

股权划转社保与国企经营绩效

唐 珏¹, 汪 峰², 刘 进¹

(1. 上海财经大学 公共管理学院, 上海 200433; 2. 上海财经大学 财税投资学院, 上海 200433)

摘要: 由于社保基金支出具有刚性, 如何通过增加收入维持其收支平衡已成为关键议题。划转国有股权作为充实社保基金收入的重要途径, 其实际效果取决于国有企业的经营绩效, 但有观点认为股权划转可能导致国企承担更多社会责任, 并造成“多头监管”问题。文章基于上市公司数据, 全面分析了股权划转社保基金后对国企经营绩效的影响。研究发现, 股权划转社保政策实施后, 国有企业的经营绩效显著提高。机制分析表明, 股权承接机构发挥了外部监督功能, 这提高了国有企业内部控制质量, 抑制了过度投资, 生产效率也明显提升。异质性分析表明, 经营绩效提升效应主要在政策前内部控制水平较低、总经理不持股及市级国企组别中比较明显。文章结论表明, 将部分国有股权划转给社保基金后, 应充分发挥股权承接机构的监督功能, 这对于深化国有企业改革、提升社保制度可持续性有一定的借鉴意义, 同时对于国企做大做强、全民共享发展成果有重要的参考价值。

关键词: 股权划转; 社保基金; 经营绩效

中图分类号: F273 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2026)03-0109-15

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.20260125.401

一、引言

随着人口老龄化进程的加快, 如何保障城镇职工养老保险(下文简称“社保”)基金收支平衡已经成为一个重要议题。从理论上讲, 可以通过增加收入和减少支出来维持收支平衡。然而, 福利支出具有刚性, 并且退休人数快速增长, 通过减少支出来维持社保基金平衡的措施较少, 因此增加基金收入是有效手段。2017 年国务院印发《划转部分国有资本充实社保基金实施方案》, 提出要划转 10% 国有股权充实社保基金(下文简称“划转政策”)。财政部联合其他部委发文要求在 2020 年底前落实划转政策。^①划转的国有股权由承接机构管理, 其中央企所划转的股权由社会保障基金理事会(下文简称“社保理事会”)统一管理, 省级国企、市级国企和县级国企划转的股权统一由本省省级国有独资股权管理公司(下文简称“股权管理公司”)管理。承接机构作为财务投资者, 一般不向划转企业派驻独立董事, 但享有划入国有股权的收益权、处置权和知情权。这对国有企业而言, 意味着新增一个外部监督机构。

所划转的国有企业股权主要通过股权分红充实社保基金, 经批准后可通过转让股权获取

收稿日期: 2025-07-17

基金项目: 社科基金重大项目(基金号: 24ZDA089); 国家自然科学基金(基金号: 72574134)

作者简介: 唐 珏(1987-), 男, 安徽宣城人, 上海财经大学公共管理学院副教授, 博士生导师;

汪 峰(1992-), 男, 安徽安庆人, 上海财经大学财税投资学院副教授, 博士生导师;

刘 进(1989-)(通讯作者), 男, 湖北荆州人, 上海财经大学公共管理学院副教授, 博士生导师。

^① 资料来源: 财政部联合人社部等部委于 2019 年联合印发的《关于全面推开划转部分国有资本充实社保基金工作的通知》。

收益,二者均用于充实社保基金。无论是分红还是股权转让,充实效果都取决于企业的经营绩效。然而,划转国有股权给社保基金可能造成国有企业面临“多头监管”问题,并使其承担过多社会责任。也有研究认为,信息不对称导致企业中普遍存在委托代理问题(Jensen and Meckling, 1976)。因为股东缺位等问题,该情况在国有企业中可能更为明显,而加强外部监督能有效约束国有企业高管的道德风险,从而提升国有企业经营绩效(盛丹和刘灿雷, 2016)。

尽管划转政策如何影响国有企业经营绩效是一个重要问题,但较少有研究从实证方法的角度来探讨该问题。本文基于上市公司数据,研究发现股权划转社保政策实施后,国有企业的经营绩效显著提高。机制分析表明,股权承接机构发挥了外部监督功能,这提高了国有企业内部控制质量,抑制了过度投资,生产效率也明显提升。异质性分析表明,经营绩效提升效应主要在政策前内部控制水平较低、总经理不持股及市级国企中比较明显。

本文贡献主要有如下三个方面:

首先,本文对于深化国有企业改革、充分发挥股权划转政策对提升社保制度可持续性有一定的借鉴意义。本文结论显示,政府应充分发挥股权承接机构的监督职能,从而改善内部治理水平,提高企业经营绩效。这既能充实社保基金,提升社保制度可持续性,也有助于促进国有企业做大做强,从而有利于全民共享发展成果。另外,本文结论也表明,股权划转政策不会对国有企业发展造成不利影响,并为划转政策实施提供理论支撑。

其次,本文研究了股权划转政策对国有企业经营绩效的影响,这丰富了该政策经济效应的研究。已有研究在分析股权划转社保政策的经济效应时,主要考察该政策对家庭消费、生育和人力资本投资的影响,并在此基础上分析了经济增长效应和福利效应(杨俊和龚六堂, 2008; 景鹏和郑伟, 2019; 景鹏等, 2020)。国有企业是股权划转政策的主体,然而较少有文献通过实证的方法探究划转政策对企业的影响。

最后,本文丰富了社会保险领域改革对企业影响的研究。为完善社会保障体系和应对人口老龄化,近年来政府出台了多项重要改革举措。有文献研究了相关法律对企业逃税行为、债务违约风险及人力资本升级等影响(许红梅和李春涛, 2020; 李逸飞等, 2023);有研究考察了社保征收体制改革如何影响企业资本劳动比和进入与退出市场的决策(唐珏和封进, 2019, 2020);有学者分析了社会监督机制建立、养老保险统筹层级提高等对企业社保缴费合规程度的影响(赵仁杰和范子英, 2020; 赵仁杰等, 2022)。本文从新的研究视角研究此类问题。

二、文献综述

将国有股权划转给社保资金,最为主要的政策目标是弥补基金收支缺口,进而保障退休人员待遇和社保基金收支平衡。有研究认为,划转国有股权后,若国有股权能有一个稳定的收益,则能有效充实职工养老保险的缺口,提升制度稳定性(李桢和谭远发, 2023)。杨俊等(2006)采用一般均衡模型发现,国有股权划转政策不仅能使退休人员的养老金待遇水平提升,而且能减轻年轻人的负担,从而提高退休人员 and 年轻人消费水平。

