

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.20240209.202

消失的就业: 控股股东质押股票贷款的 劳动力市场后果

李瑞涛¹, 李传宪¹, 郭世俊²

(1. 西南政法大学 商学院, 重庆 401120; 2. 重庆大学 经济与工商管理学院, 重庆 400030)

摘要: 就业是民生之本, 当前我国经济社会面临较大就业压力。本文从就业视角考察控股股东质押股票贷款的社会福利影响。使用2007—2019年期间A股上市公司样本, 研究发现, 控股股东质押股票贷款会导致上市公司层面就业吸纳水平显著下降。特别地, 在遭受控股股东资金侵占和因超额雇佣面临更大劳动成本压力的公司中, 控股股东质押股票贷款后引发的就业下滑现象更为严重。同时, 控股股东股票质押后的就业下滑现象, 在非国企、资产规模小、融资约束高以及控股股东相对控股的样本中更为严重。拓展性分析表明, 高、低学历员工群体的雇佣规模都因控股股东的质押股票贷款行为而出现显著下滑, 并且这种就业下滑在控股股东将股票质押贷款投向上市公司体外项目时更加明显。因此, 对上市企业控股股东层面的股票质押融资行为, 出台针对性的限制政策, 可能有助于“稳就业”政策发挥更大效力。

关键词: 股票质押贷款; 就业; 资金侵占; 超额雇佣

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2024)09-0031-17

一、引言

全球经济遭遇贸易保护主义、地缘冲突以及通货膨胀的多轮冲击, 各国就业市场普遍低迷, 当今世界所处的百年未有之大变局加速演绎。尽管我国经济进入2023年后复苏加快, 但就业市场仍面临严峻挑战, 特别是青年失业率仍然较高。为此, 我国政府出台了一系列的“援企稳岗”政策, 旨在提高企业部门就业吸纳水平。大量研究考察了减税降费(唐珏, 2022)、政府补贴(蒋银娟, 2021)和折旧加速计提(肖人瑞等, 2021)等政策对就业的影响。这些研究普遍围绕宏观经济政策作用于企业劳动投资收益成本函数所形成的经济激励展开, 分析和考察其对劳动

收稿日期: 2023-08-11

基金项目: 重庆市社会科学规划博士和培育项目(2021BS067); 国家自然科学基金面上项目(72302026, 71872022); 中国博士后科学基金项目(2022M710511); 重庆市教委规划项目(22SKGH011, 24SKGH032)和重庆市社会科学规划项目(2023NDYB88)

作者简介: 李瑞涛(1987—), 男, 西南政法大学商学院讲师;

李传宪(1972—), 男, 西南政法大学商学院教授;

郭世俊(1990—), 男, 重庆大学经济与工商管理学院助理教授(通讯作者, guoshijun@cqu.edu.cn)。

力市场的影响。目前,鲜有文献从掌握公司控制权的控股股东自身利益最大化激励视角出发,考察其在上市公司层面劳动力市场的经济影响。因此,本文从控股股东质押股票贷款加杠杆所形成的经济激励入手,探讨其对上市公司就业吸纳水平的影响。特别地,在当前经济社会就业市场低迷背景下,本研究具有重要的理论和实践意义。

全球范围内,公司内部人质押其股票资产获取贷款的行为十分普遍。学术界特别关注掌握公司控制权的控股股东质押股票融资的行为。研究表明,控股股东普遍将质押贷款投向上市公司体外(张陶勇和陈焰华,2014),进而在上市公司外部构建起新的效用函数。这是因为上市公司受公众持股影响,控股股东持股比例相对较低,从经济理性的角度考虑,将项目放在上市公司外部更符合控股股东利益,而质押股票获取的贷款为体外运作项目提供了资金支持。然而,这种安排可能挤占上市公司获取新项目扩张的机会,由此对上市公司层面的就业扩张形成挤出。另外,控股股东股票质押还可能加剧上市公司面临的融资约束,进而抑制就业需求。无论是控股股东股票质押后产生的资金占用(郑国坚等,2014),还是控股股东股票质押导致金融机构缩减投向上市公司的贷款规模(翟胜宝等,2020),都会加剧企业劳动投资扩张面临的现金流约束,由此对上市公司就业产生负面影响。可以推断,控股股东质押股票贷款这一加杠杆行为,可能导致上市公司层面就业吸纳水平显著下滑。

鉴于此,本文使用2007—2019年期间沪深A股上市公司数据,实证考察控股股东质押股票贷款在上市公司层面劳动力市场产生的经济后果。研究发现,相较于控股股东未质押股票贷款企业,控股股东质押股票贷款的公司就业吸纳水平显著更低。同时,遭受控股股东资金侵占和存在超额雇佣面临较高劳动力成本的公司,控股股东质押股票贷款后引发的就业下滑现象更为严重。进一步,上述现象在非国企、资产规模小、融资约束高以及控股股东相对控股样本中更为明显。拓展检验显示,高、低学历员工群体的雇佣规模都因控股股东的质押股票融资而出现显著下滑,并且控股股东将质押股票贷款投向上市公司外部时更明显。另外,本文研究结论经过一系列的内生性检验后仍然稳健。

本文研究同以下几个领域文献相关:第一,已有研究关注到控股股东自身经济激励投射对企业劳动雇佣水平的影响(曾庆生和陈信元,2006;刘慧龙等,2010;Faccio和Hsu,2017),但这一领域文献还是围绕控股股东政治动机形成的激励展开。本文则从控股股东质押股票加杠杆行为出发,考察控股股东加杠杆所塑造的经济激励如何影响上市公司劳动雇佣决策,丰富和拓展了控股股东经济激励投射塑造上市公司劳动雇佣决策领域文献。第二,自2013年股票质押贷款市场改革以来,上市公司控股股东的股票质押行为非常普遍,学界也围绕这一现象展开大量研究。现有文献主要围绕控股股东股权质押在上市公司层面产生的经济影响展开,多份文献从公司价值(Li等,2019)、信息披露(李常青和幸伟,2017)、融资约束(唐玮等,2019)、创新绩效(李常青等,2018)以及股价崩盘风险(谢德仁等,2016;Dou等,2019)等多个视角进行了实证分析。然而,已有文献尚未从社会福利层面展开研究。本文探讨控股股东质押股票贷款所引发的劳动力市场后果,为该领域文献提供了新的“拼图”。第三,复杂的全球经济形势下,我国劳动力市场剧烈承压,政府为此出台大量的“援企稳岗”政策,以稳定社会就业。本文考察发现控股股东质押股票贷款是导致上市公司层面就业规模下滑的重要原因。本文的研究有助于政府“援企稳岗”政策结合资本市场实践适当调整,优化发力点,助力宏观经济“稳就业”目标顺利实现。

本文后续安排如下:第二部分回顾了我国股权质押市场制度演进,并提出本文的研究假说。第三部分描述的是研究样本、变量定义和模型。第四部分和第五部分是实证结果分析。最后一部分是研究总结,回顾本文研究发现,并总结研究不足,同时提出未来研究展望。

