集团曾被誉为中国最大的民营企业,在产业链整合过程中大量依靠向银行及其他机构进行短期融资,通过“短贷长投”盲目对外扩张,最终在 2004 年因资金链断裂而破产。2017 年,齐星集团也因“短贷长投”陷入涉及百亿元的债务危机,导致其所在的山东省邹平县发生区域性金融风险。近年来,沿海地区大量民营企业破产重组或倒闭,多数存在明显的“短贷长投”问题。因此,这种资产与债务期限结构错配所蕴含的流动性风险需要引起足够的重视。

改革开放以来,中国劳动保护法规经历了不断完善的过程,2007 年相继颁布了《劳动合同法》和《就业促进法》,2011 年又实施了《社会保险法》。近年来,国内已有部分文献开始研究劳动保护法规,特别是《社会保险法》的实施对企业违约风险、避税与劳动力雇用等的影响(许红梅、李春涛,2020;魏志华、夏太彪,2020;刘贯春等,2021)。但现有文献并没有关注《社会保险法》实施对企业投融资期限错配即“短贷长投”的影响。从理论上讲,“短贷长投”作为一种激进型策略,在很大程

度上取决于企业承受短期债务流动性风险的能力(Goyal 和 Wang, 2013), 在《社会保险法》实施后, 企业劳动力成本的上升可能会降低企业的现金流水平, 弱化企业抵御流动性风险的能力, 从而改变企业投融资决策。从图 2 可以看出, 上市企业长期负债比例和“短贷长投”程度(短期负债比例与短期资产比例差值) 在 2011 年之后发生了明显改变, 长期负债比例明显上升, “短贷长投”程度趋于下降。因此, 2011 年《社会保险法》的实施很可能降低了企业投融资期限错配程度。

《社会保险法》从立法层面明确规定了企业和劳动者社会保险缴费方面的权利和义务, 增强了征缴强制性和劳动保护强度, 对于企业来说是一个外生的政策冲击, 可以看作一个准自然实验, 能够有效识别其对企业投融资行为的影响, 避免内生性问题。鉴于此, 本文采用双重差分法考察这一重要法规对企业投融资期限错配的影响及其背后的机制。本文相比以往文献的主要贡献在于: (1) 在研究视角上, 拓宽了有关企业投融资期限错配成因的分析范围, 深化了劳动保护和公司金融领域的交叉研究; (2) 在理论层面上, 揭示了《社会保险法》实施通过提高用工成本影响企业投融资决策的内在机制; (3) 在实证层面上, 采用因果识别方法评估了劳动力成本的外生变化对不同类型企业投融资期限配置的差异化效应。

二、理论分析与研究假说

《社会保险法》于 2010 年 10 月由第十一届全国人民代表大会常务委员会第十七次会议审议通过, 并于 2011 年 7 月开始正式实施。《社会保险法》是继《劳动合同法》之后, 旨在加强劳动保护、保障和改善民生的又一部支架性法律。与《劳动合同法》相比, 《社会保险法》的侧重点不同, 对企业主体的约束力更强。《劳动合同法》较少直接规定赔偿方面的条例和具体执行标准, 企业规避责任的空间较大, 对企业劳动力成本的影响取决于劳资纠纷是否发生和劳动者的维权意识(许红梅、李春涛, 2020)。《社会保险法》则侧重于强化社会保险费征收的法定性和强制性, 如果企业没有履行《社会保险法》的相关规定, 不按时足额缴纳社会保险费以及对劳动者权益造成损害, 都应当依法承担赔偿责任。因此, 《社会保险法》通过明确企业主体的社会保险缴纳义务, 加大社会保险费的征管力度, 极大限制了企业逃缴、少缴、漏缴等违法行为, 显著提高了企业社保缴费负担和劳动力成本。

企业作为追求利润最大化的主体, 在面临社会保险缴费负担上升时, 通常的应对策略是采用降低工资或减少雇用的方式将成本转嫁给劳动者: 一方面, 企业在为员工缴纳社会保险费时权衡工资和薪酬福利, 通过缩减员工的薪酬待遇达到变相降低均衡工资的目的(Anderson 和 Meyer, 2000); 另一方面, 由于工资刚性而无法有效降低工资, 只能部分转移社保成本时, 企业劳动力雇用成本会上升, 实际雇用数量会减少(Summers, 1989; 钱雪亚等, 2018)。但随着《社会保险法》的实施, 劳动保护力度加大, 通过裁员转嫁成本的方式会受到限制, 企业劳动力成本无法有效转嫁, 社会保险缴纳负担的提高会减少企业的内部现金流, 从而对投资产生负面影响(Rauh, 2006; Phan 和 Hegde, 2013)。

本文所关注的问题是, 《社会保险法》实施会不会通过改变企业内部流动性水平影响企业的“短贷长投”行为? 根据金融抑制假说, 中国金融市场的不完善是企业“短贷长投”的重要原因。受金融监管的制约、企业信息不透明的影响, 银行倾向于提供短期贷款控制企业违约风险(Custódio 等, 2013; 钟凯等, 2016), 企业只能依靠短期债务进行投资。但除了宏观制度因素外, “短贷长投”也体现为金融抑制下企业的次优选择。根据融资优序理论, 企业倾向于通过短期债务来降低融资成本, 而内部现金流较高的企业也希望通过短期债务向外部资本市场发出积极信号(Flannery, 1986)。因此, “短贷长投”本质上作为一种激进型的投融资策略, 表现为企业利用短期债务进行长

期投资的主动行为,这种投融资决策往往与企业自身的风险偏好和风险抵御能力息息相关 (Custódio 等,2013; Goyal 和 Wang,2013) 。进一步地,当社会保险缴费提高造成企业流动性显著下降,使得企业应对流动性风险的能力发生变化时,企业的投资策略和融资方式的选择也会相应调整(Sasaki,2015) ,也就是说《社会保险法》的实施直接决定了企业的缴费负担和劳动力成本,会通过影响企业的现金流影响其抵御流动性风险的能力,进而影响其“短贷长投”的决策。

