

Research on the Impact of the New Regulations on Employment of Equity Pledges

Tiansheng Lan

School of Economics and Management, East China Jiaotong University, Nanchang, Jiangxi, 330100, China

†Email: 2662262148@qq.com

Abstract

This paper takes the promulgation of the "New Regulations on Equity Pledge" as a quasi-natural experimental scenario to study the governance effect of the "New Regulations" on the current severe employment problem. The results of the study show that the "new regulations" have a positive governance effect. Further research finds that the "new regulations" have a stronger governance effect on state-owned enterprises. This paper provides theoretical support and empirical evidence for the economic consequences of the implementation of the New Regulations, and has certain policy implications for the regulator to regulate the equity pledge behavior of controlling shareholders of listed companies.

Keywords: *New Rules on Equity Pledge; Corporate Employment*

股权质押《新规》对就业的影响研究

兰天晟

华东交通大学经济管理学院，江西南昌 330100

摘要: 本文以“股权质押新规”颁布为准自然实验场景，研究“新规”对时下严峻的就业问题产生的治理效应。研究结果表明，“新规”产生了积极的治理效应。进一步研究发现，“新规”对国有企业具有更强的治理效应。本文研究为“新规”实施的经济后果提供了理论支撑和经验证据，同时对监管层规范上市公司控股股东股权质押行为具有一定的政策启示。

关键词: 股权质押新规；企业就业

引言

股权质押是指出质人以其所拥有的股权作为质押标的物以进行融资而设立的质押，与其他物权质押有所不同的是，股权质押在质押后不会导致控制权转移，因此，这一融资方式一度受到上市公司控股股东的青睐，在过去一段时间迅速成为了一种热门的融资方式。股权质押融资方式兴起的同时，资本市场上出现了一系列乱象，不少控股股东借助这一方式获取资金，进而对于企业进行掏空。控股股东的股权质押行为对于金融市场的平稳运行带来了一系列的冲击，《新规》发布前，资本市场上股东的质押规模过大，融资资金持续用于高风险的领域中进行投资。企业大规模的资金质押行为致使企业的业务风险持续上升，部分企业在经营业务上脱实向虚，频频拉响风险的警报。

以化解金融风险为导向，上海证券交易所制定了《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018年修订）》等相关规定（简称《新规》），并得到了证监会的批准。《新规》对股权质押率进行了严格的规定，且要求资金流向实体经济，还限制了中小投资者利用小额质押加杠杆，惩罚措施较为严格，被称为“股权质押史上最严新规”。《新规》的发布对于企业以及资本市场产生了一系列的治理效应，其提出首次交易金额不低于500万元，后续不低于50万元（限制中小投资者利用小额质押加杠杆）的要求，一方面《新规》使得

企业的投资理念发生了转变，市场上的中小企业通过质押股权获取资金以进行金融资产投资的方式已不再能够得以实施；另一方面，《新规》对于企业的生产经营的方向的转变产生影响，在《新规》发布以后，部分企业的经营由原有的通过加杠杆的行为进行资本增值的方式已不再能够行之有效，使得部分企业的生产经营转向实体领域，对于促进居民就业以及社会主义市场建设提供了强大的推动力。根据《新规》发布的内容来看，《新规》对于实体经济的生产与发展能够产生一系列的促进作用，进一步地能够促进企业扩大实体生产规模，加大用工需求，自 2019 年新冠疫情爆发，以及后续的中美贸易战以来，实体企业的生产利率大幅度下滑，大量的企业破产清算，大量企业员工在此期间失去了就业岗位，国内就业形势总体严峻。