二、制度背景与假说发展

(一)我国股票质押贷款市场的制度演进

不同于传统资产抵押贷款中以实物资产为抵押物,股票质押贷款是以上市公司股权作为抵押担保品,本质上属于权利质押。我国1995年实施的《担保法》规定,依法可转让的股票可以进行质押,这意味着股票质押在法律上真正获得了认可。自此以后,股票质押开始出现在我国资本市场。但事实上,早期的股票质押是银行要求控股股东质押其手中股票为上市公司贷款担保,实质是上市公司获取银行贷款的增信担保手段。这是因为股权分置改革前,我国资本市场存在严重的大股东掏空现象,银行为防止投向上市公司的贷款成为控股股东掏空对象,将股票质押作为限制控股股东掏空的一种约束机制。

2005年开启的股权分置改革逐步赋予控股股东所持限售股流通权,这意味着控股股东手中股票价值公允性大幅提高。随着这类法人股价值公允性提高,金融机构也逐渐放宽了控股股东质押股票所获贷款的资金用途。2007年10月生效的《中华人民共和国物权法》明确规定,“债务人或者第三人(出质人)有权处分的可转让的基金份额、股权可以出质”,这一规定从法律上明确了股票质押贷款中金融机构的处置权,进而使得金融机构在股票质押贷款上的试点规模逐渐扩大。

随后,我国证券监管机构开始出台放宽股票质押贷款相关政策,降低了上市公司股东质押融资门槛,旨在提升资本市场服务实体经济能力。2011年上交所和中登公司联合发布了《约定购回式证券交易及登记结算业务实施细则》,这一法规将券商引入股票质押贷款市场。试点阶段,监管机构对股票质押贷款的规模有严格限制,即质押股份不能超过上市公司总股本的5%。随着股票质押贷款业务的快速发展,2013年上海证券交易所、深圳证券交易所和中登公司联合发布的《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》,不仅放开了股票质押比例上限,还将中登公司作为统一的登记管理机构,由此股票质押贷款也从场外登记转入场内。场内登记使得质押贷款办理更加便捷、高效,摆脱了场外股票质押登记的繁琐手续后,股票质押业务迎来了爆发式增长。Wind数据显示,2018年被质押股票总市值超6万亿元。股票质押贷款市场繁荣的背后,券商取代银行成为质押贷款市场最主要的资金供给方,券商参与股票质押的融出资金通过集合资管计划、定向资管计划等多种渠道向银行、信托或客户募集而来。

股票质押贷款市场的繁荣也潜藏着巨大的风险,这种风险在2018年中美贸易冲突阴影笼罩的A股熊市中爆发。大面积的股票下跌触发金融机构设定的强制平仓线,部分控股股东难以按约偿付股票质押贷款。一旦金融机构抛售质押股票的传闻出现,所涉及股票价格就断崖式下跌。可见,市场低迷时期,股票质押贷款业务不仅会加剧股价下跌,还会导致恐慌情绪在金融市场中传染扩散,冲击金融市场稳定。为此,我国证券监管机构开始对股票质押贷款业务进行约束和规范,2018年3月开始实施的《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(2018年修订)》就在这一背景下出台,政策不仅对公司股东的质押融资用途进行严格监管,还要求设立资金专户以保证信贷资金进入实体经济,并限制了单一上市公司质押股份总数不得超过总股本的50%。此外,对过去并未约束和限制的质权方强制平仓行为进行规范,要求平仓前后按程序向交易所申报。总体而言,我国股票质押贷款市场经历快速发展,尽管出现过波折,但总体是在发展中不断规范,已成为上市公司股东融资的重要市场。

(二)理论分析与研究假设

控股股东质押股票贷款后面临的复杂激励,会扭曲其上市公司层面的经营动机。这种扭曲源自控股股东质押股票贷款后面临的股价压力,以及质押贷款所培育的体外项目与上市公司

竞争控股股东所掌握的经营资源而形成代理冲突。对控股股东而言,质押贷款普遍被投向上市公司体外项目,一旦股价下跌触发质押契约中提前偿付条款,将不得不从正在运作的体外项目中抽离资金偿还贷款,这显然不利于控股股东体外项目稳定运作。为防止股价下跌冲击质押贷款所投体外项目稳定运作,控股股东可能实施一系列迎合股价的机会主义行动,甚至选择不利于上市公司长期价值提升的短期主义经营决策,由此抑制企业创新(姜军等,2020)或降低公司风险承担水平(何威风等,2018)。无论是抑制企业创新,还是降低企业风险承担水平,都不利于上市公司通过经营扩张来创造更多就业岗位。

特别地,上市公司受公众持股影响,控股股东持股比例很可能低于质押贷款所运作的体外项目。出于经济理性考虑,控股股东将更倾向于将具有良好经营前景和潜在回报的项目,放到上市公司外部运作以获取更高回报。如果没有股票质押贷款,面临融资约束的控股股东更可能将这些项目放在上市公司体内运作,因为上市公司可以通过资本市场融资以保证项目顺利实施。换言之,控股股东通过质押股票获取的贷款为其体外运作项目所提供的资金支持,将直接剥夺上市公司层面实施新项目来创造更多就业岗位的机会。需要指出的是,控股股东普遍倾向于将质押贷款用于资本市场投机,配置更多金融资产,以追求短期收益(杜勇和陆鑫,2021)。这意味着控股股东质押股票获取的资金可能并未导入实体经济,这些信贷资金既没有在上市公司内带来就业增长,也没有在上市公司体外创造更多就业机会,而可能导致“脱实入虚”现象加剧,显然也无益于实体经济层面的就业规模扩大。

需要指出的是,企业提供更多就业岗位还受现金流约束限制。这是因为劳动力创造的现金流入与雇佣活动产生的现金流出之间存在一定的滞后性(Benmelech等,2021)。当企业现金流入滞后于劳动力开支相关的现金流出形成错配时,面临现金流压力的企业,可能不得不减少雇员开支以保障现金流。从实践来看,劳动力创造现金流滞后性形成的融资约束,还会因控股股东质押股票融资进一步加剧。这是因为,银行考虑到控股股东质押股票贷款后控制权转移风险变大和代理成本上升,减少了投向上市公司的贷款,由此导致上市公司现金流约束加剧(翟胜宝等,2020)。同时,控股股东将质押股票贷款投向外部项目,一旦项目运营不顺或资金需求超出预期,控股股东将面临贷款偿付危机。此时,掌握公司控制权的控股股东筹措资金的行动可能导致上市公司资金被占用和转移(郑国坚等,2014)。显然,这也会导致上市公司融资约束加剧。因此,我们可以推测,控股股东质押股票融资导致的上市公司现金流恶化可能造成明显就业破坏。

