

· 企业经济 ·

国有资本划转社保基金与国有企业投资效率

肖志超¹, 马新啸², 张晓¹

(1. 山东财经大学 会计学院, 山东 济南 250014; 2. 中国海洋大学 管理学院, 山东 青岛 266000)

摘要: 划转部分国有资本充实社保基金, 不仅有利于扎实推进共同富裕, 也有利于国有企业提升经营效率, 从而实现充实社保账户和国有资本保值增值的双重目标。本文以国有企业投资效率为切入点, 基于2011—2023年中国沪深A股上市国有企业数据, 利用双重差分模型实证检验国有资本划转社保基金对国有企业投资效率的影响及作用机制。研究发现, 国有资本划转社保基金能够提升国有企业投资效率, 该结论在一系列稳健性检验后仍然成立; 国有资本划转社保基金通过减少政府干预、改善公司治理和提高分红力度提升国有企业投资效率; 国有资本划转社保基金对国有企业投资效率的提升作用在业绩表现较强、成长前景较强、社保压力较大的企业中更显著; 国有资本划转社保基金对国有企业投资效率的提升作用在省社保基金、省财政厅、省国资委三种股权管理主体中依次递减; 相较于在股东大会行使表决权, 承接主体委派董事的治理效果更强。本文研究不仅对国有资本划转社保基金的理论研究作出了创新性拓展, 也为做好养老金融大文章和深化国有企业改革提供了政策参考。

关键词: 国有企业改革; 国有资本划转社保基金; 投资效率

中图分类号: F271 **文献标志码:** A **文章编号:** 1000-176X(2026)04-0075-13

一、问题的提出

在社会保障基金（下文简称“社保基金”）支出压力不断增大的背景下, 如何利用国有资本有效增强基本养老保险的可持续性, 是中国积极应对人口老龄化和做好养老金融大文章的重要命题。2017年, 国务院发布的《划转部分国有资本充实社保基金实施方案》（下文简称《实施方案》）提出, 在推动国有企业深化改革的同时, 通过划转部分国有资本充实社保基金, 使全体人民共享国有企业发展成果, 增进民生福祉, 促进改革和完善基本养老保险制度, 实现代际公平, 增强制度的可持续性。根据《2017年度国有资产管理情况的综合报告》, 2017年, 全国国有企业资产总额为183.5万亿元, 国有资本及权益总额为50.3万亿元, 初步预估可划转国有资本达5万亿元。与依靠财政补贴弥补社保基金缺口不同, 国有资本划转利用股权分红和资本收益充实社保基金, 将国有企业发展成果转化为社保基金的可持续来源。作为衔接社会保障与国资监管两大体

收稿日期: 2025-10-12

基金项目: 国家社会科学基金一般项目“国有资本划转后社保基金参与国企治理的实现路径与优化对策研究”(25BGL069)

作者简介: 肖志超(1989-), 男, 河北邢台人, 讲师, 博士, 主要从事国企改革和公司治理研究。E-mail: xiaozhichao@sdufe.edu.cn

马新啸(通讯作者)(1993-), 男, 山东济宁人, 副教授, 博士, 主要从事国企改革和公司治理研究。E-mail: mxx5530@ouc.edu.cn

张晓(1989-), 女, 山东德州人, 讲师, 博士, 主要从事国企改革和公司治理研究。E-mail: zhangxiao@sdufe.edu.cn

系的制度创新，在划转国有资本充实社保基金的同时，能否提升国有企业投资效率，实现充实社保账户和国有资本保值增值的双重目标，这已成为当前政策和学术研究的重点。

现有文献对国有资本划转社保基金的讨论多聚焦于总量层面的宏观政策效应，如对收入不平等^[1]、劳动力供给^[2]的影响。国有资本的功能定位要求国有企业同时实现经济目标、社会目标和政治目标，但多重目标间的内在冲突也导致国有企业面临效率损失和治理困境。例如，政府干预易引发投资过度及僵尸企业等问题^[3]；在高管晋升激励机制下，国有企业高管人员往往倾向于承担更多的政策性负担^[4]。社保基金作为追求跨周期资产配置的耐心资本，其股权诉求与国有大股东不同，旨在缓解社保基金支出压力和实现国有资本保值增值。国有资本划转社保基金通过股权再分配推动了国有企业治理主体多元化，有助于抑制政府干预和改善公司治理，并强化国有资本经营收益的分红约束，从而激励国有企业专注于提升投资效率，促进经济目标、社会目标和政治目标的实现。因此，本文以国有企业投资效率为切入点，系统探究国有资本划转社保基金对国有企业投资效率的影响及作用机制。

在关于国有资本划转社保基金的政策表述中，承接主体的定位是财务投资者。承接主体不干预企业日常生产经营管理。需要指出的是，“参与管理”不能等同于“参与治理”，前者涉及生产经营的计划、组织、指挥、协调和控制等活动，后者涉及企业战略执行层面，主要通过决策、激励、监督机制协调不同治理主体的利益关系。因此，承接主体能够在股东大会和董事会层面表达股权诉求，进而作用于公司治理机制，对国有企业投资效率产生影响。进一步地，国有资本划转后的股权管理主体包括省社保基金、省财政厅、省国资委，三者在治理动机、股东权利和治理形式上各有特点^[5]。国有资本划转后的股权管理主体采取何种模式，是国有资本划转社保基金产生微观治理效应的关键环节。此外，国有资本划转社保基金采取分批试点推进的方式，地方政府对划转进程有明确的时间表，从而有助于实现股权变更的精准追踪，这为本文实证检验国有资本划转社保基金对国有企业投资效率的作用机制提供了情境。

与现有文献相比，本文可能的边际贡献主要包括三个方面。其一，本文从国有企业层面考察国有资本划转社保基金的治理效应，揭示了国有资本划转后股权管理主体的异质性对国有企业投资效率的影响，拓展了国有资本划转社保基金的经济后果研究视角。其二，本文从国有股权再分配视角进行研究，发现国有资本划转社保基金在维持国有经济控制力的同时，通过引入异质国有股东也能够提升国有资本投资效率，这为完善国有资本收益分配制度提供了新思路。其三，本文探究了社保基金参与国有企业公司治理的潜在路径，指出激活承接主体的治理功能、协调其与国资监管机构的目标差异是实现充实社保账户与国有资本保值增值双重目标的重要方向。