除了分红或售卖股权等直接收益外,国有股权划转给社保基金还可能通过改变家庭生育决策和人力资本投资行为等渠道间接对社保基金的收支平衡产生影响。因为劳动力数量和质量直接决定了社保缴费人数和基数。从理论上来看,国有股权划转至社保基金后会和家庭生育和人力资本投入产生一定影响(高奥和龚六堂, 2015; 景鹏和郑伟, 2019)。从实证研究结论来看,高奥和龚六堂(2015)通过数值模拟发现,国有股权划转社保基金后会抑制人口增长,促进家庭对孩子教育的投入,即国有股权划转政策会降低劳动力数量和提高劳动力质量,但是这一效应大

小同职工养老保险的缴费率、替代率及父母对子女数量和质量的相对偏好程度密切相关(景鹏和郑伟, 2019)。

如果国有股权划转社保基金能有效提高退休人员的待遇水平和社保基金的收支平衡,那么其能够提高社会福利吗?高奥等(2016)研究发现,股权划转政策提高了人均社会福利水平。还有学者认为,股权划转的比例与社会福利之间并非简单的线性关系,而是存在“倒U”形关系。因此,国有股权划转社保的比例不是越高越好,而是存在一个最优的划转比例(杨俊和龚六堂, 2008)。

此外,还有文献探讨了如何充分利用国有股权划转社保这一契机保持养老保险待遇水平、基金收支平衡及经济增长(景鹏等, 2020)。国有股权划转政策为社保征缴端降费提供了机会(邓大松和张怡, 2020),这有助于在保持养老保险替代率不变的情况下提高经济增长率(汪玲等, 2021)。景鹏等(2020)的研究也表明,在降低养老保险缴费率及存在财政补贴的情况下,国有股权划转政策有助于实现经济增长,维持养老保险待遇水平及基金收支平衡。

综上所述,已有文献重点研究了国有股权划转政策的直接效益、对社保基金缺口的充实效果以及对退休人员待遇的影响。企业是股权划转政策的主体,然而较少有文献考察国有股权划转政策对企业的经济效应。因此,本文考察国有股权划转政策对国有企业绩效的影响,不仅丰富了已有文献的研究,也有助于更好地理解国有股权划转政策对社保基金的作用。

三、制度背景与理论分析

(一)制度背景

“开源”和“节流”是维持基金平衡的重要途径。养老金支出具有刚性特点,难以通过降低待遇水平的方式进行“节流”。在城镇职工养老保险制度建立前,国有企业离退休人员定期从所在单位领取退休金,制度建立后这部分退休金转由职工养老保险支付。养老保险制度实行社会化改革之初,部分国有企业员工未进行缴费,其直接享受养老金待遇,或国有企业在职工视同已经缴费,这导致社保基金可能存在历史欠账问题。而随着20世纪90年代大规模国有企业改革,社保基金支出大幅增长,因此可能造成社保基金较大收支缺口。

国有股权划转政策可能成为解决收支缺口的一个重要手段(胡书东, 2001)。2001年6月国务院印发《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法的通知》,要求国有上市公司在首次发行或增发股票时,按照融资额的10%出售国有股权,所获资金交由全国社会保障基金理事会管理。然而,该通知下发后2001年7月至9月上证指数下跌较大,证券市场也因此从牛市转入熊市。为此证监会于2001年10月终止了该政策。之后,在职工养老保险覆盖面快速扩张、征收机构改革等因素共同作用下,社保基金收入快速增加,由此暂时性化解了社保基金收支压力。然而,随着人口老龄化进程的加速,社保基金收支失衡压力变大。为了建立更加公平的社会保障制度,2015年党的十八届五中全会提出要划转部分国有资本充实社保基金。

2017年11月国务院出台《划转部分国有资本充实社保基金实施方案》,要求国有及国有控股大中型企业、金融机构按照国有股权的10%比例划转至全国社会保障基金。2019年9月财政部联合人社部等部委发文《关于全面推开划转部分国有资本充实社保基金工作的通知》,要求有条件的央企在2019年底完成划转,有困难的央企和地方国有企业在2020年底前完成划转。图1对上述中央层面出台的划转国企股权充实社保基金的重要文件进行了梳理。表1对划转政策的要点进行了总结。

本文通过查阅各部委、省级单位政策文件及相关媒体报道,发现除了山东省、云南省、浙江省和部分央企存在提前试点的情况,绝大多数省份是在2020年完成划转工作。本文未找到海南

和西藏具体的划转文件，依据中央政策文件和相关媒体报道，本文在基本回归中将这两地的划转时间设定为2020年。

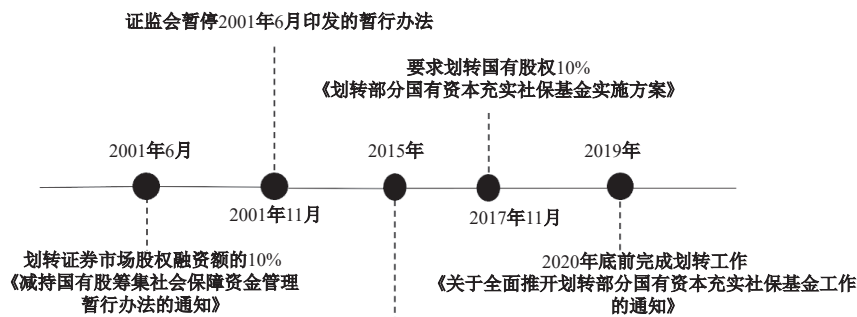


图1 划转国有股权充实社保基金政策演变

表1 划转政策要点

划转比例	国有股权的10%。
划转对象	中央和地方国有及国有控股大中型企业、金融机构为主要划转对象，公益类企业、文化企业、政策性和开发性金融机构不在划转范围
承接主体	划转的央企股权由社保基金理事会承接，划转的地方国企股权由各省级财政部门设立的资产管理公司承接
股权管理方式	财务投资为主，但享有收益权、处置权和知情权
充实社保基金方式	股权分红为主，在批准的情况下可以转让股权

注：本文依据《划转部分国有资本充实社保基金实施方案》《关于全面推开划转部分国有资本充实社保基金工作的通知》整理。

(二)理论分析

在现代企业中，所有权与经营权分离是一种常态，这有助于企业找到更为合适的经营者。然而，由于存在信息不对称，在这种模式下也容易出现委托代理问题(Jensen and Meckling, 1976)，表现为经营者以自身利益最大化为行动目标，进而对企业经营绩效产生不利影响。因缺少股东等问题，在国有企业中委托代理问题更为明显(盛丹和刘灿雷, 2016)。因此，加强监管是解决委托代理问题的重要方式之一(盛丹和刘灿雷, 2016)。例如，有研究发现，来自中小股东的外部监督能显著减少高管的委托代理问题，从而提高企业的经营绩效(Alodat 等, 2022; 王玉涛等, 2022)。

