

社会保险征缴机构转换改革、企业养老 支出与企业价值

沈永建， 梁方志， 蒋德权， 王亮亮

[摘要] 近年来,中国人口老龄化问题严重,政府养老压力日益增加,而养老金体制尚不健全,养老金征缴体制改革势在必行。本文以2018年7月社会保险(简称社保)征缴机构改革为契机,采用事件研究法,试图厘清社保征缴机构改革、企业养老支出与企业价值之间的关系。研究发现:①总体而言,社保征缴机构转换这一改革事件对企业价值造成了负面冲击;企业2018年前实际缴费率越低,预期未来补交养老金越多,市场反应越差,未来多补缴1元养老金可以带来约2.76元的市值下降;2018年前已经由税务部门征收养老金地区的企业在事件中股票市场反应更差。②员工激励程度不同以及老龄化程度不同地区的企业,实际缴费率与市场反应的关系有所不同。③拖欠养老金、隐瞒员工人数和按最低基数申报社保这三种逃费方式也对企业价值产生影响。本文深入探讨了社保征缴机构改革对企业价值的影响,丰富了公共产品、社会效率以及员工和公司金融等方面的理论文献,拓展了人口老龄化的微观影响、企业社保支出的经济后果以及政府在养老金领域管制经济后果的研究领域,在实践中可以为当前中国正在进行的社保征缴机构改革提供借鉴。

[关键词] 社保转税；企业养老支出；企业价值；资本市场反应；职工激励

[中图分类号]F275 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2020)02-0155-19

一、引言

当前,中国人口老龄化问题开始显现并愈发严重,人口红利已趋于消失(蔡昉,2010)。社会养老成为拖累经济增长的重要原因之一(刘穷志和何奇,2012)。就当前的现实而言,社会养老体系尚不成熟完善,主要还是以企业和职工缴纳养老保险为主。然而,无论是基于宏观数据的研究(封进,2013;彭雪梅等,2015),还是基于微观数据的研究均表明,中国养老金缴费存在普遍的漏缴现象(赵绍阳和杨豪,2016)。根据中国社会科学院发布的《中国养老金精算报告(2019—2050)》,按现行规定,养老金将在2035年耗尽。在这一严峻的挑战下,新一轮养老金征缴体制改革开启。其中一个重

[收稿日期] 2019-07-16

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目“基于职工利益保护的政府管制、劳动力成本与微观企业产业升级研究”(批准号71572073);国家自然科学基金面上项目“人口老龄化对企业劳动力成本影响的传导机制及企业应对策略研究”(批准号71972096);国家自然科学基金青年项目“控股股东‘掏空’及其经济后果:来自企业所得税的影响”(批准号71502033)。

[作者简介] 沈永建,南京财经大学会计学院教授,会计学博士;梁方志,南京财经大学会计学院硕士研究生;蒋德权,上海财经大学会计学院副教授,会计学博士;王亮亮,东南大学经济管理学院副教授,会计学博士。通讯作者:沈永建,电子邮箱:yjshen@nufe.edu.cn。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,文责自负。

要的改革思路就是“社保征缴机构转换”。中共中央办公厅和国务院办公厅在 2018 年 7 月 20 日发布了《国税地税征管体制改革方案》，确定了社保征缴机构由社保部门转换为税务部门的改革方向。

理论上，社保征缴机构由社保部门转换为税务部门，征收力度加强，有可能会遏制企业社保漏缴行为。一方面，地方政府的养老金得到补充；另一方面，企业为员工足额缴纳养老金可以进一步激励员工努力工作，提升企业价值(Shapiro and Stiglitz, 1984; Akerlof and Yellen, 1990)，这可能也是中央政府对社保征缴机构改革的动因之一。然而，当前中国养老制度体系尚需健全，企业养老金缴费率处于较高水平(沈永建等, 2017)，养老保险尚未实现全国统筹，养老关系跨地区转移困难(彭浩然和陈斌开, 2012；康传坤和楚天舒, 2014)，政府单方面提高养老金可能并不能对员工起到应有的激励作用，主要理由如下：①当前养老金缴费率已经较高，养老金的进一步增加可能会导致企业将增加的成本转嫁给员工，降低员工当期的可支配收入(马双等, 2014)，而员工对当期可支配收入的感知大于对未来退休后提高生活保障的感知，会降低当前的努力程度(赵健宇和陆正飞, 2018)；②养老关系跨地区转移困难，这就使得外地员工在本地缴纳养老金，可能面临回乡后难以有效支取的困境，养老金对该部分员工难以起到应有的未来保障和激励作用。因此，社保征缴机构转换导致的企业养老金上升对企业价值产生怎样的影响是一个有待检验的实证问题。这一政策是否能够取得既增加养老保障，又不损失企业效率的“两全”，是一个值得政府、学术界和业界共同关注的重要问题。因此，厘清社保征缴机构改革背景下的企业养老支出与企业价值的关系有其必要性，特别是在人口老龄化加剧、政府需将社会养老压力向企业传导的背景下，对上述问题的回答显得尤为迫切。

本文以 2018 年 7 月 20 日中共中央办公厅和国务院办公厅发布的社保征缴机构转换改革为事件窗口，以 2017 年中国 A 股上市公司为研究样本，采用事件研究的方法，探讨社保征缴机构改革和改革背景下企业养老金支出对企业价值的影响。研究主要发现：①2018 年的社保征缴机构改革整体上对企业价值形成负面冲击；②在事件窗口内，以往的养老金缴费率越低，预期未来补缴的养老金就越多，企业价值受到的负面冲击越大；③相比社保部门征收养老金地区的企业，2018 年前已经由税务部门征收养老金的地区企业价值受改革的负面冲击更大。

本文之所以用微观企业作为研究样本考察社保征缴机构改革的经济后果，原因主要是：①可以直接观察微观企业的养老金征缴行为，这是宏观层面研究难以实现的；②可以直接考察改革对企业价值的影响，为改革的持续推进提供实证借鉴。本文之所以考察企业改革窗口内的短期市场反应，是因为可以在一定程度上克服一般意义上的内生性问题。本文之所以选择五项社保^①中的养老金作为研究对象是基于以下考虑：①当前中国的人口老龄化问题开始显现并加剧，养老金缺口成为政府和社会各界关心的重要问题。在中国当前的养老保险体系下，地方政府会将自身养老压力传导给企业，增加企业的养老支出负担，因此，对养老金进行研究更有利于为解决当前社会重要问题提供实证参考。②在五项社保中，养老保险基金的占比最高(就缴费比例而言，占到了社保总金额的 65% 以上)，对养老金进行研究更具代表性。