此外,控股股东质押股票融资还会导致劳动力投资收益函数均衡点下移,在更低就业水平达到均衡。本质上,股票质押贷款是一种短期贷款,要匹配控股股东质押贷款所投项目的投资周期,需要先将一年内到期的质押贷款偿还给金融机构后,循环质押股票继续获取贷款。在循环质押过程中,金融机构后台风控部门会对质押放贷风险进行审查,其中重要的审核内容是作为质押担保品的上市公司自身会计业绩。这种审核压力可能直接导致控股股东削减上市公司层面劳动力开支,来扮靓会计利润。换言之,上市公司层面劳动力投资可能在更低的就业规模上达到均衡。更重要的是,为避免质押期间股价下跌触及质押平仓线,控股股东会选择保守经营来减少经营扩张成本,避免经营扩张成本对上市公司短期利润的侵蚀。已有研究表明,控股股东质押股票贷款后,上市公司创新投入(姜军等,2020)、投资强度(Chauhan等,2021)都显著下降。这种经营层面的保守偏好可能导致上市公司劳动力投资的边际收益下降。同时,控股股东可能选择削减劳动力成本的方式来提升利润,也会导致雇员规模收缩(Fan等,2022)。因此,控股股东的股票质押融资行为可能导致其缩减上市公司层面的劳动雇佣规模。综合上述制度背景和理论分析,我们构建了如下关系图(见图1)。同时,我们提出的研究假说如下:

3.控制变量

借鉴曾庆生和陈信元(2006)、李广子和刘力(2013)、何威风等(2018)、Benmelech等(2021)、曹春方和邓松林(2022)、王贝贝等(2022)、Fan等(2022)的研究,本文控制了对公司层面劳动雇佣水平有重要影响的一系列变量。这些变量包括总资产收益率(*ROA*)、资产负债率(*LEV*)、公司规模(*SIZE*)、产权性质(*GOV*)、固定资产密度(*PPE*)、公司成长性(*GROWTH*)、第一大股东持股比例(*TOPI*)、股权集中度(*HERFIN5*)以及企业上市年龄(*AGE*)。详细变量定义见表1。

表1 变量定义表

变量	变量符号	定义说明
每百万资产雇员数	<i>EmployA</i>	公司年末雇员人数除以百万为单位标准化后的总资产
每百万收入雇员数	<i>EmployR</i>	公司年末雇员人数除以百万为单位标准化后的总收入
控股股东是否质押股票	<i>PledgeD</i>	年末公司控股股东有股票质押余额设为1,否则为0
控股股东质押股票比例	<i>PledgeR</i>	年末公司控股股东质押股票数量占其总持股的比例
总资产收益率	<i>ROA</i>	公司当年净利润除以年末总资产
资产负债率	<i>LEV</i>	公司当年总负债除以总资产
公司规模	<i>SIZE</i>	公司年末总资产的自然对数
产权性质	<i>GOV</i>	国有企业时取值为1,否则为0
固定资产密度	<i>PPE</i>	公司年末固定资产除以年末总资产
公司成长性	<i>GROWTH</i>	公司营业总收入的增长率
第一大股东持股	<i>TOPI</i>	年末第一大股东持股数量除以年末公司总股本
股权集中度	<i>HERFIN5</i>	前五大股东持股比例的平方和
企业上市年龄	<i>AGE</i>	企业披露年度报告的年份减去IPO年份之差

(三)研究模型构建

本文考察控股股东股票质押对上市公司就业吸纳水平的影响,为此构建了如下模型进行研究:

$$Employ_{i,t} = \alpha_0 Pledge_{i,t-1} + \beta Control_{i,t-1} + FirmFE + YearFE + \varepsilon_{i,t-1} \quad (1)$$

在模型(1)中,被解释变量(*Employ*)是上市公司劳动雇佣规模,包括每百万总资产雇员人数(*EmployA*)和每百万营业总收入雇员人数(*EmployR*)两个变量。核心解释变量(*Pledge*)则是参照已有研究惯例,采用了控股股东股票质押哑变量(*PledgeD*)和控股股东股票质押比例(*PledgeR*)来衡量。进一步地,为缓解可能的反向因果关系影响,本文使用当年的自变量对下一年因变量进行回归,即观察当期的控股股东质押行为对公司下一期雇员规模的影响。另外,我们在模型(1)中控制了双向固定效应,即控制时间(*Year FE*)和公司个体层面(*Firm FE*)的固定效应。

四、实证分析

(一)描述性统计与组间差异分析

表2报告的是本文主要变量描述性统计结果。从企业雇员数情况来看,每百万资产对应的雇员人数(*EmployA*)平均为0.809,标准差为0.737,其中1%分位数为0.022,而99%达到了4.172,说明不同类型的单位资产雇员人数存在较大差异。每百万营业总收入对应的雇员人数(*EmployR*)同样存在类似的差异,其均值为1.582,从极值来看,1%分位数和99%分位数分别是0.060和8.949。另外,控股股东质押股票贷款哑变量(*PledgeD*)的均值为0.335,说明全样本期间有33.5%的控股股东都使用了股票质押贷款这一融资工具。从控股股东质押手中股票融资的

程度来看,全样本期间控股股东平均质押其手中21.2%的股票进行融资,部分公司控股股东甚至质押手中全部股票进行融资。进一步地,本文以控股股东是否质押为依据分组,执行了单变量检验,数据上看,控股股东质押组样本每百万资产雇员数均值为0.741,明显低于控股股东未质押样本组的0.846,且T检验在1%水平高度显著。类似地,控股股东质押组样本的每百万营业总收入雇员数均值1.550,同样低于未质押组样本的1.599,同样通过显著性为5%的T检验。这一数据初步表明,控股股东的股票质押行为对上市公司劳动雇佣水平产生了负面影响。

表 2 描述性统计

Panel A: 主要变量的描述性统计						
变量名	样本数	均值	标准差	中位数	1%分位数	99%分位数
<i>EmployA</i>	25 332	0.809	0.737	0.608	0.022	4.172
<i>EmployR</i>	25 332	1.582	1.453	1.198	0.060	8.949
<i>PledgeD</i>	25 332	0.355	0.479	0.000	0.000	1.000
<i>PledgeR</i>	25 332	0.212	0.340	0.000	0.000	1.000
<i>ROA</i>	25 332	0.038	0.061	0.037	-0.293	0.208
<i>LEV</i>	25 332	0.445	0.225	0.437	0.048	1.102
<i>SIZE</i>	25 332	21.892	1.299	21.739	19.078	25.924
<i>GOV</i>	25 332	0.420	0.494	0.000	0.000	1.000
<i>PPE</i>	25 332	0.229	0.172	0.193	0.002	0.730
<i>GROWTH</i>	25 332	0.222	0.575	0.124	-0.649	4.087
<i>TOPI</i>	25 332	0.353	0.151	0.333	0.087	0.750
<i>HERFIN5</i>	25 332	0.165	0.118	0.136	0.004	0.563
<i>AGE</i>	25 332	9.218	6.602	9.000	0.000	27.000
Panel B: 单变量检验						
	<i>PledgeD</i> =1	<i>PledgeD</i> =0	差异检验			
<i>N</i>	8 996	16 336				
<i>EmployA</i>	0.741	0.846	0.105***			
<i>EmployR</i>	1.550	1.599	0.049**			