具体而言,《社会保险法》实施对于企业投融资期限错配的影响主要分为投资期限结构和债务期限结构两个方面。首先,《社会保险法》实施之后社保征缴力度明显加大,社会保险缴费负担上升,直接提高了企业的劳动力成本。而劳动力成本上升对企业的固定资产投资行为可能会带来两方面的作用。一方面,劳动力成本上升使得劳动要素相对于资本变得更加昂贵,企业倾向于用资本替代劳动以减少对劳动力的需求(唐珏、封进,2019) 。在这种要素替代效应之下,《社会保险法》实施带来的成本上升可能会促使企业增加固定资本投资。另一方面,《社会保险法》的实施会提高劳动力成本,降低资产的回收价值,同时会使投资变得更加不可逆转,从而降低企业的事前投资动机(Bai 等,2020) 。也就是说,投资项目的贴现价值包括撤资回收价格,由于劳动力成本提高,企业在撤回表现不佳的投资项目时会承担更高的代价,从而投资意愿减弱。此外,《社会保险法》实施也会通过提高缴费负担减少企业自由现金流,从而降低投资水平。比如,Rauh(2006) 、Phan 和 Hegde(2013) 利用美国数据研究发现,当政府实施“待遇确定”(DB) 型的养老金计划时,强制性养老保险缴费会减少企业内部现金流,导致投资显著减少,并且对融资约束较强的企业影响较大。Sasaki(2015) 利用日本制造业数据发现,当企业养老基金出现亏损时,即使当期不缴费,企业也会形成未来缴费负担上升的预期,增加现金持有量,减少投资。因此,劳动力成本上升并不必然导致资本替代劳动。

从国内相关研究来看,唐珏和封进(2019) 得出的结论是基于 1998—2005 年的工业企业数据,当时中国整体人均资本存量处于较低水平,工业企业资本密集度比较低,投资回报率较高,劳动保护的外生约束也较弱,企业在社保缴费负担加重时,使用机器、设备等固定资本替代劳动力的空间和意愿都较大。而随着时间的推移,中国经济已经跨过了资本快速替代劳动的扩张期,尤其是受 2008 年世界金融危机的影响,整体投资回报率呈现不断下行趋势,企业投资意愿下降。此外,对于上市公司而言,员工流失对于这些企业而言意味着极大的沉没成本,通过裁员的方式获取现金流收益可能无法弥补造成的损失。比如,魏志华和夏太彪(2020) 基于 2007—2017 年中国沪深 A 股上市公司数据发现,社会保险缴费负担通过提高劳动力成本减少了企业的自由现金流,促使企业选择避税来减轻相应的财务压力。同样地,刘贯春等(2021) 以上市公司为研究对象,采用双重差分方法研究发现,《社会保险法》并没有产生明显的资本替代劳动效应,而是提高了企业的流动性约束,导致固定资产投资显著下降。并且,随着企业面临的劳动保护制度约束越来越强,劳动力成本刚性特征日益显著。由于这种劳动力成本刚性特征的存在,《社会保险法》实施后,预期到未来社会保险缴费负担上升带来的更高流动性风险,企业会选择减少固定资本投资,增加现金持有来抵御潜在风险。据此本文提出第一个假说。

假说 1:《社会保险法》实施降低了企业抵御风险的能力,企业会增加现金持有来应对流动性风险,减少“短贷长投”倾向,从而降低投融资期限错配程度。

其次,《社会保险法》的实施也会通过提高劳动力成本影响企业的债务期限结构。从短期贷款的供给来看,由于我国资本市场规模不足,通过银行贷款是企业获得融资的主要方式。已有研究表明,企业与银行信贷配置存在严重的信息不对称,由于劳动力成本上升会降低未来的预期收益,

银行会减少劳动力成本较高的企业的贷款,这种“筛选效应”会导致信贷资源配置扭曲(刘晓光、刘嘉桐,2020)。在《社会保险法》实施后,企业未来的预期利润水平会随着社会保险缴费负担的上升而下降,这提高了信息不对称程度,降低了银行向企业提供短期贷款的意愿。同时,为保证贷款如期偿还,银行不仅会加大对债务人的监管,还会通过提高贷款合约标准来避免损失,从而增加企业贷款成本(Alimov,2015)。因此,随着劳动力成本上升,短期贷款比重过大会使得企业面临更大的偿债压力。在面临较高的流动性风险的情况下,企业会更倾向于拉长债务期限,选择较为保守和低债务约束的长期借款。

同时,从自由现金流的角度来看,《社会保险法》作为一种强制性的法律约束,不可避免地会通过劳动力成本影响企业自由现金流。在内部自由现金流越充裕的企业中,股权所有者与管理者之间的委托代理冲突往往越大,管理者可能会通过牺牲股东利益来最大化自身利益(Jensen,1986)。根据债务期限结构的委托代理成本理论,债务期限结构的选择有助于通过减少利益冲突来降低代理成本。由于短期债务的特点是再融资和再协商的频率较高,较短的债务期限可以加强对管理者的监督,有效约束管理者的行为(Stulz,1990; DeMarzo 和 Fishman,2007)。也就是说,当管理者与股东之间利益不一致时,委托代理冲突越大的企业应越多地使用短期债务,管理者会更频繁地受到监督,缓解道德风险引发的委托代理问题。因此,随着《社会保险法》的实施,企业的实际社保缴费负担上升,内部自由现金流减少(Rauh,2006),这在一定程度上缓解了股权所有者与经营者之间的冲突,从而会显著降低管理层的代理成本,企业不需要高度依赖短期债务对管理者施加监督,而是更多地使用长期债务。鉴于上述分析,本文提出第二个研究假说。