就业问题是关乎民生的重大问题，在党的二十大报告中，习近平总书记指出就业是民生之本、发展之基。根据人社部在 2023 年 3 月发布的发布数据，当年一季度全国城镇新增就业 297 万人，同比增加 12 万人；3 月份城镇调查失业率为 5.3%，同比下降了 0.5 个百分点，就业形势保持总体稳定并逐步得到改善。然而，值得注意的是当前就业总量压力依然存在，确保就业大局稳定至关重要。稳就业需要持续扩大就业容量，同时需要对于居民就业的质量进行严格的把控。另一方面，《新规》可能能够对于企业的金融化程度具有一系列的抑制作用，《新规》是国家化解重大金融风险促进资本市场平稳发展和实现可持续发展的重要举措。《新规》对于经济的发展以及社会的生产产生了一系列重要的影响，对于企业而言，《新规》改变了企业的资本运转方式以及生产方向，进一步地可能对于企业的资本结构以及平稳运行能够造成一定的影响与改变，促使企业生产规模扩大以及金融资本结构。在《新规》对于资本市场产生一系列冲击的时候，企业不得不面临转型升级，转向新的市场进行生产，而非仅仅关注于金融投资的领域。那么，在企业进行实体生产的过程中，其能否促进用工需求进而对于当下的就业难题形成缓解作用，是众多学者尚未研究的一个论题。本文旨在通过实证研究《新规》能否对于就业产生影响，分析二者的关系，通过实证检验《新规》对于企业的生产发展进而对于就业问题产生的影响，并希望能够产生些许的边际贡献。

本文可能的贡献包括：（1）本文通过研究股权质押《新规》对就业产生的影响，丰富了股权质押的经济后果的研究。现有文献在研究企业的股权质押行为时，较多从企业的动因以及经济后果等方面进行衡量，对于质押《新规》的政策性效果进行的研究甚少，因此本文尝试在这一领域进行探索。丰富对于股权质押研究领域的的内容，在一定程度上填补了空白。（2）本文也具有一定的实践意义，本文对《新规》的实施效果进行了深入的研究，通过实证研究分析了《新规》对于就业产生的影响，实证结果表明，《新规》具有引导企业脱虚向实的作用，对于当前的居民就业这一重大民生问题具有引导作用。

1 文献综述

现有文献在研究企业的股权质押行为时，从企业的质押动机以及进行股权质押的经济后果两方面进行了考量。从企业股权质押的动机的视角出发，罗党论等研究发现，企业的股权质押行为可能受到公司的投机文化氛围的影响，当企业投机文化越浓厚时，其越可能进行股权质押的行为^[1]。王豪杰等认为企业股东股权质押使得企业更倾向选择金融化行为，并认为企业进行股权质押多出于缓解自身融资约束的影响的考量^[2]。侯丽等认为控股股东股权质押的动机与其自身的财务状况，经营成果等相关，资金状况差的公司更有可能受到外部市场的关注而不容易产生掏空行为^[3]。刘骞文等通过研究发现控股股东进行股权质押存在多种动机，出于稳定股价，缓解融资约束的目的，股东也有可能进行股权质押的行为^[4]。李常青等则研究发现股权质押的股东在质押后通过对于现金持有水平进行干预而降低了企业的价值^[5]。

而对于就业的影响因素的研究，毛其淋等通过研究 esg 对于就业的效应的影响时研究发现，esg 通过促进企业生产规模能够对就业产生积极的影响^[6]。罗知通过研究发现企业金融化缩减了劳动雇佣规模，进一步地对于就业形势带来不利的影响^[7]。王锋认为低碳城市试点政策通过产出效应和要素替代效应这两种机制促进了企业层面的就业^[8]。唐珏研究发现，企业政策缴费率下调能有效缓解融资约束和营收下滑带来的负面冲击，起到稳就业的效果^[9]。胡世前等研究发现城市全球价值链参与位置的提升显著促进了就业，并通过异质

性分析发现该项促进效应在东部地区更为稳定^[10]。郝芮琳通过研究地方信贷以及金融机构扩张发现金融化会抑制现实资本积累，导致可变资本规模收缩并且单位可变资本对劳动力的需求下降，就业整体下滑，并指出我国经济发展与实体经济背离，对就业产生严重的消极影响^[11]。

以上研究成果主要集中于企业的股权质押以及就业的两个层面的研究，不难发现现有研究主要集中于股权质押对于企业价值、公司治理等的影响可能存在一些问题，学术界对《新规》的产生的影响研究尚浅。本文则在股权质押风险积聚背景下，研究股权质押《新规》对于就业产生的影响，并期望能够为当下的就业问题提供一些有所帮助的建议。

