

股权质押与劳动力成本粘性:代理观抑或效率观

方巧玲¹,徐 慧²,郝婧宏²

(1. 福州大学 经济与管理学院,福建 福州 350108;2. 云南财经大学 会计学院,云南 昆明 650221)

[摘 要]基于代理观与效率观的双重视角,研究股东的股权质押行为对劳动力成本调整的影响。研究表明:股权质押显著提高了劳动力成本粘性;在代理观与效率观理论的冲突下,股权质押通过激化股东与管理层之间的代理问题进而提高了劳动力成本粘性,而效率观视角下的融资约束对劳动力成本粘性的弱化效应甚微;股权质押主要影响劳动力成本中的价格即平均薪酬粘性,而对员工人数粘性的影响甚微;股权质押对劳动力成本粘性的提高作用仅在控制权转移风险较大、银行业竞争适中、股东持股比例较低、信息质量较差时显著;股权质押对劳动力成本调整效率产生的负面影响会导致企业整体的劳动经济效益下降。

[关键词]股权质押;劳动力成本粘性;代理观;效率观;融资约束;控制权转移风险;信息质量

[中图分类号]F275 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2021)06-0081-10

一、引言

在资本市场中,股权质押是上市公司非常普遍的融资方式。对于股东而言,股权质押融资方式的优势颇多,如控制权不被削弱、监管审批较为宽松等^[1],但也会导致巨大的财务压力与控制权转移风险。在财务压力方面,股权质押所得资金并未实质性地改善上市公司的融资约束,反而成为股东变相套现的方式。股权质押后股东更有可能掏空上市公司,同时增强了控股股东对上市公司进行策略性市值管理的动机,提高了上市公司与外部资金提供者之间的信息不对称程度,进而加剧了融资约束^[2-3]。在控制权转移风险方面,控股股东股权质押后,若股价触及警戒线或平仓线,质权人有可能会抛售股票,导致控股股东失去控制权。在面临控制权转移风险的情况下,控股股东更有可能通过税收规避改善业绩^[4]、向上真实盈余管理^[5]、选择会计政策^[6]或股票回购^[7]等方式进行市值管理来维持股价,进而降低股价崩盘风险^[1]。

由此可见,在控制权转移风险下,股权质押的股东更倾向于利用管理者实施短视的高风险的市值管理行为。2019年,我国深化资本市场改革的路线中明确提出,要做好股票质押等重点风险的防控处置。事实上,像股权质押这类高风险的融资行为不仅会对公司业绩与价值、股票价格、融资约束、税收规避、真实盈余管理、会计政策选择、审计师应对等方面产生影响^[1-9],还会直接影响公司的日常经营管理决策。唐玮等指出,股权质押影响融资约束^[3];江伟等认为,公司融资约束与成本调整策略密切相关^[10]。当然,企业成本调整中尤为重要的一类应当是劳动力成本,在中国劳动力市场特征急剧变迁的现实背景下,探求企业劳动力成本调整的影响机制也显得尤为重要。

受代理观和效率观双重视角的影响,股权质押对劳动力成本粘性方向的调节并不能简单地作出判断。一方面,在代理观视角下,股权质押可能会激化股东与管理层之间的代理问题,在管理层的“私人帝国”动机下增大劳动力成本粘性;另一方面,在效率观视角下,股权质押引发的财务压力与融资约束问题可能会改变调整成本,并使得管理层对未来预期持消极态度,进而加大对劳动力资源的削减,弱化劳动力成本粘性。由此,本文试图讨论股权质押这一风险性融资行为如何对公司劳动力成本调整产生影响,我们采用劳动力成本非对称调整(粘性)来衡量上市公司对劳动力成本的管控水平与调整能力^[11-13],并进一步研究股权质押影响劳动力成本粘性的内在机制。

[收稿日期]2021-05-10

[基金项目]国家自然科学基金项目(71862036、71902035);教育部人文社科项目(18YJC630210);云南省基础研究计划项目(202101AT070219);福建省自然科学基金项目(2019J01216)

[作者简介]方巧玲(1986—),女,福建福州人,福州大学经济与管理学院讲师,硕士生导师,从事成本会计研究;徐慧(1984—),女,云南昆明人,云南财经大学会计学院副教授,硕士生导师,通讯作者,从事公司财务与资本市场研究,E-mail:hui.xu@ynufe.edu.cn;郝婧宏(1996—),女,四川达州人,云南财经大学会计学院硕士研究生,从事公司财务与金融研究。

本文可能的贡献在于:第一,本文将股权质押经济后果的研究边界拓展至对企业长期发展有益的运营管理环节。已有研究较多关注股权质押所导致的财务风险与控制权转移,而就股权质押对企业日常运营决策影响的研究鲜有。本文以高管如何进行劳动力成本调整为切入点,研究股权质押如何影响劳动力这一重要生产要素的成本调整,这是对股权质押研究领域的重要补充。第二,本文补充和拓展了劳动力成本调整与影响因素的研究。2008年金融危机以来,中国劳动力市场发生了较大的变化,劳动力成本的持续上涨与人口红利的消退使得对劳动力成本影响因素的研究尤为重要。已有关于劳动力成本影响因素的研究主要涉及货币政策与劳动保护法等方面^[12-13],而从企业融资决策视角展开的研究还十分缺乏。本文不仅研究股权质押这一上市公司普遍使用的融资方式对企业劳动力成本的调整影响,还提供了股权质押降低公司劳动经济效益的证据,这是对在中国独特的劳动市场特征背景下企业劳动资源配置与成本调整研究领域的重要补充。

二、理论分析与研究假说

(一) 劳动力成本的非对称调整

传统的管理会计理论认为成本与业务之间存在相对称的线性关系。Anderson等通过研究美国7629家公司20多年的财务数据,证实了成本费用非对称调整(粘性)的存在,发现销售收入每增加1%,费用将增加0.55%,而销售收入每减少1%,费用仅减少0.35%^[14]。至此,企业成本费用的动态调整及其内在机制逐渐成为学术界研究的热点。

