

社保缴费负担与企业脱实向虚

陈 祎 鲁元平

摘要 脱实向虚是当前阶段我国经济最突出的结构性矛盾之一,其中,企业沉重的社保缴费负担是导致实体企业加速脱实向虚的重要原因。利用上市公司2007-2017年的数据研究社保缴费对企业脱实向虚的影响,可发现:社保缴费对企业的金融投资利润占比具有显著正向影响,表明社保缴费压力加重了企业脱实向虚程度。研究还发现,社保缴费会显著降低企业的实体投资收益率,但对企业金融投资的收益率影响不大,社保缴费加重企业脱实向虚的效应在实体投资收益率低、金融投资收益率高的企业中更大。同时,社保缴费显著减少了企业当期现金流,社保缴费加重企业脱实向虚的效应在现金流不充裕的企业中更大。最后,企业主要通过增加持有交易类金融资产和投资性房地产来增加脱实向虚程度。分析企业脱实向虚的成因,可以为治理当前中国企业脱实向虚现象提供新思路。

关键词 社保缴费;脱实向虚;企业金融化

中图分类号 F812 **文献标识码** A **文章编号** 1672-7320(2022)02-0150-14

基金项目 国家自然科学基金面上项目(72074224);科技部、教育部“收入分配与现代财政学科创新引智基地”项目(B20084)

随着实体企业去工业化与金融化逐渐成为世界范围的现象,金融化问题正在成为政治经济学、社会学、货币金融学等领域的前瞻性研究主题^[1](P4-20)。国内实体企业金融资产持有量不断增长,金融渠道的利润不断增加^[2](P111-127)^[3](P32-46)。实体经济利润率下降和金融领域收益上涨是造成这种脱实向虚现象的重要原因^[4](P314-324)^[7](P173-208)^[8](P863-886)^[9](P13-28)。已有文献从马克思的“利润率下降”理论、股东价值导向的公司治理模式扩张等角度对企业脱实向虚原因进行了深入探讨。但结合中国制度背景探究实体企业脱实向虚成因的分析仍然较为缺乏。中国法定缴费率高达40%的社保缴费构成企业重要的劳动力成本。根据世界银行和普华永道共同发布的《世界纳税报告2019》,中国由雇主承担的社保负担占税前利润的35.1%-41.2%,是企业最高的缴费负担,相比之下企业所得税仅占企业税前利润的7.6%-9.7%。近年来,中央高度重视降低企业社保缴费负担,以推动减税降费政策的实施。2019年,国务院办公厅印发《降低社会保险费率综合方案》,强调“确保企业特别是小微企业社会保险缴费负担有实质性下降”。新冠肺炎疫情发生以来,我国接连出台阶段性减免企业社保缴费优惠政策,全力为企业减负,降低企业运行成本,助力企业发展。因此,通过实证检验社保缴费负担是否会影响企业脱实向虚,具有重要的理论意义与现实意义。

① 宏观层面上,脱实向虚表现为资金不断流入虚拟经济,引起影子银行体系膨胀、资产价格繁荣,以及实体经济有效投资不足;微观层面上,脱实向虚主要指企业金融化,即金融资产在企业资产配置中的比重、金融渠道获利占企业利润比重不断提高的趋势^[4](P3-25)^[5](P50-66)。

一、文献综述

已有文献对非金融企业金融化的驱动因素展开了深入探讨,大致可以归结为利润金融化、治理模式金融化两种研究视角^[9](P13-28)。利润金融化视角强调资本的逐利天性,实体经济盈利能力的下降和金融领域收益率的提高共同推动企业将活动重心从生产领域转向金融领域,引发企业脱实向虚^[9](P13-28)。近年来,部分文献从经验研究角度对利润下降与制造业企业金融化之间的关系展开分析^[2](P111-127)^[6](P314-324)^[10](P3-24)。治理模式金融化视角聚焦于股东价值导向对公司治理模式的改变,非金融企业以缩减开支、裁员、股票回购、增加金融投资的方式来最大化股东利益^[8](P863-886)。然而,资本主义多样性理论强调国家之间的制度差异会形成公司治理模式差异,协调市场经济体严重依赖工资协调制度,管理层倾向于通过提高劳动力的生产效率来获得回报,企业金融化程度低;自由市场经济体劳动保护制度薄弱,管理层倾向于牺牲普通员工的利益,企业金融化程度高^[11](P13-35)。

已有文献对企业金融化成因的研究大部分集中在发达经济体,缺乏在中国制度背景下的探讨。第一,不同于金融市场发达的美国,中国是银行主导下的金融体系,因此股东治理模式对中国企业金融化的影响较为有限^[9](P13-28)。第二,发达经济体于20世纪70年代中期开始制造业等传统生产行业利润率大幅下降,导致经济活动重心从生产行业转向金融行业^[7](P173-208),中国自2006年才开始出现明显的企业金融化现象^[10](P3-24)。第三,美国等发达国家已经形成了制造业空心化与金融活动全球扩张的格局,而中国具有良好的工业基础和制造业比较优势,只是近年来伴随着劳动年龄人口数量降低,制造业的低劳动成本优势才开始逐渐受到挑战。

社保缴费负担沉重与社保制度不完善构成中国的重要制度背景,已经对企业的生产经营和发展产生严重影响。社保不能提供与高缴费相适应的待遇水平,社保缴费对当期工资具有明显的挤出效应^[12](P969-1000);养老保险社会统筹账户的缴费与领取没有严格挂钩,不同地区、不同性质单位的员工实行不同的缴费政策,造成不公平的心理^[13](P97-112);伴随着人口老龄化的加剧,养老保险制度可持续性存在疑问^[14](P102-110);社保缴费仍未形成全国统筹,抑制员工自由流动^[15](P84-97)。事实上,已有文献发现社保缴费给企业带来巨大成本压力^[16](P117-135),引起企业生产效率的损失^[13](P97-112),社保缴费征收力度加强形成对企业价值的负面冲击^[17](P155-173)。同时,中国金融投资与实体投资之间长期存在巨大的收益率差距。根据刘珺等的估算,我国上市非金融企业在2000-2012年间的类金融资产报酬率在23.91%以上,相比之下总资产报酬率在5.11%-7.36%之间^[18](P96-109)。如此巨大的投资收益率差距,加剧了金融部门由原本支持实体经济发展到与实体经济争夺资源的角色演变^[19](P3-25)。