二、制度背景、理论分析与研究假说

（一）制度背景

《实施方案》提出，将中央和地方国有及国有控股大中型企业、金融机构的10%国有股权统一划转至社保基金，并进一步明确了承接主体对国有资本的管理。承接主体作为财务投资者，享有所划入股权的收益权和处置权，不干预企业日常生产经营管理，一般不向企业派出董事。在实践中，国有资本划转社保基金采取分批试点推进，首批试点（山东）于2015年启动划转工作，第二批试点（浙江、安徽、云南和新疆4个省份）于2018年启动划转工作，第三批试点（四川、河北、江西和内蒙古4个省份）于2019年启动划转工作，其余省份于2020年启动划转工作。国有资本划转工作在省份层面整体开展，要求将省、市、县（区）各级符合条件的国有企业及国有股权全部纳入划转范围。因此，承接主体将管理规模庞大且分散的股权，并成为社保基金、国有企业和国资监管三方之间的协调枢纽。

国有资本划转后，各省份积极探索社保基金参与国有企业公司治理的实现方式。基于现实案

例和政策解读, 各省份划转实践在股权管理主体、划转比例和公司治理参与形式三个方面存在差异化表现^[5]。首先, 在股权管理主体方面, 《实施方案》并未明确承接主体所属的主管机关。在实践中, 各省份形成了三类模式: 第一类以山东为代表, 承接主体的实际控制人为省社保基金; 第二类以浙江为代表, 承接主体的实际控制人为省财政厅; ^①第三类以云南为代表, 承接主体的实际控制人为省国资委。^②其次, 在划转比例方面, 山东突破《实施方案》的限制, 将划转比例提高至30%, 其余省份与《实施方案》保持一致。最后, 在公司治理参与形式方面, 虽然承接主体在《实施方案》中的定位是财务投资者, 不干预企业日常生产经营管理, 但在国有资本保值增值和股权管理的现实需求下, 承接主体必然会采取某种形式参与国有企业公司治理。在浙江的实践中, 承接主体通过股东大会行使表决权, 以表达股权诉求, 积极维护社保基金权益。而在山东的实践中, 承接主体不再局限于股东表决权, 还享有董事提名权, 并获得参与国有企业高管聘任与考核的重要权限^[6]。因此, 国有资本划转后股权管理主体、公司治理参与形式的差异为探讨社保基金如何参与国有企业公司治理提供了丰富经验, 也是政策实践层面值得关注的问题。

(二) 理论分析与研究假说

理论上, 国有资本划转社保基金通过引入社保基金作为异质国有股东, 对国有企业公司治理产生重要影响。一方面, 在治理方式上, 承接主体作为财务投资者, 其目标是实现国有资本保值增值, 不干预企业日常生产经营管理, 可以通过股东大会对战略投资、收益分配和薪酬激励等重大事项行使表决权, 在股东大会和董事会层面贯彻其战略意图^[7], 使国有企业的多重目标在股权层面实现激励相容, 进而影响国有企业投资决策。另一方面, 在治理动机上, 社保基金不仅需要利用当期国有资本经营收益缓解社保基金支出压力, 还需要实现与人口发展趋势匹配的跨周期资产配置, 其股权诉求与追求控制权私有收益的控股股东显著不同^[8], 从而有效抑制控股股东资金占用等掏空行为。相较于“散户化”的机构投资者, 社保基金是真正意义上的耐心资本, 既有利用国有资本经营收益缓解社保基金支出压力的现实需求, 也具备强烈动机参与国有企业公司治理^[9]。因此, 国有资本划转社保基金在保持国有经济控制力的前提下, 引入异质国有股东实现治理主体多元化, 在资源配置效率和微观治理层面具有正面影响, 从而有助于提升国有企业投资效率。基于上述分析, 本文提出如下假说:

假说1: 国有资本划转社保基金能够提升国有企业投资效率。

国有资本划转社保基金能够减少政府干预, 从而提升国有企业投资效率。为实现经济增长和民生保障等目标, 地方政府会干预国有企业的投资决策, 要求其承担政策性负担, 进而导致国有企业投资效率可能会偏离最优水平^[4]。国有资本划转后, 在保持利润水平和分红比例不变的情况下, 向社保基金分红会减少政府通过国有资本经营预算获得的利润份额。在财政预算约束的现实情境下, 地方政府为更好地利用国有企业资源, 有两种潜在的行为路径。一方面, 地方政府可能会表现出更强的干预动机, 要求国有企业承担更多的政策性负担(如拉动投资和吸纳就业等), 以缓解财政收入下降带来的公共治理压力^[10]。在国有资本划转后, 国有大股东的持股比例降低, 其控制力也随之降低, 地方政府干预更容易受到社保基金等中小股东的制衡^[11]。因此, 地方政府并没有足够的力量实施干预, 难以向国有企业施加更多的政策性负担。另一方面, 在理性预期下, 地方政府会主动减少对国有企业的干预, 使国有企业获得更充分的市场化决策空间, 专注于追求国有资本经营收益, 通过获得更多分红弥补划转后的国有资本经营收益下降^[12]。基于上述分析, 本文提出如下假说:

假说2a: 国有资本划转社保基金通过减少政府干预提升国有企业投资效率。

^① 这类省份包括浙江、四川、河北、江西、吉林、辽宁、北京、福建、上海、江苏、广东、河南、湖南、宁夏、山西、甘肃、贵州、湖北和海南。

^② 这类省份包括安徽、重庆、云南、新疆、内蒙古、天津、广西、陕西、青海、黑龙江和西藏。

国有资本划转社保基金能够改善公司治理,从而提升国有企业投资效率。《实施方案》提出,承接主体享有所划入国有股权的收益权和处置权。理论上,国有资本划转后,承接主体既可以委派董事参与国有企业重大决策,也可以通过股东大会对战略投资、收益分配和薪酬激励等重大事项行使表决权^[7],在公司治理层面积极表达股权诉求。社保基金能够督促国有企业采取优化薪酬激励、强化内部监督等举措^[9],追求国有资本经营收益,从而缓解委托—代理冲突,提升国有企业投资效率。在实践中,承接主体以多种形式积极参与国有企业公司治理。例如,山东社保基金理事会已向被划转企业委派董事,与国资委联合制定持股企业的人事管理制度,并能够直接参与管理层的重大经营决策;浙江由财政厅下属国有资本运营公司作为承接主体,虽然未直接委派董事,但对收益分配、董事任命等股东大会事项已形成制度化表决管理体系。此外,在极端情形下,承接主体即便未能有效阻止国有企业管理层的过度投资行为,也可以通过违规经营投资责任追究制度表达对国有企业管理层的反对意见^[13],发挥事后纠错功能。基于上述分析,本文提出如下假说:

假说2b: 国有资本划转社保基金通过改善公司治理提升国有企业投资效率。

国有资本划转社保基金能够提高分红力度,从而提升国有企业投资效率。在国有资本经营预算中,当前国有企业的利润上缴比例较低,且上缴的经营收益又以资本金注入等形式回流,回流部分占国有资本支出预算的比重大部分年份都超过80%,形成国有资本经营收益的“自循环”^[14]。一方面,社保基金具有强烈的分红诉求。在逐年增大的社保基金支付压力下,承接主体有充分的动机和能力参与国有资本经营收益分配的决策过程,督促国有企业提高分红力度,从而强化国有资本经营收益对社保基金的补充责任^[15]。另一方面,依据股利代理成本理论,国有企业向社保基金分红能够减少国有企业管理层对自由现金流的控制权,避免管理层利用闲置资金进行过度投资^[16],抑制管理层盲目扩张的投资动机。基于上述分析,本文提出如下假说:

假说2c: 国有资本划转社保基金通过提高分红力度提升国有企业投资效率。

三、研究设计

(一) 变量定义

1. 被解释变量

本文的被解释变量为国有企业投资支出(*INV*),参考张训常等^[17]的研究,本文用现金流量表中“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”与“处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额”的差值占期初资产总额的比值衡量。

2. 解释变量

本文的解释变量为国有资本划转社保基金(*TSCSS*)与国有企业投资机会(*TobinQ*)的交互项。参考张训常等^[17]的研究,本文基于“投资支出—投资机会”敏感性反映企业投资效率,因而需要构造此交互项识别国有资本划转社保基金对国有企业“投资支出—投资机会”敏感性的政策影响。其中,国有资本划转社保基金为虚拟变量,若某省份在*t*年发布划转国有资本充实社保基金的政策文件,则将该省份的上市国有企业*i*在当年及后续的年份取值为1,反之为0;国有企业投资机会用托宾*Q*值衡量。

3. 机制变量

本文用政府干预的前端能力(*Dap*)和政府干预的后端结果(*exEmp*)两个变量衡量政府干预。参考张训常和苏巧玲^[12]、蔡贵龙等^[18]的研究,本文用国有企业实际控制人直接委派董事的占比衡量政府干预的前端能力,用超额雇员衡量政府干预的后端结果。超额雇员的计算公式为 $exEmp = [(Emp - Indemp) \times (Sale / Indsale)] / Emp$ 。其中,*Emp*和*Sale*分别代表企业的员工人数和

营业收入, *Indemp* 和 *Indsale* 分别代表企业所处行业的平均员工人数和平均营业收入。

本文用治理介入 (*SIFdirect*)、内部控制强度 (*ICindex*) 和薪酬业绩敏感性 (*Cer*) 三个变量衡量公司治理。参考辛宇等^[13]、蔡贵龙等^[18]、陈冬华等^[19]的研究, 本文用企业或其所属集团在当年是否有承接主体委派董事衡量治理介入; 用迪博数据库的内部控制指数的自然对数衡量内部控制强度; 对于薪酬业绩敏感性, 本文将样本按薪酬和业绩的行业中位数进行分组, 若薪酬和业绩均高于中位数, 或者薪酬和业绩均低于中位数, 可认为薪酬对业绩反应敏感, 则该变量取值为1, 反之为0。

本文用每股现金分红 (*Div*) 和现金股利虚拟变量 (*DivDY*) 两个变量衡量分红力度。参考刘行和赵弈超^[20]的研究, 本文用经期初股票价格调整的每股税后现金股利乘以100衡量每股现金分红; 若企业当年派发现金股利, 则现金股利虚拟变量取值为1, 反之为0。

4. 控制变量

参考张洪辉和王宗军^[10]、张训常和苏巧玲^[12]的研究, 本文选取的控制变量如下: 企业规模 (*Size*), 用期末资产总额的自然对数衡量; 资产负债率 (*Lev*), 用期末负债总额与期末资产总额之比衡量; 资产收益率 (*Roa*), 用净利润与期末资产总额之比衡量; 现金水平 (*Cash*), 用货币资金与期末资产总额之比衡量; 上市年限 (*Age*), 用当年年份减企业上市年份再加1后的自然对数衡量; 大股东持股 (*Top1*), 用第一大股东持股比例衡量; 独立董事占比 (*Inde*), 用独立董事人数与董事总人数之比衡量; 股票收益率 (*Ret*), 用不考虑现金分红再投资的年度股票收益率衡量。

本文主要变量的描述性统计结果如表1所示。

表1 主要变量的描述性统计结果

变量	符号	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
国有企业投资支出	<i>INV</i>	9 259	0.039	0.048	-0.078	0.279	0.279
国有资本划转社保基金	<i>TSCSS</i>	9 259	0.333	0.471	0	0	1
国有企业投资机会	<i>TobinQ</i>	9 259	1.816	1.259	0.737	1.410	11.953
政府干预的前端能力	<i>Dap</i>	9 259	0.224	0.207	0	0.200	1
政府干预的后端结果	<i>exEmp</i>	9 259	0.350	0.339	0.001	0.267	2.546
治理介入	<i>SIFdirect</i>	9 259	0.002	0.040	0	0	1
内部控制强度	<i>ICindex</i>	9 259	6.441	0.251	0.000	6.498	6.886
薪酬业绩敏感性	<i>Cer</i>	9 259	0.602	0.489	0	1	1
每股现金分红	<i>Div</i>	9 259	1.146	1.551	0.000	0.588	10.300
现金股利虚拟变量	<i>DivDY</i>	9 259	0.678	0.467	0	1	1
企业规模	<i>Size</i>	9 259	22.881	1.379	19.789	22.746	27.532
资产负债率	<i>Lev</i>	9 259	0.517	0.205	0.068	0.526	0.947
资产收益率	<i>Roa</i>	9 259	0.026	0.053	-0.286	0.025	0.222
现金水平	<i>Cash</i>	9 259	0.165	0.112	0.001	0.138	0.640
上市年限	<i>Age</i>	9 259	2.699	0.593	0.693	2.890	3.466
大股东持股	<i>Top1</i>	9 259	0.372	0.154	0.092	0.347	0.789
独立董事占比	<i>Inde</i>	9 259	0.370	0.062	0.231	0.357	0.600
股票收益率	<i>Ret</i>	9 259	0.061	0.388	-0.624	-0.009	2.084