从某种意义上讲,劳动力成本也应存在自有的调整规律。管理会计理论认为,劳动力成本是企业生产产品或提供劳务活动中所发生的各种直接与间接人工费用的总和。由此可知,企业劳动力成本会随着产品数或劳务数的上升(下降)而上升(下降),即劳动力成本具有变动性质。然而,劳动力成本非对称调整(粘性)相关领域的研究发现,劳动力成本同样具有非对称调整的粘性特征。Dierynck等以比利时私营企业为对象研究发现,劳动力成本调整存在显著的粘性现象,营业收入增加1%将使得劳动力成本增加0.60%,而营业收入减少1%使得劳动力成本仅减少0.34%^[11]。刘媛媛和刘斌研究发现,我国劳动力成本同样存在粘性,在2008年《劳动合同法》颁布后,随着外部保护员工权益的法制基础的完善,人工成本粘性也随之增加^[12]。卢锐和陈胜蓝研究了货币政策波动对企业劳动力成本粘性的影响,发现宽松的货币政策增强了非国有企业的劳动力成本粘性,而对国有企业劳动力成本粘性的影响较小^[13]。雷宇等通过对比高管薪酬粘性与员工薪酬粘性发现,高管薪酬粘性大于员工薪酬粘性,并认为这种不公平分配会导致工作效率降低^[15]。然而,方军雄则认为,普通员工薪酬并不存在粘性特征或难以证实普通员工薪酬存在粘性^[16]。因此,劳动力成本具有粘性特征的观点还存在一些争议。

以往文献关于成本粘性产生的缘由通常归于三种理论,即管理层代理问题、调整成本和管理层乐观主义^[17],孙铮和刘浩将其解释为机会主义论、契约论和效率论^[18]。由于调整成本(契约论)基于客观效率,而管理层乐观预期(效率论)基于主观效率,因此解释成本粘性调整动机可以分为代理观与效率观,这两种理论同样可以用于解释劳动力成本粘性的成因。代理观认为,一方面,管理层会为个人利益最大化而做出偏离资源最优调整的决策,从而损害股东利益。具体来讲,在建立“私人帝国”动机下,管理层更愿意增加资源投入,而不愿意缩减资源投入,从而导致了成本粘性产生^[19];另一方面,在“保盈”压力下,管理层也可能会在业务量上升时减少资源投入,促使业务量下降时的资源缩减幅度大于业绩上升时的幅度,最终导致反粘性现象^[20]。效率观认为,管理层对未来业务量增长往往持乐观态度,主观认为业务量下降是短暂的现象,企业长期的业务量仍会持续上升^[14],因此为避免因解聘、再招聘而产生调整成本,管理层倾向于在企业业绩下降时不进行大规模人员调整,从而引发劳动力成本粘性。从客观效率层面来讲,调整劳动力必然会带来调整成本,即招聘、解聘、培训等与生产无关的固有成本^[14]。

(二) 股权质押与劳动力成本的非对称调整——代理观抑或效率观

代理观和效率观均是影响管理层劳动力成本调整决策的关键要素,股东的股权质押行为不可避免地会对企业管理层的代理问题和调整效率产生影响。在代理观视角下,股权质押有可能会通过增加管理层代理成本而影响劳动力成本调整。以往文献对于股权质押代理问题的研究集中于讨论股权质押对控股股东与中小股东之间利益冲突的影响,即第二类代理问题^[14]。La Porta和Lopez-de-Silanes认为,大小股东之间的代理问题往往是控制权与现金流量权不一致导致的^[21]。Lee和Yeh指出,股权质押加剧了控股股东控制权与现金流权的分离,进

而增加了控股股东与中小股东之间的代理成本^[22]。在股权质押情况下,股东面临巨大的财务压力,其更加关注的问题是如何侵占上市公司的资金^[2,8]或更加重视短期利益的市值管理,如通过利用管理层进行市值管理^[1]、向上真实盈余管理^[5]、会计政策选择^[6]或规避税收^[4]等方式来维系股价稳定。然而,从公司长远发展来看,绝大部分市值管理手段不会提高企业的管理能力和生产能力,反而会降低公司的发展潜力,并损害公司价值^[23],同时还会导致股东忽略对有利于上市公司业绩的生产经营管理行为的监督与激励,进而激化第一类代理问题,即股东与管理层之间的代理问题。这可能也是股权质押企业虽然存在一系列的市值管理行为,但公司业绩或公司市值仍然较低的原因。

在股权质押情况下,虽然管理层有动机配合控股股东实施市值管理行为^[4],但由于股东监督与激励的减弱,管理层仍会为个人利益最大化而做出偏离资源最优调整的决策。与企业其他资源不同,劳动力资源具有主观意识,企业内部的员工往往是管理层建立公司政治的重要结盟对象之一,而工资往往是高管与员工之间交流的最主要工具,也可能是高管和员工合作侵犯股东利益的一种方式^[24]。股权质押会导致股东对管理层的监督缺失,管理层对工资与雇佣行为的自由裁定权会更大,在未面临特别大的经营压力的情况下,为了不破坏高管与员工之间的隐性联盟,高管往往不会选择裁员或减薪,以维护自身在企业团队中的声誉^[11]。此外,股权质押虽然是股东行为,但在控制权转移的情况下,股东变更将对人事聘用等方面产生重大影响,管理层也不可避免会面临被更换的风险,这种情况下管理层与内部员工更有可能形成联盟,维护其在企业团队中的声誉,减少股东更换情况下被解聘的风险。因此,我们认为在代理观视角下,股权质押更有可能使得在公司业务量下降时,管理层不会进行裁员或者减薪,进而导致业务量上升时劳动力成本上升幅度大于业务量下降时劳动力成本减少幅度,即出现劳动力成本向上与向下的非对称调整,提高了企业的劳动力成本粘性。

在效率观视角下,股权质押有可能会通过影响调整成本与管理层预期而影响劳动力成本调整决策。股权质押虽然是股东的融资行为,但事实上股权质押的融入资金并未实质性地改善上市公司的融资约束,反而由于控制权与现金流量权分离程度的加大,控制权的杠杆效应加大,进而强化了侵占效应^[8]。另外,股权质押的公司往往面临巨大的财务压力,这使得股东倾向于对上市公司进行掏空,而不是支持^[2]。此外,股权质押增强了控股股东对上市公司进行策略性市值管理的动机,增大了上市公司与外部资金提供者之间的信息不对称程度,这也进一步加剧了融资约束^[3],进而影响劳动力成本调整的主观效率与客观效率。