但是,目前关于社保缴费对企业投资影响的研究主要关注固定资产投资,忽视了社保缴费对企业金融化或脱实向虚的影响^[20](P1717-1763)^[21](P87-101)。由于实体投资与金融投资的不同特质,社保缴费的提高将对实体投资与金融投资造成差异化的影响。实体投资与金融投资相比,实体投资属于劳动密集型,具有不可逆性。实体投资还具有固定成本和投资不可分性的特征,金融投资所需资金更加灵活、规模更小、周转速度更快^[22](P1332-1358)。在金融投资与实体投资收益率差距扩大和金融投资更加便捷的双重诱因的驱动下,制造业企业将更倾向于进行金融投资副业而非实体投资主业。

基于此,本文研究的问题是:社保缴费是否加剧了企业脱实向虚?如果是,其可能的作用机制是什么?现有研究多从规范金融领域的视角出发提出解决企业脱实向虚的对策,本文从降低企业经营负担以提振实体经济的角度,指出降低企业社保缴费负担、提高实业经营利润率是抑制企业脱实向虚的重要举措。

二、理论分析与假设提出

本文综合考虑社保双重属性、实体投资与金融投资的特征区别,结合中国金融市场不完善、金融与

实体投资收益差距大、社保制度不完善等现实背景,考察社保缴费对企业脱实向虚的影响(如图1)。

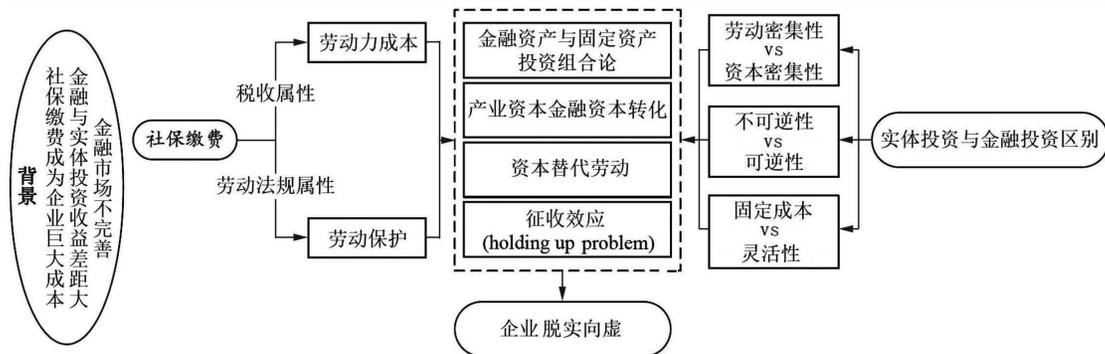


图1 社保缴费对企业脱实向虚影响的理论框架

社保涉及税收制度与劳动法规双重领域,社保缴费对企业脱实向虚的影响可总结为税收制度与劳动法规两方面的叠加作用。税收制度激励企业投资引发了广泛研究, Hall 和 Jorgenson 建立起研究税收影响企业投资的新古典分析框架,指出税收通过降低企业的税后资本收益抑制企业投资^[23](P391-414); Zwick 和 Mahon 认为由于金融摩擦的存在和企业固定资产投资不平滑(lumpy investment)的特点,税收对企业投资的影响被放大^[24](P217-248)。劳动法规一直被视为抑制制造业投资和发展的决定因素,世界银行等国际金融机构一度将减少最低工资、就业保护、社会保险等劳动法规的干预,列为促进发展中国家经济的政策工具包^[25](P4657-4702)^[26](P91-134)。从税收制度视角来看,已有文献从以下方面进行了探讨:一是劳动力成本、投资组合论与企业金融化。实体企业在金融资产和固定资产投资上进行选择^[6](P314-324),劳动力成本提升导致与劳动互补的固定资产投资回报率下降更多,金融投资成为固定资产投资替代品。二是劳动力成本、产业资本金融资本转化与企业金融化。马克思主义政治经济学认为,失去生产和贸易的竞争优势会导致资本从产业资本转向金融资本与“去工业化”^[27](P103)。三是劳动力成本、资本劳动替代与企业金融化。劳动力成本提高会使企业转向节约劳动力的投入品,产生资本劳动替代^[28](P63-76),已有文献大多研究固定资产替代而非金融资产替代。从劳动法规视角来看,学者主要探讨劳动法规、征收效应与企业金融化。当劳动法规赋予劳动力过度的议价能力时,投资者担心投资成本沉没时工人仍然要求获得回报,产生“敲竹杠”问题,从而削弱投资实业的激励。

实体投资与金融投资具有不同特质,社保缴费的提高将对二者造成差异化的影响。第一,实体投资与金融投资相比,实体投资属于劳动密集型,金融投资属于资本密集型^[7](P173-208)。由于社保缴费是以劳动力为单位进行缴纳的,社保缴费将对实体投资的收益率产生重要影响,对金融投资的收益率造成的影响较小。第二,实体投资往往需要投入固定资产,固定资产投资相比金融投资而言具有不可逆性。第三,实体投资还具有固定成本和投资不可分性的特征,金融投资所需资金更加灵活、规模更小、周转速度更快^[22](P1332-1358)。当社保缴费降低企业现金流时,可逆的、资金需求灵活的金融投资相比于实体投资显示出相对优势。

在当前的背景下,社保缴费负担将增加企业对金融投资的依赖,促进企业脱实向虚。第一,金融投资与实体投资收益率之间的差距长期存在,金融投资对企业具有巨大的吸引力。第二,中国金融市场不完善,金融资产品类不全,价格波动较大,难以成为企业流动性管理的选择。为应对生产经营的不确定性,企业更倾向于持有更具流动性和变现能力的现金或银行存款而非金融资产^[22](P1332-1358)。实证研究也证实,非金融企业持有金融资产的主要目的不是为了储备流动性^[4](P3-25)。第三,社保缴费负担难以转嫁给员工,给企业带来沉重的成本压力。社保缴费负担并非完全由劳动力承担^[20](P1717-1763),