注:所有连续变量按照上下1%进行了缩尾处理。***、**、*分别表示T检验在1%、5%和10%水平上显著。

(二) 控股股东股票质押与公司就业吸纳水平

表3列示的是控股股东股票质押对公司就业吸纳水平影响的多元回归结果。在第(1)(3)列中,分别以每百万资产雇员数(*EmployA*)和每百万营业总收入雇员数(*EmployR*)为因变量进行回归,控股股东股票质押哑变量(*PledgeD*)的回归系数分别为-0.052和-0.105,均在1%水平上高度显著。这表明控股股东的股票质押贷款融资会导致上市公司层面就业吸纳水平显著降低。进一步地,在第(2)列和第(4)列中,使用控股股东股票质押比例(*PledgeR*)作为解释变量,其回归系数分别为-0.080和-0.173,同样在1%水平上高度显著,这一结果表明,控股股东股票质押贷款规模越大,对上市公司层面就业吸纳水平产生的负面影响越严重。另外,从控制变量的回归系数来看,我们可以发现企业雇员规模与固定资产规模密切相关,固定资产强度(*PPE*)的回归系数一致性地显著为正,这一结果表明实体经济相关投资对就业增长的重要性,换言之,需要进行固定资产投资的实体经济项目是“稳就业”的压舱石。与此同时,国企承担了较多的社会责任雇佣更多员工,国有企业(*GOV*)的回归系数都显著为正提供了直接证据。需要指出,随着公司年龄上升,企业就业规模有下滑趋势,公司年龄(*AGE*)的回归系数都显著为负,显然充分就业需要创新创业活动中涌现的新生企业成长和发展来创造更多就业机会。综上,控股股东质押股票贷款的行为对上市公司层面的劳动雇佣水平产生了显著的负面影响。^①

^①我们进一步剔除被ST处理和资产负债率超过100%的样本数据后,模型1的回归结果仍然稳健可靠。感谢审稿专家的建议,上述回归结果留存备案。

表3 控股股东股权质押与公司雇员规模

	<i>EmployA</i>		<i>EmployR</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>PledgeD</i>	-0.052*** (-4.18)		-0.105*** (-4.05)	
<i>PledgeR</i>		-0.080*** (-4.06)		-0.173*** (-3.94)
<i>ROA</i>	-0.139 (-1.36)	-0.149 (-1.45)	-1.058*** (-4.49)	-1.078*** (-4.58)
<i>LEV</i>	0.154*** (2.74)	0.152*** (2.71)	0.115 (0.87)	0.112 (0.86)
<i>SIZE</i>	-0.118*** (-7.42)	-0.118*** (-7.44)	-0.205*** (-6.18)	-0.204*** (-6.18)
<i>GOV</i>	0.183*** (3.36)	0.177*** (3.26)	0.340*** (2.92)	0.325*** (2.82)
<i>PPE</i>	0.590*** (8.53)	0.586*** (8.48)	0.445*** (3.08)	0.437*** (3.03)
<i>GROWTH</i>	-0.008 (-1.27)	-0.008 (-1.30)	-0.219*** (-11.82)	-0.220*** (-11.81)
<i>TOP1</i>	0.196 (1.46)	0.176 (1.32)	0.312 (1.08)	0.272 (0.94)
<i>HERFIN5</i>	-0.265* (-1.76)	-0.247 (-1.64)	-0.275 (-0.94)	-0.242 (-0.82)
<i>AGE</i>	-0.045*** (-15.28)	-0.045*** (-15.23)	-0.066*** (-10.93)	-0.066*** (-10.85)
<i>Intercept</i>	3.560*** (10.71)	3.569*** (10.75)	6.478*** (9.31)	6.485*** (9.35)
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>R</i> ²	0.253	0.253	0.151	0.151
<i>N</i>	25 332	25 332	25 332	25 332

注:表中数据为回归系数,括号中为*t*值。所有连续变量按照上下1%进行了缩尾处理。***、**、*分别表示在1%、5%和10%水平上显著。下表同。

(三)稳健性测试^①

1. 双重差分(DID)检验

为缓解可能的内生性问题干扰,本文利用2013年实施的《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》(以下简称质押新规)这一外生事件冲击,构建对照组和处理组,使用双重差分模型进行检验。具体地,使用2010—2012年期间控股股东没有质押股票贷款,而质押新规实施后的2014—2016年期间有质押的公司作为处理组。另外,本文以控股股东在质押新规前后,都没有参与股票质押融资的公司为对照组,即2010—2012年和2014—2016年期间控股股东都没有质押股票融资的公司作为对照组。在此基础上,本文构建如下双重差分模型来进行检验:

$$Employ_{i,t} = \alpha_0 Treat_{i,t-1} + \alpha_1 Treat_{i,t-1} \times Post_{i,t-1} + \alpha_2 Post_{i,t-1} + \beta Control_{i,t-1} + YearFE + IndustryFE + \varepsilon_{i,t-1} \quad (2)$$

表4给出的是双重差分检验回归结果。在第(1)列和第(2)列中,交乘项*Treat*×*Post*的系数分别是-0.084和-0.163,且都在1%水平上高度显著,说明2013年的新规降低股权质押门槛后,控股股东受此影响质押股票贷款的公司就业吸纳水平显著更低。同时,我们根据控股股东2014—2016年的年末质押股票次数,重新构建了处理组,若只在任意一年有质押的公司,则

^①限于篇幅,部分稳健性检验结果正文并未报告,所有实证结果均留存备索。

*Treat1*设为1,否则为0。类似地,任意两年参与过质押融资,则*Treat2*设为1,连续三年都有质押则*Treat3*设为1,以此识别质押涉入程度的影响。重新构建的处理组样本执行回归后发现,控股股东股票质押涉入程度越深,对上市公司就业造成的冲击越大。

表4 双重差分模型检验结果

	<i>EmployA</i>	<i>EmployR</i>	<i>EmployA</i>	<i>EmployR</i>	<i>EmployA</i>	<i>EmployR</i>	<i>EmployA</i>	<i>EmployR</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Treat</i>	0.088*	0.217**						
	(1.95)	(2.40)						
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	-0.084***	-0.163***						
	(-2.79)	(-2.72)						
<i>Treat1</i>			0.066	0.093				
			(0.99)	(0.73)				
<i>Treat1</i> × <i>Post</i>			-0.030	-0.069				
			(-0.64)	(-0.61)				
<i>Treat2</i>					-0.003	0.231*		
					(-0.05)	(1.75)		
<i>Treat2</i> × <i>Post</i>					-0.114**	-0.227**		
					(-2.46)	(-2.49)		
<i>Treat3</i>							0.110	0.128
							(1.62)	(1.02)
<i>Treat3</i> × <i>Post</i>							-0.102**	-0.227***
							(-2.09)	(-2.67)
<i>Post</i>	-0.185***	-0.241***	-0.202***	-0.267***	-0.178***	-0.206***	-0.162***	-0.187***
	(-6.65)	(-4.01)	(-6.93)	(-4.20)	(-6.16)	(-3.42)	(-5.81)	(-3.31)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>R</i> ²	0.261	0.259	0.288	0.281	0.284	0.283	0.307	0.286
<i>N</i>	7248	7248	5436	5436	5466	5466	5550	5550