假说2 《社会保险法》实施通过降低企业委托代理成本,使得企业倾向于选择相对保守的融资方式,延长了债务期限。

三、实证研究设计

(一) 数据来源和模型设定

本文使用国泰安数据库中2007—2017年沪深A股上市公司数据进行实证分析。针对上市公司数据,我们进行了以下处理:第一,剔除金融行业样本;第二,删去ST和*ST企业;第三,剔除“支付给员工以及为员工支付的现金”和“员工人数”指标小于或等于0的异常样本。在此基础上,本文采用双重差分法检验《社会保险法》实施对企业投融资期限错配即“短贷长投”的政策效应,所设定的基准回归模型如下:

$$SDLI_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Treated \times Post + \lambda Z + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, i 表示企业, t 表示年份。 $SDLI_{it}$ 代表非金融类企业的投融资期限错配程度; $Treated$ 是区分处理组和控制组的政策实施对象虚拟变量, $Post$ 表示政策实施时间虚拟变量, $Treated \times Post$ 则是本文重点关注的《社会保险法》政策实施变量, α_1 是政策实施的影响系数,预期方向为负; Z 代表企业和城市层面的一系列控制变量集合,各变量设定具体方式在后面进行详细阐述; μ_i 和 γ_t 分别表示企业固定效应和时间固定效应; ε_{it} 为随机扰动项。

(二) 变量选取说明

1. 被解释变量选取与测度

本文被解释变量是企业的投融资期限错配程度,参考钟凯等(2016)的做法,从企业“短贷长

投”流量的角度考察企业的投融资期限错配程度。具体步骤如下: 第一, 定义“长期借款本期增加额” = (本期长期借款 + 一年内到期非流动负债 - 前期长期借款), 利用资产负债表确定当期长期借款增量; 第二, 定义“短贷长投” = 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), 利用企业的长期借款本期增加额与现金流量表等相关数据计算得到企业的“短贷长投”程度; 第三, 考虑到不同企业资产规模的差异, 本文将上述绝对流量指标除以企业上一年度的总资产以获得相对指标。

2. 解释变量的设定

关于政策实施的时间虚拟变量 $Post$, 当企业样本所在年份在 2011 年及之后时, 其值设定为 1, 否则为 0。此外, 由于本文所要考察的是《社会保险法》实施对企业投融资期限错配的影响, 而《社会保险法》属于“一刀切”的政策, 所有企业在 2011 年 7 月之后都同时会受到这一政策的影响, 所以并没有天然的处理组和控制组的区分。但劳动保护类的外生政策冲击对要素密集度不同的企业的影响不同, 劳动密集度更高的企业生产经营活动对劳动力要素的依赖程度更高, 受到的影响可能更大 (Serfling, 2016; 许红梅、李春涛, 2020)。因此, 本文参照许红梅和李春涛 (2020) 的做法, 以企业劳动密集度作为处理组和控制组的划分依据来设置虚拟变量 $Treated$, 将劳动密集度高的企业视为《社会保险法》实施的处理组。为保证组别划分的外生性, 我们采用法律实施前一年, 即 2010 年的企业劳动密集度进行分组。将样本企业按照劳动密集度由低到高分三等分, 属于后 1/3 的样本企业作为处理组, $Treated$ 设为 1; 属于前 1/3 的样本企业作为控制组, $Treated$ 设为 0。

关于处理组和控制组的上述划分依据, 我们进一步解释其合理性。考虑到养老保险是企业社保缴纳的主要组成部分, 缴费的比重最高, 本文通过收集国泰安数据库中上市公司财务报表公布的养老保险增加值数据, 计算了处理组和控制组企业在《社会保险法》实施前后的实际缴费率 (养老保险增加值 / 上一年度应付职工工资) 的均值。从图 3 可以发现, 控制组企业和处理组企业在政策实施前的变动趋势相似, 并且, 处理组企业在《社会保险法》实施之前的实际缴费率比控制组企业低, 合规遵缴的程度较低; 而《社会保险法》实施之后, 控制组企业的实际缴费率并没有多大变化, 处理组企业的实际缴费率明显上升。因此, 我们有理由相信以劳动密集度划分处理组和控制组是合理的。

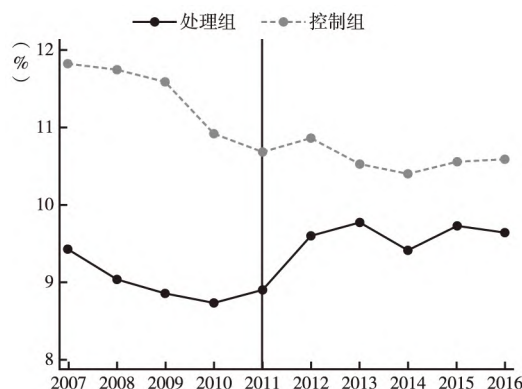


图3 不同组别实际缴费率均值变动趋势

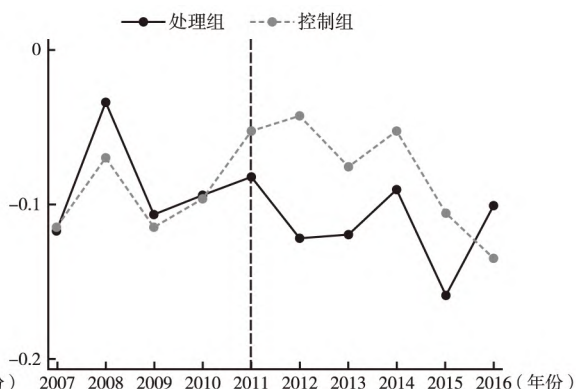


图4 不同组别“短贷长投”均值变动趋势

3. 控制变量选取

基于实证结果稳健性的考虑, 本文在企业和宏观层面上控制了一系列影响企业投融资期限错配的潜在因素。借鉴已有文献关于企业债务融资决策和债务期限结构的相关研究思路, 本文分别

选取财务杠杆、企业规模、盈利能力、企业成长性、实际税率、经营活动现金流量、所有权性质、股权集中度、治理结构和董事会特征作为企业层面的控制变量。同时,本文选取经济发展水平、人口规模和财政压力作为城市层面的控制变量。为排除异常值的干扰,所有的连续变量均进行了上下1%的缩尾处理,变量的描述性统计如表1所示。