在客观效率方面,融资成本是调整成本的一个重要构成部分^[25]。当公司业务量出现上涨时,企业需要招聘和培训员工,也需要增加员工薪酬,然而较高的融资约束使得企业外部融资成本提高,进而增加了这些企业向上调整劳动力成本的调整成本,在向下调整劳动力成本不变的情况下,企业劳动力成本向上与向下非对称变动幅度相对下降,进而降低了劳动力成本粘性。在主观效率方面,通常情况下管理层对企业的未来业绩持乐观预期,当企业的业务量下降时,管理者会通过保留雇员来降低裁员成本,而在未来业务量恢复或增加时会减少招聘员工成本,进而导致了企业劳动力成本粘性的产生^[14]。当公司面临较高的融资约束时,如果在业务量下降的情况下仍然保留大量员工或提供较高的薪酬,则更有可能致使企业陷入财务困境。同时,较高的融资约束也会限制企业业务的拓展,进而改变管理层对未来业务发展的预期,管理层也会倾向于在业务量下降时减少雇员或降低薪酬,从而弱化劳动力成本粘性。

综上,基于代理观和效率观的两种相反观点,从理论上不能准确判断股权质押与劳动力成本粘性之间的关系,因此我们提出股权质押与劳动力成本粘性之间关系的两个竞争性假设:

假设 a: 在代理观视角下,股权质押通过增加管理层代理问题提高了劳动力成本粘性。

假设 b: 在效率观视角下,股权质押通过改变调整成本与管理层预期降低了劳动力成本粘性。

三、研究设计

(一) 样本选择

受全球金融危机的影响,我国经济增长方式自 2008 年开始发生转变,劳动力成本也逐渐上升。同时,我国 2008 年 1 月 1 日开始正式实施《劳动合同法》,加强了对劳动者权益的保护。因此,基于中国劳动力市场特征变迁的背景,本文选取 2008—2017 年的上市公司作为初始样本,并进行如下筛选:(1) 剔除金融行业的观测值;(2) 剔除数据缺失的观测值。本文最终得到的样本包括 21164 个观测值。员工薪酬、员工人数与其他财务数据

来自国泰安数据库;股权质押数据来自万得数据库。同时,我们对连续变量的最大值和最小值进行了5%的缩尾处理。

(二)模型构建与变量选取

1. 基础模型

借鉴 Anderson 等的经典粘性模型^[14],本文采用分段回归方法首先检验上市公司的劳动力成本是否存在粘性,如式(1):

$$\Delta Laborcost_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta Sale_{it} + \alpha_2 (Decre_{it} \times \Delta Sale_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

式(1)中, $\Delta Laborcost_{it}$ 为*i*公司*t*期的劳动力成本自然对数的变化, $\Delta Sale_{it}$ 为*i*公司*t*期的营业收入自然对数的变化, $Decre_{it}$ 为*i*公司*t*期营业收入是否下降的虚拟变量。 α_1 表示营业收入上升1%时,劳动力成本上升的比例; $\alpha_1 + \alpha_2$ 则表示营业收入下降1%时,劳动力成本下降的比例。若 α_2 为负,表明公司劳动力成本存在粘性;反之,则不存在粘性或存在反粘性。

在此基础上,本文检验股权质押对劳动力成本粘性的影响。式(1)中 α_2 反映了劳动力成本是否存在粘性,因此借鉴 Banker 等与刘媛媛等的方法^[12,26],本文对 α_2 影响因子进行建模,如式(2):

$$\alpha_2 = \beta_0 + \beta_1 PD_{it} + \beta_2 AssetInte_{it} + \beta_3 LaborInte_{it} + \beta_4 SucDecre_{it} + \beta_5 Lev_{it} \quad (2)$$

式(2)中, PD_{it} 为股东是否存在股权质押的虚拟变量,以前十大股东的股权质押情况作为主要衡量指标,然后再进一步区分第一大股东与第二至第十大股东的质押情况。参考 Dierynck 等、卢锐和陈胜蓝的研究^[11,13],本文的控制变量为资产密集程度($AssetInte_{it}$),总资产除以营业收入;劳动密集程度($LaborInte_{it}$),普通员工人数除以营业收入再乘以10万;连续两年收入下降($SucDecre_{it}$),连续两年收入下降为1,否则为0;资产负债率(Lev_{it}),负债除以总资产。我们将式(2)代入式(1)后得到式(3),并进一步控制了行业和年份固定效应。若系数 β_1 为负,则说明股东股权质押将导致劳动力成本粘性上升,劳动力成本调整效率下降,反之亦然。

$$\Delta Laborcost_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta Sale_{it} + (\beta_0 + \beta_1 PD_{it} + \beta_2 AssetInte_{it} + \beta_3 LaborInte_{it} + \beta_4 SucDecre_{it} + \beta_5 Lev_{it}) \times Decre_{it} \times \Delta Sale_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

2. 代理观和效率观的中介效应检验

基于代理观和效率观的双重视角,本文检验股权质押是否会导致管理层代理成本上升,进而提高劳动力成本粘性,或股权质押是否会通过融资约束提升进而弱化劳动力成本粘性。为此,借鉴 Baron 和 Kenny、温忠麟等中介效应机制检验的思想^[27-28],本文检验股权质押对管理层代理成本与融资约束的影响。在代理成本方面,刘慧龙认为过度投资是管理层利己的投资决策所导致的,可以作为管理层代理成本的衡量指标;同时管理层也会通过操纵管理费用来满足自身利益,因此管理费用增长率也能衡量管理层代理成本^[29]。在融资约束方面,参考于蔚等的做法^[30],本文采用成长性较好且不分红的企业作为融资约束指标。首先,现金股利是融资约束的重要衡量指标^[31],融资约束较高的公司较难为股东提供现金股利;其次,融资约束较高的企业通常具有良好的成长性^[32],因此我们以主营业务收入增长率来衡量企业成长性,若企业的这一指标高于行业中位数,则认为其具有较好的成长性;若较好成长性企业未发放现金股利,则视其为融资约束严重企业。由此,本文构建式(4),其中 *Intermediary* 为中介变量,分别用管理费用增长率(*Mfee*)和过度投资(*AbnInv*)来衡量管理层代理问题,用融资约束(*FC*)来衡量调整成本。

$$Intermediary_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 PD_{it} + \gamma Control + \mu_{it} \quad (4)$$