2.工具变量检验

本文借鉴Chan等(2018)、Xu和Huang(2021)的方法,利用2013年质押新规实施构建工具变量*Post*,2013年当年及后续年度设为1,否则为0。以控股股东股票质押哑变量(*PledgeD*)和控股股东股票质押比例(*PledgeR*)为因变量,将上述工具变量*Post*放入模型回归得到因变量拟合值,再把拟合值放入模型(1)执行回归。同样观察到控股股东的股票质押导致上市公司就业吸纳水平显著下滑。使用工具变量法排除内生性因素干扰后,本文发现仍然得到经验证据支持。

3.Heckman两阶段回归

本文使用了Heckman两阶段回归来缓解样本选择偏差带来的干扰。我们采用Probit模型,以控股股东股权质押哑变量(*PledgeD*)作为因变量,使用模型(1)中控制变量为解释变量执行回归,计算出逆米尔斯比率(*ImillsRatio*),然后将*ImillsRatio*放入模型(1)中执行回归,同样观察到控股股东股票质押对上市公司就业的消极影响。

4.倾向得分匹配(PSM)分析

本文进一步使用倾向得分匹配方法,控制质押组样本和未质押组样本间的系统差异。具体而言,以模型(1)中所有控制变量作为自变量计算倾向得分,选择卡尺0.03为基准,执行一比一配对,并采用匹配样本进行模型(1)的回归分析。回归结果同样显示,控股股东的股票质押会导致上市公司就业规模出现显著下滑。

五、进一步研究

本节包括三个部分内容。首先,分析控股股东股票质押在上市公司层面产生就业损失的作用机制。其次,我们基于上市公司产权性质、公司规模等变量,考察控股股东股票质押产生就业损失的异质性差异。最后,本文围绕控股股东股票质押后的资金投向、雇员学历高低等变量,对控股股东质押股票贷款引发的劳动力市场后果做了拓展性研究。

(一)影响机制检验

为检验控股股东质押股票贷款形塑上市公司雇员决策的作用机制,我们构建了如下模型:

$$Employ_{i,t} = \alpha_0 Pledge_{i,t-1} + \alpha_1 Pledge_{i,t-1} \times X_{i,t-1} + \alpha_2 X_{i,t-1} + \beta Control_{i,t-1} + FirmFE + YearFE + \varepsilon_{i,t-1} \quad (3)$$

在模型(3)中,通过引入交乘项($Pledge \times X$)来识别作用渠道,因变量($Employ$)、自变量($Pledge$)以及控制变量的定义与模型(1)一致, X 是具体的机制检验识别变量。

1.资金侵占的影响

已有研究指出,控股股东股票质押会导致上市公司资金被占用现象加剧(郑国坚等,2014),这意味着上市公司在控股股东质押股票融资后可能面临现金流恶化的局面。现金流恶化的局面将不利于企业扩大或维持已有劳动力规模,因为劳动力开支不仅意味着直接的现金流出,更需考虑劳动力投资形成现金流入普遍滞后于雇员成本涉及的现金流出这一现实,所以面临现金流短缺公司往往直接选择缩减雇员规模(Benmelech等,2021),由此可以推测,控股股东股票质押后资金占用导致的现金流短缺,可能是导致上市公司选择缩减雇员规模的潜在机制。

为识别控股股东股票质押融资造成就业破坏的可能机制,本文借鉴Jiang等(2010)的研究,构建变量 $Turnnel$ (其他应收款除以总资产)度量资金占用情况,并将 $Turnnel$ 与股票质押指示变量($PledgeD$ 和 $PledgeR$)交乘。表5报告的回归结果显示,第(1)列和第(3)列中,交乘项 $PledgeD \times Turnnel$ 的回归系数分别是-0.043和-0.067,分别在1%和10%水平通过显著性检验。上述证据表明控股股东质押股票贷款后的上市公司雇员规模收缩与资金占用密切相关。同时,在第(2)列中, $PledgeR \times Turnnel$ 的回归系数同样在5%水平显著为负,尽管第(4)列中 $PledgeR \times Turnnel$ 的回归系数未达到10%显著性门槛,但系数本身仍然为负。这一结果说明,在上市公司

表5 资金侵占的影响

	<i>EmployA</i>		<i>EmployR</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>PledgeD</i>	-0.030** (-2.26)		-0.071** (-2.39)	
<i>PledgeR</i>		-0.053** (-2.51)		-0.128** (-2.57)
<i>PledgeD</i> × <i>Turnnel</i>	-0.043*** (-2.65)		-0.067* (-1.90)	
<i>PledgeR</i> × <i>Turnnel</i>		-0.048** (-2.07)		-0.081 (-1.45)
<i>Turnnel</i>	0.045*** (3.82)	0.040*** (3.55)	0.080*** (3.09)	0.073*** (2.92)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>R</i> ²	0.254	0.254	0.152	0.152
<i>N</i>	25 332	25 332	25 332	25 332

资金被占用情况下,控股股东质押股票贷款后上市公司层面就业吸纳下降更为严重,上述结果间接证实了流动性约束加剧是控股股东质押引发就业下滑的作用机制。

2.超额雇佣的影响

质押契约设定的是挂钩于股价的强制平仓线,一旦控股股东使用股票质押这一融资工具,就将面临股价下跌带来的强制平仓压力。为避免因强制平仓失去上市公司控制权,控股股东不得不更加重视维持股价稳定。给定会计利润对股价的重要影响,控股股东可能在质押后更注重提高上市公司会计利润。那么,考虑到超额雇员成本会直接导致会计利润减少,同时超额的雇员并不会产生额外会计利润,从经济理性角度考虑,控股股东就更有动机通过裁员来节约劳动力成本,以提高会计利润,进而维稳股价。

为了验证这一论点,本文借鉴曾庆生和陈信元(2006)的方法,计算上市公司超额雇佣率,并构建超额雇佣哑变量(*Excess*)。进一步将*Excess*与控股股东股票质押指示变量*PledgeD*和*PledgeR*交乘。表6呈现的是回归分析结果。从数据上看,第(1)列和第(4)列中,交乘项的回归系数都为负,且都在1%水平上高度显著。上述结果一致性地证实了企业存在超额雇佣的情况下,控股股东质押股票贷款后导致的上市公司雇员规模下滑更为严重,这在一定程度上证实超额雇佣所带来的财务成本是另一作用渠道。