2 研究假设

已有研究在研究股权质押《新规》产生的影响时，发现《新规》对股权质押业务的质押率和质押资金用途的限制，能够降低企业风险，从而降低资本成本，提高股票价格和公司价值，是利好投资者的政策。《新规》发布前，资本市场上存在企业质押后获取的资金并未用于实体经营生产，而是进行股票申购或者二级市场投资，或者投入违反国家宏观政策以及产业政策的项目中，《新规》发行的一大目的就是抑制此类乱象，恢复实体经济的生产。本文认为《新规》能够促进实体生产的规模，进一步对于企业的用工需求产生影响。在研究《新规》对于就业的影响时认为《新规》能够从降低企业金融化程度以及扩张企业的生产规模两个维度对于就业产生影响。理论上，股权质押《新规》对于就业的影响机制能够影响企业的劳动力需求层面以及劳动力供给两个方面。质押《新规》对于控股股东通过股权质押获取资金的用途进行了明确的规定，其约束了融入资金用途，有利于引导质押资金流向实体经济，避免融入资金进入二级市场的加杠杆行为，顺应实体经济经营生产的大趋势。另一方面，《新规》有利于引导企业的投资方向，抑制企业的过度金融投资行为，将质押获取的资金从金融行业转向实体生产，有利于企业扩大实体生产规模，从而扩大用工需求，促进生产力的发展，对于当下的就业环境具有促进作用。其次，根据信号传递理论，企业的股权质押行为会产生资金紧张的市场信号，受到的市场关注度迅速达到峰值，这一现象在《新规》发布后变得更加明显。在《新规》发布后，控股股东的股权质押行为进一步受到市场的紧密关注，控股股东的原有私利侵占行为以及金融投资的道路愈发受限，更多的控股股东更倾向于将质押获取资金用于实体经营与生产投资，因此，本文认为质押《新规》发布后，企业更倾向于利用股权质押进行实体生产经营，其需要的劳动力有所上升，基于此，本文提出如下假设：

H1: 股权质押《新规》对于就业起正面的促进作用。

3 研究设计

3.1 样本与数据来源

本文研究选取的数据从 2012 年到 2023 年的中国所有 A 股上市公司，并剔除了数据缺失的样本，使用的数据在上下 1% 的范围内进行了缩尾，并剔除了 ST 类行业，相关数据均来自 CSMAR 数据库。以《新规》颁布为准自然实验场景，采用 DID 模型进行实证检验。本文的控制组为《新规》实施前未进行股权质押的企业，即质押率（rate）为 0 的企业，实验组则为《新规》实施前质押率（rate）大于 0 的企业。

3.2 模型设定与变量定义

基于以上假设，本文为验证股权质押《新规》对于就业的影响，参考连玉君（2021）等人的做法，本文构建了 DID 模型进行研究，具体模型如下：

$$\ln employ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DID_{it} + \alpha_2 ratio + \text{Controls}_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it}$$

其中，被解释变量 $\ln employ$ 表示企业就业水平，参考毛其淋（2023）的做法用上市公司 i 在 t 年的员工人数的对数表示。DID 为本文研究的政策股权质押《新规》带来的影响，参考何熙琼^[12]等人在研究《新规》

时的做法，该变量使用股权质押率（rate）与新规发布前后（time）的交乘项构建。controls 表示控制变量，参照既有研究^[13]，本文在选择控制变量时，选取了企业账面市值比（BM）、独董比例（Indep）、融资约束（SA）、第一大股东持股比例（Top1）、公司董事规模（Boardsize）、独董比例（Indep）、企业成立年限（age）、两权分离度（seperation）、现金流量（cashflow）、产权性质（SOE）、两职合一（Dual）、股权制衡度（Balance）一系列影响企业股权质押以及就业的因素进行控制以分析《新规》对于就业产生的效应关系。

4 实证结果与分析

4.1 变量的描述性统计

表 1 描述性统计

变量名	观测数	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
lnemploy	23569	7.6745	1.2615	7.5858	1.6094	13.2147
DID	23569	0.0789	0.0279	0	0	0.4758
Ratio	23569	0.0220	0.0493	0	0	0.5610
BM	23569	0.6125	0.2537	0.0082	0.0082	1.5592
Cashflow	23569	9.26e+08	7.06e+09	1.38e+08	-3.18e+10	3.67e+11
SA	23569	-3.8163	0.2563	-3.823512	-5.3179	-2.1094
Sep	23569	5.1131	7.6842	0	0	77.6472
Balance	23569	0.7289	0.6051	0.5692	0.0031	4
Dual	23569	0.2875	0.4526	0	0	1
Boardsize	23569	8.4875	1.6790	9	3	18
Indep	23569	37.6436	5.5183	36.36	14.29	80
SOE	23569	0.3435	0.4749	0	0	1
Age	23569	10.4108	7.4116	9	0	31
Top1	23569	34.2113	14.7090	31.94	2.197	89.99