中国社会保险费缴费率很高,构成了企业巨大的劳动力成本压力^[16](P117-135)。综上所述,在金融投资能够带来巨大利润、金融资产的流动性储备作用不强的背景下,社保缴费负担很有可能迫使企业远离实业生产,增强企业对金融渠道利润的依赖,加重企业脱实向虚。据此,本文提出假说1:社保缴费负担加重企业脱实向虚。

社保缴费主要通过两个渠道影响企业脱实向虚。首先,社保缴费带来的劳动力成本压力通过降低实业经营收益率,拉大实体投资与金融投资之间的回报率差距,加重企业脱实向虚。企业投资理论中,要素价格通过影响投资的收益率对投资决策产生影响。劳动力成本上升将显著降低实体投资的收益率,而对金融投资的收益率影响不大。这是因为,实体投资与劳动联系紧密,劳动力成本构成企业进行生产或服务的重要成本。相比之下,金融投资与生产活动脱钩,能够相对独立地产生利润,具有外部的特征^[29](P1284-1329);而且金融工作属于非劳动密集型工作,比生产型岗位需要的就业人员少^[7](P173-208)。因此当社保缴费导致劳动力成本上升时,企业实体投资收益率将下降,而金融投资收益率受到的影响不大,金融投资与实体投资收益率差距被进一步拉大。金融投资在获取利润方面的优势更加凸显,企业自然将更多资金投入金融投资而非实体投资。基于以上论述,本文提出假说2:社保缴费负担通过拉大金融投资与实体投资之间的收益率差距来加重企业脱实向虚。

其次,社保缴费还将减少企业现金流,降低企业内部融资能力,增加固定资产投资的难度,企业自然转向更为灵活的金融资产投资。一方面,社保缴费减少了企业的现金流,固定资产投资不平滑的特点使得投资固定资产的难度加大。由于固定成本、不可逆性或不可分性阻碍了固定资产投资的平稳调整,固定资产投资往往具有不平滑的特点^[30](P1263-1285)。企业投资固定资产往往会一次性投入大量资金,产生投资峰值,而在峰值之间很少或没有投资活动,投资峰值一般达到20%以上的投资资本比^[31](P104-127)。我国企业面临很强的外部融资约束,内源性融资是投资资金的重要来源。社保缴费的增加需要企业以后每期都支付一笔现金,加重了企业的内部融资约束,企业进行固定资产投资的难度增加。另一方面,金融投资不仅资金投入灵活,而且资金回收期短、流动性强,具有可逆性^[22](P1332-1358),受内部融资能力的影响较小。在固定资产投资受阻和金融投资回报较高的双重力量的驱动下,追逐利润的企业将从投资固定资产转向投资金融资产,企业脱实向虚程度加深。此外,文献表明,融资约束增加会使企业为了规避资金短缺风险,偏向投资于资金回收更快的项目^[32](P675-693)。根据以上分析,本文提出假说3:社保缴费负担通过减少企业现金流来加重企业脱实向虚。

三、样本选择与研究设计

为考察社保缴费对企业脱实向虚的影响及其作用机制,本文选取中国非金融类上市公司进行研究。本文选取样本区间是2007-2017年。之所以从2007年开始,是因为2007年我国颁布全新的会计准则,要求企业在财务报表附注中披露“应付职工薪酬”的明细科目,企业层面的社保缴费数据才能够获取。上市公司的财务数据来自国泰安数据库(CSMAR)。宏观层面的数据来自国家统计局和中国人民银行。本文剔除了保险和金融行业数据,还剔除了ST企业数据。为消除极端值对分析的干扰,本文对企业层面的连续变量在前后1%的水平上进行了缩尾处理。

为了考察社保缴费负担与企业脱实向虚的关系,对于c行业t年的企业i,本文建立以下固定效应模型:

$$fin_{ict} = \beta_0 + \beta_1 ssr_{ict} + \beta_2 control_{ict} + \alpha_i + \mu_i + \lambda_c + \varepsilon_{ict} \quad (1)$$

被解释变量 fin_{ict} 衡量企业脱实向虚程度,衡量方法大致可以分为三类。一是金融资产配置比例,指企业持有的金融资产占企业总资产的比例。二是金融渠道获利占比,刻画企业从金融渠道所获利润占总利润的比例。三是现金流投资比率,指企业投资金融资产而支出的现金占总现金支出(或占企业总资产)的比例。总体而言,金融资产配置比例、金融渠道获利占比被广泛应用于衡量企业金融投资,现金流

投资比率应用较少。聚焦于金融资产配置比例和金融渠道获利占比,金融资产配置比例反映资产类别的份额变化,是一个存量结构性质的指标;金融渠道获利占比反映某一时期内企业利润的源泉构成,是一个流量结构性质的指标^[33](P148-173)。金融渠道获利占比能够反映企业配置不同类型资产的投资行为的变化,比静态的资产类别份额更适合刻画企业金融投资行为。从利润的角度出发衡量企业脱实向虚,与Krippner^[7](P173-208)指出需要从“以积累为中心”的视角出发刻画宏观经济金融化与微观公司金融化的观点相符合。

本文主要采用企业金融渠道获利占比来衡量企业脱实向虚,该指标的计算需要具体加以说明。首先,由于存在对联营或合营企业投资的情况,金融渠道获利分为广义和狭义口径^[31](P32-46)。广义金融资产包括货币资金、持有至到期投资、交易性金融资产、可供出售的金融资产、投资性房地产、应收利息、应收股息和长期股权投资;狭义金融资产不包括长期股权投资。因此,广义口径的金融渠道获利包括投资收益、公允价值变动损益、其他综合收益和净汇兑收益;狭义口径的金融渠道收益是指投资收益、公允价值变动损益、其他综合收益和净汇兑收益之和,再扣除联营和合营企业的投资收益。其次,在用总利润对金融渠道获利进行标准化时,当总利润为负值时会导致金融渠道获利占总利润之比数值不连续,因此本文只采用分子和分母都为正数的样本。稳健性检验中还将借鉴张成思和张步昙的做法^[31](P32-46),用总利润的绝对值来标准化;借鉴刘贯春等的做法^[33](P148-173),用息税前利润来做分母。