表1 模型变量的设定与描述性统计

变量	变量符号	变量名称	定义	均值	最小值	最大值
因变量	<i>SDLI</i>	投融资期限错配程度 (“短贷长投”)	[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)] / 上一年度总资产	-0.090	-2.745	0.449
自变量	<i>Treated</i>	政策实施对象虚拟变量	以2010年劳动密集度分组,处理组为1,控制组为0	0.506	0.000	1.000
	<i>Post</i>	政策实施时间虚拟变量	2011年及以后取1,否则取0	0.583	0.000	1.000
控制变量	<i>lev</i>	财务杠杆	资本负债率(总负债/总资产)	0.523	0.108	0.985
	<i>size</i>	企业规模	企业总资产取对数	22.055	18.475	25.827
	<i>ROA</i>	盈利能力	资产收益率(总体税后收益含利息/总资产)	0.032	-0.285	0.239
	<i>Tobin'Q</i>	企业成长性	托宾Q值[(年末流通股价值 + 非流通股市值 + 负债账面价值) / 总资产]	2.160	0.915	8.865
	<i>taxrate</i>	实际税率	应交所得税/息税前净利润	0.187	0.000	0.490
	<i>cflow</i>	经营活动现金流量	经营活动产生的现金流/总资产	0.044	-0.227	0.272
	<i>state</i>	所有权性质	国企为1,非国企为0	0.658	0.000	1.000
	<i>top5</i>	股权集中度	前五大股东持股集中度	0.584	0.200	0.994
	<i>gover</i>	治理结构	董事长和经理兼任为1,否则为0	0.147	0.000	1.000
	<i>board</i>	董事会特征	董事会会议次数	9.523	4.000	25.000
	<i>pgdp</i>	经济发展水平	人均GDP取对数	1.545	0.976	3.161
	<i>pop</i>	人口规模	年末总人口取对数	1.998	0.351	3.752
	<i>finstr</i>	财政压力	一般预算内财政支出/财政收入	6.169	4.802	7.221

资料来源:数据来自国泰安数据库和2008—2018年《中国城市统计年鉴》,并经作者计算整理得到。

四、实证结果分析

(一) 平行趋势检验与基准回归结果

1. 平行趋势检验

使用双重差分法进行计量回归,需要满足平行趋势假设,即处理组和控制组在政策实施之前保持相对一致的变动趋势。因此,在基准回归分析之前,本文首先描述不同劳动密集度的企业投融资期限错配均值的变动趋势。如图4所示,在2011年《社会保险法》实施前的各年份,不同劳动

密集度(处理组和控制组)企业的投融资期限错配变量的均值大致相同且保持共同的变动趋势,不存在显著区别。而在《社会保险法》实施之后,劳动密集度较高的企业(处理组)投融资期限错配的均值明显低于劳动密集度较低的企业(控制组)。因此,从图4可以直观地看到,本文的数据满足平行趋势假设。

同时,本文也通过构建计量模型对平行趋势假设进行更严格的统计检验,具体设定为:

$$SDLI_{it} = \beta_0 + \beta_1 \sum_{s=-4}^4 Treated \times period_{t+s} + \lambda Z + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中, $period_{t+s}$ 是二元虚拟变量,当时间 t 在《社会保险法》实施前后的第 s 年时取值为1,否则取值为0。其他变量的定义与模型(1)相同。当 $s < 0$ 时,如果 $\beta_s = 0$,说明政策实施前处理组和控制组企业投融资期限错配程度不存在系统性差异。图5显示了基于模型(2)得到的估计系数与对应的95%置信区间。可以看出,在2011年《社会保险法》实施以前,劳动密集度差异对企业投融资期限错配程度的影响都接近于0,而法律实施以后的估计系数显著为负。上述计量结果也说明本文的数据满足平行趋势假设,实证结论具有可信度。

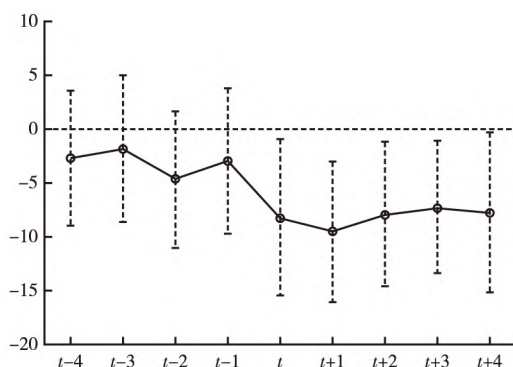


图5 平行趋势检验系数及置信区间

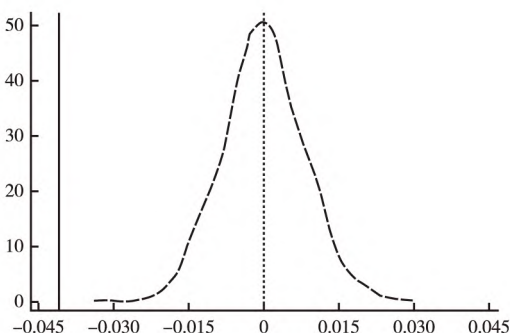


图6 随机抽样500次后估计系数的分布

2. 双重差分模型的基准估计结果

表2报告了双重差分模型的基准回归结果。在逐步加入企业/时间固定效应,以及企业和城市层面的控制变量之后,《社会保险法》实施对企业投融资期限错配即“短贷长投”的影响系数为-0.041,并在5%的水平下显著。以上结果表明,《社会保险法》实施以后,处理组企业的投融资期限错配下降的幅度更大,即相比于劳动密集度较低的企业,劳动密集度较高的企业投融资期限错配程度下降了4.1%,验证了本文所提出的研究假说。

《社会保险法》实施于2011年,而本文的样本期为2007—2017年。因此,双重差分法的估计结果包含6年的平均处理效应。通过简单计算可知,《社会保险法》实施使得企业投融资期限错配程度平均每年下降0.68%(4.1%/6)左右。我们也可以将估计值与样本的平均值进行比较来衡量估计效应的大小(Li等,2016),样本期内被解释变量“短贷长投”的平均值为-0.090,《社会保险法》实施使得企业投融资期限错配程度相对于样本的均值降低了45.56%(0.041/0.090)。