接着,我们检验中介效应作用机制,即股权质押是否为通过影响中介变量进而改变劳动力成本粘性,如式(5):

$$\Delta Laborcost_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta Sale_{it} + \beta_0 (Decre_{it} \times \Delta Sale_{it}) + \beta_1 (PD_{it} \times Decre_{it} \times \Delta Sale_{it}) + \theta_1 (Intermediary_{it} \times Decre_{it} \times \Delta Sale_{it}) + \beta Control + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

根据中介效应检验程序^[27-28],本文依次检验式(4)、式(5)中的系数 γ_1 和 θ_1 ,如果两个系数均显著,则说明股权质押对劳动力成本粘性的影响至少有一部分是通过中介变量实现的;如果式(5)中的 β_1 不显著,则为完全中介效应;若 β_1 显著,则为部分中介效应;若系数 γ_1 和 θ_1 仅有一个显著,则需要采用 Sobel 方法检验是否存在中介效应^[33]。

本文主要变量的定义见表1。

表1 变量定义表

变量名称	变量定义
<i>PD</i>	前十大股东持有上市公司的股权是否发生质押或冻结,是为1,否则为0
<i>PD_1</i>	第一大股东持有上市公司的股权是否发生质押或冻结,是为1,否则为0
<i>PD_2 ~ 10</i>	第二至第十大股东持有上市公司的股权是否发生质押或冻结,是为1,否则为0
$\Delta Laborcost$	劳动力成本自然对数的变动值, $\Delta Laborcost_{it} = \ln(laborcost_{it}) - \ln(laborcost_{it-1})$, 其中,劳动力成本等于现金流量表中本年“支付给职工以及为职工支付的现金”加资产负债表中“应付职工薪酬”的年末数减年初数,再减去高管总薪酬
$\Delta Sale$	营业收入总额自然对数的变动值, $\Delta Sale_{it} = \ln(Sale_{it}) - \ln(Sale_{it-1})$
<i>Decre</i>	当期营业收入下降与否,虚拟变量,是为1,否则为0
<i>Mfee</i>	管理费用增长率
<i>Abninv</i>	过度投资
<i>FC</i>	融资约束指标,成长性好且不分红的企业融资约束较严重取1,否则为0
$\Delta Staff$	普通职工数量自然对数的变动值
$\Delta Avepay$	人均薪酬自然对数的变动值
$\Delta(Income/Laborcost)$	主营业务收入与劳动力成本比值的变动值
$\Delta(Income/Staff)$	主营业务收入与职工数量比值的变动值

(三) 变量的描述性统计

表2是主要变量的描述性统计结果。前十大股东股权质押(*PD*)的均值为0.569,表明我国56.9%的上市公司中前十大股东存在股权质押,其中第一大股东股权质押(*PD_1*)的均值为0.422,表明我国42.2%的上市公司中第一大股东存在股权质押,而第二至第十大股东的股权质押相对较少,均值仅为14.7%。劳动力成本变动($\Delta Laborcost$)的均值为0.113,表明我国上市公司的劳动力成本变动基本上呈上升趋势。职工数量变动($\Delta Staff$)的均值是0.081,人均薪酬变动($\Delta AvePay$)的均值是0.008,表明我国上市公司的职工数量与人均薪酬变动也是呈不断上升的趋势。营业收入变动($\Delta Sale$)的均值为0.119。从 $\Delta Laborcost$ 与 $\Delta Sale$ 的结果可以看出,我国上市公司的劳动力成本与收入均是上升的,但两者的变动却存在差异,这为本文研究奠定了数据基础。营业收入下降(*Decre*)的均值为0.285,表明有28.5%的上市公司其营业收入呈下降趋势,可见自2008年以来,我国上市公司整体上经营状况较好,收入呈上升趋势。

表2 主要变量的描述性统计

变量	N	均值	标准差	最小值	P25	中位数	P75	最大值
<i>PD</i>	21164	0.569	0.495	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
<i>PD_1</i>	21164	0.422	0.494	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>PD_2 ~ 10</i>	21164	0.147	0.354	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
$\Delta Laborcost$	21164	0.113	0.254	-0.523	0.001	0.117	0.248	0.646
$\Delta Sale$	21164	0.119	0.251	-0.405	-0.026	0.110	0.255	0.682
<i>Decre</i>	21164	0.285	0.452	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
$\Delta Staff$	21164	0.081	0.438	-5.183	-0.042	0.026	0.141	7.411
$\Delta Avepay$	21164	0.008	0.562	-6.460	-0.048	0.078	0.188	5.723

表3 股权质押与劳动力成本的非对称性调整

变量	第一至第十大股东			第一大股东	第二至第十大股东
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	$\Delta Laborcost$	$\Delta Laborcost$	$\Delta Laborcost$	$\Delta Laborcost$	$\Delta Laborcost$
$\Delta Sale$	0.434 *** (36.41)	0.436 *** (36.60)	0.436 *** (36.55)	0.435 *** (36.39)	0.434 *** (36.37)
<i>Decre</i> × $\Delta Sale$	-0.108 *** (-4.46)	-0.072 *** (-2.65)	-0.078 (-1.28)	-0.093 (-1.53)	-0.091 (-1.49)
<i>Decre</i> × $\Delta Sale$ × <i>PD</i>		-0.128 *** (-3.09)	-0.134 *** (-3.29)		
<i>Decre</i> × $\Delta Sale$ × <i>PD_1</i>				-0.115 ** (-1.98)	
<i>Decre</i> × $\Delta Sale$ × <i>PD_2 ~ 10</i>					-0.081 ** (-1.96)
<i>Decre</i> × $\Delta Sale$ × <i>AssetInte</i>			-0.053 *** (-4.64)	-0.054 *** (-4.72)	-0.054 *** (-4.82)
<i>Decre</i> × $\Delta Sale$ × <i>LaborInte</i>			0.549 *** (4.91)	0.549 *** (4.91)	0.551 *** (4.94)
<i>Decre</i> × $\Delta Sale$ × <i>SucDecre</i>			0.333 *** (7.64)	0.330 *** (7.56)	0.326 *** (7.49)
<i>Decre</i> × $\Delta Sale$ × <i>Lev</i>			-0.063 (-0.73)	-0.070 (-0.81)	-0.081 (-0.94)
<i>Constant</i>	0.075 *** (5.65)	0.074 *** (5.62)	0.076 *** (5.89)	0.077 *** (5.92)	0.077 *** (5.89)
<i>Industry&Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	21164	21164	21164	21164	21164
adj. R ²	0.285	0.285	0.289	0.289	0.289