有学者发现，特殊的公共机构股东即使持股很少，也能显著提升上市公司的治理质量(陈克兢等, 2022)。同一般中小股东相比，国有股权的承接机构具有特殊性。一方面，承接机构主要是由各地财政部门100%控股的公司，且划拨股权的收益直接用于充实社保基金，而社保基金的收支平衡关乎民生和社会安定；另一方面，承接机构在统筹考虑国有企业发展的基础上，通过分红和出售股权充实企业职工基本养老保险基金缺口，最终实现基金收入平衡。正是由于这些特点，本文预期承接机构能通过改善内部治理提升国企经营绩效。

外部监督对企业经营绩效的改善作用具有很强的异质性。第一，级别更高的组织对级别较低的组织进行监管时，监管效果会更好，因为存在较强的约束力，而同级别间监管效果要相对较弱。国有企业可以分为央企、省级国企和市级国企，而承接机构属于省级单位。因此，本文预期股权划转政策实施后，市级国企绩效提升效果会比央企和省级国企更明显。第二，除了加强外部监督，引入市场机制，将管理者报酬和企业绩效直接挂钩也是解决委托代理问题的重要方式(盛丹和刘灿雷, 2016)。总经理是国企重要的经营者，当其持有公司股权时，若企业实现了利润

最大化,则有助于提高企业的股票价格,总经理也会受益。因此,当总经理未持股时,委托代理问题相对更严重,当股权划转社保基金后,此类企业经营绩效的提升作用相对更强。第三,外部监督机构对企业的影响大小也取决于企业内部治理水平。当企业内部治理水平较低时,新增外部监督机构后,其内部控制水平提高幅度较大,进而绩效改善较明显。基于上述分析,本文提出如下研究假设:

假设 1: 国有股权划拨社保基金能够有效缓解国有企业的委托代理问题,进而提高国有企业经营绩效。

假设 2: 在国有股权划拨社保基金后,承接机构主要通过改善国企内部治理结构提升企业经营绩效。

假设 3a: 承接机构级别越高,国有股权划拨社保基金后,企业经营绩效提高越明显。

假设 3b: 若总经理未持股,则国企委托代理问题相对较大,国有股权划转政策对经营绩效的提升作用较强。

假设 3c: 若企业内部治理水平较低,则内部治理提升空间较大,国有股权划转政策对经营绩效的提升作用也较大。

四、数据与识别策略

(一)数据

本文主要使用上市公司数据展开分析,企业层面变量均来自国泰安数据库。借鉴已有文献的做法,本文对企业层面变量主要进行如下处理:一是删除非正常上市的样本;二是删除金融行业样本;三是为避免异常值对结果的影响,对变量进行 1% 缩尾处理。为排除样本结构变动对结论的干扰,本文使用 2017 年至 2022 年都存在观察值的平衡面板进行分析。结合研究的制度背景,本文还删除了 2018 年试点的样本。国有企业集中在 2020 年完成股权划转社保基金的工作,但部分企业是在年初实施的改革,有些则是在年底进行的改革。因此,为了更好地识别政策效果,本文从样本中删除该年样本。

表 2 给出了主要变量的定义。本文主要使用净资产收益率度量企业的经营绩效。本文定义净资产收益率为净利润除以净资产的值。在稳健性检验部分使用营业利润除以总资产、营业利润除以净资产的值来度量企业经营绩效。在机制检验部分,本文使用企业内部控制指数及报告可靠指数、合法合规指数、资产安全指数等指标,这些指标数据来自迪博数据库(DIB)。表 3 为各主要变量的描述性统计。

表 2 主要变量定义

变量	定义
净资产收益率(roe)	净利润除以净资产
是否为国有企业	国企取值为1,否则为0
营收增长	若年营业收入高于上一年,则取值为1,否则为0
负债率	总负债除以总资产
ln劳动成本	支付给职工以及为职工支付的现金的对数,单位为元
固定资产占比	固定资产占总资产的比例
ln总资产	总资产的对数,单位为元

表 3 主要变量描述性统计

变量	观察值	均值	标准差	最小值	最大值
roe	15 297	0.0429	0.1876	-1.1365	0.4454
是否为国企	15 297	0.3248	0.4683	0	1
营收增长	15 297	0.7415	0.4379	0	1
负债率	15 297	0.4308	0.2004	0.0573	0.9473
ln劳动成本	15 297	19.5179	1.2800	16.3212	23.0263
固定资产占比	15 297	0.4344	0.1951	0.0397	0.8919
ln总资产	15 297	22.3608	1.3291	19.0405	26.3142

(二) 识别策略

本文采用如下回归方程展开分析：

$$Y_{pioft} = \alpha + \beta Treat_{o2017} \times Post_{2020} + X_{ft} + D_{pt} + D_{it} + D_f + \varepsilon_{pioft} \quad (1)$$

其中 p 、 i 、 o 、 f 、 t 分别表示省份、行业、所有制、企业和年份。 Y 是本文结果变量，在基本回归和后续分析中为企业净资产收益率，在相应的机制分析部分表示企业内部控制及各分项指数、企业管理成本、投资效率和生产效率等指标。 $Treat_{o2017}$ 为处理变量，若一家企业在 2017 年为国有企业，则该变量取值为 1，将其作为实验组；若一家企业在 2017 年为非国有企业，则取值为 0，将其作为控制组。因为政策最早于 2017 年发布，采用这种分组方式能更好地满足外生性要求。 $Post_{2020}$ 表示政策实施前后的虚拟变量，若发生在 2020 年前，则该变量取值为 0；若发生 2020 年后，则取值为 1。由制度背景可知，绝大多数地区和央企是在 2020 年实施划转。本文也已经删除了在 2018 年展开试点的所有地方国企及绝大多数央企样本。2019 年还有一部分央企展开了划转试点，由于本文无法获取具体名单，因而未将这部分企业样本删除，不过这部分企业是 2019 年 9 月份后实施划转，当年受政策影响时间相对较短。将这部分企业在 2019 年的数据视为政策前的样本，理论上会使本文核心变量的系数被低估，而不会影响基本结论。