(二) 模型构建

为检验国有资本划转社保基金对国有企业投资效率的影响, 参考张训常等^[17]的研究, 本文构建基准回归模型如下:

$$INV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 TSCSS_{it} + \alpha_2 TobinQ_{it-1} + \alpha_3 TSCSS_{it} \times TobinQ_{it-1} + \alpha_4 Controls_{it-1} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, i 代表企业, t 代表年份, INV_{it} 代表国有企业投资支出, $TSCSS_{it}$ 代表国有资本划转社保基金, $TobinQ_{it-1}$ 代表企业在 $t-1$ 年的投资机会, $Controls_{it-1}$ 代表滞后一期的控制变量, μ_i 代表企业固定效应, λ_t 代表年份固定效应, ε_{it} 代表随机扰动项。为避免反向因果带来的潜在内生性问题, 本文对国有企业投资机会和控制变量均进行滞后一期处理。

(三) 数据来源

本文选取2011—2023年中国沪深A股上市国有企业为样本。本文对样本进行如下处理: 剔除最终控制人股权性质及控制变量缺失的样本, 剔除金融及保险行业样本, 对连续变量进行上下1%的缩尾处理。若机制变量存在缺失值, 则赋值为0。最终, 本文得到9 259个样本。本文数据主要来自国泰安(CSMAR)数据库和万得(Wind)数据库。

四、实证结果与分析

(一) 基准回归结果与分析

国有资本划转社保基金对国有企业投资效率的基准回归结果如表2所示。表2列(1)未控制企业固定效应和年份固定效应, $TSCSS \times L. TobinQ$ 的系数为0.007, 且在1%水平上显著; 列(2)在列(1)的基础上控制了企业固定效应和年份固定效应, $TSCSS \times L. TobinQ$ 的系数为0.009, 且在1%水平上显著; 列(3)在列(2)的基础上加入了控制变量, $TSCSS \times L. TobinQ$ 的系数为0.010, 且在1%水平上显著, 表明国有资本划转社保基金能够提升国有企业投资效率, 假说1得到验证。

表2 基准回归结果

变 量	(1)	(2)	(3)	变 量	(1)	(2)	(3)
$TSCSS$	-0.026*** (-6.449)	-0.023*** (-4.743)	-0.024*** (-4.932)	$L. Top1$			-0.004 (-0.302)
$L. TobinQ$	0.004*** (5.075)	0.004*** (4.083)	0.006*** (4.808)	$L. Inde$			-0.022** (-2.064)
$TSCSS \times L. TobinQ$	0.007*** (2.826)	0.009*** (3.485)	0.010*** (3.770)	$L. Ret$			0.001 (0.823)
$L. Size$			0.015*** (6.831)	企业FE	不控制	控制	控制
$L. Lev$			-0.001 (-0.091)	年份FE	不控制	控制	控制
$L. Roa$			0.068*** (4.989)	常数项	0.033*** (19.475)	0.033*** (18.736)	-0.238*** (-4.717)
$L. Cash$			-0.010 (-1.369)	样本量	9 259	9 259	9 259
$L. Age$			-0.025*** (-5.499)	\bar{R}^2	0.031	0.425	0.447

注: **和***分别表示在5%和1%水平上显著, 括号内为t值, 下同。

(二) 双重差分模型有效性检验

1. 平行趋势检验

本文以各省份发布国有资本划转社保基金政策的当年为基准年, 设置划转政策出台前后各期的虚拟变量, 将出台前第四年及以前年份设定为-4期, 将出台前第3年设定为-3期, 以此类推, 并将这些虚拟变量与国有企业投资机会的交互项纳入模型(1), 并进行回归。平行趋势检验结果如图1所示。划转政策实施前交互项的系数均不显著, 表明在国有资本划转前, 试点与非试点省份的国有企业投资效率无显著差异, 通过平行趋势检验。

2. 安慰剂检验

国有资本划转社保基金与国有企业投资效率的关系可能受时间趋势或其他随机因素的影响。为排除这种可能性, 参考曹春方和张超^[21]的研究, 本文通过随机采样获取与处理组等比例的样本作为新的处理组, 对模型(1)进行回归, 并将随机采样过程重复1000次。安慰剂检验结果如图2所示。采取随机化策略后, $TSCSS \times L.TobinQ$ 的系数均值显著低于真实值0.010, 表明国有资本划转社保基金与国有企业投资效率的关系并非由随机因素驱动。

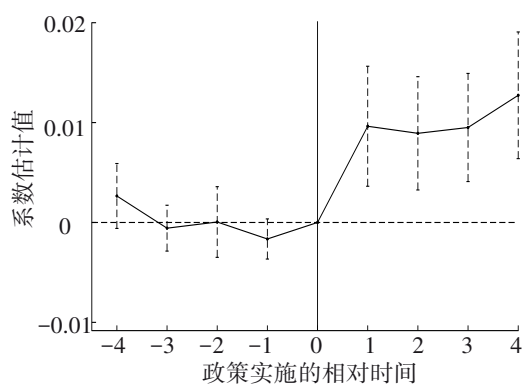


图1 平行趋势检验结果

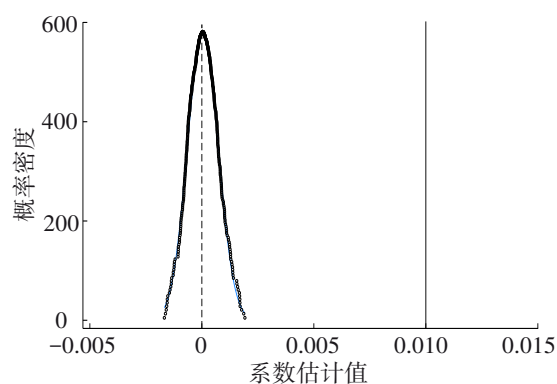


图2 安慰剂检验结果

(三) 稳健性检验^①

1. 替换解释变量衡量方式

参考Richardson^[22]的研究, 本文构建如下模型:

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 TobinQ_{i,t-1} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 Lev_{i,t-1} + \beta_4 Cash_{i,t-1} + \beta_5 Roa_{i,t-1} + \beta_6 Ret_{i,t-1} + \beta_7 INV_{i,t-1} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中, 各变量含义同模型(1)。本文通过对模型(2)进行分行业分年度回归, 对残差取绝对值, 将此残差绝对值定义为非效率投资 ($Inveff$), 并将非投资效率作为国有企业投资效率的反向指标代入基准回归模型进行回归。结果显示, $TSCSS$ 的系数为负, 且在1%水平上显著, 表明本文基准回归结果稳健。

2. 排除同期其他政策的潜在影响

本文考察国有企业违规经营投资责任追究制度^[13]和国有资本运营、投资公司改革试点^[23]对回归结果的影响, 在模型(1)中分别加入上述政策的虚拟变量, 并进行回归。结果显示, $TSCSS \times L.TobinQ$ 的系数均为正, 且在1%水平上显著, 表明本文基准回归结果稳健。

3. 处理效应异质性

由于分批推进的政策试点在受政策冲击的组别上存在差异, 较早受政策影响的处理组被纳入较晚受政策影响的控制组中, 即“坏控制组”, 从而出现潜在的估计偏差。参考刘冲等^[24]的思路, 本文采用堆叠双重差分法进行回归, 以控制处理效应异质性, 对2015年、2018年和2019年的三次试点省份分别构建不含“坏处理组”的干净控制组, 以政策冲击前后两年的相对时间替代日历时间, 并将样本期间截止于2020年。结果显示, 在控制处理效应异质性后, 本文基准回归结果稳健。

4. 缓解样本选择偏差

在各省份国有资本划转社保基金方案中, 大多要求省属国有企业率先试点, 省属国有企业的划转进度和优先级可能高于市级、县(区)级。在国有资本划转社保基金的实践中, 省属国有企业向社保基金划转股权通常具有示范意义, 从而会被优先划转, 相应地, 市级、县(区)级国有

① 稳健性检验结果未在正文中列出, 留存备索。

企业的划转进度相对较慢。因此,本文仅保留省属国有企业样本,并进行回归。结果显示, $TSCSS \times L.TobinQ$ 的系数为正,且在1%水平上显著,表明本文基准回归结果稳健。

五、机制检验与异质性分析

(一) 机制检验

本文构建机制检验模型如下:

$$M_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 TSCSS_{it} + \gamma_2 Controls_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中, M_{it} 表示机制变量,其他变量含义同模型(1)一致。

1. 政府干预

一方面,政府干预的前端能力来源于国有大股东的表决权和控制力,国有资本划转社保基金降低了国有大股东的股权比例和享有的国有资本经营收益,削弱了政府施加干预的现实基础,使国有企业获得更充分的投资决策自主权,从而提升国有企业投资效率^[18]。另一方面,政府干预的后端结果体现为国有企业承担的政策性负担,若国有企业承担的政策性负担在国有资本划转后得到缓解,其资源配置将专注于经济目标的实现,从而提升国有企业投资效率^[12]。政府干预的机制检验结果如表3列(1)和列(2)所示。结果显示, $TSCSS$ 的系数均为负,且至少在5%水平上显著,表明国有资本划转社保基金能够减少政府干预,从而提升国有企业投资效率,假说2a得到验证。

2. 公司治理

承接主体委派董事直接参与国有企业重大决策,是社保基金参与治理的重要形式之一。非控股股东能够通过分享经营决策权实现异质股权诉求,对国有大股东形成有效的监督和制衡,从而提升国有企业投资效率^[25]。社保基金作为异质国有股东,其侧重于经济目标和股权回报,有动力完善薪酬激励政策和内部控制体系。姚立杰等^[26]认为,有效的薪酬激励和内部控制体系能够提升企业的投资效率。公司治理的机制检验结果如表3列(3)至列(5)所示。结果显示, $TSCSS$ 的系数均为正,且至少在5%水平上显著,表明国有资本划转社保基金能够改善公司治理,从而提升国有企业投资效率,假说2b得到验证。

3. 分红力度

一方面,社保基金具有强烈的分红诉求,有充足的动机和能力督促国有企业提高分红力度^[27]。另一方面,依据股利代理成本理论,国有企业向社保基金分红可以抑制国有企业管理层利用自由现金流盲目扩张的投资动机,从而提升国有企业投资效率。分红力度的机制检验结果如表3列(6)和列(7)所示。结果显示, $TSCSS$ 的系数均为正,且在1%水平上显著,表明国有资本划转社保基金能够提高分红力度,从而提升国有企业投资效率,假说2c得到验证。

表3 机制检验结果

变 量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	<i>Dap</i>	<i>exEmp</i>	<i>SIFdirect</i>	<i>ICindex</i>	<i>Cer</i>	<i>Div</i>	<i>DivDY</i>
<i>TSCSS</i>	-0.031** (-2.542)	-0.047*** (-2.701)	0.006** (2.516)	0.038*** (2.636)	0.102*** (3.057)	0.395*** (3.692)	0.057*** (2.589)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
企业/年份 FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	0.142 (0.630)	0.940** (2.476)	-0.104* (-1.916)	4.668*** (16.061)	0.981** (2.172)	-10.409*** (-7.170)	-2.423*** (-7.240)
样本量	9 259	9 259	9 259	9 259	9 259	9 259	9 259
\bar{R}^2	0.560	0.734	0.142	0.450	0.208	0.568	0.553