注:上述回归均进行了公司层面聚类分析(Firm-level Cluster)与Robust调整标准误差,***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平。下同。

四、实证结果及分析

(一) 股权质押与劳动力成本的非对称调整:基础回归

表3是股权质押与劳动力成本粘性的回归结果。列(1)是借鉴Anderson等

的经典成本粘性模型^[14],检验了上市公司是否存在劳动力成本粘性, $\Delta Sale$ 的系数为0.434, $Decre \times \Delta Sale$ 的系数为-0.108,公司在营业收入上升1%时劳动力成本上升0.434%,营业收入下降1%时劳动力成本下降0.326% (0.434% - 0.108%),说劳动力成本存在粘性,这与刘媛媛和刘斌的研究结果^[12]相一致。列(2)是引入股权质押后的检验结果, $Decre \times \Delta Sale \times PD$ 的系数为-0.128,且在1%的水平上显著,表明股权质押提高了公司劳动力成本粘性。通过对比列(1)和列(2)中 $Decre \times \Delta Sale$ 的系数可知,未考虑股权质押的 $Decre \times \Delta Sale$ 系数值为-0.108,低于考虑股权质押的系数值-0.072,这可理解为股权质押分解了部分影响劳动力成本粘性的因素。列(3)是加入控制变量后的检验结果, $Decre \times \Delta Sale \times PD$ 的系数为-0.134,且相较于列(2)的系数值与显著性均有所提高,表明在分解了其他因素对劳动力成本粘性的影响后,股权质押提高劳动力成本粘性的作用更加显著。进一步地,列(4)和列(5)分别对第一大股东与第二至第十大股东的检验结果仍旧与前文保持一致。

(二)代理观抑或效率观:基于中介效应的影响路径检验

表4为中介效应检验结果,第一步检验的控制变量包括公司规模、资产负债率、资产收益率、董事会规模、独立董事占比、机构投资者持股比例、第一大股东持股比例、高管持股比例、两权合一。列(1)和列(2)为考虑高管代理成本的中介效应第一步, PD 的系数显著为正,表明股权质押加剧了高管代理冲突;列(4)和列(5)为高管代理成本的中介效应第二步,列(1)中 $Decre \times \Delta Sale \times Mfee$ 和列(2)中 $Decre \times \Delta Sale \times AbnInv$ 的系数均显著为负, $Decre \times \Delta Sale \times PD$ 的系数均显著为负,表明股权质押通过提高高管代理成本进而增加了劳动力成本粘性,且为部分中介作用。列(3)为考虑效率观即融资约束中介效应的第一步, PD 的系数显著为正,表明股权质押加剧了融资约束;列(6)中 $Decre \times \Delta Sale \times FC$ 的系数不显著,且未通过Sobel检验^[33],表明股权质押未能通过融资约束影响劳动力成本调整。以上回归结果支持了本文的假设a。

表4 代理观抑或效率观:中介效应检验

变量	中介效应检验:步骤1			变量	中介效应检验:步骤2		
	<i>Mfee</i>	<i>AbnInv</i>	<i>FC</i>		$\Delta Laborcost$		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	
<i>PD</i>	0.046*** (10.77)	0.012*** (7.51)	0.246*** (4.52)	$\Delta Sale$	0.437*** (36.66)	0.436*** (36.56)	0.436*** (36.54)
<i>Size</i>	0.021*** (8.53)	-0.008*** (-8.19)	-0.333*** (-10.59)	$Decre \times \Delta Sale$	-0.352*** (-5.84)	-0.110* (-1.80)	-0.078 (-1.28)
<i>Lev</i>	0.071*** (5.06)	0.032*** (6.24)	2.196*** (12.23)	$Decre \times \Delta Sale \times PD$	-0.073* (-1.85)	-0.121*** (-2.96)	-0.134*** (-3.29)
<i>Roa</i>	0.816*** (14.45)	0.167*** (8.82)	-1.842*** (-2.86)	$Decre \times \Delta Sale \times Mfee$	-0.888*** (-14.94)		
<i>IND</i>	-0.159*** (-2.98)	-0.045** (-2.26)	0.835 (1.25)	$Decre \times \Delta Sale \times AbnInv$		-0.817*** (-4.32)	
<i>BoardSize</i>	-0.007*** (-4.25)	-0.001** (-2.33)	-0.051** (-2.45)	$Decre \times \Delta Sale \times FC$			0.121 (0.29)
<i>TotInsholder</i>	0.112*** (9.22)	0.031*** (7.16)	-0.068 (-0.44)	$Decre \times \Delta Sale \times AssetInte$	-0.053*** (-4.77)	-0.049*** (-4.31)	-0.053*** (-4.64)
<i>Top1</i>	0.004 (0.26)	-0.001 (-0.16)	-0.699*** (-3.36)	$Decre \times \Delta Sale \times LaborInte$	0.703*** (6.56)	0.555*** (5.00)	0.549*** (4.91)
<i>Mshare</i>	0.265*** (19.44)	0.068*** (13.36)	-1.317*** (-6.25)	$Decre \times \Delta Sale \times SucDecre$	0.264*** (6.33)	0.315*** (7.23)	0.333*** (7.62)
<i>Dual</i>	0.021*** (4.06)	0.009*** (4.61)	-0.014 (-0.22)	$Decre \times \Delta Sale \times Lev$	0.017 (0.21)	-0.066 (-0.77)	-0.063 (-0.73)
<i>Constant</i>	-0.471*** (-8.77)	0.161*** (7.57)	5.144*** (6.97)	<i>Constant</i>	0.071*** (5.63)	0.075*** (5.81)	0.064*** (5.15)
<i>Industry&Year</i>	Yes	Yes	Yes	<i>Industry&Year</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	21164	21164	21164	<i>N</i>	21164	21164	21164
<i>adj. R²</i>	0.090	0.048	0.073	<i>adj. R²</i>	0.305	0.290	0.289