企业社保缴费率(ssr_{ict})指企业社保缴费占应付职工薪酬总额的比例,具体而言用“应付职工薪酬—社会保险”本期增加额除以“应付职工薪酬—合计”本期增加额来衡量。值得注意的是,2007-2013年,五种社保缴费都计入“应付职工薪酬—社会保险费”的明细科目;2014年修订版《企业会计准则9号——职工薪酬》规定,养老保险、失业保险计入“应付职工薪酬—离职后福利—设定提存计划”明细科目,生育保险、工伤保险、医疗保险计入“应付职工薪酬—短期薪酬—社会保险费”明细科目。本文对应付职工薪酬的明细科目进行了手工整理。

模型中引入企业固定效应 μ_i ,不随时间变化的企业层面的遗漏变量被 μ_i 吸收。我们控制了年份固定效应 α_t ,可以捕获发生在所有企业层面的时间震荡。尽管如此,为尽可能控制随时间变化的混淆因素,本文控制了一系列随时间变化的企业层面和宏观层面的控制变量 $control_{ict}$ 。在企业层面,控制了企业规模(size)、企业现金流(cash)、企业杠杆率(lev),托宾Q(tobinQ),资产回报率(ROA),在宏观层面控制了省级GDP增长率、M2供应量增长率、行业固定效应 λ_c 。主要变量的具体定义见表1。

表1 主要变量定义

变量	变量名称	计算方法
fin_w	广义金融获利占比	(投资收益+公允价值变动损益+其他综合收益+汇兑收益)/营业利润
fin_n	狭义金融获利占比	(投资收益+公允价值变动损益+其他综合收益+汇兑收益-联营和合营企业的投资收益)/营业利润
ssr	企业社保缴费率	社保缴费/应付职工薪酬合计
size	企业规模	对期初资产取自然对数
tobinQ	托宾Q	[(总股本-境内上市的外资股B股)×今收盘价A股当期值+境内上市的外资股B股×B股今收盘价当期值×当日汇率]/总资产
cash	企业现金流	经营活动产生的现金流量净额/期初资产
roa	资产回报率	净利润/总资产
lev	企业杠杆率	总负债/总资产
gdp	省级GDP增长率	地区生产总值增长率(%)
m2	M2增长率	年度M2供应量增长率
opreturn	经营资产收益率	(营业利润-金融渠道获利)/(总资产-总金融资产)
freturn	金融资产收益率	金融渠道获利/总金融资产

四、实证结果

基于以上计量模型,本部分将首先进行描述性统计,然后进行基准回归和机制分析以检验前文提出的研究假说,最后处理内生性问题并进行稳健性检验。

表2是对主要变量的描述性统计。金融渠道获利占比的均值在0.30-0.39,这表明平均而言中国上市公司对金融渠道获利的依赖较重。社保缴费占应付职工薪酬比例的均值为0.12,标准差为0.05,均值低于法定企业最高缴费比例,略大于赵健宇和陆正飞计算的养老保险缴费比例的均值0.10^[13](P97-112)。由于养老保险缴费占据社保缴费较大份额,本文计算的社保缴费比例较为合理。其他变量的描述性统计结果也与已有文献比较接近。

表2 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
fin_w	17672	0.3932	1.0677	0.0000	7.8448
fin_n	17981	0.2975	0.9075	0.0000	6.9511
ssr	24716	0.1228	0.0498	0.0247	0.2644
size	24971	21.7744	1.3403	19.1444	25.8203
tobinQ	23904	2.3484	2.0597	0.2107	11.6231
cash	24937	0.0507	0.0982	-0.2724	0.3519
roa	24971	0.0572	0.0710	-0.1450	0.3199
lev	24971	0.5228	0.2761	0.0562	1.4364
gdp	21294	10.4693	4.4306	-19.3800	109.0000
m2	24988	0.1459	0.0471	0.0808	0.2842
opreturn	24268	0.0417	0.0693	-0.2156	0.2550
freturn	18981	0.6422	3.1835	-2.7692	26.4767

以社保缴费率0.005为单位划分区间,分别计算各区间内狭义金融获利占比的均值,绘成图2。不难看出,企业社保缴费率与金融渠道获利占比呈正相关关系,社保缴费率越高,金融渠道获利占比越高。

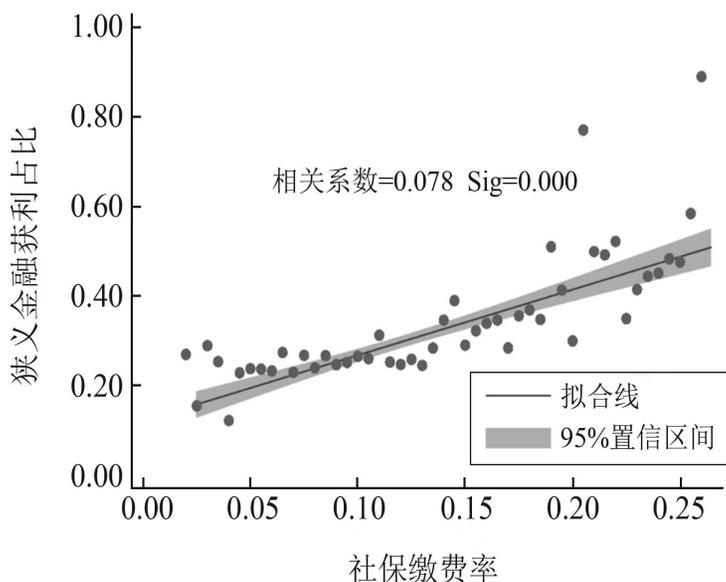


图2 社保缴费率与金融获利占比

(一) 基准回归

本文对企业社保缴费与企业金融渠道获利占比的关系进行检验。回归结果如表3所示。第(1)和第(3)列报告了社保缴费率影响广义金融渠道获利占比的实证结果,其中第(1)列仅控制公司、年份和行业固定效应,不加入其他控制变量,第(3)列加入公司层面和宏观层面的控制变量。可以看出,社保缴费率对广义金融渠道获利占比的影响显著为正。由于广义的金融渠道获利包括了对合营与联营企业的投资收益,可能影响到对脱实向虚的解读。因此,进一步考察社保缴费率与狭义金融渠道获利占比的关系,结果展示在表3的第(2)列和第(4)列。狭义因变量的回归结果表明,社保缴费率仍然会显著增加金融渠道获利占比。无论是广义还是狭义的金融渠道获利占比,社保缴费率都对其具有显著的正向影响。这验证了假说1,社保缴费负担会加重企业脱实向虚。第(4)列的结果表明,如果企业的社保缴费率提高1个百分点,金融渠道获利占比将增加1.44个百分点。