注: *表示在10%水平上显著,下同。

(二) 异质性分析

1. 企业层面异质性分析

当国有企业具备较强的业绩表现和成长前景时, 承接主体更有动力表达股权诉求, 从而提升国有企业投资效率。因此, 本文用营业收入净利率衡量业绩表现, 按照国有资本划转前的业绩表现中位数, 将样本分为业绩表现较强和业绩表现较弱两组, 并进行回归。回归结果如表4列(1)和列(2)所示。结果显示, 在业绩表现较强企业中, $TSCSS \times L. TobinQ$ 的系数为正, 且在5%水平上显著; 在业绩表现较弱企业中, $TSCSS \times L. TobinQ$ 的系数为正, 但不显著, 表明国有资本划转社保基金对国有企业投资效率的提升作用发生在业绩表现较强企业。本文用收入增长率衡量成长前景, 按照国有资本划转前的成长前景中位数, 将样本分为成长前景较强和成长前景较弱两组, 并进行回归。回归结果如表4列(3)和列(4)所示。结果显示, 在成长前景较强企业中, $TSCSS \times L. TobinQ$ 的系数为正, 且在1%水平上显著; 在成长前景较弱企业中, $TSCSS \times L. TobinQ$ 的系数为正, 且在5%水平上显著, 通过了组间系数差异检验, 表明国有资本划转社保基金对国有企业投资效率的提升作用在成长前景较强企业中更显著。

2. 地区经济层面异质性分析

相较于社保基金缺口较小的省份, 承接主体在社保基金缺口较大的省份更有动力积极地参与国有企业公司治理, 从而提升国有企业投资效率。参考马光荣和吕冰阳^[28]的研究, 本文用当年社保基金支出与收入的差值占当年社保收入的比值衡量社保基金压力, 按照国有资本划转前的社保基金压力中位数, 将样本分为社保基金压力较大和社保基金压力较小两组, 并进行回归。回归结果如表4列(5)和列(6)所示。结果显示, 在社保基金压力较大企业中, $TSCSS \times L. TobinQ$ 的系数为正, 且在1%水平上显著; 在社保基金压力较小企业中, $TSCSS \times L. TobinQ$ 的系数为正, 且在10%水平上显著, 通过了组间系数差异检验, 表明国有资本划转社保基金对国有企业投资效率的提升作用在社保基金压力较大企业中更显著。

表4 异质性分析结果

变 量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	业绩表现较强企业	业绩表现较弱企业	成长前景较强企业	成长前景较弱企业	社保基金压力较大企业	社保基金压力较小企业
$TSCSS$	-0.023*** (-2.980)	-0.021*** (-3.232)	-0.027*** (-3.859)	-0.022*** (-3.468)	-0.020** (-2.540)	-0.025*** (-3.818)
$L. TobinQ$	0.010*** (9.429)	0.003* (1.729)	0.005*** (3.826)	0.004*** (2.918)	0.005*** (3.105)	0.004*** (3.565)
$TSCSS \times L. TobinQ$	0.010** (2.560)	0.006 (1.601)	0.012*** (2.619)	0.008** (2.474)	0.011*** (3.020)	0.008* (1.898)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
企业/年份FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.131 (-1.516)	-0.264*** (-4.429)	-0.140** (-2.284)	-0.308*** (-4.797)	-0.380*** (-4.131)	-0.145** (-2.465)
样本量	4 625	4 634	4 625	4 634	3 463	5 796
\bar{R}^2	0.490	0.389	0.408	0.483	0.423	0.465
组间系数差异检验	0.048**		0.060*		0.091*	

六、进一步分析

国有资本划转后的股权管理主体包括省社保基金、省财政厅、省国资委三种, 其行政主体有明确的职能划分和权责边界, 但科层制存在的部门利益和行政能力分化, 导致这些主体在执行同一政策时可能持有不同立场^[29-30]。其一, 省社保基金是专业的养老金运营机构, 在承接体量庞

大的划转股权后,成为重要的国有资本运营主体^[31],必然会寻求社保基金权益的实现渠道,如与国资委联合制定董事及高管的聘任与考核办法,因而社保基金理事会参与公司治理的动机可能最强烈。其二,对于省财政厅和省国资委而言,向社保基金分红能够缓解公共财政的补贴压力,相当于扩充财政部门的财权,但也将减少纳入国有资本经营预算的利润,也会相应地削弱了国资委的财权^[32]。基于缓解公共财政压力的诉求,省财政厅也有动机参与国有企业公司治理,而省国资委在国有资本划转前后作为实际控制人的身份并未发生改变。其三,当省财政厅和省国资委作为股权管理主体时,划转股权由其下属国有资本投资公司运营,这类公司在追求国有资本运营效率时,难以针对性地体现社保基金权益诉求,缺乏与长期人口趋势匹配的跨周期资产配置策略^[33]。因此,国有资本划转社保基金对国有企业投资效率的提升作用在省社保基金、省财政厅、省国资委三种股权管理主体中依次递减。

为考察不同股权管理主体下,国有资本划转社保基金对国有企业投资效率的影响,本文定义三个类别变量 $TSCSSsif$ 、 $TSCSSczt$ 、 $TSCSSgzw$,分别对应股权管理主体为省社保基金、省财政厅、省国资委,构造各自与 $TobinQ$ 的交互项,并进行回归。回归结果如表5列(1)所示。结果显示, $TSCSSsif \times L. TobinQ$ 的系数为0.016,且在1%水平上显著; $TSCSSczt \times L. TobinQ$ 的系数为0.009,且在5%水平上显著; $TSCSSgzw \times L. TobinQ$ 的系数为0.005,但不显著。三个交互项的系数逐渐变小,且系数差异显著,^①表明国有资本划转社保基金对国有企业投资效率的提升作用在省社保基金、省财政厅、省国资委三种股权管理主体中依次递减。

此外,在治理方式上,股东大会投票和委派董事是股东参与公司治理的两个主要渠道。在股东大会层面,承接主体通过对分红、薪酬计划和分配方案等重大事项发表意见,以表达股权诉求,进而发挥治理作用^[34]。承接主体具有政府背景,其有足够的动力采取积极的行动^[9],并基于社保基金权益的立场参与重大事项的表决。进一步地,董事能够实质参与管理,并享有决策控制权^[35],对国有企业的重大决策和战略投资产生直接影响。因此,相较于在股东大会行使表决权,承接主体通过委派董事直接参与国有企业公司治理对国有企业投资效率的提升作用更强。