(二) 安慰剂检验和稳健性检验

本文的实证模型可能遗漏了重要的解释变量,从而导致估计结果是有偏的。为此,我们进一步参考Li等(2016)的方法,通过随机抽样对遗漏变量问题进行间接检验。换言之,我们验证企业投融资期限错配程度的变化是由《社会保险法》实施带来的,而非来自其他不可观测因素的变化。

如果上述假设成立,在随机设定政策处理组的情况下,新的“虚拟”政策实施不会显著影响企业投融资期限错配。如图 6 所示,500 次随机抽样后的估计系数呈现均值为 0 的正态分布,这说明本文的实证模型设定具有合理性,不存在明显的遗漏变量问题。此外,本文还排除了《劳动合同法》对结果的影响,并采用 PSM-DID 方法、两期样本回归以及更换分组标准、指标测度方式进行了稳健性检验,在一系列检验后本文的回归结果依然是稳健的。^①

表 2 基准估计结果

模型	(1)	(2)	(3)	(4)
被解释变量	<i>SDLI</i>			
<i>Treated × Post</i>	-0.025 ** (-2.48)	-0.048 ** (-2.54)	-0.041 ** (-2.28)	-0.041 ** (-2.32)
<i>lev</i>			0.350 *** (5.56)	0.350 *** (5.57)
<i>size</i>			-0.105 *** (-6.81)	-0.105 *** (-6.78)
<i>ROA</i>			-1.814 *** (-13.60)	-1.814 *** (-13.59)
<i>Tobin'Q</i>			0.006 (1.37)	0.006 (1.36)
<i>taxrate</i>			0.127 *** (3.53)	0.127 *** (3.54)
<i>cflow</i>			-0.848 *** (-10.77)	-0.847 *** (-10.75)
<i>state</i>			0.012 (0.38)	0.012 (0.38)
<i>top5</i>			0.260 *** (6.13)	0.259 *** (6.09)
<i>gover</i>			-0.044 *** (-2.65)	-0.044 *** (-2.66)
<i>board</i>			-0.002 (-1.42)	-0.002 (-1.44)
<i>pgdp</i>				0.038 (0.72)
<i>pop</i>				-0.003 (-0.11)
<i>finstr</i>				0.019 (0.83)
企业/时间固定效应	否	是	是	是
Adj. R ²	0.001	0.006	0.179	0.179
观测值	8050	8050	8050	8050

注:所有回归均采用聚类到企业层面的稳健标准误;***、**和* 分别表示在 1%、5%和 10%的水平下显著,括号内为 t 值。下同。

① 限于篇幅,稳健性检验结果未在正文中报告,感兴趣的读者可以向作者索取。

(三) 排除竞争性假说和政策干扰

有关企业债务期限结构的一个重要理论是市场择时假说,即当市场利率差(长期利率-短期利率)较大时,企业会倾向于使用短期债务(Graham 和 Harvey, 2001),更容易出现“短贷长投”,投融资期限错配的程度也会变得更高。在本文的样本期内,中国的利率期限结构经历了较大的波动和调整,为了排除这一竞争性解释,本文进一步在回归方程中加入历年央行公布的基准长期利率和短期利率之差作为控制变量并进行检验。

此外,2010 年 2 月银监会颁布了《流动资金贷款管理暂行办法》。这一办法主要限制企业将流动资金贷款用于固定资产、股权投资等。虽然本文采用的是基于不同劳动密集度企业分组的双重差分法,在一定程度上排除了这一办法的出台对企业投融资行为可能带来的影响,但也可能会降低估计结果的有效性。由于该办法附注明确给出了企业流动资金贷款需求量的估算方法,即流动资金贷款需求量应基于借款人日常生产经营所需营运资金与现有流动资金的差额(即流动资金缺口)确定。可以看出,这一办法对流动资金缺口越大的企业限制作用越大,换言之,流动资金缺口越大的企业获得流动资金贷款的可能性越大,使用这一部分贷款受到的限制程度会越高,因此“短贷长投”的程度可能会越低。鉴于此,我们在回归方程中加入反映流动资金缺口的变量,以及该变量和《流动资金贷款管理暂行办法》实施时间虚拟变量($Post2010$)的交互项并进行检验。

表 3 报告了回归结果。从第(1)、(2)列来看,在加入长短期利率差变量和短期基准利率变量之后,本文的核心解释变量 $Treated \times Post$ 的估计系数依然显著,并且长短期利率差变量的估计系数不显著,而短期基准利率变量的估计系数显著为负。这说明在中国的金融市场环境下,利差假说对企业债务期限结构的解释力有限,而在短期利率下降时,企业“短贷长投”倾向越大,表明企业的投融资决策更多考虑的是短期利率的变动。从第(3)、(4)列结果来看,流动资金缺口和《流动资金贷款管理暂行办法》实施时间虚拟变量交互项的估计系数显著为负。这表明,2010 年的《流动资金贷款管理暂行办法》确实限制了流动资金贷款的用途,对企业“短贷长投”产生了影响。但本文的核心解释变量 $Treated \times Post$ 依然显著为负,本文的基本结论依然成立。

表 3 排除竞争性假说和政策干扰

模型	(1)	(2)	(3)	(4)
被解释变量	$SDLI$			
$Treated \times Post$	-0.037 ** (-2.09)	-0.041 ** (-2.31)	-0.042 ** (-2.36)	-0.042 ** (-2.36)
长短期利率差	-0.878 *** (-6.91)	-0.134 (-0.58)		
短期基准利率		-0.157 *** (-6.86)		
流动资金缺口			-0.008 ** (-2.15)	-0.000 (-0.13)
流动资金缺口 \times $Post2010$				-0.007 *** (-3.19)
控制变量	是	是	是	是
时间/企业固定效应	是	是	是	是

续表 3

模型	(1)	(2)	(3)	(4)
被解释变量	SDLI			
Adj. R ²	0.179	0.179	0.181	0.075
观测值	8050	8050	8048	7263