表3 社保缴费对企业金融获利占比的影响

变量	广义金融获利占比	狭义金融获利占比	广义金融获利占比	狭义金融获利占比
	(1)	(2)	(3)	(4)
ssr	2.3705*** (0.4311)	1.7552*** (0.3723)	1.8776*** (0.4561)	1.4398*** (0.3954)
size			-0.1939*** (0.0323)	-0.1285*** (0.0285)
lev			0.0681 (0.0612)	0.0259 (0.0502)
cash			-0.1401 (0.1161)	-0.0652 (0.0982)
tobinQ			0.0034 (0.0105)	0.0020 (0.0081)
roa			-3.2834*** (0.2552)	-2.3918*** (0.2200)
gdp			-0.0008 (0.0024)	-0.0011 (0.0023)
m2			-10.3316*** (1.4260)	-7.7733*** (1.2416)
Constant	-0.0990 (0.0629)	-0.0746 (0.0523)	6.5315*** (0.9497)	4.5393*** (0.8314)
Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	17471	17790	14250	14554
Within R ²	0.0209	0.0190	0.0617	0.0531

注:括号中为异方差稳健标准误,***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。以下各表同。

(二) 机制分析

我们推测,社保缴费加重企业脱实向虚,是基于两种机制。一方面,社保缴费加剧了金融投资与实体投资之间的收益率差距,出于追逐利润的动机,企业倾向于投资更多金融副业而非实体主业;另一方面,社保缴费减少了企业当期现金流,而现金流的约束抑制了实体投资,迫使企业转向更为灵活的金融资产投资,脱实向虚程度加深。针对两种机制,我们分别进行检验。

1. 社保缴费、金融与实体投资收益率、企业脱实向虚

为验证假说2, 首先我们提供随着社保缴费率增加, 实体投资收益率降低、金融投资收益率不变的证据。进一步地, 利用投资收益率的异质性, 我们发现社保缴费对企业脱实向虚的影响仅存在于经营资产收益率低的企业或金融资产收益率高的企业。

表4验证了社保缴费对企业金融与实体投资收益率的影响。参考宋军和陆旻、张成思和张步昙的研究^[2](P111-127)^[3](P32-46), 我们将企业资产分为经营性资产和金融资产, 将利润分为经营性收益和金融收益, 分别计算企业的经营资产收益率和金融资产收益率, 用经营资产收益率来衡量企业实体投资收益率, 用金融资产收益率来衡量企业金融投资收益率。表4第(1)列显示, 社保缴费与企业经营资产收益率显著负相关, 表明社保缴费降低了企业的实体投资收益率。根据第(2)列的结果, 社保缴费对企业金融资产收益率没有显著影响。这表明, 社保缴费显著降低了实体投资收益率, 但对金融投资收益率没有影响, 社保缴费负担确实拉大了金融投资与实业投资之间的收益率差距。

表4 社保缴费对经营资产收益率、金融资产收益率的影响

变量	经营资产收益率	金融资产收益率
	(1)	(2)
ssr	-0.0331** (0.0137)	1.9467 (1.4238)
Control	Yes	Yes
Firm FE	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes
N	19872	15041
Within R ²	0.540	0.0217

为进一步考察投资收益率在社保缴费与企业脱实向虚的关系中起到的作用, 我们利用实体投资收益率和金融投资收益率的异质性, 分别按照经营资产收益率和金融资产收益率的中位数分样本, 结果报告在表5中。第(1)列和第(2)列的结果显示, 社保缴费对企业脱实向虚的正向影响只存在于实体投资收益率低的企业。第(3)列和第(4)列的结果显示, 社保缴费对企业脱实向虚的正向影响只存在于金融投资收益率高的企业。这进一步验证了社保缴费负担通过拉大金融投资与实体投资之间的收益率差距来加重企业脱实向虚。因此, 假说2得到了验证。我们发现, 社保缴费显著降低了企业实体投资收益率, 但对金融投资收益率没有影响。同时, 社保缴费对企业脱实向虚的正向影响仅在实体投资收益率低或金融投资收益率高的企业中存在。

表5 社保缴费对金融获利占比的异质性影响: 投资收益率的异质性

变量	经营资产收益率高	经营资产收益率低	金融资产收益率高	金融资产收益率低
	(1)	(2)	(3)	(4)
ssr	-0.0621 (0.0588)	1.8947** (0.7858)	2.0391** (0.8320)	-0.0350 (0.1965)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	8117	6231	6500	4378
Within R ²	0.0778	0.0633	0.101	0.0512

2. 社保缴费、现金流与企业脱实向虚

为验证假说3,首先我们检验社保缴费是否降低了企业现金流。进一步地,利用企业现金流的异质性,我们研究现金流压力是否增强了社保缴费对企业脱实向虚的影响。表6报告了回归结果。参考已有文献,使用经营活动产生的现金流量净额与总资产之比衡量企业现金流^[34](P19-33)。第(1)列检验社保缴费与现金流的关系,结果显示社保缴费率对企业现金流具有显著的负向影响,这表明社保缴费降低了企业当期现金流,加强了企业现金流约束。第(2)列和第(3)列研究社保缴费对企业脱实向虚的影响,是否会随着企业现金流的改变而发生变化。按照现金流的中位数分样本,结果显示,社保缴费对企业金融化的影响仅存在于现金流不充裕的企业。企业资金不充裕,导致企业在缴纳社保缴费后难以维持原本的固定资产投资计划,推高了企业对金融投资的需求,迫使企业脱实向虚。

表6 社保缴费与企业金融渠道获利占比:考察现金流的作用

变量	现金流	现金流充裕组	现金流不充裕组
	(1)	(2)	(3)
ssr	-0.0698** (0.0315)	0.6286 (0.4342)	1.4743** (0.6665)
Control	Yes	Yes	Yes
Firm FE	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes
N	20150	7786	6763
Within R ²	0.100	0.0437	0.0779