为考察不同治理方式下,国有资本划转社保基金对国有企业投资效率的影响,本文定义两个类别变量 $TSCSSapp$ 和 $TSCSSnoapp$,分别对应“股东大会表决”“委派董事”两种形式,构造各自与 $TobinQ$ 的交互项,并进行回归。回归结果如表5列(2)所示。结果显示, $TSCSSapp \times L. TobinQ$ 的系数为0.011,且在1%水平上显著; $TSCSSnoapp \times L. TobinQ$ 的系数为0.008,且在5%水平上显著,且系数差异显著,表明相较于在股东大会行使表决权,承接主体委派董事的治理效果更强。

表5 进一步分析结果

变量	(1)	(2)	变量	(1)	(2)
$TSCSS$	-0.023*** (-4.606)	-0.021*** (-4.675)	$TSCSSnoapp \times L. TobinQ$		0.008** (2.481)
$L. TobinQ$	0.005*** (4.781)	0.005*** (4.802)	控制变量	控制	控制
$TSCSSsif \times L. TobinQ$	0.016*** (4.878)		企业/年份FE	控制	控制
$TSCSSczt \times L. TobinQ$	0.009** (2.549)		常数项	-0.236*** (-4.677)	-0.238*** (-4.705)
$TSCSSgzw \times L. TobinQ$	0.005 (1.369)		样本量	9 259	9 259
$TSCSSapp \times L. TobinQ$		0.011*** (3.247)	\bar{R}^2	0.448	0.447

① 系数差异检验结果未在正文中列出,留存备案。

七、研究结论与政策建议

(一) 研究结论

划转部分国有资本充实社保基金, 不仅有利于扎实推进共同富裕, 也有利于国有企业提升投资效率, 实现充实社保账户和国有资本保值增值的双重目标。本文基于2011—2023年中国沪深A股上市国有企业数据, 利用双重差分模型实证检验了国有资本划转社保基金对国有企业投资效率的影响及作用机制。研究发现, 国有资本划转社保基金能够提升国有企业投资效率, 该结论在一系列稳健性检验后仍然成立。机制检验结果表明, 国有资本划转社保基金通过减少政府干预、改善公司治理和提高分红力度提升国有企业投资效率。异质性分析结果表明, 国有资本划转社保基金对国有企业投资效率的提升作用在业绩表现较强、成长前景较强、社保压力较大的国有企业中更显著。进一步分析结果表明, 国有资本划转社保基金对国有企业投资效率的提升作用在省社保基金、省财政厅、省国资委三种股权管理主体中依次递减; 相对于在股东大会行使表决权, 承接主体委派董事的治理效果更强。本文研究不仅对划转国有资本充实社保基金的理论研究作出了创新性拓展, 也为做好养老金融大文章和深化国有企业改革提供了重要的政策参考。

(二) 政策建议

第一, 地方政府应着力探索国有资本划转后承接主体参与国有企业公司治理的长效机制。在制度设计层面, 应明确社保基金作为积极股东的法律地位和治理权限, 为其发挥战略投资者作用提供制度保障。在政策协同层面, 应将国有资本划转后股权运作与区域发展战略深度融合, 引导社保基金发挥耐心资本优势, 支持地方重点产业和关键技术领域发展。在治理创新层面, 应构建跨部门议事协调机制, 促进国有资本战略布局与社会保障体系建设的良性互动, 实现经济效应与社会效应的有机统一。地方政府应将制度设计与政策执行贯通衔接, 并将社保基金独特的治理潜能转化为推动区域经济高质量发展的持久动力, 实现养老金可持续发展与国有资本保值增值的共赢局面。

第二, 国有企业应以国有资本划转为契机深化治理结构改革。在公司治理层面, 通过重点完善董事会建设适配国有资本划转后的股权多样化诉求, 将社保基金的长期价值导向融入战略决策全过程, 并构建与承接主体的常态化沟通机制, 在制定重大投资计划时充分听取专业意见。同时, 国有企业需要探索制定具有可持续性的收益分配方案, 避免“一刀切”损害企业可持续发展能力。国有企业应以国有资本划转为支点撬动治理变革, 将社保基金引入的耐心资本真正转化为企业聚焦主业、深耕主业的制度根基。

第三, 社保基金股权运营需要从“被动持有”向“主动管理”转型。承接主体在保证企业经营自主的前提下, 重点在战略规划、投资决策和风险管理领域发挥专业治理作用。同时, 要建立健全分类管理的投后评估体系, 给予战略契合度高、治理规范的企业更大决策空间, 对持续经营不善的企业及时启动市场化退出机制, 确保社保基金权益安全。此外, 承接主体应发挥平台优势, 积极探索通过股东提案、联合其他机构投资者等方式, 推动区域内国有企业优化布局、协同发展, 提升国有资本整体效能。

参考文献:

- [1] 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, 39(1): 171-192.
- [2] 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, 54(6): 55-71.
- [3] 聂辉华, 江艇, 张雨潇, 等. 我国僵尸企业的现状、原因与对策[J]. 宏观经济管理, 2016(9): 63-68.
- [4] 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.