表6 超额雇佣的影响

	<i>EmployA</i>		<i>EmployR</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>PledgeD</i>	0.027** (2.43)		-0.031 (-1.14)	
<i>PledgeR</i>		0.016 (0.96)		-0.076* (-1.66)
<i>PledgeD</i> × <i>Excess</i>	-0.188*** (-9.15)		-0.168*** (-4.15)	
<i>PledgeR</i> × <i>Excess</i>		-0.233*** (-7.38)		-0.215*** (-3.42)
<i>Excess</i>	0.425*** (24.20)	0.408*** (24.08)	0.549*** (15.36)	0.534*** (15.49)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>R</i> ²	0.321	0.319	0.177	0.177
<i>N</i>	25 332	25 332	25 332	25 332

(二)异质性分析

1.产权性质的影响

以往文献指出,国有企业因其肩负的社会责任而提供更多就业岗位,存在超额雇员现象(曾庆生和陈信元,2006;廖冠民和沈红波,2014)。那么,本文所发现的控股股东股票质押带来的就业损失是否在国有企业层面表现出差异?我们根据企业是否属于国有企业(*GOV*)来进行分组回归。表7列示的是分组回归的结果,第(1)(3)(5)(7)列的非国企样本中,解释变量*PledgeD*和*PledgeR*的回归系数都为负,且在至少在5%水平通过显著性检验。与此同时,第(2)(4)(6)(8)列的国企样本中,*PledgeD*和*PledgeR*的回归系数都为正,且均未通过显著性检验。这一结果表明,本文所观察到控股股东质押股票贷款对上市公司就业吸纳水平产生的负面影响,仅存在于非国企样本中。当然,上述结果也符合国有企业出于其自身社会责任目标不会轻易裁员这一经验事实。

表7 产权性质的影响

	<i>EmployA</i>				<i>EmployR</i>			
	非国企	国企	非国企	国企	非国企	国企	非国企	国企
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>PledgeD</i>	-0.051*** (-3.84)	0.009 (0.38)			-0.081*** (-2.86)	0.009 (0.38)		
<i>PledgeR</i>			-0.066*** (-3.30)	0.037 (0.76)			-0.101** (-2.26)	0.146 (1.38)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R^2	0.241	0.247	0.240	0.247	0.152	0.247	0.152	0.125
N	14694	10638	14694	10638	14694	10638	14694	10638
系数差异p值	0.003		0.000		0.020		0.012	

2. 企业规模的影响

考虑到资产规模与雇员数成正比,资产专用性决定了资产规模越大的公司,降低雇员规模面临的摩擦会更大。那么,控股股东质押股票贷款后,资产规模更大的企业可能因为这种劳动用工黏性,缩减雇员的程度更小。为此,我们使用上市公司资产规模(*SIZE*)作为分组依据,分组回归结果列示在表8中。可以看到,公司规模小样本组中,第(1)(3)(5)(7)列所展示的*PledgeD*和*PledgeR*回归系数均为负,除第(5)列*PledgeD*的回归系数未通过显著性检验外,其他至少通过5%水平的显著性检验。与此同时,公司规模大的样本中,除第(2)列*PledgeD*回归系数在10%水平显著为负以外,其他三列解释变量回归系数均未通过显著性检验。上述结果表明资产规模更大的企业样本中,控股股东质押股票贷款产生的就业破坏更小,这可能与更大规模企业裁员受劳动用工黏性限制。从系数差异性检验来看,除第(5)列和第(6)列两组样本在系数差异检验中没有发现显著差异,其他三组样本回归系数之间都存在显著差异。

表8 企业规模的影响

	<i>EmployA</i>				<i>EmployR</i>			
	小规模	大规模	小规模	大规模	小规模	大规模	小规模	大规模
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>PledgeD</i>	-0.045*** (-2.62)	-0.027* (-1.77)			-0.052 (-1.46)	-0.040 (-1.21)		
<i>PledgeR</i>			-0.105*** (-3.89)	-0.007 (-0.33)			-0.132** (-2.20)	-0.032 (-0.56)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R^2	0.228	0.225	0.230	0.224	0.133	0.113	0.133	0.112
N	12666	12666	12666	12666	12666	12666	12666	12666
系数差异p值	0.058		0.002		0.443		0.011	

3. 融资约束的影响

考虑到控股股东股票质押导致上市公司获得贷款减少(翟胜宝等,2020),将进一步加剧上市公司面临的融资约束,那么,上市公司可能受制于紧张的现金流,不得不选择降低雇员规模。因此,我们根据企业面临的融资约束程度差异,进行分组回归,由此检验企业融资约束差异是否产生异质效应。具体而言,参照鞠晓生等(2013)的方法,我们构建起刻画上市公司融资约束的指标(*SA*),该指标值越大企业面临的融资约束越严重,然后以当年同行业公司融资约束指

标均值为基准,将SA值高于均值的划入融资约束高组样本,否则划入融资约束低组样本。表9给出了分组回归的结果,在第(1)(3)(5)(7)列中,*PledgeD*和*PledgeR*的回归系数都为负,且在1%水平上高度显著;而在融资约束低组样本中,即在第(2)(4)(6)(8)列中,*PledgeD*和*PledgeR*的回归系数尽管为负,但都未通过显著性检验。这一结果充分表明,控股股东质押股票贷款后在上市公司层面形成的就业破坏与融资约束程度密切相关。这一结果也从侧面支持了渠道检验的发现。

表9 融资约束的影响

	<i>EmployA</i>				<i>EmployR</i>			
	融约高	融约低	融约高	融约低	融约高	融约低	融约高	融约低
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>PledgeD</i>	-0.055*** (-3.54)	-0.026 (-1.43)			-0.105*** (-3.37)	-0.029 (-0.68)		
<i>PledgeR</i>			-0.117*** (-4.33)	-0.022 (-0.84)			-0.189*** (-3.24)	-0.063 (-0.94)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>R</i> ²	0.230	0.246	0.232	0.246	0.147	0.113	0.148	0.113
<i>N</i>	12407	12925	12407	12925	12407	12925	12407	12925
系数差异 <i>p</i> 值	0.059		0.016		0.067		0.043	

4. 控股股东持股比例的影响

控股股东质押股票贷款后在上市公司层面造成就业破坏,本质上还是源自控股股东在自身企业集团成员内部分配经营资源过程中的代理摩擦。这种代理摩擦激励控股股东将更多经营资源分配给其股票质押贷款所培育的体外项目。控股股东在上市公司层面持股比例越高,这种代理摩擦就可能更小。因此,我们以控股股东是否绝对控股上市公司(持股比例超过50%)为依据,进行分组回归分析。理论上,控股股东绝对控股条件下,上市公司的经营受体外系族企业挤占可能更弱,那么在绝对控股组样本中,因控股股东股票质押导致的就业损失也可能更小。从表10给出的回归结果看,在第(2)(4)(6)(8)列中,控股股东持股低于50%的样本中,*PledgeD*和*PledgeR*的回归系数均为负,且都在1%水平上高度显著;同时,控股比例大于50%的