五、进一步分析

(一)调整机制:“量”抑或“价”

劳动力成本的构成要素可以分解为职工数量“量”和人均薪酬“价”。Dierynck等的研究表明,利润微薄的公司倾向于解雇成本相对较低的员工,是从“量”的角度对劳动力进行调整^[11];刘媛媛和刘斌研究发现,

《劳动合同法》主要从“价”的角度影响劳动力成本调整^[12]。参考Dierynck等和方军雄的做法^[11,16],我们设计因变量职工数量自然对数的变动值 $\Delta Staff$ 和人均薪酬自然对数的变动值 $\Delta Avepay$,将它们分别代入式(3),考察它们对 $Decre \times \Delta Sale \times PD$ 系数的影响。表5列(2)中 $Decre \times \Delta Sale \times PD$ 的系数显著为负,表明股权质押提高了人均薪酬粘性,这说明管理层利用工资与员工结盟侵犯了股东利益,在股权质押情况下,由于监管与激励的缺失,当业务量下降时为了维持管理层在企业团队的声誉,管理层不会轻易降低员工薪酬。然而,维持原有员工人数或增加员工人数给企业带来的成本会相对更高,包括支付员工薪酬的显性成本以及这些员工可能闲置的机会成本,因此列(1)中 $Decre \times \Delta Sale \times PD$ 的系数不显著。

(二)控制权转移风险

当股价下跌并接近预警线或平仓线时,控制权转移风险会增大。王雄元等认为,股价崩盘风险反映了股价下跌趋势,因此比熊市更符合控制权转移风险的特征^[4]。表6中列(1)和列(2)的结果显示, $Decre \times \Delta Sale \times PD$ 的系数在股价崩盘风险较大时显著为负,表明此时质押的股东更重视短视的市值管理,甚至与管理层合谋维系股价稳定,以降低控制权转移风险,同时可能会放松对管理者日常经营管理的监督,从而给了管理层构建“私人帝国”的机会,导致劳动力成本粘性增大。

(三)信贷环境

表6中的列(3)至列(5)是在考虑信贷环境的情况下,根据银行业竞争程度进行的分组检验。当商业银行适度竞争时, $Decre \times \Delta Sale \times PD$ 的系数显著为负,可能的解释在于:在商业银行竞争较弱的情况下,信贷资源较为稀缺,为避免信贷资源流失,股东倾向于加强对管理层的监管,同时外部信贷资源较少将加剧融资约束,因此股权质押对劳动力成本粘性的影响相对较小;在银行竞争激烈的情况下,城市内的银行机构分布较多,信贷审批与管理机制较为完善,但银行监管措施也相对较严,公司治理问题同样可能会使企业失去贷款机会,这种情况下股东更倾向于加强对管理层的监管;仅在债权人商业银行的竞争程度较为适中时,股东更有可能缺失对管理者的监督动力,同时外部融资约束程度也相对较小,进而导致劳动力成本粘性上升。

(四)公司异质性特征分析

1. 股东持股比例。在中国等新兴市场国家,上市公司的股权集中度相对较高,这减弱了管理层与股东之间的代理冲突。股东持股比例越集中,对管理者监督与激励的能力和动机越强,管理层的代理问题相对越低。我们按照前十大股东持股比例的中位数进行分组检验,表7中列(1)和列(2)的结果显示,股东持股比例较低组中 $Decre \times \Delta Sale \times PD$ 的系数显著为负,而持股比例较高组中这一系数并不显著,说明持股比例较低组中股东与管理者的代理问题更为严重,管理者更容易与员工结成联盟,进而降低了劳动力成本的调整能力,劳动力成本粘性增强。

表5 调整机制:“量”与“价”的检验

变量	(1)	(2)
	$\Delta Staff$	$\Delta Avepay$
$\Delta Sale$	0.580 *** (19.62)	0.172 *** (6.18)
$Decre \times \Delta Sale$	0.001 (0.01)	-0.527 *** (-3.52)
$Decre \times \Delta Sale \times PD$	-0.019 (-0.23)	-0.219 ** (-2.26)
Controls	Yes	Yes
Industry&Year	Yes	Yes
N	21164	21164
adj. R ²	0.087	0.130

表6 控制权转移风险与信贷环境的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	股价崩盘风险小	股价崩盘风险大	竞争激烈	竞争适度	竞争较弱
$\Delta Sale$	0.436 *** (27.86)	0.433 *** (25.90)	0.452 *** (19.58)	0.444 *** (26.75)	0.416 *** (17.98)
$Decre \times \Delta Sale$	0.008 (0.09)	-0.161 * (-1.92)	0.038 (0.25)	-0.149 (-1.49)	-0.358 *** (-2.67)
$Decre \times \Delta Sale \times PD$	-0.085 (-1.48)	-0.179 *** (-2.95)	-0.064 (-0.75)	-0.161 *** (-2.69)	-0.083 (-1.00)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry&Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	10582	10582	5282	10546	5336
adj. R ²	0.254	0.316	0.334	0.282	0.247

表7 公司异质性特征的检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	持股比例高	持股比例低	信息质量好	信息质量差
$\Delta Sale$	0.512 *** (34.02)	0.327 *** (17.92)	0.449 *** (26.45)	0.425 *** (26.89)
$Decre \times \Delta Sale$	-0.152 (-1.45)	0.051 (0.66)	-0.192 ** (-2.25)	0.022 (0.24)
$Decre \times \Delta Sale \times PD$	-0.043 (-0.69)	-0.185 *** (-3.55)	-0.044 (-0.80)	-0.226 *** (-3.66)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry&Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	10579	10585	10694	10699
adj. R ²	0.335	0.243	0.309	0.275

2. 信息环境。一般来讲,信息质量较好的公司,股东与管理层之间的信息不对称程度相对较低,这更有利于股东对管理层进行监管与激励,进而降低了代理成本。我们按照琼斯模型估计应计盈余管理,进而衡量企业信息环境,然后根据应计盈余管理的中位数进行分组检验,表7中列(3)和列(4)的结果显示,信息质量较差组中 $Decre \times \Delta Sale \times PD$ 的系数显著为负,表明信息质量较差组中劳动力成本粘性更为严重。