- [5] 李培,丁少群.国有资本划转社保基金的政策调适及经验启示[J].改革,2022(5):52-63.
- [6] 严学锋.国企改革的山东模式[J].董事会,2016(6):34-38.
- [7] 李培,丁少群.国有资本划转社保基金:多元视角、互动机理与利益协调机制构建[J].改革,2019(5):148-159.
- [8] 李春涛,薛原,惠丽丽.社保基金持股与企业盈余质量:A股上市公司的证据[J].金融研究,2018(7):124-142.
- [9] 韩贺洋,杨兴全,周全,等.社保基金持股与企业风险承担:过度监督还是风险治理[J].会计研究,2024(1):108-121.
- [10] 张洪辉,王宗军.政府干预、政府目标与国有上市公司的过度投资[J].南开管理评论,2010,13(3):101-108.
- [11] 孙华平,屈小杰.社保基金持股与企业“存贷双高”异象[J].经济体制改革,2025(5):125-134.
- [12] 张训常,苏巧玲.政府与国有企业间的利润分配对企业超额雇员的影响[J].世界经济,2021,44(11):121-144.
- [13] 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,2022,38(12):199-221.
- [14] 戚聿东,张任之.新时代国有企业改革如何再出发?——基于整体设计与路径协调的视角[J].管理世界,2019,35(3):17-30.
- [15] 肖志超,马新啸.国有资本划转与国有经济发展成果全民共享:来自上市国企红利分配的经验证据[J].经济理论与经济管理,2025,45(3):21-40.
- [16] LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A, et al. Agency problems and dividend policies around the world[J]. The journal of finance, 2000, 55(1): 1-33.
- [17] 张训常,刘晔,周颖刚.“政资分开”能改善国有企业投资效率吗?[J].管理科学学报,2021,24(4):1-18.
- [18] 蔡贵龙,柳建华,马新啸.非国有股东治理与国企高管薪酬激励[J].管理世界,2018,34(5):137-149.
- [19] 陈冬华,范从来,沈永建.高管与员工:激励有效性之比较与互动[J].管理世界,2015,31(5):160-171.
- [20] 刘行,赵弈超.间接税与企业的现金股利支付——基于增值税税率改革的研究[J].财贸经济,2023,44(8):38-55.
- [21] 曹春方,张超.产权权利束分割与国企创新——基于中央企业分红权激励改革的证据[J].管理世界,2020,36(9):155-168.
- [22] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of accounting studies, 2006, 11(2): 159-189.
- [23] 杨兴全,李文聪,尹兴强.国资管理体制改革的国企改革——基于“两类公司”设立的证据[J].经济管理,2022,44(6):24-42.
- [24] 刘冲,沙学康,张妍.交错双重差分:处理效应异质性与估计方法选择[J].数量经济技术经济研究,2022,39(9):177-204.
- [25] 逯东,黄丹,杨丹.国有企业非实际控制人的董事会权力与并购效率[J].管理世界,2019,35(6):119-141.
- [26] 姚立杰,陈雪颖,周颖,等.管理层能力与投资效率[J].会计研究,2020(4):100-118.
- [27] 吴秋生,李喆赩,杨瑞平.分红力度、资本混合度与国企资产保值增值[J].经济管理,2023,45(2):170-187.
- [28] 马光荣,吕冰洋.中国各地区财政发展指数报告2020[M].北京:中国人民大学出版社,2021:57-66.
- [29] 刘军强.资源、激励与部门利益:中国社会保险征缴体制的纵贯研究(1999—2008)[J].中国社会科学,2011(3):139-156.
- [30] 李森,彭田田.政府间事权划分思路的比较与综合:基于中国现实的分析[J].财政研究,2021(1):39-56.
- [31] 张宏亮.国有股转持下的社保基金治理:定位、模式与效果解析[J].财务与会计,2009(24):18-20.
- [32] 许诺,谢志华,杨超.分配视角下充实社保基金的思路与措施[J].财政研究,2020(2):69-79.
- [33] 李楦,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.
- [34] 李培,丁少群.地方国有资本划转社保基金:运行困境、治理探索及策略优化[J].经济与管理,2025,39(6):1-10.
- [35] 郑志刚,胡晓霁,黄继承.超额委派董事、大股东机会主义与董事投票行为[J].中国工业经济,2019(10):155-174.

Transferring State Capital to Social Security Funds and the Investment Efficiency of State-Owned Enterprises

XIAO Zhichao¹, MA Xinxiao², ZHANG Xiao¹

(1. School of Accountancy, Shandong University of Finance and Economics, Jinan 250014, China;

2. College of Management, Ocean University of China, Qingdao 266000, China)

Summary: The transfer of state capital to social security funds converts the fruits of state-owned economic development into a sustainable funding source for social security. As an institutional innovation bridging the two systems of social security and state capital regulation, the central proposition post-transfer lies in whether this process can simultaneously improve the efficiency of state capital, achieving the organic unity of sustainable pension development and the preservation and appreciation of state assets. While prior research has focused on the macro-level effects of this transfer policy, scant attention has been paid to its micro-level governance mechanisms and subsequent economic consequences at the firm level.

This study investigates the impact of transferring state capital to social security funds on the investment decisions of local state-owned enterprises (SOEs). Leveraging a staggered pilot implementation across Chinese provincial-level regions from 2011 to 2023 as a quasi-natural experiment, this study finds that the policy significantly enhances SOE investment efficiency. Mechanism tests reveal that this effect operates through clarifying government-enterprise relations, optimizing internal governance, and increasing dividend payouts. Examining policy implementation heterogeneity, this study finds that the post-transfer equity management entity exhibits three types (provincial social security funds, finance bureaus, and state-owned assets supervision and administration commissions) with governance effects diminishing in that order. Moreover, the governance effect is substantially stronger when the undertaking entity directly appoints directors and executives rather than merely exercising voting rights at shareholder meetings. Cross-sectional analyses show that the policy's benefits are more pronounced in SOEs with stronger performance and growth prospects, as well as in regions facing greater pension funding pressure.

This study makes two primary contributions. On one hand, by examining the micro-level governance effects of the transfer policy and highlighting the critical role of post-transfer governance heterogeneity, this study extends the research perspective on the economic consequences of transferring state capital to social security funds. On the other hand, from the vantage point of state equity reallocation, our findings demonstrate that this policy enhances state capital efficiency by introducing heterogeneous state shareholders while maintaining ultimate state control, offering a novel pathway for improving state asset efficiency.

These findings underscore that activating the governance function of the undertaking entity and reconciling its objectives with those of state asset regulators are crucial for realizing the dual goals of sustainable pension funds and state capital appreciation.

Key words: state-owned enterprise reform; transferring state capital to social security funds; investment efficiency

(责任编辑: 尚培培)

[DOI]10.19654/j.cnki.cjwtyj.2026.04.006

[引用格式]肖志超, 马新啸, 张晓. 国有资本划转社保基金与国有企业投资效率[J]. 财经问题研究, 2026(4): 75-87.