政策变量的差别主要是所有制差异造成，这为本文更好地排除地区和行业异质性冲击对结论的影响提供了契机。 D_{pt} 为省份固定效应×年份固定效应，用来控制样本期内在省级层面出台的各类政策，以及不同省份因其他因素所面临的异质性冲击。 D_{it} 为行业固定效应×年份固定效应。控制变量 X_{ft} 包含企业营收增长、负债率、劳动成本的对数、固定资产占总资产的比重及所有制虚拟变量，加入此变量可以排除企业随时间变化的特征对结论的影响。在控制企业固定效应的基础上，本文仍控制所有制虚拟变量，这是因为部分企业在样本期变换了所有制。 D_f 为企业固定效应，该变量排除不随时间变化的企业特征对结论的影响。 ε_{pioft} 为误差项。

五、基本回归与稳健性检验

(一) 基本回归

本文基于公式(1)采用逐步回归法，考察国有股权划转政策对国有企业经营绩效的影响。表 4 因变量均为净资产收益率。列(1)控制了企业固定效应、省份固定效应×年份固定效应。可以发现，核心解释变量股权划转政策的系数在 1% 的水平上显著为正，说明股权划转政策提升了国有企业经营绩效。列(2)进一步控制了行业固定效应×年份固定效应、企业营收增长和负债率。根据回归结果，核心解释变量系数依然在 5% 的水平上显著。列(3)还控制了企业雇佣劳动力的成本、企业总资产的对数、企业固定资产占总资产的比重以及是否为国有企业的固定效

应。根据回归结果,国有股权划转政策显著提高了企业经营绩效。列(1)至列(3)回归的标准误是在所有制省份层面聚类,列(4)是在企业层面聚类。上述分析结果验证了假设1。

表4 基本回归

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	roe	roe	roe	roe
股权划转政策	0.0157*** (0.0045)	0.0159** (0.0060)	0.0128** (0.0057)	0.0128* (0.0071)
企业固定效应	控制	控制	控制	控制
省份×年份	控制	控制	控制	控制
行业×年份		控制	控制	控制
标准误聚类层级	省所有制	省所有制	省所有制	企业
Observations	15 297	15 297	15 297	15 297
R-squared	0.3915	0.4905	0.5029	0.5029

注:(1)、**和***分别表示在10%、5%和1%水平上显著。(2)“股权划转政策”表示公式(1)中的 $Treat_{t2017} \times Post_{t2020}$ 变量,对应系数即为国有股权划转政策对国有企业经营绩效的影响。(3)列(1)企业层面变量仅控制了固定效应,列(2)控制了营收增长和负债率,列(3)和列(4)还进一步控制了其他4个企业控制变量。(4)政策差异是在所有制层面,因为组类数量太少,所以本文将标准误聚类层级定在省级所有制层面。下表同。

股权划转社保基金对国有企业经营绩效有正面与负面两种影响。为何承担更多社会责任或“多头监管”问题所带来的负面效应没有起到主导作用?这可能与划转的制度设计相关。一方面,为避免承担社会责任对国企发展造成不利影响,政府通过股权划转而非股权剥离的方式实施改革,这保障了企业经营的完整性和稳定性。同时,划转股权对社保基金的充实主要依赖分红,未对企业的经营现金流造成较大的影响。另一方面,社保基金不直接干预企业的经营决策,但有知情权、收益权和投票权等。这既能保障国有企业经营团队充分发挥其专业能力,又能发挥社保基金的监督作用,约束经营团队的道德风险。

(二)稳健性检验

1. 更换变量度量方式

在基本回归中,本文使用净资产收益率度量企业的经营绩效。此处分别使用营业利润除以净资产、营业利润除以总资产度量企业经营绩效,相应回归结论如表5列(1)与列(2)所示。可以发现,股权划转政策的系数依然显著为正,说明替换自变量的度量指标后,国有股权划转政策能促进国有企业经营绩效提升的结论依然成立。

表5 稳健性检验——变换度量方式

变量	(1)	(2)	(3)
	roa	roa	roe
股权划转政策	0.0154*** (0.0056)	0.0045* (0.0023)	0.0111** (0.0054)
企业控制变量	控制	控制	控制
省份×年份	控制	控制	控制
行业×年份	控制	控制	控制
按当年所有制分组			控制
Observations	15 297	15 297	15 297
R-squared	0.5250	0.6518	0.5029

地方政府在股权划转政策实施前可能采取应对措施,这会导致内生性问题。因此,在公式(1)中,本文按照2017年所有制情况将样本划分为实验组和控制组,从而保障分组的外生性。为分析分组方式对结论的影响,本文使用企业当年的所有制类别进行分组,回归结果如表5列(3)所示。可以发现,系数依然显著,并且大小同基本回归较为接近。另外,本文将因变量替换为“一利五率”指标后,结论依然成立。^①

2. 平行趋势检验

本文将基于公式(2),进一步展开平行趋势检验。其中, D_j 为政策实施第 j 年虚拟变量,即在政策实施第 j 年该变量取值为1,否则为0;其他变量的定义同公式(1)。此处将政策前1年作为基准期,未放入回归模型中。本文预期 β_{-3} (政策前第三期变量 D_{-3} 的系数)和 β_{-2} (政策前第二期变量 D_{-2} 的系数)不显著异于0, β_1 (政策后第一期变量 D_1 的系数)和 β_2 (政策后第二期变量 D_2 的系数)显著大于0。根据图2的分析结果,国有股权划转政策能够促进国有企业经营绩效提升,因此通过了平行趋势检验。

$$Y_{pioft} = \alpha + \sum_{-3, j \neq -1}^2 \beta_j D_j \times Treat_{o2017} + X_{ft} + D_{pt} + D_{it} + D_f + \varepsilon_{pioft} \quad (2)$$

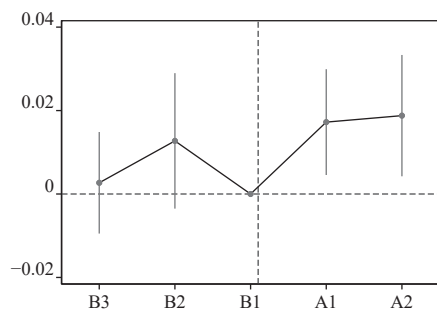


图2 平行趋势检验

注:图中为本文基于公式(2)分组回归得到的平行趋势结果;置信区间为90%;B3、B2、B1分别表示政策前第3期、第2期和第1期,A1和A2分别表示政策后第1期和第2期,B1为基准期。