(五)调整效果:劳动力成本经济效益

上述经验证据表明,股权质押会导致劳动力成本调整效率下降,那么更为重要的问题在于:股权质押是否会导致较差的劳动力成本调整效果,即劳动力经济效益的下降?为解决这一重要问题,表8进一步检验了股权质押对单位劳动力经济效益增长的影响。我们将主营业务收入与劳动力成本比值的变化 $\Delta(Income/Laborcost)$ 和主营业务收入与职工数量比值的变化 $\Delta(Income/Staff)$ 作为每一单位劳动力经济效率增长的代理变量,控制变量包括公司规模、资产负债率、资产收益率、董事会规模、独立董事占比、第一大股东持股比例、高管持股比例、两权合一。由表8中列(1)和列(2)的结果可知, PD 的系数均显著为负,表明股权质押降低了劳动力成本调整的效率,进而降低了劳动力经济效益的增长。

表8 股权质押与劳动力成本经济效益

变量	(1)	(2)
	$\Delta(Income/Laborcost)$	$\Delta(Income/Staff)$
PD	-0.571 *** (-5.69)	-2.297 *** (-4.88)
Controls	Yes	Yes
Industry&Year	Yes	Yes
N	21164	21164
adj. R ²	0.222	0.268

六、稳健性检验

(一)PSM 检验

为了克服企业股权质押与劳动力成本粘性互为因果的内生性问题,我们采用倾向得分匹配方法(PSM)构建模型,筛选出与股权质押公司特征相近的未进行股权质押的企业作为控制组。具体步骤为:首先,我们使用企业的财务信息构建 Logit 模型,并控制了公司规模、资产负债率、资产收益率、董事会规模、独立董事占比、第一大股东持股比例、高管持股比例、两权合一、产权性质等变量,以此确保可能影响劳动力成本的特征因子在处理组与控制组不存在显著差异;然后,根据计算出的倾向性得分,我们采用最邻近且无放回的方法对股权质押公司和非股权质押公司

表9 稳健性检验

变量	PSM		公司个体固定效应		高管薪酬
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	$\Delta Laborcost$	$\Delta Laborcost$	$\Delta Laborcost$	$\Delta Laborcost$	$\Delta Mpay$
$\Delta Sale$	0.445 *** (34.99)	0.445 *** (35.05)	0.434 *** (36.24)	0.434 *** (36.27)	0.227 *** (16.33)
$Decre \times \Delta Sale$	-0.079 *** (-2.75)	-0.118 * (-1.79)	-0.099 *** (-3.63)	-0.072 (-1.15)	-0.156 ** (-1.99)
$Decre \times \Delta Sale \times PD$	-0.122 *** (-2.71)	-0.124 *** (-2.83)	-0.119 *** (-2.82)	-0.122 *** (-2.94)	-0.126 ** (-2.34)
Controls	No	Yes	No	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm	No	No	Yes	Yes	No
N	18254	18254	21164	21164	21080
adj. R ²	0.290	0.295	0.152	0.155	0.040

进行一比一的匹配,从而得到本文的 PSM 检验样本,其中股权质押公司样本数为 9127,控制组样本数为 9127,因此最终 PSM 检验样本总数为 18254。表9中的列(1)和列(2)分别报告了无控制变量与有控制变量情况下的检验结果,其中 $Decre \times \Delta Sale \times PD$ 的系数均显著为负,与前文所得结论一致。

(二)公司固定效应

为了控制不随时间变化的公司个体特征对本文结论的影响,在式(3)的基础上,我们控制了公司个体固定效应。表9中的列(3)和列(4)分别报告了无控制变量与有控制变量情况下公司个体固定效应的回归结果,其中 $Decre \times \Delta Sale \times PD$ 的系数仍显著为负,表明本文所得结论是稳健的。

(三)高管薪酬

我们进一步采用高管薪酬替代普通员工劳动力成本进行稳健性检验。高管薪酬粘性同样是由管理层代理问题所导致的^[16]。方军雄认为,股东与高管之间的信息不对称使得高管薪酬同样具有粘性特征,即高管薪酬在业绩上升时的边际增加量大于业绩下降时的边际减少量^[16]。根据前文的理论分析与实证结果,股东的股权质押往往会加剧股东与管理层之间的代理问题。表9中列(5)的结果显示, $Decre \times \Delta Sale \times PD$ 的系数仍显著为负,即股东的股权质押所导致的代理问题同样会加剧高管薪酬粘性,说明在股东存在掏空企业的动机下,缺乏对高管的监督,管理者更有可能利用自己的权利在业绩下滑时依然维持自身的薪酬水平。

七、结论性述评

本文从中国劳动力市场特征变迁的背景出发,选取劳动力成本这一影响企业决策经营的关键生产要素,基于2008—2017年的上市公司数据,实证考察了股权质押对企业运营管理决策中人力成本调整的影响效应与作用机制。研究表明:(1)股权质押显著提高了劳动力成本粘性,降低了劳动力成本调整效率;(2)在代理观和效率观的理论冲突下,股权质押通过激化股东与管理层之间的代理问题,进而强化了劳动力成本粘性,而效率观视角下的融资约束对劳动力成本粘性的弱化效应甚微;(3)在考虑到劳动力成本的调整机制后,股权质押主要影响劳动力成本中“价”(平均薪酬)的粘性,而对员工人数粘性的影响甚微;(4)股权质押对劳动力成本粘性的强化效应仅在控制权转移风险较大、银行业竞争适中、股东持股比例较低、信息质量较差时显著;(5)股权质押对劳动力成本调整效率产生了负面影响,进而导致企业整体的劳动力经济效益下降。

本研究具有丰富的政策含义:首先,本文为企业应对股东质押与经营管理决策的调整提供了借鉴。股权质押这一高风险融资方式不仅会直接影响公司经营风险与市值管理等,还会间接影响公司运营管理决策,如劳动力这一重要生产要素的调整,这有助于企业了解股权质押对自身成本调整的间接影响,进而能在股东进行股权质押时进行积极的应对。其次,本研究为资本市场利益相关者的决策提供了参考,能够帮助外部市场的利益相关者对高股权质押公司进行更全面的了解,包括这类公司在经营决策中可能发生的变化,从而对公司做出正确的估值与决策。最后,本研究可以为政策与监管层面决策提供借鉴。监管层应加强对股权质押企业的监管,关注此类企业的信息披露质量和生产经营管理情况,以维护广大中小投资者的利益,维持资本市场的积极、平稳、健康发展。