本文进行实证检验使用的主要变量的描述性统计结果如表 1 所示，数据显示企业员工数量（lnemploy）之间的数据极端值差异较大，大型企业拥有的员工数要显著高于一般企业。此外，样本企业之间企业现金流量（cashflow）的数值差异比较大，表明样本企业在规模以及资金持续使用上有些许的差异。产权性质（SOE）的均值为 0.3429 说明样本数据中非国有企业的数据量要多一些。

4.2 基准回归

表 2 基准回归

lnemploy	(1)	(2)
DID	0.641***(4.454)	0.505***(3.577)
Ratio	-0.601***(-7.307)	-0.513***(-6.348)
BM		0.470***(21.087)
Cashflow		0.000***(9.927)
Sep		0.001(1.243)
SA		-0.556***(-9.184)
Balance		0.074***(5.731)
Dual		0.001(0.138)
Boardsize		0.047***(11.620)

Indep		0.002**(2.329)
SOE		0.066*** (2.892)
Top1		0.003*** (4.837)
Age		0.022(0.935)
Firm	控制	控制
Year	控制	控制
N	23569	23569
Adj-R ²	0.093	0.1603

注：***、**、* 分别表示在 1%，5%，10%的显著性水平。下同。

表 2 为本文研究的对象股权质押《新规》对就业人数的基准回归的结果，列（1）为不添加控制变量下的回归结果，列（2）则为添加了一系列控制变量后的回归结果，根据基准回归结果显示，股权质押《新规》的实施使得上市公司的总体人口数平均上升了 0.505 人，无论是否添加控制变量股权质押《新规》对于员工人数都显著为正，说明股权质押《新规》这一政策性文件能够对于就业产生显著的正向影响，从而验证了本文提出的假设 H1。而从控制变量上看。企业融资约束（SA）与员工数量（lnemploy）的关系显著为负，产权性质（SOE）的与员工数量（lnemploy）的关系显著为正，在当下的国有企业中，可能因其自身经营规模等因素，国企的员工数量要多于非国企的员工数量。

4.3 异质性分析

表 3 为本文依据企业的产权性质的不同进行的异质性分析的结果，根据分组回归结果，股权质押《新规》对于就业的效应影响在国有企业以及非国有企业间均显著，说明质押《新规》对于就业起积极的促进效应。另一方面，对于国企而言，《新规》对员工数量的估计系数为 0.7136，其统计意义在 1%的显著性水平上显著为正，非国有企业的估计系数则为 0.0105，统计结果并不显著，这说明《新规》在国有企业中对于就业的具有更强的提升效应。这可能是因为国有企业受政府领导，其资产体量要比非国有企业大，受《新规》的冲击，其转向实体生产经营时需要更多的劳动力进行实体生产。因此，在国有企业中《新规》对于就业的促进效应更加明显。

表 3 基于不同产权性质的异质性分析

lnemploy	国企	非国企
DID	0.7136*** (2.6)	0.0105 (0.07)
Ratio	- 0.7459*** (-4.24)	-0.20895** (-2.35)
BM	0.6038*** (17.28)	0.3965*** (14.34)
cashflow	1.89e-12 (1.58)	4.32e-11*** (15.68)
SA	1.207*** (13.00)	-1.3385*** (-17.08)
Sep	0.00314** (2.44)	0.0004 (0.48)
Balance	0.12901*** (5.64)	0.06126*** (3.98)
Dual	-0.01563 (-0.86)	0.00079 (0.07)
Boardsize	0.03946*** (7.26)	0.04836*** (8.83)
Indep	0.004069*** (3.07)	0.001522 (1.15)
Age	0.0634*** (16.47)	-0.002632 (-0.11)
Top1	0.00857*** (8.77)	0.0023*** (2.73)
Adj-R ²	0.1282	0.189
Firm	控制	控制
Year	控制	控制