本文对于理论文献和政策制定方面的贡献如下：①可能对 Summers(1989)提出的公共产品与社会效率理论在微观养老金领域的研究产生增量贡献。社会养老是政府提供的公共品，当前相关研究主要集中在宏观领域，研究发现社会养老负担使得政府产生财政压力(龚锋和余锦亮, 2015；张鹏飞和苏畅, 2017)，总体上会拖累经济增长(Miller, 1996；Rubinfeld, 1977；Lloydsherlock, 2000；Modigliani and Cao, 2004)。而本文则是从微观层面研究中国企业养老支出的经济后果，发现在中国养老体制尚不健全的背景下，增加企业养老支出有损于企业价值。②本文进一步丰富了“员工与公司金融”

^① 五项社保具体包括：基本养老保险、基本医疗保险、失业保险、工伤保险、生育保险。

(Labor and Finance)领域的研究文献。该领域主要关注与企业员工相关的公司金融问题,是近些年新兴的重要研究领域,尤其在当期,中国正处于“未富先老”、“中等收入陷阱”边缘、劳动力成本上升倒逼企业转型升级的关键阶段,研究与中国企业员工相关的公司金融问题具有重要的理论和实践意义。^③本文也进一步扩展了社保征缴机构差异对养老保险缴纳影响的理论文献。现有相关研究主要围绕两种征缴制度孰优孰劣展开(刘军强,2011;彭雪梅等,2015),研究发现,税务部门征缴社保一方面“能力有余”,另一方面又“激励不足”,最终导致税务部门对养老金的足额征收率低于社保部门。而本文以社保征缴机构由社保部门转换为税务部门的改革为契机,研究了中国现有养老体系下养老保险征缴机构转换的经济后果,为相关改革提供了实证借鉴。^④本文最大的贡献可能是对于政策制定的参考价值。党的十九届四中全会指出,“坚持应保尽保原则,健全城乡统筹、可持续的基本养老保险制度,基本医疗保险制度,稳步提高保障水平。加快建立基本养老保险全国统筹制度。”2018年7月20日出台的《国税地税征管体制改革方案》明确规定,自2019年1月1日起,全国范围内,地方五项社保的征缴工作统一转交给税务部门。截至目前,关于养老保险征缴机构转换改革经济后果的研究较为缺乏,难以对改革实施提供微观层面的科学参考。本文发现,社保征缴机构由社保部门转换为税务部门,企业价值不升反降,其可能的原因在于,当前企业养老金缴费已经处于较高水平,并且养老保险尚未实现全国统筹,养老金的提高对企业员工难以起到应有的激励作用,这些研究发现可能与中央政府改革的初衷相悖。因此,政府单方面提高企业养老金缴费并不能起到应有的效果,本文的研究发现为相关政策的制定提供了及时的实证参考。

本文余下安排如下:第二部分为制度背景与研究假说;第三部分为研究设计;第四部分为描述性统计与假说检验;第五部分为进一步检验;第六部分为稳健性检验;第七部分为结论与政策建议。

二、制度背景与研究假说

1. 制度背景

当前中国养老金采用“统账结合”管理模式,企业和员工双方合计总缴费率为28%^①,该法定缴费率与国内学者测算出的最优缴费率相比显著偏高(彭浩然和陈斌开,2012;康传坤和楚天舒,2014),中国企业养老负担较重^②。缴纳的基金分别存入个人账户和社会统筹账户,个人账户与个人身份严格绑定,社会统筹账户的缴费和领取则没有严格挂钩(赵绍阳和杨豪,2016)。此外,中国养老保险尚未实现全国统筹,这造成各地养老金结余情况差异较大,当地政府在养老金缴费和发放时会行使较大的自主裁量权,不同地区员工退休后待遇差异较大。结合养老金缴费率过高的现状,企业和员工缴费积极性不高,市场上存在普遍的漏交养老金现象(封进,2013)。在实际征缴工作中,各地政府会设置社保基数上下限。工资低于下限,按下限缴纳;高于下限但不高于上限^③,按照实际工资缴纳;高于上限,则按上限缴纳。但现实中,部分企业会按当地最低工资申报缴费,企业养老金缴纳并不规范。在养老金征缴机构选择方面,地方社保征缴工作可以由地方政府自行决定交给税务部门还是社保部门^④。总的来说,中国养老金征收模式大体上可以分为三类:^①税务部门部分代征,即由

^① 参见1997年国务院颁布的《国务院关于建立统一的企业职工基本养老保险制度的决定》。

^② 根据世界银行(2017)发布的《2017营商环境报告:中国》显示,北京市企业缴纳的五险一金占利润的比重为49.63%,而企业所得税仅占利润的7.3%。国务院发展研究中心的一项企业家问卷调查显示,72%的企业把“五险一金”列作经营中遇到困难的榜首(革昕等,2017)。

^③ 一般养老金缴费基数申报的下限为当地平均工资的60%,上限为当地平均工资的300%。

^④ 参见1999年国务院颁布的《社会保险费征缴暂行条例》。

社保部门制定征收计划和数额,由税务部门负责实施;②税务部门全责征收,即征收计划的制定和实施都由税务部门负责;③社保全责征收,即完全由社保部门负责社保的征收,税务不参与。其中,税务部门全责征收模式可能在社保部门和税务部门之间存在委托代理问题。刘军强(2011)发现,税务部门征收的社保费直接转移到社保财政专户,由社保部门管理,这就产生了税务部门和社保部门之间的委托代理问题,税务部门在征缴过程中存在“打折”行为,最终导致社保征收率相对偏低。

本文通过手工搜集并结合刘军强(2011)对各地社保官员的访谈结果整理发现:截至2018年底,中国31个省(直辖市、自治区)和5个计划单列市中,养老金征收模式分布如表1所示。

表1

养老金征收模式地区分布

养老金征缴模式	省份
社保征收	上海、西藏、北京、天津、山东、四川、广西、江西、山西、贵州、新疆、吉林、深圳、青岛
地税部分征收	河南、河北、内蒙古、江苏、安徽、湖北、湖南、广东、海南、重庆、云南、陕西、甘肃、青海、宁夏、大连
地税全责征收	广东(不含深圳)、厦门、浙江、福建、辽宁、黑龙江、宁波