表10 控股股东持股比例的影响

	<i>EmployA</i>				<i>EmployR</i>			
	持股 ≥50%	持股 <50%	持股 ≥50%	持股 <50%	持股 ≥50%	持股 <50%	持股 ≥50%	持股 <50%
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>PledgeD</i>	-0.019 (-0.83)	-0.047*** (-3.54)			-0.045 (-0.95)	-0.099*** (-3.50)		
<i>PledgeR</i>			-0.027 (-0.60)	-0.072*** (-3.52)			-0.127 (-1.32)	-0.162*** (-3.48)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>R</i> ²	0.195	0.246	0.195	0.247	0.105	0.147	0.106	0.148
<i>N</i>	4732	20600	4732	20600	4732	20600	4732	20600
系数差异 <i>p</i> 值	0.026		0.018		0.002		0.053	

样本中,解释变量回归系数则不再显著。上述结果从控股股东控股程度差异这一横截面,证实了控股股东股票质押贷款引发的就业损失更主要存在于控股比例低的样本,从侧面证实了代理摩擦的影响。

(三)拓展性检验

我们进一步考察控股股东质押股票融资行为对上市公司劳动雇佣结构的影响。借鉴以往的研究(李广子和刘力,2013;余明桂和王空,2022),根据公司雇员学历高低设计因变量,检验控股股东股票质押对不同学历雇员就业规模的影响。具体来说,将大专以上学历员工数加总作为高学历雇员,标准化后得到每百万总资产高学历雇员数(*EduHigh*),再把大专及大专以下学历员工加总作为低学历雇员,标准化后得到每百万总资产低学历雇员数(*EduLow*),并代入模型(1)中作为因变量进行回归。回归结果列示在表11中。通过第(1)(2)列观察,可以看到*PledgeD*和*PledgeR*的系数分别为-0.005和-0.006,其中*PledgeD*的系数通过5%水平显著性检验,这意味控股股东的股权质押对高学历员工的雇佣规模有负向影响。同时,在第(3)(4)列中,*PledgeD*和*PledgeR*的系数分别为-0.041和-0.080,并且在1%水平高度显著,这说明控股股东质押股票融资同样对低学历员工的岗位需求产生负面冲击,回归系数绝对值更大表明在低学历员工群体中造成的就业破坏更严重。

表 11 控股股东股权质押对高、低学历雇员规模的影响

	<i>EduHigh</i>		<i>EduLow</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>PledgeD</i>	-0.005** (-2.29)		-0.041*** (-3.43)	
<i>PledgeR</i>		-0.006 (-1.62)		-0.080*** (-4.37)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>R</i> ²	0.058	0.057	0.205	0.206
<i>N</i>	19259	19259	19259	19259

考虑到控股股东股票质押导致上市公司缩减雇员规模这一负面劳动力后果,与控股股东将质押贷款用于培育上市公司体外项目密切相关。本文根据国泰安数据库披露的控股股东股票质押贷款去向数据,区分质押资金去向,进一步做了拓展性研究。借鉴史永东等(2021)的研究,将控股股东股票质押哑变量(*PledgeD*)根据资金是否投向上市公司,拆分为两个哑变量*PledgeListfirm*和*PledgeNonListfirm*。定义规则如下,明确质押资金投向上市公司时,将*PledgeListfirm*设为1,否则为0,而没有明确披露贷款投向上市公司,则*PledgeNonListfirm*等于1,否则为0,并将上述变量作为因变量放入模型(1)执行回归。表12给出了回归结果,第(1)(2)列中,*PledgeNonListfirm*的系数显著为负,且在1%水平高度显著,这说明控股股东将质押贷款投向上市公司体外时,上市公司层面雇员规模下滑十分明显。同时,*PledgeListfirm*的回归系数尽管为负,但并未通过显著性检验,这意味着,当控股股东将质押贷款用于支持上市公司发展时,上市公司缩减雇员规模的现象不再明显。第(3)和(4)列的回归结果保持一致。上述结果表明,控股股东质押股票贷款后在上市公司层面带来的就业损失,与控股股东将质押贷款投向上市公司体外运作项目直接相关。

表 12 质押贷款投向的影响

	<i>EmployA</i>		<i>EmployR</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>PledgeListfirm</i>	-0.048 (-1.25)	-0.040 (-1.10)	-0.143* (-1.69)	-0.124 (-1.58)
<i>PledgeNonListfirm</i>	-0.073*** (-5.28)	-0.054*** (-4.12)	-0.148*** (-5.14)	-0.102*** (-3.76)
<i>Controls</i>	No	Yes	No	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
R^2	0.212	0.253	0.101	0.151
<i>N</i>	25 332	25 332	25 332	25 332

六、研究总结

(一)研究结论

本文考察控股股东股票质押对上市公司就业吸纳水平的影响。研究发现,控股股东质押股票融资会在上市公司层面劳动力市场产生负面冲击。特别地,遭受控股股东资金侵占和存在超额雇佣面临较高劳动力开支的公司,控股股东质押股票贷款后引发的就业下滑现象更为严重。我们还发现,控股股东质押股票融资产生就业吸纳水平下降现象,在非国企、小规模企业、融资约束高以及控股股东相对控股样本中更为严重。拓展检验则表明,高、低学历员工群体的雇佣规模都因控股股东的质押股票融资而出现显著下滑,并且控股股东将质押股票贷款投向上市公司体外运作项目时,这种就业下滑现象更为明显。本文从控股股东质押股票融资出发,考察了控股股东加杠杆形成的经济激励如何塑造上市公司劳动雇佣决策。

(二)政策启示

当前经济形势下,我国宏观经济“稳就业”压力较大。我国政府出台大量的“援企稳岗”政策,旨在稳定就业市场,提供更多就业岗位。本文所发现控股股东质押股票融资加杠杆所引发的上市公司层面就业规模下滑,可能制约政府“援企稳岗”政策发挥效力。我们认为,监管部门可以针对控股股东这一特殊群体,出台更完善的股票质押贷款监管政策。首先,要加强控股股东股票质押贷款的资金去向、质押周期以及还款计划的披露。其次,当控股股东将质押股票贷款投向自身主业以外,以及“脱实入虚”进入资本市场时,还需要对高比例质押控股股东的投票权进行适当限制,防止因控股股东面临质押还款压力时,凭借手中控制权优势侵占和掏空上市公司。最后,对提供贷款资金的金融机构,相应的监管部门应设定挂钩金融机构净资产规模的质押授信总额门槛,防止金融机构逐利动机下过度投放贷款到股权质押市场,避免质押引发的金融风险上升。特别地,针对民营企业、小规模企业在控股股东质押股票贷款后就业规模下滑更严重的现象,从金融机构层面出台相应的指导意见,适当限制这类企业控股股东的股票质押贷款。与此同时,为避免低学历员工群体因控股股东质押股票贷款面临更大失业压力,可以考虑将这类企业所获税收减免、政府补贴等优惠政策挂钩于其雇员结构和规模,适当缓解低学历员工群体失业压力,提高社会福利水平。