3. 变换样本^②

因未找到西藏自治区和海南省的相关政策文件,本文在基本回归中假定这两地是在2020年实施划转工作。本文先后删除了样本期内上海市和湖北省的样本,然后再进行回归。根据回归结果,核心解释变量的系数大小和显著性变化不大。

六、机制与异质性分析

(一) 机制分析

1. 改善内部控制质量

内部控制不仅是一项企业管理活动,也是企业生产经营有序进行及经营目标能够顺利实现的基本保障(樊行健和肖光红,2014)。已有研究表明,规范的内部控制可以降低企业内部和外部间的信息不对称程度,缓解委托代理问题(李小荣等,2021),进而提升企业经营效率(辛宇等,2022)。国有股权划转政策实施后,相应的股权由全国社会保障基金理事会或各省(自治区、直辖市)设立的资产管理公司承接,这样就多了一个外部的监督机构,并且承接机构具有非常强

① 受篇幅限制,省略图表分析结果,留存备索。

② 受篇幅限制,省略图表分析结果,留存备索。

的特殊性。有研究发现,特殊的公共机构股东能显著提升上市公司的治理质量(陈克兢等,2022)。全国社会保障基金理事会或资产管理公司作为特殊的公共机构股东,是否也会对国有企业形成有效的监督,提升内部控制质量,进而改善企业经营绩效?

本文基于公式(1)的回归结果如表6所示。列(1)因变量为内部控制总指数,列(2)至列(6)的因变量分别为战略层级指数、经营层级指数、报告可靠指数、合法合规指数、资产安全指数。由列(1)核心解释变量股权划转政策的系数可知,国有股权划转社保后,国有企业内部控制总指数有所提高。由列(2)至列(6)核心解释变量的系数可知,划转政策实施后,企业各项内部控制指标都显著改善,其中合法合规指数上升幅度最大。这说明内部控制质量提高是国有股权划转政策提升国有企业经营绩效的重要机制,因此验证了假设2。

表6 机制分析——内部控制质量提升

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ln_nbkz	ln_zlcj	ln_jycj	ln_bgkk	ln_hfhg	ln_zcaq
股权划转政策	0.1336** (0.0541)	0.1201** (0.0535)	0.1194** (0.0494)	0.1097** (0.0528)	0.1543*** (0.0553)	0.0899* (0.0491)
Observations	14764	14764	14764	14764	14764	14764
R-squared	0.5742	0.5612	0.5694	0.5591	0.5671	0.5597

注:(1)变量ln_nbkz、ln_zlcj、ln_jycj、ln_bgkk、ln_hfhg和ln_zcaq分别表示内部控制指数、战略层级指数、经营层级指数、报告可靠指数、合法合规指数、资产安全指数的对数,原始数据来自迪博数据库。(2)回归都已控制公式(1)中所有的变量,标准误在省所有制层面进行聚类。

2. 提升投资效率

在所有权和经营权分离情况下,高管可能为了自身利益将资金投资于低收益甚至净现值为负的项目中,由此导致过度投资(王玉涛等,2022)。本文借鉴毛捷和管星华(2022)、Richardson(2006)的做法,基于公式(3)估算企业投资效率。 Ln_invest_{ift} 表示身处行业*i*的企业*f*在*t*年的投资额的对数; X_{ift-1} 为企业在*t*-1年的特征,包括托宾Q值、负债率、现金及等价物、上市时间、企业规模、营业收入增长率、股票收益率; Ln_invest_{ift-1} 、 D_i 、 D_t 分别为企业在*t*-1年投资额的对数、行业固定效应和年份固定效应;误差项 ε_{ift} 的估计值表示企业投资效率水平。本文借鉴Richardson(2006)的做法,若 $\widehat{\varepsilon}_{ift} > 0$ 则表示过度投资,该数值越大说明过度投资程度越大;若 $\widehat{\varepsilon}_{ift} < 0$ 则表示投资不足,该值距离0越远说明投资不足程度越明显。具体公式如下所示:

$$Ln_invest_{ift} = \alpha + X_{ift-1} + Ln_invest_{ift-1} + D_i + D_t + \varepsilon_{ift} \quad (3)$$

本文以0为标准,将 $\widehat{\varepsilon}_{ift}$ 分成两组,分别考察国有股权划转政策对国企投资效率的影响。表7列(1)为 $\widehat{\varepsilon}_{ift} > 0$ 的样本结果。可以发现,股权划转政策的系数显著为负,表明股权划转后,国有企业过度投资的现象得到显著抑制。表7列(2)为 $\widehat{\varepsilon}_{ift} < 0$ 的样本结果。可以发现,股权划转政策的系数较小且不显著,说明国有股权划转政策没有对国企投资不足产生影响。表7列(3)和列(4)是控制企业层面分配股利支出后的结果。综上所述,国有股权划转政策实施后,由于外部监督,国有企业投资效率提高,进而提升了企业经营绩效。

表7 机制分析——投资效率提升

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	过度投资	投资不足	过度投资	投资不足
股权划转政策	-0.0734** (0.0344)	0.0181 (0.0431)	-0.0984*** (0.0365)	0.0286 (0.0411)

续表 7 机制分析——投资效率提升

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	过度投资	投资不足	过度投资	投资不足
控制分红			控制	控制
<i>Observations</i>	6 209	5 745	6 111	5 561
<i>R-squared</i>	0.5357	0.5552	0.5320	0.5534

注:回归都已控制公式(1)中所有的变量,标准误在省所有制层面进行聚类。

3. 生产效率提升

有研究发现,对国有企业加强监管后,国企提高了生产效率,经营绩效也得到提升(盛丹和刘灿雷, 2016)。在国有股权划转政策实施后,对国有企业加强监管是否也有助于提高企业的生产效率,进而促进经营绩效的提升?为回答这一问题,本文基于公式(1)将因变量替换为企业生产效率。具体而言,本文借鉴 Bennedsen 等(2022)的方法,使用人均产出作为生产效率的度量指标。其中,产出等于营业收入与库存变动之和。相应结果如表 8 列(1)所示。根据回归结果,股权划转政策实施后,国有企业生产效率有所提高。

表 8 机制分析——生产效率提高

变量	(1)	(2)	(3)
	ln 人均产出	<i>TFP_OLS</i>	<i>TFP_LP</i>
股权划转政策	0.0339* (0.0192)	0.0560* (0.0285)	0.0448* (0.0248)
<i>Observations</i>	14 521	14 188	14 298
<i>R-squared</i>	0.9165	0.8734	0.8828