注:以上数据主要来源于刘军强(2011),少量数据由笔者查询相关新闻报道补充。部分城市为计划单列市。

为缓解人口老龄化对地方政府造成的养老压力,2018年7月20日,中共中央办公厅和国务院办公厅联合出台了《国税地税征管体制改革方案》。该方案明确规定,自2019年1月1日起,全国范围内,地方五项社保的征缴工作统一转交给税务部门。2018年12月27日,中央政府决定暂缓企业社保转交税务部门,且重启时间未定。因此,社保转税改革尚未实施,对企业的影响仅停留在预期层面。

2. 研究假说

养老金支出是企业的一项重要成本,企业为员工支付养老金的初衷是为员工解决退休后的后顾之忧,激励职工现在努力工作(Shapio and Stiglitz,1984;Akerlof and Yellen,1990),但是,在中国现有养老体系下,企业向员工支付的养老金难以起到应有的激励作用(赵健宇和陆正飞,2018)。

养老金征缴由社保部门转为税务部门,征缴养老金成为税务部门的分内工作,而不是替社保部门代收,一方面征收力度较以往大幅度增加,企业逃缴、漏缴养老金的现象可能会得到遏制,养老金缴费会进一步规范;另一方面,之前代社保部门征收养老金的“代理问题”将得到缓解(刘军强,2011;彭雪梅等,2015)。这在客观上会导致企业养老金支出出现不同程度的上升,其直接表现为增加企业未来现金流出。根据有效市场假说,投资者预期企业未来现金净流入下降,资本市场做出负面反应,公司价值下降。

理论上,职工薪酬的增加有可能激励员工努力工作。效率工资理论的“礼物交换”模型表明,企业向员工支付的养老保险是为了换取员工对企业的忠诚和努力工作(Akerlof and Yellen,1990),提高企业效率,增进企业价值。据此,养老金的增量支出似乎应该对员工起到激励作用(Shapio and Stiglitz,1984),但在当前中国养老金缴费比例较高,并且养老尚未实现全国统筹的背景下,社保征缴机构转换带来的企业养老金增加可能难以对企业员工产生有效激励(赵健宇和陆正飞,2018),理由主要包括:①当前养老金缴费率相对较高,企业为员工缴纳的养老金可能会对员工的到手工资具有挤出效应,而到手工资相对养老金对员工的激励作用更大(马双等,2014;钱雪亚等,2018)。②养老

保险社会统筹账户的缴费和领取没有严格挂钩,各地养老金余额差异大,退休后待遇差异较大,容易造成分配不公的心理,尤其是对流动人口,因此这部分养老金激励效果较差。③由于养老保险尚未实现全国统筹,养老关系跨省转移困难,企业为员工缴纳的养老金难以起到应有的保障和激励作用(赵健宇和陆正飞,2018)。因此,征缴机构转换之后,更严格的征缴可能既增加企业负担,又不能够起到足够的激励作用,最终导致企业价值下降。当投资者意识到未来这一可能的变化时,会用脚投票,导致公司股票下跌。因此,本文提出:

H1:假定其他条件不变,社保征缴机构转换改革事件对资本市场造成整体上的负面影响。

在现实中,由于养老金法定缴费率过高,企业会设法逃避缴费(封进,2013;赵绍阳和杨豪,2016)。由于公司本身特征、地区人口老龄化程度和当地监管环境各不相同,公司逃费程度也有所差别。如果公司本身已合规缴费,那么在社保征缴机构转换后,其未来要缴纳的养老金不会再有增加;而对于当前逃费较多的企业,情况则恰恰相反。当前缴得少,社保征缴机构改革以后在更严格的征缴力度下,养老金缴纳会增加。在增加的养老支出难以对员工产生有效激励的背景下(赵健宇和陆正飞,2018),未来增加的养老金负担预期会对企业价值造成负面影响,因此,当前养老金缴费率与公司股票的市场反应正相关。结合以上分析,本文提出:

H2:假定其他条件不变,在社保征缴机构转换事件窗口内,2018年前养老金实际缴费率越低的公司股票市场反应越差。

本文讨论社保征缴机构转换改革背景下养老支出对企业价值的冲击,需要考虑2018年之前一些地方政府已将社保征缴转交税务部门的影响。养老金征缴效率主要受征缴部门的工作能力和工作态度影响(刘军强,2011;彭雪梅等,2015),工作能力体现为信息优势、制约手段和法律震慑力等;工作态度则受激励机制影响。相比于社保部门,税务部门的制约手段更多,征收力度更大。由于缺乏必要的激励制度,代理问题难以有效解决,税务部门所拥有的信息优势、制约手段和法律震慑力都难以发挥作用,会将征收社保当成副业,工作上可能会存在懈怠^①,最终导致税务部门征收社保省份的足额征收率更低(彭雪梅等,2015)。简言之,社保征缴机构变换改革前,税务部门是为社保机构代征养老金,存在代理问题,因此,养老金的足额征收率低。2018年7月20日,《国税地税征管体制改革方案》实施后,税务部门不再为社保部门征缴养老金,征缴养老金成为税务部门分内工作,代理问题消失,这就使得税务部门既具有征收能力,又具有工作态度,预期企业的养老金足额征收率会在一定程度上有所提高。因此,以往由税务部门征缴养老金地区企业的养老金实际缴费率较低,预期在改革后相对其他企业补缴得更多,企业价值下降更大。本文提出:

H3:假定其他条件不变,在社保征缴机构转换事件窗口内,改革前已由税务部门负责征收养老金的企业市场反应相对更差。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

本文研究样本为2017年中国所有A股上市公司截面数据。所有微观数据均来源于国泰安CSMAR数据库,其中,企业所缴纳的基本养老金数据来源于年报附注中应付职工薪酬各明细项目,具体数据由作者手工提取获得。宏观数据中,地区老龄化(*Old*)、物价指数(*Cpi*)来源于《中国统计年鉴》;地区维权意识(*Ra*)和地区养老金宽松程度(*Penslack*)的数据来源于《中国劳动与社会保障

^① 根据现有研究,税务部门征缴社保工作懈怠的表现为不进行企业员工人数确认,常常给当地企业“打折”等(刘军强,2011)。

年鉴》^①。

本文数据经过以下降噪处理:①手工搜集事件发生日(2018年7月20日)前后10天(2018年7月10日至2018年7月30日),深市和沪市所有A股公司披露的公告,并将此期间涉及并购、诉讼及担保的公司在样本中剔除;②剔除事件发生日股票停牌的公司;③剔除所有金融类公司和ST公司;④剔除将五项社会保险混合在一起披露的公司。最终得到2127个观测值。所有连续变量经过上下1%分位数的缩尾处理。