参考文献:

- [1] 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检验[J]. 管理世界,2016(5):128-140+188.
- [2] 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(9):72-87.
- [3] 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.
- [4] 王雄元,欧阳才越,史震阳. 股权质押、控制权转移风险与税收规避[J]. 经济研究,2018(1):138-152.
- [5] 谢德仁,廖珂. 控股股东股权质押与上市公司真实盈余管理[J]. 会计研究,2018(8):21-27.
- [6] 谢德仁,廖珂,郑登津. 控股股东股权质押与开发支出会计政策隐性选择[J]. 会计研究,2017(3):30-38+94.
- [7] Chan K, Chen H, Hu S, et al. Share pledges and margin call pressure[J]. Journal of Corporate Finance, 2018, 52(10):96-117.
- [8] 郝项超,梁琪. 最终控制人股权质押损害公司价值么? [J]. 会计研究,2009(7):57-63+96.
- [9] 翟胜宝,许浩然,刘耀淞,等. 控股股东股权质押与审计师风险应对[J]. 管理世界,2017(10):51-65.
- [10] 江伟,胡玉明,曾业勤. 融资约束与企业成本粘性——基于我国工业企业的经验证据[J]. 金融研究,2015(10):133-147.
- [11] Dierynck B, Landsman W R, Renders A. Do managerial incentives drive cost behavior? evidence about the role of the zero earnings benchmark for labor cost behavior in private belgian firms[J]. The Accounting Review, 2012, 87(4):1219-1246.
- [12] 刘媛媛,刘斌. 劳动保护,成本粘性与企业应对[J]. 经济研究,2014(5):63-76.
- [13] 卢锐,陈胜蓝. 货币政策波动与公司劳动力成本黏性[J]. 会计研究,第2015(12):53-58.
- [14] Anderson M C, Banker R D, Janakiraman S N. Are selling, general, and administrative costs sticky [J]. Journal of Accounting Research, 2003, 41(1):47-63.
- [15] 雷宇,郭剑花. 规则公平与员工效率——基于高管和员工薪酬粘性差距的研究[J]. 管理世界,2017(1):99-111.
- [16] 方军雄. 我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗? [J]. 经济研究,2009(3):110-124.
- [17] 江伟,胡玉明. 企业成本费用粘性:文献回顾与展望[J]. 会计研究,2011(9):74-79.
- [18] 孙铮,刘浩. 中国上市公司费用“粘性”行为研究[J]. 经济研究,2004(12):26-34+84.
- [19] Chen C X, Lu H, Sougiannis T. The agency problem, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs [J]. Contemporary Accounting Research, 2012, 29(1):252-282.
- [20] Kama I, Weiss D. Do managers' deliberate decisions induce sticky costs? [J]. Journal of Accounting Research, 2013, 51(1):201-224.
- [21] La Porta R, Lopez-de-Silanes F. Corporate ownership around the world [J]. Journal of Financial Economics, 2001, 54(2):471-517.
- [22] Lee T S, Yeh Y H. Corporate governance and financial distress: Evidence from Taiwan [J]. Corporate Governance: An International Review, 2004, 12(3):378-388.
- [23] Cohen D A, Zarowin P. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings [J]. Journal of Accounting and Economics, 2010, 50(1):2-19.

- [24] 陈冬华,陈富生,沈永建,等. 高管继任、职工薪酬与隐性契约[J]. 经济研究,2011(2):100-111.
- [25] Doms M, Dunne T. Capital adjustment patterns in manufacturing firms[J]. Review of Economic Dynamics,1998,1(2):409-429.
- [26] Banker R, Byzlov D, Chen L. Employment protection legislation, adjustment costs and cross-country differences in cost behavior[J]. Journal of Accounting and Economics,2013,55(1):111-127.
- [27] Baron R M, Kenny D A. The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: conceptual, strategic, and statistical considerations [J]. Journal of Personality and Social Psychology,1986,51(6):1173-1182.
- [28] 温忠麟,张雷,侯杰泰,等. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报,2004(5):614-620.
- [29] 刘慧龙. 控制链长度与公司高管薪酬契约[J]. 管理世界,2017(3):95-112.
- [30] 于蔚,金祥荣,钱彦敏. 宏观冲击、融资约束与公司资本结构动态调整[J]. 世界经济,2012(3):24-47.
- [31] Fazzari S M, Hubbard R G, Peperon B C, et al. Financing constraints and corporate investment[J]. Brookings Papers on Economic Activity,1988,19(1):141-206.
- [32] Korajczyk R, Levy A. Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints[J]. Journal of Financial Economics,2003,68(1):75-109.
- [33] Sobel M E. Asymptotic confidence intervals of indirect effects in structural equation models[J]. Sociological Methodology,1982,13:290-312.

[责任编辑:王丽爱]

Equity Pledge and Labor Cost's Stickiness: From the View of Agency or Efficiency Problems

FANG Qiaoling¹, XU Hui², HAO Jinghong²

(1. School of Economics and Management, Fuzhou University, Fuzhou 350108, China;

2. School of Accounting, Yunnan University of Finance and Economics, Kunming 650221, China)

Abstract: This paper studies the influence of shareholders' pledge of stocks on the adjustment of labor costs. The results show that: equity pledge significantly reinforces the labor cost stickiness; In the conflict between the theory of "agency view" and the theory of "efficiency view", equity pledge strengthens the stickiness of labor costs by intensifying the agency problem between shareholders and management, while financing constraints have little effect on the stickiness of labor costs; Equity pledge mainly affects the stickiness of "price" in the labor cost, but has little influence on the stickiness of the number of employees; Equity pledge has a stickiness reinforcing effect on labor cost, which is significant only when the risk of control transfer is large, the competition in the banking industry is moderate, the shareholding ratio of shareholders is low and the information quality is poor; Equity pledge has a negative impact on the efficiency of labor cost adjustment, thus leading to the decline of the overall labor economic efficiency of the enterprise. This study enriches the literature on equity pledge and labor cost stickiness.

Key Words: share pledge; labor cost's stickiness; agency view; efficiency view; financing constraints; transfer risk of controlling right; information quality