假说3得到了验证。我们发现社保缴费显著降低了企业现金流,社保缴费对企业脱实向虚的影响仅存在于现金流不充裕的企业。

(三) 拓展性分析

下文将进一步探讨社保缴费对金融资产投资类别和固定资产投资的影响,以期能从更为全面的视角来分析社保缴费与企业脱实向虚之间的关系。

如果社保缴费负担确实促使企业脱实向虚,一个有趣的问题就是企业到底增加了哪类金融资产投资?参考宋军和陆旻的方法^[2](P111-127),我们将企业金融资产分为交易性金融资产、委托贷款与理财产品、投资性房地产、金融机构的股权四类。检验社保缴费是否影响企业持有这些金融资产。回归结果报告在表7中。

表7 社保缴费对企业分类金融投资的影响

变量	交易性金融资产	委托贷款与理财产品	投资性房地产	金融机构的股权
	(1)	(2)	(3)	(4)
ssr	0.3657*** (0.1394)	-0.4680 (0.4388)	0.2353* (0.1203)	0.0354 (0.1350)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	19342	4219	17548	4878
Within R ²	0.337	0.0557	0.129	0.0359

我们发现,企业主要是通过增加持有交易类金融资产和投资性房地产来加重企业脱实向虚程度。交易类金融资产属于短期金融资产,常被企业用于粉饰业绩^[5](P50-66)。在转型制度背景下,源于土地稀缺和快速城镇化,中国房地产行业长期拥有超额利润的“暴利”,进行房地产投资实现套利已经成为中国众多实体企业的重要经营战略^[2](P111-127)。本文的结果也与近年来企业交易类金融资产和投资性房地产持有量的激增的现象相符^[35](P152-166)。

为进一步验证社保缴费负担会导致企业脱离生产主业而偏向金融投资等“虚拟产业”,本文对企业的固定资产投资进行研究。在传统经济理论中,生产是理论分析的中心,金融的主要作用是为企业提供资本,持有金融资产也可以储备流动性以应对资金不足,但金融投资能够为企业获得收益的作用被忽视^[4](P3-25)。在这种传统观点主导下,金融投资与劳动力成本的关系并不直接,劳动力相对价格增加会导致企业用资本替代劳动,为获得扩大投资所需的资金,企业可能出售金融资产,因此社保缴费可能会减少企业的金融投资。然而,对非金融企业而言,金融投资已经不再只被企业用作应对财务困境的流动性储备,还能产生大量的金融收益,成为企业获取利润的重要渠道^[3](P32-46)^[4](P3-25)^[7](P173-208)。尤其是当金融投资与实体投资之间存在巨大收益率差距时,金融部门将由原本支持实体经济发展的角色演变为与实体经济争夺资源的竞争角色^[19](P3-25)。如果金融投资的这种角色转变真的存在,那么可以预测社保缴费可能会抑制企业的固定资产投资。

参考付文林和赵永辉、刘啟仁等的研究^[34](P19-33)^[36](P78-96),采用四个指标衡量企业固定资产投资^①。根据表8的结果,企业社保缴费率的估计系数显著为负,表明企业并没有通过增加固定资产投资、使用固定资产替代劳动的方式来应对社保缴费引致的劳动力成本的上涨。相反,社保缴费带来的实体投资收益率下降和现金流压力降低了企业的固定资产投资。这进一步增加了本文的社保缴费负担加重企业脱实向虚结论的可信度。

表8 社保缴费对企业固定资产投资的影响

变量	总固定资产投资	净固定资产投资	固定资产投资对数	新增固定资产
	(1)	(2)	(3)	(4)
ssr	-1.7984*** (0.3855)	-1.9558*** (0.3899)	-1.9667*** (0.3699)	-0.5908*** (0.1641)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	20129	19121	20129	19186
Within R ²	0.0702	0.0702	0.245	0.0575

(四) 稳健性检验

为缓解内生性问题,保障研究结论的可靠性,本文主要采取准自然实验和替代指标的方法进行稳健性检验。

根据Lin和Tomaskovic-Devey的研究^[29](P1284-1329),非金融企业的金融投资收益的增加会削弱劳工的议价能力,降低工资份额。社保缴费是企业雇佣劳动力的支出,算入工资份额,从这个角度而言,企业脱实向虚应降低企业社保缴费支出。因此,本文的结论不大可能受到反向因果的威胁。但遗漏变量仍然可能混淆本文的结果,某种因素可能共同导致了企业社保缴费负担加重和企业脱实向虚程度加深。

① 四个固定资产投资指标的计算公式分别为:总固定资产投资指标= $\ln(100 \times \text{构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} / \text{营业总收入})$,净固定资产投资= $\ln(100 \times (\text{构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} - \text{处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额}) / \text{营业总收入})$ 、固定资产投资对数= $\ln(\text{构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金})$ 、新增固定资产= $\text{本期新增固定资产} / \text{上期固定资产}$ 。

鉴于此,本文借鉴许红梅和李春涛的研究^[37](P122-137),结合2011年《社会保险法》的实施与企业劳动密集度的差异构造广义DID分析框架,识别社保缴费负担对企业脱实向虚的影响。因为该法对企业而言具有外生性,所以能在一定程度上缓解内生性问题。

具体来说,运用变量Post划分2011年《社会保险法》政策实施前后,基于企业劳动密集度划分实验组(Treat)和控制组。劳动密集度高的企业相比于劳动密集度低的企业,当受到《社会保险法》的外生冲击之后,承担的缴费负担应该更重。参考许红梅和李春涛、倪晓然和朱玉杰的方法^[37](P122-137)^[38](P154-167),本文分别以职工薪酬与营业收入之比、支付给职工以及为职工支付的现金与营业收入之比衡量劳动密集度,按劳动密集度将企业分为10等份,最低的3等份视为劳动密集度低的控制组,Treat1(Treat2)取值为0,最高的3等份视为劳动密集度高的实验组,Treat1(Treat2)取值为1。

表9列示了基于《社会保险法》实施对社保缴费影响的回归结果。可以看出,无论采用哪种方法衡量劳动密集度来划分实验组与控制组,Treat与Post变量的交乘项估计系数始终显著为正,劳动密集度高的企业相比于劳动密集度低的企业在受到《社会保险法》冲击之后,企业金融获利占比增加更多。由于劳动密集度高的企业受到社保缴费影响更大,这表明社保缴费负担显著提高了企业的脱实向虚程度。