2. 事件窗口的选择

2018年7月20日,中共中央办公厅、国务院办公厅颁布了《国税地税征管体制改革方案》,明确了政策实施时间和范围,同期没有伴生事件。因此,本文将2018年7月20日作为事件发生日^②。

3. 模型设计与变量定义

为检验社保征缴机构转换改革对企业价值造成的冲击,本文对窗口期累积超额回报率(Cumulative Abnormal Return,以下简称Car)进行均值t检验。其中,参考刘行和叶康涛(2018)的研究,用事件发生后5天内的日超额回报率(Ar),累加起来计算股票累积超额回报率(Car)。单日超额回报率(Ar)参考郑果婷和徐永新(2011)的研究,使用市场调整法:

$$Ar_i = R_i - R_m \quad (1)$$

其中, R_i 为个股日回报率, R_m 为市场日回报率。

Car 表示事件窗口内的累积超额回报率,其计算公式是:

$$Car_5 = \sum_0^5 Ar_i \quad (2)$$

为检验2017年底企业养老金实际缴费率和公司股票市场反应之间的关系,本文设计了回归模型(3):

$$Car_t = \alpha + \beta_1 Pension_{t-1} + \sum_2^{10} \beta_i Controls_{t-1} + \sum Industry + \varepsilon \quad (3)$$

其中,主要考察变量养老金实际缴费率 $Pension$ 的计算参照沈永建等(2017)的研究;用样本企业2017年实际计提的养老金除以2017年扣除高管薪酬后的职工薪酬总额。该指标数值越大,说明该公司过去养老金缴费率越高,预期未来养老金缴费大幅度提升的可能性越小,养老负担增加越少。预期系数 β_1 显著大于零。本文的控制变量 $Controls$ 包含以下内容:①参考刘行和叶康涛(2018)、吉利等(2018)的研究,本文控制了企业规模(Size)、杠杆率(Lev)、托宾Q(Tq)、企业业绩(Roa)、劳动密集型哑变量(Labor)以及行业固定效应。其中,企业是否为劳动密集型($Labor=1$),参考陆瑶等(2017)的研究,本文使用人均资产大小区分企业所处行业是否为劳动密集型行业。②考虑到宏观因素影响,本文进一步控制了地区人口老龄化程度(Old)、养老金宽松度(Penslack)、物价指数(Cpi)和职工维权意识(Ra)等。当地老龄化越严重,养老金越紧张,政府财政支出压力越大。根据以往的研究,政府在财政征收中存在“以支定收”行为(于文超等,2018),地区老龄化水平和养老金结余可能会影响养老金的征收强度,征收强度又会影响企业价值和冲击程度。维权意识越高,员工越会重视企业对自己的养老金缴费情况,可能也会对企业价值和冲击程度造成影响。为排除异方差对估计结果的干扰,本文所有模型都使用了稳健标准误(Robust)。

① 由于《中国劳动与社会保障年鉴》只更新到2016年,故本文只能采用2016年的数据。

② 虽然早在2018年3月21日就有社保征缴机构转换信息释放,但本文并没有将该时点作为事件日,具体原因如下:一是改革文件没有社保征缴机构转换的具体方案;二是同期出台了60多项改革,大量伴生事件使得2018年3月21日窗口期的噪音较多,难以捕捉单独的缴机构转换改革事件对企业价值的冲击。

为检验 2018 年前社保征缴机构性质差异对企业价值的影响,本文设计了回归模型(4):

$$Car_5 = \alpha + \beta_1 Taxall_{t-1} + \sum_2^{10} \beta_i Controls_{t-1} + \sum Indusry + \varepsilon \quad (4)$$

模型(4)主要考察变量为 2018 年以前养老金征缴机构性质 $Taxall$ ^①,如果社保征缴机构转换改革前养老金已经由税务部门全责征收,那么该变量为 1,否则为 0。预期系数 β_1 显著小于零。主要变量定义如表 2 所示。

表 2 主要变量定义

变量符号	变量名称	变量定义
$Car5$	后 5 天内的累积超额回报率	事件发生后 0—5 天内,股票日超额回报率累加所得
$Pension$	养老金实际缴费率	企业实际计提的养老金/(职工薪酬总额-高管薪酬)
$Taxall$	税务征收	若当地社保由税务全责征收则为 1,否则为 0
$Size$	企业规模	企业期末总资产的自然对数/1000
Lev	杠杆率	企业期末资产负债率
Tq	托宾 Q	企业股票市值与账面的比值
Roa	企业业绩	当期利润总额/期末资产总额
$Labor$	劳动密集型行业	劳动密集型为 1,非劳动密集型为 0
Old	老龄化程度	企业所在省份的老龄抚养比指标,即 65 岁以上人口数/劳动适龄人口数
$Penslack$	养老金宽松度	企业所在省份养老金结余/养老金领取人数(万元/人)
Cpi	物价指数	企业所在省份消费者物价指数
Ra	地区维权意识	企业所在省份劳动纠纷立案数/当地人口数(件/十人)
$Industry$	行业哑变量	按照证监会一级行业分类标准设置

四、描述性统计与假说检验

1. 描述性统计

主要变量的描述性统计显示^②, $Car5$ 的均值小于 0,大约为 -0.002,即此次改革事件造成市场累积超额回报率平均下降约 0.20%。企业养老金实际缴费率($Pension$)的均值和中位数都在 7.50% 左右,计算公式的分母(工资总额)中包含一些非应征部分(例如劳保支出、员工福利、以及公司缴纳的五险一金部分^③),可能会低估企业实际缴费率,但总体相差不大。税务全责征收变量($Taxall$)均值约为 0.28,表示约有 28% 的企业在社保征缴机构转换之前已经由税务部门全责征收养老金。老龄化程度(Old)的 1% 分位数约为 10.27%,99% 分位数约为 20.60%,是 1% 分位数的两倍多,差异较大,表明

① 本文将社保全责征收和税务代征都视为社保征收,因为社保征收计划,征收金额等均由社保部门制定,税务部门只负责执行,本质上和社保征收没有区别,视为一类可以简化分析。

② 描述性统计结果详见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)附件。

③ 个人缴纳的“三险一金”纳入社保缴纳基数,包括养老保险 8%、医疗保险 2%、失业保险 0.5%、公积金 5%—12%。

人口老龄化地区间差异明显,同时也说明地方政府的养老压力存在较大差异。该变量均值约为 15.92%, 远远超过联合国规定的 10% 的标准, 说明中国已经进入老龄化社会。养老金宽松度 (*Penslack*) 的 1% 分位数约为 -0.40, 表明部分地区已经开始出现养老金收不抵支的现象, 99% 分位数约为 14.59, 表明地区之间的养老金宽松程度存在较大差异, 也意味着地方政府养老压力向企业传导的力度存在较大差异。该变量均值约为 5.93, 表明各地方政府养老金总体上较为宽裕。