(三)研究不足与未来展望

需要说明的是,本文的研究依托的是上市公司样本,考察控股股东质押股票贷款在上市公司层面劳动力市场的影响。一方面,因为研究观察窗口存在局限性,所以无法从控股股东企业集团的全局视角考察质押股票贷款加杠杆对企业劳动雇佣水平的影响。另一方面,控股股东质押股票贷款后的经济动机本身是动态变化的,当面临股价下跌触发提前偿付贷款的条款时,控

股股东的经济动机是维稳股价,可能出台增持、回购等直接干预股价的手段。若控股股东面临体外项目亏损,到期无法偿付质押贷款时,则可能形成资金侵占。后续研究可结合不同阶段控股股东经济动机动态变化展开,还可以通过更加翔实的案例数据,从控股股东所掌控的企业集团层面,全局性地系统研究控股股东股票质押贷款加杠杆的经济影响。

主要参考文献

- [1]白云霞,王砚萍. 官员访问与公司雇员[J]. 科研管理, 2019, 40(5): 254-263.
- [2]曹春方,邓松林. 政府失业目标调整与就业质量——来自微观企业层面的证据[J]. 金融研究, 2022, (6): 115-132.
- [3]杜勇,陆鑫. 控股股东股权质押与实体经济金融化——基于“掏空”与控制权转移的视角[J]. 会计研究, 2021, (2): 102-119.
- [4]何威风,刘怡君,吴玉宇. 大股东股权质押和企业风险承担研究[J]. 中国软科学, 2018, (5): 110-122.
- [5]姜军,江轩宇,伊志宏. 企业创新效率研究——来自股权质押的影响[J]. 金融研究, 2020, (2): 128-146.
- [6]蒋银娟. 政府补贴对企业就业波动的影响研究[J]. 财经研究, 2021, 47(4): 108-123.
- [7]李常青,李宇坤,李茂良. 控股股东股权质押与企业创新投入[J]. 金融研究, 2018, (7): 143-157.
- [8]李常青,幸伟. 控股股东股权质押与上市公司信息披露[J]. 统计研究, 2017, 34(12): 75-86.
- [9]李广子,刘力. 社会目标、雇员规模与民营化定价[J]. 金融研究, 2013, (1): 177-191.
- [10]廖冠民,沈红波. 国有企业的政策性负担: 动因、后果及治理[J]. 中国工业经济, 2014, (6): 96-108.
- [11]刘慧龙,张敏,王亚平,等. 政治关联、薪酬激励与员工配置效率[J]. 经济研究, 2010, 45(9): 109-121,136.
- [12]史永东,宋明勇,李凤羽,等. 控股股东股权质押与企业债权人利益保护——来自中国债券市场的证据[J]. 经济研究, 2021, 56(8): 109-126.
- [13]唐玮,夏晓雪,姜付秀. 控股股东股权质押与公司融资约束[J]. 会计研究, 2019, (6): 51-57.
- [14]唐珏. 降低住房公积金缴费率有助于稳定就业吗?[J]. 经济学(季刊), 2022, 22(3): 977-996.
- [15]王贝贝,陈勇兵,李震. 减税的稳就业效应: 基于区域劳动力市场的视角[J]. 世界经济, 2022, 45(7): 98-125.
- [16]肖人瑞,谭光荣,万平,等. 加速折旧能够促进劳动力就业吗——基于准自然实验的经验证据[J]. 会计研究, 2021, (12): 54-69.
- [17]谢德仁,郑登津,崔宸瑜. 控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗?——基于股价崩盘风险视角的研究[J]. 管理世界, 2016, (5): 128-140.
- [18]余明桂,王空. 地方政府债务融资、挤出效应与企业劳动雇佣[J]. 经济研究, 2022, 57(2): 58-72.
- [19]曾庆生,陈信元. 国家控股、超额雇员与劳动力成本[J]. 经济研究, 2006, (5): 74-86.
- [20]翟胜宝,童丽静,伍彬. 控股股东股权质押与企业银行贷款——基于我国上市公司的实证研究[J]. 会计研究, 2020, (6): 75-92.
- [21]张晨宇,武剑锋. 大股东股权质押加剧了公司信息披露违规吗?[J]. 外国经济与管理, 2020, 42(5): 29-41.
- [22]张陶勇,陈焰华. 股权质押、资金投向与公司绩效——基于我国上市公司控股股东股权质押的经验数据[J]. 南京审计学院学报, 2014, 11(6): 63-70.
- [23]郑国坚,林东杰,林斌. 大股东股权质押、占款与企业价值[J]. 管理科学学报, 2014, 17(9): 72-87.
- [24]Benmelech E, Bergman N, Seru A. Financing labor[J]. *Review of Finance*, 2021, 25(5): 1365-1393.
- [25]Chauhan Y, Mishra A K, Spahr R W. Stock pledging and firm risk: Evidence from India[J]. *Financial Management*, 2021, 50(1): 261-280.
- [26]Dou Y, Masulis R W, Zein J. Shareholder wealth consequences of insider pledging of company stock as collateral for personal loans[J]. *The Review of Financial Studies*, 2019, 32(12): 4810-4854.
- [27]Faccio M, Hsu H C. Politically connected private equity and employment[J]. *The Journal of Finance*, 2017, 72(2): 539-574.
- [28]Fan R, Pan J P, Yu M G, et al. Corporate governance of controlling shareholders and labor employment decisions: Evidence from a parent board reform in China[J]. *Economic Modelling*, 2022, 108: 105753.
- [29]Jiang G H, Lee C M C, Yue H. Tunneling through intercorporate loans: The China experience[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98(1): 1-20.
- [30]Li M, Liu C, Scott T. Share pledges and firm value[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2019, 55: 192-205.

Disappearing Jobs: The Labor Market Consequence of Controlling Shareholder Share Pledging

Li Ruitao¹, Li Chuanxian¹, Guo Shijun²

(1. Business School, Southwest University of Political Science & Law, Chongqing 401120, China;
2. School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400030, China)

Summary: Employment is the foundation of people's livelihoods. Currently, there is significant employment pressure in the Chinese society. This paper examines the impact of controlling shareholder share pledging on the social welfare from the perspective of employment. Using the sample of A-share listed companies from 2007 to 2019 in China, the study finds that controlling shareholder share pledging is negatively associated with the employment level. It is also found that the negative association is stronger in enterprises experiencing an expropriation of controlling shareholders' funds and enterprises facing higher labor costs due to overemployment. Furthermore, the baseline findings are stronger in non-state-owned enterprises, small enterprises, enterprises with higher financial constraints, and enterprises with smaller controlling shareholder ownership. Further analysis shows that the employment scale of both higher and lower education groups shrinks due to controlling shareholder share pledging. Additionally, the decline is more pronounced when controlling shareholders pledge stocks for loans directed towards off-market projects. Therefore, implementing appropriate restrictions on controlling shareholder share pledging may contribute to the effectiveness of the policy of "ensuring stability in employment".

Key words: share pledging; employment; capital encroachment; overemployment

(责任编辑:王 孜)