表9 社保缴费对企业金融获利占比的影响:《社会保险法》的自然实验

变量	狭义金融获利占比	狭义金融获利占比
	(1)	(2)
Treat1×Post	0.1008* (0.0517)	
Treat2×Post		0.1019** (0.0516)
Control	Yes	Yes
Firm FE	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes
N	8566	8641
Within R ²	0.0632	0.0607

采用滞后一期社保缴费率回归,结果展示在表10第(1)列和第(2)列中。参考魏志华和夏太彪的研究^[39](P136-154),使用当期社保缴费支出与营业收入的比重衡量社保缴费负担,结果展示在表10第(3)列和第(4)列中。

表10 社保缴费与金融获利占比:替换自变量

变量	广义金融获利占比	狭义金融获利占比	广义金融获利占比	狭义金融获利占比
	(1)	(2)	(3)	(4)
lssr	1.2885*** (0.4487)	1.0951*** (0.3799)		
ssr2			1.8839*** (0.3633)	1.5693*** (0.3295)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	11993	12239	14146	14445
Within R ²	0.0631	0.0549	0.0634	0.0551

可以看出,无论采用何种社保缴费负担衡量指标,社保缴费负担对企业脱实向虚的正向影响都是稳健的。在基准模型中,本文仅使用营业利润和金融渠道获利都为正的样本,直接用金融渠道获利占营业利润的比例衡量企业脱实向虚。出于稳健性考虑,本文参考张成思和张步昙的做法^[31](P32-46),用营业利润的绝对值来标准化;借鉴刘贯春等的做法^[33](P148-173),用息税前利润来做分母,回归结果报告在表 11 中。第(1)列和第(2)列利用总利润的绝对值来标准化,第(3)列和第(4)列用息税前利润标准化。不难发现,使用替代的脱实向虚指标,社保缴费率的系数仍然显著为正。

表 11 社保缴费与金融渠道利润占比:替换因变量

变量	广义绝对值 标准化金融化程度	狭义绝对值 标准化金融化程度	广义金融获利 占息税前利润之比	狭义金融获利 占息税前利润之比
	(1)	(2)	(3)	(4)
ssr	1.6284*** (0.4559)	1.2969*** (0.3913)	1.1360*** (0.3955)	0.8834*** (0.3390)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	20150	20150	15071	15416
Within R ²	0.0812	0.0981	0.0572	0.0473

五、研究结论与政策建议

虚拟经济“热”与实体经济“冷”是当前阶段我国最突出的结构性矛盾之一。本文从我国企业最沉重的税费负担——社保缴费入手,研究社保缴费对实体企业脱实向虚的影响。采用金融渠道获利占比衡量企业脱实向虚,基于上市公司 2007-2017 年的面板数据,利用固定效应模型对社保缴费率与企业脱实向虚的关系进行了检验,实证结果发现:社保缴费率越高,企业金融渠道获利占比越高。进一步分析发现:社保缴费负担会显著降低企业的实体投资收益率,但对企业金融投资收益率影响不大,社保缴费负担加重企业脱实向虚的效应在实体投资收益率低或金融投资收益率高的企业中更大;同时,社保缴费显著减少了企业当期现金流,社保缴费加重企业脱实向虚的效应在现金流不充裕的企业中更大。这表明,社保缴费负担一方面通过加剧金融投资与实体投资之间的收益率差距,另一方面通过降低企业现金流,已经给企业的实体经营造成沉重负担,加重了企业脱实向虚。最后,本文还发现,企业主要是通过增加持有交易类金融资产和投资性房地产来加重脱实向虚程度。

本文的研究结论为治理当前中国企业脱实向虚现象提供了新思路。实体投资收益率下降是企业脱实向虚的重要驱动因素。在金融投资与实体投资存在巨大利差的背景下,社保缴费进一步扩大了金融投资与实体投资之间的收益率差距,增加了企业对金融渠道收益的依赖,加深了企业脱实向虚程度。要解决企业脱实向虚的问题,在完善社会保险制度的背景下引导经济转型发展,一方面应设定合理的社保缴费率,加强社保缴费征管,采取“低费率、严征管、宽费基”的模式,降低企业负担,增强企业活力,鼓励企业和员工积极参保,形成企业发展和社会保险制度的良性循环。当前社保基金面临收支平衡与征缴管理优化的双重压力,降低社保缴费率是减轻企业生产负担、抑制企业脱实向虚、持续激发市场主体活力的重要举措,对提升和培育社保税基也具有重要意义。另一方面,要加大对实体企业投资金融市场特别是房地产市场的监管,并大力推进构建多层次资本市场,满足各类企业的直接融资需求,降低企业投资固定资产时面临的融资约束。企业脱实向虚的原因之一是缺乏进行实业投资的资金,资本市场的完善将缓解企业进行固定资产投资的融资约束,削弱企业脱实向虚的动机。