2. 假说检验

(1) 社保征缴机构转换改革对市场的总体冲击。为检验 2018 年 7 月的社保征缴机构转换改革对资本市场造成的影响, 本文使用均值 t 检验的方法对不同样本的市场反应做方差分析。表 3 的 Panel A 报告了均值检验的结果。

从表 3 的 Panel A 可见, 在全样本中, *Car5* 均值 -0.002 在 5% 水平上显著小于 0, 表明社保征缴机构转换改革总体上给市场带来显著的负面影响, 这支持假说 1。参考刘行和叶康涛(2018)的做法, 本文计算出样本公司 2018 年 7 月 20 日流通市值总额为 219600 亿元, 这意味着社保征缴制度改革的出台导致样本公司流通市值总额减少了 439.20 亿元($219600 \text{ 亿元} \times 0.002$), 平均而言, 每家公司流通市值下降了 2064.88 万元($439.20 \text{ 亿元} \div 2127$), 说明政策出台对企业价值造成较大影响。分样本的均值检验结果显示, 2018 年以前已经由税务部门征收养老金地区的企业 (*Taxall=1*) 市场反应更差, *Car* 值均值 -0.009 显著小于非税务部门征收养老金地区的企业 (*Taxall=0*)。603 家税务全责征收企业 (*Taxall=1*) 的总流通市值为 48900 亿元, 这意味着政策出台导致这部分企业流通市值减少 440.10 亿元($48900 \text{ 亿元} \times 0.009$), 平均每家企业市值下降 7298.51 万元($440.10 \text{ 亿元} \div 603$), 非税务部门征收养老金地区的企业 (*Taxall=0*) 流通市值却略有上升(440.10 亿元 - 439.20 亿元)。

为排除其他因素对检验结果的干扰, 本文检验了事件对公司价值的平均处理效应 (Average Treatment Effect, 以下简称 ATE)。基于反事实的研究框架, 由于事件前后几天内公司没有重大事件发生, 本文以事件发生前 5 天的窗口样本作为事件发生后样本的反事实对照组, 用事件发生后的市场反应 (*Car5*) 减去事件发生前的市场反应 (*Car5*) 测算出事件冲击的平均处理效应, 测算出的平均处理效应就是事件冲击对市场反应的因果影响(赵西亮, 2017)。表 3 Panel B 报告了相应的结果。

从表 3 的 Panel B 可见, 在排除其他干扰因素之后, 事件对公司股票的平均处理效应 (ATE) 为 -0.0039, 在 5% 水平上显著为负, 说明政策出台后样本企业流通市值相较于出台前降低了 856.44 亿元($219600 \text{ 亿元} \times 0.0039$), 平均每家企业降低了 4026.52 万元($856.44 \text{ 亿元} \div 2127$), 检验结果依然支持 H1。

(2) 2018 年前养老金实际缴费率和征收机构性质对市场反应的影响。为检验 2018 年前养老金实际缴费率和企业价值的关系, 本文使用模型(3)对样本进行回归; 为检验 2018 年前养老金征缴机构性质对企业价值的影响, 本文使用模型(4)对样本进行回归。表 4 报告了相应的回归分析结果。

表 4 第(1)列报告了模型(3)的回归结果, 养老金实际缴费率的系数约为 0.23, 在 1% 水平上显著为正, 该结果表明, 在社保征缴机构转换为税务部门后, 其相对社保部门较强的征缴能力和新法规赋予税务部门的征缴责任, 导致 2018 年前企业养老金实际缴费率越小, 未来补缴养老金的预期压力越大, 未来低效率的现金流出越多, 市场反应相对越差。0.23 的经济含义为, 2018 年前养老金占工资的比重每增加 1%, *Car* 值增加约 0.23%。根据样本计算公司支付的员工薪酬总额均值约为 86100 万元, 因此公司以前年份每多缴 861 万元($86100 \text{ 万元} \times 0.01$)养老金, 在事件窗口中, 市值多增加 2375 万元($219600 \text{ 亿元} \times 0.0023 \div 2127$), 经济含义较为显著, 支持 H2。另外, 未来少补缴 1 元养老金可以带来约 2.76 元($2375 \text{ 元} \div 861$)的市值增长回报, 这也间接说明当前养老制度下的养老金增

表3 社保征缴机构转换改革总体冲击效果检验

Panel A 单/分样本均值检验

样本	<i>Car5</i> 均值	t 值
全样本(2127个)	-0.0020	-2.1200**
非税务全责征收样本(1524个)	0.0000	3.8500***
税务全责征收样本(603个)	-0.0090	

Panel B 平均处理效应检验

样本	<i>Car5-Car5</i>	t 值
全样本(2127个)	-0.0039	-2.4592**

注:Panel A 主要考察变量为 *Car5*, 全样本检验的是 *Car5* 均值与 0 比较, 分样本检验的是不同样本中 *Car5* 均值的差异。Panel B 主要考察变量为事件发生后 5 天 *Car* 减前 5 天 *Car*, 即 *Car5-Car5*, 其中 *Car5* 为前 5 天的 *Car*。括号内为 t 值。**、*** 分别表示 5% 和 1% 水平上显著。

加是低效率的现金流出。

表 4 第(2)列报告了模型(4)的回归结果, *Taxall* 系数 -0.006 在 5% 水平上显著为负, 该结果表明, 因为之前代理问题的存在, 以前年度由税务全责征收养老金的地区企业养老金实际缴费率相对较低, 征缴机构转换改革预期会增加这部分企业的未来现金流出, 因此市场反应更差。税务全责征收变量的回归系数 -0.006 经济含义为, 在社保征缴机构转换改革中, 税务全责征收企业的 *Car* 值和其他企业相比低 0.60%, 即相较于社保征收养老金地区, 税务全责征收地区每家企业的流通市值平均要低 6194.64 万元($219600 \text{ 亿元} \times 0.006 \div 2127$), 实证结果支持 H3。

五、进一步检验

本文三个研究假说基本上围绕企业过去养老金实际缴费率水平与企业价值的关系展开, 因此, 检验企业过去实际养老金缴费率与企业价值的关系是本文的关键。基于此, 本文进一步检验了员工激励、地区老龄化水平对企业过去养老金实际缴费率与企业价值关系的调节作用。