注:回归都已控制公式(1)中所有的变量,标准误在省所有制层面进行聚类。

本文还采用企业全要素生产率(*TFP*)作为生产效率的度量指标,*TFP* 数值越大表示企业生产效率越高。此处同时使用最小二乘法(OLS)和 Levinsohn-Petrin(LP)法估算全要素生产率。股权划转政策对国有企业生产效率影响的回归结果如表 8 列(2)和列(3)所示。二者的因变量分别为基于 OLS 法和 LP 法计算的全要素生产率。可以发现,核心解释变量的系数也都显著为正,即国有股权划转政策提高了国有企业的生产效率,说明生产效率提升是股权划转政策改善企业经营绩效的机制。

(二)异质性分析

1. 企业层级

当国有股权承接机构对国有企业的监督能力越强时,企业经营绩效提高幅度越大。省级承接单位和省级国企同级,但省级承接机构的级别高于市级国企。从理论上讲,级别更高的组织对级别较低的组织进行监管时,监管效果更好,这是因为存在较强的约束力,而同级别间监管效果要相对较弱。基于此,本文预期股权划转政策实施后,市级国企绩效提升效果比央企和省级国企更明显。

为验证上述假设,本文基于 2017 年企业股权性质,将所有样本分为央企、省级国企、市级国企和非国有企业。本文将非国有企业和央企分为一组,非国有企业和省级国企分为一组,并将非国有企业和市级国企分为一组,然后基于公式(1)进行回归分析。具体的回归结果如表 9 所示。其中,列(1)至列(3)核心解释变量的系数分别表示国有股权划转政策对央企、省级国企和市级国企的影响。根据回归结果,股权划转政策对市级国企经营绩效的影响最大;对央企的

影响也显著,但系数小于市级国企;省级国企的经营绩效并未因划转政策而提高。因此验证了假设 3a。

本文还使用上述分组方式,并基于公式(2)展开平行趋势检验,结果如图 3 所示。由图 3(a)可知,国有股权划转政策实施后,央企的经营绩效有所上升,但幅度相对较小;由图 3(b)可知,国有股权划转政策前后各系数都不显著异于 0,说明国有股权划转政策对省级国企的经营绩效没有显著影响;图 3(c)显示,国有股权划转政策实施后,市级国企的经营绩效显著提升。图 3 平行趋势检验的结果与表 9 的检验结果一致。

表 9 企业层级分组

变量	(1)	(2)	(2)
	央企 <i>roe</i>	省级国企 <i>roe</i>	市级国企 <i>roe</i>
股权划转政策	0.0130* (0.0075)	-0.0032 (0.0124)	0.0236** (0.0099)
<i>Observations</i>	12208	11783	12495
<i>R-squared</i>	0.5138	0.5228	0.5094

注:回归都已控制公式(1)中所有的变量,标准误在省所有制层面聚类。

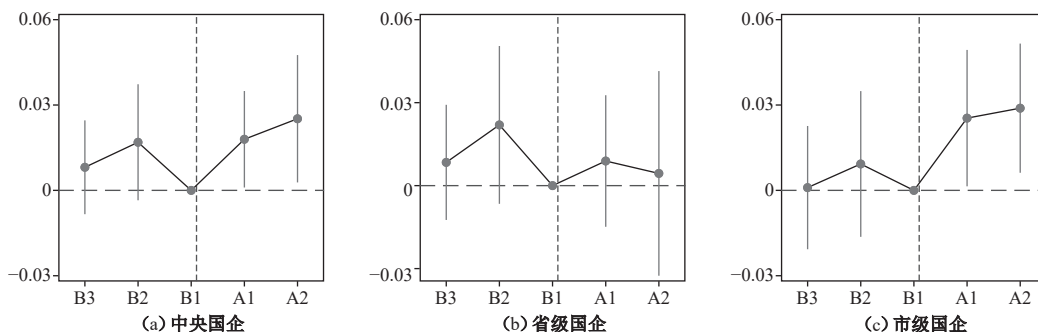


图 3 平行趋势检验——所有制分组

注:图中为基于公式(2)分组回归得到的平行趋势估计;置信区间为 90%;B3、B2、B1 分别表示政策前第 3 期、第 2 期和第 1 期,A1 和 A2 分别表示政策后第 1 期和第 2 期,B1 为基准期。

2. 总经理是否持股

本文认为解决国有企业的委托代理问题一般有两种方式:一是引入市场机制,具体来说就是将管理者的报酬和企业的绩效直接挂钩;二是通过加强监管来约束管理者的道德风险问题(盛丹和刘灿雷,2016)。当总经理持有企业股票时,委托人和代理人的目标比较一致。这是因为委托人的目标为企业利润最大化,而企业实现利润最大化有助于提高企业的股票价格,委托人也会受益。综上所述,本文预期在总经理持股时,企业的委托代理问题相对较小,国有股权划转政策对这部分企业经营绩效的影响相对较小;当总经理未持股时,企业的委托代理问题相对较为严重。因此,引入外部监督机构有助于减少企业的委托代理问题,进而使得企业绩效得到提升。

本文采用和企业层级部分相同的处理方式,基于企业 2017 年总经理是否持股进行分组。回归结果如表 10 所示。由核心解释变量的系数可知,股权划转政策实施后,在总经理持股的情况下,企业经营绩效未发生显著变化,但在总经理未持股情况下,企业的经营绩效显著提高,这一结果验证了假设 3b。

表 10 总经理是否持股

变量	(1)	(2)
	总经理未持股	总经理持股
	<i>roe</i>	<i>roe</i>
股权划转政策	0.0260*** (0.0077)	-0.0075 (0.0096)
<i>Observations</i>	7 191	8 057
<i>R-squared</i>	0.5082	0.5432

注：回归都已控制公式(1)中所有的变量，标准误在省所有制层面聚类。

同样，本文也进行了分组平行趋势检验，结果如图 4 所示。图 4(a)显示，国有股权划转政策实施后，在总经理未持股情况下，企业经营绩效显著提高；图 4(b)显示，在总经理持股的情况下，企业经营绩效未发生显著变化。