参考文献

- [1] 张成思. 金融化的逻辑与反思. *经济研究*, 2019, (11).
- [2] 宋军, 陆旸. 非货币金融资产和经营收益率的U形关系——来自我国上市非金融公司的金融化证据. *金融研究*, 2015, (6).
- [3] 张成思, 张步云. 中国实业投资率下降之谜: 经济金融化视角. *经济研究*, 2016, (12).
- [4] 彭俞超, 黄志刚. 经济“脱实向虚”的成因与治理: 理解十九大金融体制改革. *世界经济*, 2018, (9).
- [5] 彭俞超, 倪晓然, 沈吉. 企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角. *经济研究*, 2018, (10).
- [6] F. Demir. Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets. *Journal of Development Economics*, 2009, 88(2).
- [7] G. R. Krippner. The Financialization of the American Economy. *Socio-economic Review*, 2005, 3(2).
- [8] Ö. Orhangazi. Financialisation and Capital Accumulation in the Non-financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973-2003. *Cambridge Journal of Economics*, 2008, 32(6).
- [9] 谢富胜, 匡晓璐. 制造业企业扩大金融活动能够提升利润率吗? ——以中国A股上市制造业企业为例. *管理世界*, 2020, (12).
- [10] 张成思, 郑宁. 中国非金融企业的金融投资行为影响机制研究. *世界经济*, 2018, (12).
- [11] W. Lazonick. Innovative Business Models and Varieties of Capitalism: Financialization of the U.S. Corporation. *Business History Review*, 2010, 84(4).
- [12] 马双, 孟宪芮, 甘犁. 养老保险企业缴费对员工工资、就业的影响分析. *经济学(季刊)*, 2014, (3).
- [13] 赵健宇, 陆正飞. 养老保险缴费比例会影响企业生产效率吗? *经济研究*, 2018, (10).
- [14] 张克中, 陈祎, 鲁元平. 中国经济高质量发展阶段增长动力研究——基于人口老龄化视角的分析. *天津社会科学*, 2019, (4).
- [15] 彭浩然, 陈斌开. 鱼和熊掌能否兼得: 养老金危机的代际冲突研究. *世界经济*, 2012, (2).
- [16] 沈永建, 范从来, 陈冬华等. 显性契约、职工维权与劳动力成本上升: 《劳动合同法》的作用. *中国工业经济*, 2017, (2).
- [17] 沈永建, 梁方志, 蒋德权等. 社会保险征缴机构转换改革、企业养老支出与企业价值. *中国工业经济*, 2020, (2).
- [18] 刘珺, 盛宏清, 马岩. 企业部门参与影子银行业务机制及社会福利损失模型分析. *金融研究*, 2014, (5).
- [19] 解维敏. “脱需向实”与建设创新型国家: 践行十九大报告精神. *世界经济*, 2018, (8).
- [20] E. Saez, B. Schoefer, D. Seim. Payroll Taxes, Firm Behavior, and Rent Sharing: Evidence from a Young Workers' Tax Cut in Sweden. *American Economic Review*, 2019, 109(5).
- [21] 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, (11).
- [22] L. E. Davis. Financialization and Investment: A Survey of the Empirical Literature. *Journal of Economic Surveys*, 2017, 31(5).
- [23] R. E. Hall, D. W. Jorgenson. Tax Policy and Investment Behavior. *American Economic Review*, 1967, 57(3).
- [24] E. Zwick, J. Mahon. Tax Policy and Heterogeneous Investment Behavior. *American Economic Review*, 2017, 107(1).
- [25] R. Freeman. Labor Regulations, Unions and Social Protection in Developing Countries: Market Distortions or Efficient Institutions?//D. Rodrik, M. Rosenzweig. *Handbook of Development Economics*. Netherlands: Elsevier, 2010.
- [26] T. Besley, R. Burgess. Can Labor Regulation Hinder Economic Performance? Evidence From India. *The Quarterly Journal of Economics*, 2004, 119(1).
- [27] H. Magdoff, P. M. Sweezy. *Stagnation and the Financial Explosion*. New York: Monthly Review Press, 1987.
- [28] 刘媛媛, 刘斌. 劳动保护、成本粘性与企业应对. *经济研究*, 2014, (5).
- [29] K. Lin, D. Tomaskovic-Devey. Financialization and U.S. Income Inequality, 1970-2008. *American Journal of Sociology*, 2013, 118(5).
- [30] J. F. Gomes. Financing Investment. *American Economic Review*, 2001, 91(5).
- [31] Ø. A. Nilsen, A. Raknerud, M. Rybalka, etc. Lumpy Investments, Factor Adjustments, and Labour Productivity. *Oxford Economic Papers*, 2008, 61(1).
- [32] H. Almeida, M. Campello, M. S. Weisbach. Corporate Financial and Investment Policies When Future Financing is not

Frictionless. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(3).

- [33] 刘贯春,张军,刘媛媛. 金融资产配置、宏观经济环境与企业杠杆率. *世界经济*,2018,(1).
- [34] 付文林,赵永辉. 税收激励、现金流与企业投资结构偏向. *经济研究*,2014,(5).
- [35] 闫海洲,陈百助. 产业上市公司的金融资产:市场效应与持有动机. *经济研究*,2018,(7).
- [36] 刘啟仁,赵灿,黄建忠. 税收优惠、供给侧改革与企业投资. *管理世界*,2019,(1).
- [37] 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. *经济研究*,2020,(6).
- [38] 倪晓然,朱玉杰. 劳动保护、劳动密集度与企业创新——来自2008年《劳动合同法》实施的证据. *管理世界*,2016,(7).
- [39] 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,(7).

Social Security Contribution Burden and Enterprises' Transformation from being Real to being Fictitious

Chen Yi (Hubei University of Economics)

Lu Yuanping (Zhongnan University of Economics and Law)

Abstract Transformation of the economy from being real to being fictitious is one of the most prominent structural contradictions in current China. The heavy burden of social security contributions of enterprises is an important reason for the acceleration of transformation from being real to being fictitious among non-financial firms. Based on the data of listed companies from 2007 to 2017, this paper studies the impact of social security contribution burden on the transformation of enterprises from being real to being fictitious, and finds that social security contribution burden has a significant positive impact on the proportion of financial investment profits of enterprises, indicating that the pressure of social security payment aggravates the degree of transformation of enterprises from being real to being fictitious. We also find that social security contribution burden can significantly reduce the return on real investment of enterprises, but has little effect on the return on financial investment of enterprises. Social security contribution burden aggravates the effect of transformation from being real to being fictitious of enterprises, especially in enterprises with low return on real investment and high return on financial investment. At the same time, social security contribution burden significantly reduces the enterprises' current cash flow. Additionally, the effect of social security contribution burden aggravating transformation from being real to being fictitious is greater in enterprises with insufficient cash flow. Finally, enterprises mainly increase their holding of trading financial assets and investment real estate to increase the degree of transformation from being real to being fictitious. This paper deepens the understanding of the causes of transformation, and provides new ideas for the governance of the current phenomenon of transformation from being real to being fictitious in China.

Key words social security contributions; transformation from being real to being fictitious; enterprises financialization

■ 收稿日期 2021-09-13

■ 作者简介 陈 祎,管理学博士,湖北经济学院财政与公共管理学院讲师;湖北 武汉 430205;
鲁元平,管理学博士,中南财经政法大学财政税务学院教授、博士生导师,教育部“收入分配与现代财政学
科技创新智基地”执行副主任;湖北 武汉 430073。

■ 责任编辑 桂 莉