1. 员工激励的作用——职工薪酬高低分组检验

社保征缴机构转换改革通过增加低效率的职工激励支出影响企业价值, 那么, 理论上, 作为企业员工激励方式的薪酬水平可以对养老金缴费率与企业价值的关系起到调节作用。以往研究表明, 企业面临养老金缴费导致的劳动力成本上升时会采用降低工资的方法向员工转嫁负担(马双等, 2014; 钱雪亚等, 2018)。员工激励变化则会受到挤出强度影响, 尤其是员工非自愿的挤出。一般而言, 高工资员工对挤出工资的接受能力更高, 其激励损失要小于低工资员工。在本文的逻辑框架下, 员工激励的变化会在社会征缴机构转换改革窗口中调节养老金实际缴费率和企业价值的关系, 因此, 本文预期高工资企业养老金实际缴费率和企业价值的敏感性低于低工资企业。具体地, 本文以人均职工薪酬中位数为临界将样本划分为高低两组, 考察不同组别养老金实际缴费率与企业价值关系的差异。

表 5 第(1)、(2)列报告了相应的回归结果。低工资组和高工资组养老金缴费率回归系数分别约为 0.29 和 0.17, 均在 1% 水平上显著, 并且两组回归系数差异检验结果表明, 两组系数在 5% 水平上存在显著差异。回归系数的经济含义为, 在低人均工资企业中, 养老金实际缴费率平均每上升 1%,

表 4 2018 年以前养老金缴费率和征收机构性质对市场反应的影响

变量名称	(1)	(2)
养老金实际缴费率	0.2253*** (5.1420)	
税务征收		-0.0060** (-2.2414)
企业规模	0.0006 (0.0005)	-0.0396 (-0.0321)
杠杆率	0.0019 (0.2348)	0.0021 (0.2567)
托宾 Q	-0.0045*** (-4.0652)	-0.0044*** (-3.9143)
企业业绩	-0.1373*** (-4.6575)	-0.1492*** (-5.0887)
劳动密集型行业	0.0086*** (3.6411)	0.0085*** (3.5903)
老龄化	-0.0016*** (-2.9602)	-0.0019*** (-3.4008)
养老金宽松度	-0.0010** (-2.3330)	-0.0015*** (-3.5249)
物价指数	-0.0043 (-1.1156)	-0.0052 (-1.3024)
地区维权意识	0.0611 (0.3995)	0.1884 (1.2417)
常数项	0.0081 (0.2750)	0.0324 (1.0794)
行业	控制	控制
观测数	2127	2127
调整拟合优度	0.1297	0.1204

注:因变量为 *Car5*,括号内为 t 值。*, **, *** 分别表示 10%、5% 和 1% 水平上显著。以下各表同。

在事件窗口中,企业股票的累积超额回报率上升约 0.29%;在高人均工资企业中,养老金实际缴费率平均每上升 1%,在事件窗口中,企业股票的累积超额回报率上升约 0.17%。回归结果表明,职工薪酬激励水平是影响养老金缴费率与企业价值关系的重要因素之一,符合本文的预期。经过计算,本文发现,低人均工资样本的流通市值总额为 59000 亿元,高人均工资样本的流通市值总额为 161000 亿元;低人均工资样本 2017 年计提工资总额的均值为 40100 万元,高人均工资样本 2017 年计提工资总额的均值为 133000 万元。因此,在低人均工资样本中,2017 年底企业平均每多交 401 万元($40100 \text{ 万元} \times 0.01$)养老金,在事件窗口中,企业价值增加 1609.60 万元($59000 \text{ 亿元} \div 1063 \times 0.0029$)。在高人均工资企业样本中,2017 年底,企业平均每多交 1330 万元($133000 \text{ 万元} \times 0.01$)养老金,在事件窗口中,企业价值增加 2572.37 万元($161000 \text{ 亿元} \div 1064 \times 0.0017$)。总体上,回归系数的经济含义较为显著。

2. 政府监督动机——老龄化分组检验

由于人口老龄化加剧,地方政府出于养老压力,会加强监督,要求企业足额缴纳养老金。因此,人口老龄化可能会对企业养老金缴纳产生影响。在人口老龄化高的地区,地方政府传导给企业养老金缴纳的压力较大,企业更多的是非自愿缴费。在社保征缴机构改革的冲击下,人口老龄化程度高的地区企业未来缴纳的养老金对职工的激励作用会弱于人口老龄化程度低的地区,对职工激励的作用进一步传导到企业价值。本文按照不同地区老龄化程度中位数的大小,将样本分为老龄化高和老龄化低两类样本,具体检验见表5第(3)、(4)列。

老龄化低和老龄化高两组的回归系数分别约为0.27和0.12,分别在1%和5%水平上显著,并且系数差异检验表明,两组系数在10%水平上存在显著差异。回归系数的经济含义为,在处于人口老龄化程度较低地区的企业中,养老金实际缴费率每上升1%,在事件窗口中,企业股票的累积超额回报率上升约0.27%;在处于人口老龄化程度较高地区的企业中,养老金实际缴费率每上升1%,在事件窗口中,企业股票的累积超额回报率上升约0.12%。回归结果表明,老龄化水平是影响养老金缴费率与企业价值关系的重要因素之一,符合本文的预期。经过计算,本文发现样本中,处于人口老龄化程度较低地区的企业流通市值总额为118900亿元,处于人口老龄化程度较高地区的企业流通市值总额为100600亿元;处于人口老龄化程度较低地区的企业2017年工资总额的均值为113000万元,处于人口老龄化程度较高地区的企业2017年工资总额的均值为56900万元。因此,在处于人口老龄化程度较低地区的企业样本中,2017年底,企业平均每多交1130万元($113000 \text{ 万元} \times 0.01$)养老金,在事件窗口中,企业价值增加2898.83万元($100600 \text{ 亿元} \div 937 \times 0.0027$)。在处于人口老龄化程度较高地区的企业样本中,2017年底,企业平均每多交569万元($56900 \text{ 万元} \times 0.01$)养老金,在事件窗口中,企业价值增加1014.45万元($100600 \text{ 亿元} \div 1190 \times 0.0012$)。

表5 按人均工资和老龄化程度分组检验

变量名称	按人均工资分组		按老龄化分组	
	低人均工资 (1)	高人均工资 (2)	老龄化低 (3)	老龄化高 (4)
养老金实际缴费率	0.2895*** (4.2916)	0.1732*** (2.9884)	0.2711*** (4.1363)	0.1220** (2.0690)
控制变量	控制	控制	控制	控制
系数差异检验(F值)	4.0300**		2.7600*	
行业	控制	控制	控制	控制
观测数	1063	1064	937	1190
调整拟合优度	0.1209	0.1449	0.1364	0.1309