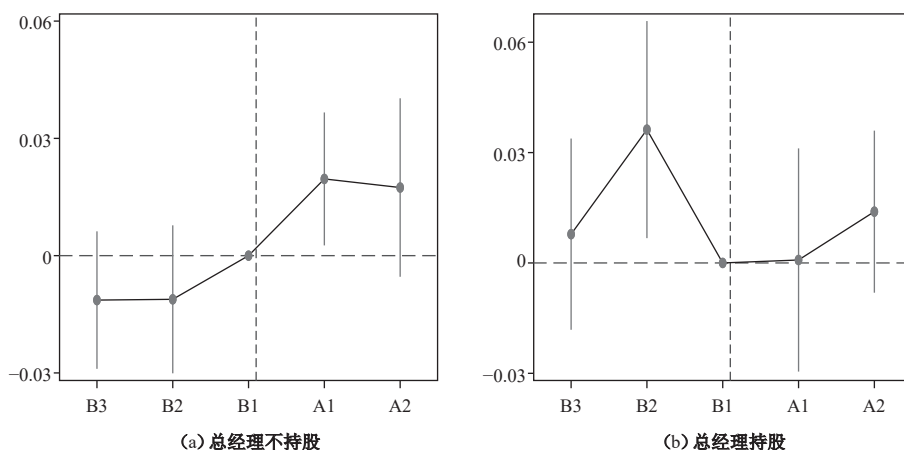


图 4 平行趋势检验——总经理持股分组

注：图中为基于公式(2)分组回归得到的平行趋势结果；置信区间为 90%；B3、B2、B1 分别表示政策前第 3 期、第 2 期和第 1 期，A1 和 A2 分别表示政策后第 1 期和第 2 期，B1 为基准期。

3. 内部控制高低分组

本文预期当企业内部控制水平相对较低时，新增外部监督机构后，其内部控制水平提高幅度较大，进而绩效改善较明显。本文基于企业 2017 年内部控制指数，在所有制维度将样本分为内部控制水平较低和内部控制水平较高两个组别。基于公式(1)的回归结果如表 11 所示。可以发现，在国有股权划转政策实施后，原本内部控制水平较低的组别绩效显著提高，但内部控制水平较高的组别绩效未发生显著变化，这验证了假设 3c。

表 11 政策前内部控制质量分组

变量	(1)	(2)
	内控指数低	内控指数高
	<i>roe</i>	<i>roe</i>
股权划转政策	0.0226** (0.0109)	-0.0026 (0.0083)
<i>Observations</i>	6 480	6 486
<i>R-squared</i>	0.4865	0.5998

注：回归都已控制公式(1)中所有的变量，标准误在省所有制层面聚类。

图 5 给出了分组平行趋势检验。图 5(a)显示,在国有股权划转政策实施前,在内部控制水平低的组别中,国有企业与非国有企业相比,经营绩效的变化不存在显著的差异,但是在该政策实施后,国有企业绩效得到显著提高。图 5(b)则显示,在国有股权划转政策前后,在内部控制水平较高组别中,国有企业和非国有企业间绩效变化不存在显著差异。图 5 的结果与表 11 结果一致。

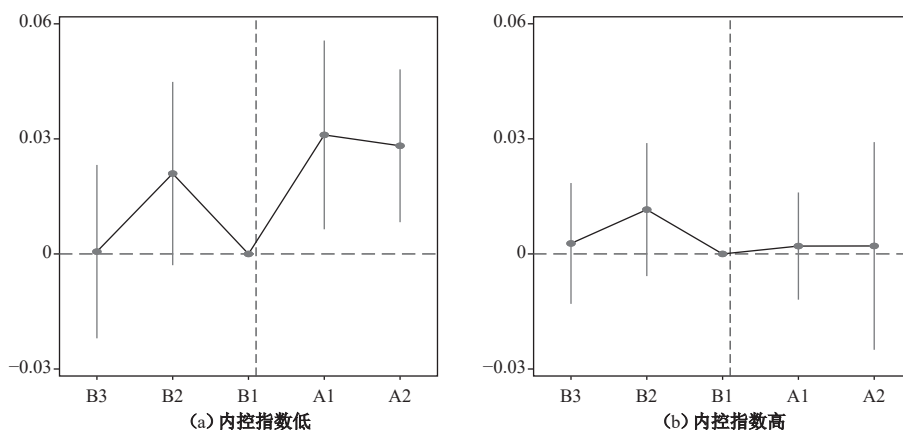


图 5 平行趋势检验——内部控制分组

注:图中为基于公式(2)分组回归得到的平行趋势结果;置信区间为 90%;B3、B2、B1 分别表示政策前第 3 期、第 2 期和第 1 期,A1 和 A2 分别表示政策后第 1 期和第 2 期,B1 为基准期。

七、结 论

为应对人口老龄化带来的挑战,提高社保基金制度稳定性,2017 年国务院发文提出要划转 10% 国有股权充实社保基金,并于 2020 年完成了划转工作。本文使用上市公司数据,采用双重差分法,对此问题进行深入分析。研究发现,股权划转政策实施后,国有企业的经营绩效显著提升,且这一效应在市级国企、总经理未持股及政策前内部控制质量相对较低的样本中显著存在。进一步分析表明,改善企业内部控制质量、减少过度投资现象、提高企业生产效率是股权划转政策提升企业经营绩效的重要机制,这表明尽管国有股权承接机构仅作为财务投资者不参与企业日常经营,但其拥有知情权和收益权等权利,其能够发挥有效的外部监督作用,从而改善国有企业的内部治理,并抑制委托代理问题。

本文对已有研究的贡献主要体现在两个方面。一方面,已有文献在研究国有股权划转政策时,主要分析股权划转政策的必要性及划转方式,并在此基础上分析国有股权划转政策对基金的充实效果、对家庭消费及宏观经济增长等影响。国有企业是国有股权划转政策的主体,但较少有文献探究股权划转政策对企业的影响。另一方面,已有文献从相关法律法规的实施、征收机构改革等角度分析社会保障领域改革对企业的影响。本文研究国有股权承接机构对国有企业的监督效果,并详细分析背后的作用机制,为此类文献增加了新的研究视角。

本文研究发现,国有股权划转给社保基金后,由于承接机构具有监督功能,其改善了企业内部治理水平,抑制了高管的道德风险问题,进而提高了国有企业的经营绩效。此结论为国有股权划转政策的必要性和合理性提供了证据支持,也说明此政策有助于实现国有企业发展,也有利于全民共享国有企业发展成果。根据本文的研究结论,提出以下政策建议:

首先,在稳步扩大国有股权充实社保基金的基础上,增强承接机构的外部监督功能,同时实现社保基金和国有企业可持续发展。当前已将国有企业 10% 的股权划转至社保基金,而“十五五”规划提出,要继续划转国有资本充实社保基金,以增强社会保险体系可持续性。未来