注: 短期基准利率为中国人民银行公布的 6 个月以内(含 6 个月)贷款基准利率,长短期利率差为 1 年以上贷款平均利率与 1 年以内贷款平均利率的差值,这里涉及央行在一个年份内多次调整贷款利率,同样取均值处理; *Post* 2010 为《流动资金贷款管理暂行办法》实施时间虚拟变量,当年份在 2010 年及之后时为 1,否则为 0; 流动资金缺口 = 营运资金量 - 借款人自有资金 - 现有流动资金贷款 - 其他渠道提供的营运资金。

五、影响机制检验与异质性分析

(一) 影响效应分解

上文验证了《社会保险法》实施显著抑制了企业“短贷长投”倾向,降低了企业投融资期限错配程度。接下来本文进一步进行机制检验。从理论上讲,《社会保险法》实施带来的劳动力成本上升对企业的固定资产投资可能产生两个方面的影响,一是劳动力相对价格上升可能引发企业采用资本替代劳动,从而增加投资规模;二是劳动力成本上升降低了企业的自由现金流,从而促使企业减少投资。为了检验这两种效应,本文首先分别用 $Treated \times Post$ 对企业总工资、平均工资和雇用人数进行回归,来检验《社会保险法》的实施是否导致企业减少了劳动力工资或规模,是否产生了资本替代劳动效应。回归结果见表 4 第 (1) ~ (3) 列,可以看出,《社会保险法》的实施对总工资、平均工资和雇用人数并未产生明显的作用,因此没有证据表明《社会保险法》的实施促使企业用资本替代了劳动。

在此基础上,我们进一步检验《社会保险法》的实施是否导致企业减少了固定资产投资。我们分别用 $Treated \times Post$ 对企业固定资产净值(对数)、固定资产占总资产的比例进行回归。表 4 第 (4)、(5) 列的结果显示,《社会保险法》的实施显著降低了企业的固定资产净值、固定资产占总资产的比重。这表明,《社会保险法》实施主要是通过影响企业内部现金流影响了企业投资决策。《社会保险法》实施后,劳动力成本的上升增加了企业的流动性约束,迫使企业减少固定资产投资,这与刘贯春等(2021)的研究结论相吻合。以上回归结果支持了上文提出的假说 1。此外,我们还检验了《社会保险法》的实施是否导致企业债务期限结构发生变化。本文使用长期负债占总负债的比重来度量企业的债务期限结构,从表 4 第 (6) 列的回归结果可以看出,《社会保险法》的实施导致企业更加偏重长期借款,长期负债占总负债的比例显著上升。以上回归结果验证了上文提出的假说 2。

表 4 影响效应的分解

模型	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
被解释变量	总工资 (对数)	平均工资 (对数)	雇用人数 (对数)	固定资产净值 (对数)	固定资产 比例	债务期限 结构
$Treated \times Post$	-0.112 (-1.60)	-0.085 (-1.39)	-0.026 (-0.67)	-0.045** (-2.55)	-0.014*** (-3.67)	0.014*** (2.65)

续表 4

模型	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
被解释变量	总工资 (对数)	平均工资 (对数)	雇用人数 (对数)	固定资产净值 (对数)	固定资产 比例	债务期限 结构
控制变量	是	是	是	是	是	是
时间/企业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	8050	8050	8050	8050	8050	8050

(二) 中间机制的分析与检验

上述实证结果表明,《社会保险法》的实施并没有产生明显的资本替代劳动效应。根据上文的理论分析,本文接下来检验《社会保险法》是否通过自由现金流影响了企业的现金持有动机和委托代理成本,进而降低了投融资期限错配程度。本文通过引入企业现金持有水平和委托代理成本这两个中间指标,采用中介效应模型来检验上述机制。关于现金持有水平(*cash*),本文采用企业的货币资金和交易性金融资产之和占总资产的比重来进行度量。关于委托代理成本(*agcost*),根据 Jensen(1986)的理论,企业自由现金流的分配使用体现了企业的治理结构,所有权和管理权分离使得企业在自由现金流的使用过程中会产生代理成本。自由现金流越大的企业,管理层越有可能滥用现金进行过度投资,委托代理成本越大。借鉴上述文献,本文采用企业自由现金流占总资产的比重来度量企业的委托代理成本。

表5报告了中介效应检验结果。第(1)、(2)列的结果显示,《社会保险法》实施确实引致企业增加了现金持有量,并且显著降低了委托代理成本。在基准模型中依次加入现金持有水平、委托代理成本这两个中介变量后,第(3)、(4)列的结果显示,*Treated × Post* 的估计系数的绝对值和显著性相对基准回归结果均有所下降,这表明《社会保险法》的实施确实弱化了劳动密集型企业的风险抵御能力,通过提高企业的现金持有水平和降低委托代理成本,明显抑制了企业的“短贷长投”倾向,缓解了投融资期限错配,这也进一步验证了本文提出的假说。

表 5 中介效应检验的回归结果

模型	(1)	(2)	(3)	(4)
被解释变量	现金持有水平 (<i>cash</i>)	委托代理成本 (<i>agcost</i>)	<i>SDLI</i>	<i>SDLI</i>
<i>Treated × Post</i>	0.005** (2.05)	-0.018*** (-2.60)	-0.038** (-2.17)	-0.030* (-1.82)
现金持有水平(<i>cash</i>)			-0.508*** (-5.51)	0.176* (1.77)
委托代理成本(<i>agcost</i>)				0.744*** (16.74)
控制变量	是	是	是	是
时间/企业固定效应	是	是	是	是
观测值	8050	8050	8050	8050

(三) 异质性分析和进一步探讨

上文的实证结果验证了《社会保险法》的实施的确从整体上降低了企业的投融资期限错配程度,但并没有考虑企业之间的异质性。从数据上看,《社会保险法》实施之前,企业之间的投融资期限错配程度差异较大,那么《社会保险法》的实施是否对“短贷长投”程度更高的企业具有更大的影响呢?本文接下来对这一问题进行考察。本文根据被解释变量(*SDLI*)的中位数将样本分为高、低两组进行分析,表6第(1)、(2)列是根据所有年份的中位数分组,第(3)、(4)列则根据2010年的中位数分组。可以看出,《社会保险法》实施对企业投融资期限错配的抑制作用主要体现在“短贷长投”程度高的企业。