3. 企业自身逃费特征与市场反应检验

社保征缴机构转换改革之所以能够影响企业价值,原因之一是企业过去缴纳养老金时存在不同程度的、不同方式的逃避缴费问题,以致不同企业之间的实际缴费率存在差异。企业逃费常见的方法有:隐瞒员工人数、按最低限额申报养老金、拖欠养老金等(封进,2013)。因此,在社保改革冲击中,企业的这三个逃费特征越明显,企业价值下降越大。为了刻画这三个特征,本文设计了三个变

量^①,具体为:①养老金缴费及时程度(*Intime*),该变量用2017年企业当年养老金支付金额除以养老金计提金额,数值越大则越不可能拖欠养老金。②员工人数瞒报可能性(*Instaff*),该变量使用企业员工人数的自然对数做代理变量,人数越多,隐瞒员工人数的难度越小,可能性越高。③按最低基数申报社保的激进度(*Pendiff*),为逆向指标。现实中,部分企业会按照当地最低工资标准申报社保基数。本文用企业本年实际支付的养老金金额减去最低应计提的养老金金额,再除以最低应计提的养老金金额,计算出企业养老金实际申报额与最低申报额之间的差异率。参考叶康涛和刘行(2011)用实际税率和名义税率差异率衡量税务激进度的方法,本文用该指标衡量企业社保漏申报激进度。该指标越大,企业养老金越不可能按最低工资标准申报,激进度越小。其中,企业养老金最低应申报额的计算公式为:当地月最低工资标准×企业员工人数×当地法定缴费率×12个月。本文利用这三个逃费特征指标与Car5进行回归,用以检验企业逃费特征与企业价值的关系。

表6报告了相应的回归结果。在单独放入各个逃费特征变量时,其回归系数在统计意义上显著,并且符号也符合预期。为防止各逃费特征之间相互影响,本文将三种特征同时放入模型,结果不变。养老金缴费越及时,员工人数瞒报可能性越小,按最低基数申报养老金的激进度越小,股票的市场反应越好。具体地,2017年底,企业对于本年计提养老金造成的短期负债偿还率每提高1%,企业股票的累积超额回报率上升约0.07%。员工人数每多出1%(员工人数瞒报可能性越大),企业股票的累积超额回报率下降约0.6%。2017年底,企业计提的养老金每超过企业最低应申报的养老金数1%,企业股票的累积超额回报率上升约0.6%。

表6 企业逃费特征与市场反应检验

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)
养老金缴费及时性	0.0680* (1.8400)			0.0710* (1.8860)
员工人数瞒报可能性		-0.0060*** (-3.6560)		-0.0040*** (-2.6760)
社保申报激进度			0.0060*** (3.8340)	0.0040*** (2.9110)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
观测数	2127	2127	2127	2127
调整拟合优度	0.1200	0.1240	0.1260	0.1300

六、稳健性检验

1. 内生性讨论

本文的内生性问题可能主要来自以下两方面:①时间趋势造成的模型设定偏误。虽然本文样本在进行数据分析前已经进行了充分的降噪处理,但可能存在某些未观测到的噪音事件在社保征缴机构改革前已经发生,其影响一直延续至事件窗口,导致改革恰好捕获类似反应,模型(3)就成了伪回归,不能检验出变量之间的因果联系。②自选择偏误。模型(4)可能存在自选择偏误的问题。例如,

^① 本文使用这三个变量描述企业逃费特征有一定的主观性,但目前没有找到更好的代理变量,这可能是本文的研究局限之一。

可能因为当地企业养老金一直有漏交现象,地方政府才采用社保转交税务的方法进行治理,此时则不是因为税务征缴社保“激励不足”导致企业缴费率低,这种替代解释会影响本文的结论。

噪音事件可能影响 H1 和 H2 的检验。参考李蕾蕾和盛丹(2018),本文使用安慰剂检验的方法进行减弱。在安慰剂检验中本文选择的空白对照期为事件发生前 1 天、前 3 天和前 5 天。对于样本自选择造成的模型(4)参数估计偏差问题,参照董艳梅和朱英明(2016)和赵颖(2016),本文使用 PSM 倾向得分匹配法进行减弱。

(1) 安慰剂检验。表 7 报告了安慰剂检验的结果。Panel A 是验证假说 1 的均值检验的安慰剂检验,分别检验了事件发生前 1 天、前 3 天和前 5 天内的累积超额回报率($_Car1$ 、 $_Car3$ 、 $_Car5$)的均值;Panel B 是验证 H2 的模型(3)的安慰剂检验,第(1)—(3)列分别以事件发生前 1 天、前 3 天和前 5 天内的累积超额回报率($_Car1$ 、 $_Car3$ 、 $_Car5$)为因变量。从 Panel A 的均值 t 检验结果看,在事件发生前 1 天、前 3 天和前 5 天内,样本总体的累积超额回报率均值与 0 没有显著差异。分样本检验结果显示,2018 年以前社保已由税务征收地区企业的市场反应与其他地区企业没有显著差异。这说明,在本文的窗口期之前存在时间趋势的可能性不大,不影响本文实证结论。从 Panel B 的回归检验结果看,在事件发生前,养老金的实际缴费率(Pension)与其公司股票的市场反应(Car)没有显著关系,这说明在事件窗口中,2017 年底企业养老金实际缴费率与企业价值正相关是由事件冲击所致,而不是原本就存在。安慰剂检验没有发现时间趋势造成的伪回归问题。

表 7

安慰剂检验

Panel A 均值检验安慰剂检验			
样本	$_Car1$	$_Car3$	$_Car5$
全样本(2127 个)	0.0000 (0.2090)	0.0010 (0.8890)	0.0010 (1.5770)
均值检验			
非税务全责征收样本(1524 个)	0.0000	0.0010	0.0010
税务全责征收样本(603 个)	0.0010	0.0010	0.0020
均值差异检验	(-0.7123)	(0.0727)	(-0.3299)

Panel B 模型(3)安慰剂检验			
变量名称	(1)	(2)	(3)
	$_Car1$	$_Car3$	$_Car5$
养老金实际缴费率	-0.0060 (-0.3440)	-0.0090 (-0.2830)	-0.0170 (-0.4260)
控制变量	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制
观测数	2127	2127	2127
调整拟合优度	0.0440	0.0280	0.0170