在开展划转工作前,需要系统性评估划转国有股权充实社保基金的实际效果,同时也需要分析承接机构在发挥外部监督功能中存在的问题。

其次,优化已划转国有股权的监督管理机制,明确承接机构的职责和监督功能。一方面,要建立清晰的责任边界,避免承接机构过度干预企业的自主经营权;另一方面,要明确承接机构在重点事项上的知情权和监督权。可以考虑将承接机构的绩效同国企经营绩效挂钩,以提高监督积极性。同时,国有企业应当进一步完善内部控制体系,与承接机构建立常态化的信息共享机制。

最后,针对不同类型企业,应采取不同措施以提高承接机构监督功能。例如,为充分发挥承接机构对国有企业尤其是央企和省级国企的监督职能,未来可以考虑从两个方面进行改革:一是承接机构可以考虑配置更为专业的股权管理人员,或进一步提升已有职工的专业能力;二是政府也可以考虑在保障国有企业自主经营的前提下,给予承接机构更多的监督权。

主要参考文献:

- [1]陈克兢,熊熊,杨国超,等.投服中心行权与投资者信息劣势缓解:基于股价崩盘的视角[J].世界经济,2022,(9):204-228.
- [2]邓大松,张怡.国资划转对企业职工基本养老保险降费空间影响的研究[J].保险研究,2020,(3):89-104.
- [3]樊行健,肖光红.关于企业内部控制本质与概念的理论反思[J].会计研究,2014,(2):4-11.
- [4]高奥,龚六堂.国有资本收入划拨养老保险、人力资本积累与经济增长[J].金融研究,2015,(1):16-31.
- [5]高奥,谭娅,龚六堂.国有资本收入划拨养老保险、社会福利与收入不平等[J].世界经济,2016,(1):171-192.
- [6]胡书东.社会保障制度建设与国有股、法人股上市流通[J].管理世界,2001,(4):36-42.
- [7]景鹏,王媛媛,胡秋明.国有资本划转养老保险基金能否破解降费率“不可能三角”[J].财政研究,2020,(2):80-95.
- [8]景鹏,郑伟.国有资本划转养老保险基金与劳动力长期供给[J].经济研究,2019,(6):55-71.
- [9]李小荣,韩琳,马海涛.内部控制与劳动力投资效率[J].财贸经济,2021,(1):26-43.
- [10]李逸飞,李金,肖人瑞.社会保险缴费征管与企业人力资本结构升级[J].经济研究,2023,(1):158-174.
- [11]李桢,谭远发.划转部分国有资本充实社保基金的效果与对策:以某省为例[J].经济体制改革,2023,(1):165-172.
- [12]毛捷,管星华.地方政府纾困政策的效应研究:来自上市公司的证据[J].经济研究,2022,(9):82-98.
- [13]盛丹,刘灿雷.外部监管能够改善国企经营绩效与改制成效吗?[J].经济研究,2016,(10):97-111.
- [14]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[J].经济研究,2019,(11):87-101.
- [15]唐珏,封进.社保缴费负担、企业退出进入与地区经济增长——基于社保征收体制改革的证据[J].经济学动态,2020,(6):47-60.
- [16]汪玲,邱桓沛,申曙光.国有资本划拨养老保险与公共政策目标治理[J].财贸经济,2021,(4):53-66.
- [17]王玉涛,董天一,鲁重峦.中小股东“用嘴投票”的治理效应与企业投资效率[J].经济管理,2022,(5):115-132.
- [18]辛宇,宋沛欣,徐莉萍,等.经营投资问责与国有企业规范化运作——基于高管违规视角的经验证据[J].管理世界,2022,(12):199-219.
- [19]许红梅,李春涛.社保费征管与企业避税——来自《社会保险法》实施的准自然实验证据[J].经济研究,2020,(6):122-137.
- [20]杨俊,龚六堂.社会保障基金最优持股比例研究[J].经济研究,2008,(6):50-60.
- [21]杨俊,龚六堂,王亚平.国有股权型社会保障研究[J].经济研究,2006,(3):36-45,58.
- [22]赵仁杰,范子英.养老金统筹改革、征管激励与企业缴费率[J].中国工业经济,2020,(9):61-79.
- [23]赵仁杰,唐珏,张家凯,等.社会监督与企业社保缴费——来自社会保险监督试点的证据[J].管理世界,2022,(7):170-183.

- [24]Alodat A Y, Salleh Z, Hashim H A, et al. Corporate governance and firm performance: Empirical evidence from Jordan[J]. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 2022, 20(5): 866–896.
- [25]Bennedsen M, Simintzi E, Tsoutsoura M, et al. Do firms respond to gender pay gap transparency?[J]. *The Journal of Finance*, 2022, 77(4): 2051–2091.
- [26]Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305–360.
- [27]Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2): 159–189.

Equity Transfer to Social Security Funds and Business Performance of State-owned Enterprises

Tang Jue¹, Wang Feng², Liu Jin¹

(1. *School of Public Administration and Policy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*; 2. *School of Public Finance, Taxation and Investment, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*)

Summary: With the acceleration of population aging, to ensure the balance of payments of the basic pension insurance fund for urban employees, the Chinese government implemented a policy in 2020 to transfer 10% of state-owned equity to supplement social security funds, and its effectiveness depends on the business performance of enterprises.

Based on data from listed companies, this paper takes state-owned enterprises (SOEs) as the treatment group and non-state-owned enterprises (non-SOEs) as the control group, and uses the DID method to evaluate the effect of the equity transfer policy. The study finds that the policy effectively improves the quality of internal control in SOEs, which is reflected in the alleviation of over-investment and the improvement of production efficiency, thus enhancing the business performance of SOEs. This policy effect exhibits strong heterogeneity. When a higher-level organization supervises a lower-level one, the supervision effect is better due to stronger binding force. Therefore, in the groups where the level of SOEs is lower than that of asset-receiving institutions, the effect of performance improvement is more significant. In the group where general managers do not hold shares, the more severe the principal-agent problem, the greater the performance improvement after the implementation of the policy. The lower the existing internal governance quality of an enterprise, the more pronounced the policy effect.

The contributions are mainly reflected in two aspects: First, SOEs are the main targets of the policy, but few studies have explored the impact of the policy on enterprises. This paper fills this gap. Second, this paper also enriches the literature on how reforms in the field of social security affect enterprises.

This paper also has certain policy implications. To give full play to the supervisory functions of asset-receiving institutions over central and provincial SOEs, reforms can be considered in two aspects in the future: First, asset-receiving institutions may consider deploying more professional asset management personnel or further improving the professional capabilities of existing employees. Second, the government may also consider granting asset-receiving institutions more supervisory power on the premise of ensuring the independent operation of SOEs.

Key words: equity transfer; social security funds; business performance

(责任编辑 顾 坚)