表6 根据“短贷长投”程度分组的回归结果

模型	(1)	(2)	(3)	(4)
被解释变量	<i>SDLI</i>			
	程度低	程度高	程度低	程度高
<i>Treated × Post</i>	-0.003 (-0.47)	-0.077 ** (-2.50)	-0.001 (-0.10)	-0.075 ** (-2.37)
控制变量	是	是	是	是
时间/企业固定效应	是	是	是	是
观测值	4029	4021	4027	4023

进一步地,本文按融资约束高低和管理层激励特征来进行异质性分析。当存在劳动力成本上升压力时,对于融资约束较强的企业而言,其经营风险较高,债务偿还和外部再融资能力也较差(Hadlock 和 Pierce, 2010),社保缴纳负担对其固定资产投资的负面作用更为明显(Rauh, 2006)。因此,《社会保险法》的实施对融资约束更强的企业造成的影响可能更大。我们通过计算企业的SA指数来度量企业受到的融资约束程度并将其引入基准模型。从表7第(1)列可以看出,*Treated × Post × 融资约束*的交乘项的估计系数显著为负,验证了本文关于《社会保险法》的实施对融资约束更强的企业投融资期限错配抑制作用更大的猜测。

此外,上文也提到代理成本高的企业更容易依赖短期贷款,而管理者持股可能会在一定程度上缓解企业的委托代理冲突。当管理层持有公司的股份时,其利益与股东利益更为一致,更倾向于增加股东的财富,加大管理层的股权激励能显著缓解委托代理问题(Tzioumis, 2008)。因此,我们利用企业管理层当期持股数量的变化作为反映管理层股权激励程度的代理变量,将样本期内管理层持股数量增加且未出现减持的企业视为管理层激励程度更高的企业。从表7第(2)列可以看出,*Treated × Post × 管理层激励*的交乘项的估计系数显著为负,表明《社会保险法》实施后,管理层激励程度更高的企业更倾向于减少“短贷长投”行为。

表7 异质性分析回归结果

模型	(1)	(2)
被解释变量	<i>SDLI</i>	
<i>Treated × Post</i>	-0.109 *** (-3.11)	-0.042 ** (-2.35)

续表 7

模型	(1)	(2)
被解释变量	SDLI	
<i>Treated</i> × <i>Post</i> × 融资约束	-0.016 ^{**} (-2.21)	
融资约束	-0.183 ^{***} (-2.79)	
<i>Treated</i> × <i>Post</i> × 管理层激励		-0.029 ^{**} (-2.06)
管理层激励		0.018 [*] (1.68)
控制变量	是	是
时间/企业固定效应	是	是
观测值	8050	8050

六、结论与启示

企业普遍“短贷长投”是当前中国经济中的一个非常突出的现象。“短贷长投”作为企业的一种激进型策略,容易导致投融资期限错配,带来金融风险。劳动保护制度的加强会导致企业用工成本上升,可能会弱化企业抵御流动性风险的能力,从而改变企业的投融资行为。本文将劳动保护制度与企业投融资决策联系起来,以《社会保险法》的实施作为准自然实验,研究了这一重要法规对企业投融资行为的影响。研究发现,《社会保险法》实施降低了企业投融资期限错配程度,显著抑制了企业“短贷长投”倾向,并且这种抑制作用在“短贷长投”更严重、融资约束更强和管理层激励水平更高的企业中更加明显。机制分析表明,《社会保险法》实施主要通过两个渠道缓解企业投融资期限错配:其一,《社会保险法》实施提高了企业的用工成本,减少了企业的自由现金流,为了应对可能发生的流动性风险,企业会增加现金持有、减少固定资产投资;其二,《社会保险法》实施在减少企业自由现金流的同时也降低了企业委托代理成本,使得企业选择较为保守和低债务约束的长期借款,延长了债务期限。

统筹安全与发展、坚持在发展中保障和改善民生是中国经济高质量发展的内在要求。本文的研究结论有助于政府与学界准确认识劳动保护对企业投融资决策的影响及其背后的逻辑,对中国完善劳动保护制度、引导企业优化投融资行为、防范与化解金融风险提供了重要的理论借鉴与政策启示。其一,由于《社会保险法》的实施有助于缓解企业投融资期限错配,因此政府在加快推进企业“去杠杆”的同时,应当进一步加强劳动保护制度建设,规范企业的社保缴纳行为,这不仅有助于维护劳动者的合法权益,还可以引导企业合理配置资产和债务结构,有利于防范与化解金融风险。其二,《社会保险法》的实施提高了企业用工成本,在劳动保护的刚性约束下,企业转嫁成本的空间有限,过高的社保缴费负担会使企业的流动性约束加剧,不利于企业的长期投资和可持续发展。因此,政策的设计要兼顾约束和激励,在加强劳动保护、坚持严格征缴社保等多措并举的同时,也

需要深化减税降费等配套改革,如通过适当下调社保费率来减轻企业负担,这样有利于促进企业投资稳定增长。其三,企业“短贷长投”的一个重要原因在于难以从银行与金融机构获得长期贷款,因此,银行及金融机构应适当增加中长期流动资金贷款的供给,抑制企业过度依赖短期贷款所引发的“短贷长投”倾向。同时,企业自身也要拓宽内源性融资渠道,比如采用股权激励等方式,既能减少管理层短期激进的投融资行为,也有利于吸引长期资金和减少融资成本,降低流动性风险。

参考文献:

1. 刘贯春、叶永卫、张军《社会保险缴费、企业流动性约束与稳就业——基于〈社会保险法〉实施的准自然实验》,《中国工业经济》2021年第5期。
2. 刘晓光、刘嘉桐《劳动力成本与中小企业融资约束》,《金融研究》2020年第9期。
3. 钱雪亚、蒋卓余、胡琼《社会保险缴费对企业雇佣工资和规模的影响研究》,《统计研究》2018年第12期。
4. 唐珏、封进《社会保险缴费对企业资本劳动比的影响——以21世纪初省级养老保险征收机构变更为例》,《经济研究》2019年第11期。
5. 魏志华、夏太彪《社会保险缴费负担、财务压力与企业避税》,《中国工业经济》2020年第7期。
6. 许红梅、李春涛《劳动保护、社保压力与企业违约风险——基于〈社会保险法〉实施的研究》,《金融研究》2020年第3期。
7. 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》,《管理世界》2016年第3期。
8. Acharya, V., Gale, D., & Yorulmazer, T., Rollover Risk and Market Freezes. *The Journal of Finance*, Vol. 66, No. 4, 2011, pp. 1177 – 1209.
9. Agrawal, A. K., & Matsa, D. A., Labor Unemployment Risk and Corporate Financing Decisions. *Journal of Financial Economics*, Vol. 108, No. 2, 2013, pp. 449 – 470.
10. Alimov, A., Labor Protection Laws and Bank Loan Contracting. *Journal of Law & Economics*, Vol. 58, No. 1, 2015, pp. 37 – 74.
11. Anderson, P. M., & Meyer, B. D., The Effects of the Unemployment Insurance Payroll Tax on Wages, Employment, Claims and Denials. *Journal of Public Economics*, Vol. 78, No. 1 – 2, 2000, pp. 81 – 106.
12. Bai, J. J., Fairhurst, D., & Serfling, M., Employment Protection, Investment, and Firm Growth. *Review of Financial Studies*, Vol. 33, No. 2, 2020, pp. 644 – 688.
13. Custódio, C., Miguel, A. F., & Luís, L., Why Are US Firms Using More Short-term Debt?. *Journal of Financial Economics*, Vol. 108, No. 1, 2013, pp. 182 – 212.
14. DeMarzo, P. M., & Fishman, M. J., Optimal Long-term Financial Contracting. *Review of Financial Studies*, Vol. 20, No. 6, 2007, pp. 2079 – 2128.
15. Flannery, M. J., Asymmetric Information and Risk Debt Maturity Structure Choice. *The Journal of Finance*, Vol. 41, No. 1, 1986, pp. 18 – 38.
16. Ghaly, M., Anh Dang, V., & Stathopoulos, K., Cash Holdings and Labor Heterogeneity: The Role of Skilled Labor. *Review of Financial Studies*, Vol. 30, No. 10, 2017, pp. 3636 – 3668.
17. Goyal, V. K., & Wang, W., Debt Maturity and Asymmetric Information: Evidence from Default Risk Changes. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 48, No. 3, 2013, pp. 789 – 817.
18. Graham, J. R., & Harvey, C. R., The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, No. 3, 2001, pp. 187 – 243.
19. Hadlock, C. J., & Pierce, J. R., New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index. *Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 5, 2010, pp. 1909 – 1940.
20. Jensen, M. C., Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, 1986, pp. 323 – 329.
21. Li, P., Lu, Y., & Wang, J., Does Flattening Government Improve Economic Performance?. Evidence from China. *Journal of Development Economics*, Vol. 123, 2016, pp. 18 – 37.
22. Matsa, D. A., Capital Structure as a Strategic Variable: Evidence from Collective Bargaining. *The Journal of Finance*, Vol. 65, No. 3, 2010, pp. 1197 – 1232.

23. Morris, J. R. , On Corporate Debt Maturity Strategies. *The Journal of Finance*, Vol. 31, No. 1, 1976, pp. 29 – 37.
24. Phan, H. V. , & Hegde, S. P. , Pension Contributions and Firm Performance: Evidence from Frozen Defined Benefit Plans. *Financial Management*, Vol. 42, No. 2, 2013, pp. 373 – 411.
25. Rauh, J. D. , Investment and Financing Constraints, Evidence from the Funding of Corporate Pension Plans. *The Journal of Finance*, Vol. 61, No. 1, 2006, pp. 33 – 71.
26. Sasaki, T. , The Effects of Liquidity Shocks on Corporate Investments and Cash Holdings: Evidence from Actuarial Pension Gains/Losses. *Financial Management*, Vol. 44, No. 3, 2015, pp. 685 – 707.
27. Serfling, M. , Firing Costs and Capital Structure Decisions. *The Journal of Finance*, Vol. 71, No. 5, 2016, pp. 2239 – 2286.
28. Stulz, R. M. , Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, No. 1, 1990, pp. 3 – 27.
29. Summers, L. H. , Some Simple Economics of Mandated Benefits, *American Economic Review*, Vol. 79, No. 2, 1989, pp. 177 – 183.
30. Tzioumis, K. , Why Do Firms Adopt CEO Stock Options? Evidence from the United State. *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 68, No. 1, 2008, pp. 100 – 111.

Has the Implementation of Social Insurance Law Alleviated Corporate Maturity Mismatch of Investment and Financing?

WANG Wei, ZHANG Shaohui (Shanghai University of Finance and Economics, 200433)

Abstract: The labor protection system has important influence on corporate investment and financing decisions, but there is little research literature studying the maturity mismatch of investment and financing in Chinese firms. Based on sample non-financial A-share firms on Shanghai and Shenzhen stock exchanges, this paper uses the difference-in-differences method to study the impact of the implementation of Social Insurance Law on maturity mismatch of corporate investment and financing and the mechanism behind it. The results are as below. (1) The Social Insurance Law has obviously inhibited the tendency of labor-intensive firms to “long-term investment with short-term financing”, and alleviated the maturity mismatch of investment and financing. (2) It has increased the labor costs and reduced the free cash flow of firms which respond by increasing cash holdings and reducing investment in fixed assets. Meanwhile, the law has extended the debt maturity by reducing the agency cost, thereby inhibiting the tendency of “long-term investment with short-term financing.” (3) The inhibitory effect is more obvious in firms making more “long-term investment with short-term financing” and facing higher financing constraints and higher management incentives. The conclusion of this paper provides a new perspective for understanding the change in the maturity structure of corporate investment and financing, and presents policy implications for guarding against and diffusing financial risks.

Keywords: Social Insurance Law, Labor Protection, Maturity Mismatch of Investment and Financing, Long-Term Investment with Short-Term Financing

JEL: H32, J21, G30

责任编辑: 诗 华