5 结论与建议

本文通过股权质押这一视角对于就业问题进行了一定的研究，并基于 2012-2023 年上市公司的数据，通过《新规》这一外生性的干预事件考察了政府政策对于就业的促进效果。研究发现，《新规》有效地促进了就业水平，提高了员工需求量，导致就业效应上升。异质性检验表明，《新规》产生的效应对于国有企业的影响更为明显，最后，本文通过一系列稳健性检验证实了本文提出的结论。

本文的研究结论同样在政策上可能存在一些边际贡献。股权质押导致的股价崩盘风险增加以及控制权转移风险，致使上市公司出现了一系列的私利侵占行为。在政策层面上看，《新规》对于实体经济有一定的引导作用，对于质押获取资金的流向加强了监督，在此基础上，政府应当对于公司的实际控制人以及大股东加强监督管控，定期报告质押资金的流向，并防止企业通过一系列的隧道挖掘的行为，进行母子公司之间的虚构生产、交易的行为。对于证券监管机构，《新规》实施后，其更应关注内部控制更为混乱的公司，全面及时掌握资金的使用情况，上市公司实际控制人的变更，对于整个质押过程加强监管，并对于控股股东通过股权质押获取资金进行加杠杆的行为进行严格的管控同时加大对于违规行为的惩处力度。从企业的视角上看，企业进行融资决策时应当更加理性化，随着国内市场的金融风险持续上升，企业进行融资投资的行为更应从实体经济的角度出发，扩大自身的经营实力，同时适当进行质押获取资金扩大自身的实体经营规模，激发市场的活力。

参考文献

- [1] 罗党论,刘聪聪,谭衍俊. 投机文化与控股股东股权质押行为 [J]. 会计研究, 2021, (10): 69-83.
- [2] 王豪杰,黄良杰. 控股股东股权质押与企业行为选择:基于金融化和创新的视角 [J]. 财会通讯, 2024,1-5
- [3] 侯丽,姜力文,侯德帅. 控股股东股权质押与资本结构动态调整[J]. 预测, 2021 (3) :47-54
- [4] 刘骞文,章恒,吴问怀. 经济政策不确定性、产权性质与控股股东股权质押 [J]. 上海金融, 2021,(05):60-71.
- [5] 李常青,幸伟,李茂良. 控股股东股权质押与现金持有水平:“掏空”还是“规避控制权转移风险” [J]. 财贸经济, 2018,39(04): 82-98.
- [6] 毛其淋,王玥清. ESG 的就业效应研究:来自中国上市公司的证据 [J]. 经济研究, 2023, 58 (07): 86-103.
- [7] 罗知,李琪辉,姚巧妮. 企业金融化的就业效应:是促进还是抑制? [J]. 国际金融研究, 2024, (01): 86-96.
- [8] 王锋,葛星. 低碳转型冲击就业吗——来自低碳城市试点的经验证据 [J]. 中国工业经济, 2022, (05): 81-99.
- [9] 唐珏,谢强,赵仁杰等. 基于失业保险的稳就业政策效果研究 [J]. 管理世界, 2023, 39 (10): 109-131.
- [10] 胡世前,林明泽,刘瑶. 嵌入全球价值链对地区就业的影响——基于中国城市层面的经验研究 [J]. 浙江社会科学, 2024, (02): 91-107+158-159.
- [11] 郝芮琳,黄宝竹. 金融化、资本积累与就业 [J]. 政治经济学评论, 2024, 15 (01): 152-175.
- [12] 何熙琼,刘昊,顾湘. “股权质押新规”能抑制上市公司控股股东的私利侵占行为吗 [J]. 会计研究,2023,(06): 99-117.
- [13] 熊海芳,谭袁月,王志强. 股权质押比例限制与股票市场稳定——基于“质押新规”的自然实验 [J]. 财贸经济, 2020, 41 (07): 114-129.

【作者简介】



兰天晟（1999-），男，畲族，华东交通大学经济管理学院 2022 级会计学专业硕士研究生，财务会计。
Email: 2662262148@qq.com