注:Panel B 中因变量分别为时间发生前 1 天、前 3 天和前 5 天的累积超额回报率 $_Car1$ 、 $_Car3$ 和 $_Car5$ 。

(2) PSM 倾向得分匹配法。为了降低样本自选择对回归结果的干扰,本文使用倾向得分匹配法(PSM)对样本进行 1:1 配对,具体操作为:①以是否税务部门全责征收社保哑变量(Taxall)为分组变量,以模型(4)中所有控制变量为协变量,使用 Logit 模型回归,计算倾向匹配得分(P Score)。②根据倾向匹配得分,为 $Taxall=1$ 的样本匹配得分最邻近的 $Taxall$ 为 0 的样本。③用匹配后的样本对模型(4)进行回归检验。

表 8 第(1)列报告了基于 PSM 方法的税务征收机构性质与企业价值关系的回归结果。在经过 1:1 样本配对后,603 个税务部门征收养老金的企业各自匹配到一个特征类似但养老金由非税务部门征收的企业,最终样本量为 1206。回归结果显示,使用 PSM 方法缓解内生性问题后,税务部门征收养老金地区的企业在事件窗口中的市场反应更差,实证结果依然支持本文的假说 3,这表明 2018 年前已经由地税部门征缴养老金的地区企业可能存在的自选择问题对本文研究结论影响不大。

表 8 减弱自选择和遗漏变量问题的检验

变量名称	(1)	(2)	(3)
税务征收	-0.0050* (-1.6500)		
调整养老金实际缴费率		0.0550*** (4.5930)	
养老金实际缴费率			0.1680*** (3.5770)
控制变量	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制
省份	未控制	未控制	控制
观测数	1206	2127	2127
调整拟合优度	0.1240	0.1270	0.1360

(3) 使用调整后的养老金实际缴费率和控制省份固定效应。除了上文提到的时间趋势和自选择问题外,实证研究中难免遇到遗漏变量的问题。由于中国养老金目前以省级统筹和省级基金调剂制度为主,养老金征缴在省际之间差别可能较大。虽然本文尽可能多地控制了宏观变量,但仍可能存在不可观测因素被遗漏。

在实际养老金征缴中,中央政府赋予地方政府自主裁量权,因此,各省养老金法定缴费率存在一定差异。例如,2018 年广东和浙江的企业养老金缴费率为 14%,上海为 21%,其他省份是 20%(厦门 12%)。本文用企业养老金实际缴费率(*Pension*)除以当地法定缴费率,计算出调整后的养老金实际缴费率(*Apension*),使用该指标替换 *Pension*,再进行一次模型(3)的回归。除此之外,本文在模型(3)的基础上进一步控制了省份固定效应,使得模型中变量的变异性主要来源于省内企业的对比。

表 8 第(2)列和第(3)列分别报告了使用调整后的养老金实际缴费率和增加省份固定效应后的相关回归结果。第(2)列结果显示,在使用调整后的养老金实际缴费率(*Apension*)后,养老金实际缴费率与公司股票累积超额回报率显著正相关,本文主要的回归结果并没有发生改变。同样地,第(3)列结果显示,在控制省份固定效应后,养老金实际缴费率和股票累积超额回报率的显著正相关关系仍然成立。说明本文所使用的模型不存在重大的遗漏变量问题。

2. 其他稳健性检验^①

为了弥补用短期市场反应 *Car*^②作为企业价值代理变量的不足,本文使用托宾 *Q(Tq)* 和长期

① 其他稳健性检验的相关结果详见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)附件。

② 主检验中,本文使用 *Car* 衡量企业价值的原因之一是因为短窗口较为干净。若使用长期的购买并持有超额累积回报率 *Bhar*,则因为时间跨度较长,企业发生的事件较多,企业价值中包含的噪音较多,社保征缴机构转换事件的影响就难以识别。

购买并持有超额收益率(*Bhar*)作为企业价值的代理变量再进行检验。具体地,本文使用三个变量替代短窗口期 *Car* 值衡量企业价值,分别是:*Tq09—06*、*Tq930* 和 *Bhar*。其中 *Tq09—06* 采用 2018 年第三季度的托宾 Q 减去第二季度的托宾 Q,第二季度政策未发生,第三季度政策已发生,用个两季度托宾 Q 的差衡量政策实施前后企业价值的变化量。*Tq930* 是 2018 年第三季度托宾 Q,用以直接衡量企业价值。*Bhar* 为长窗口期投资者购买并持有股票的超额回报率,计算公式如下: $\Pi(1+R_i) - \Pi(1+R_m)$ 。其中 R_i 和 R_m 分别表示个股和市场周回报率,所有回报率均考虑现金股利再投资。由于政策在 2018 年 7 月 20 日实施,2018 年 12 月 27 日暂缓,因此 *Bhar* 的期间包含中间共 22 个周,即 2018 年的第 30 周到第 51 周。在使用企业价值的长期衡量指标替换 *Car5* 后,本文发现,在社保征缴机构转换改革事件发生后,企业 2017 年底的养老金实际缴费率对企业价值仍有显著的正向影响,结论与主回归结果一致。具体地,2017 年底,企业养老金实际缴费率每提高 1%,在事件窗口中,*Tq09—06* 平均增加约 0.65%;*Tq930* 平均增加约 2.00%;*Bhar* 平均增加约 0.35%,表 9 第(1)—(3)列报告了相应的回归结果。

除长期指标外,本文也计算了社保征缴机构转换改革事件发生后 3 天的累积超额回报率(*Car3*)值替换 *Car5*,用以计量更短期的企业价值变动。经过回归分析,本文发现,在使用了更短期的企业价值衡量指标替换 *Car5* 后,在事件窗口中,企业 2017 年底的养老金实际缴费率对企业价值仍呈正向影响,结果依然与本文的主回归一致。具体地,2017 年底,企业养老金实际缴费率每提高 1%,在事件窗口中,*Car3* 平均增加约 0.09%。详细结果见表 9 第(4)列。这说明无论采用更长期的指标还是更短期的指标衡量企业价值,本文的结论都保持稳健。

另外,本文将养老金实际缴费率的数据分别滞后了两年和三年以及使用人均养老金作为自变量替换滞后一年的养老金实际缴费率进行模型(3)的稳健性检验。具体地,它们分别是 *Pension2015*、

表 9 其他稳健性检验回归

变量名称	(1) <i>Tq09—06</i>	(2) <i>Tq930</i>	(3) <i>Bhar</i>	(4) <i>Car3</i>	(5) <i>Car5</i>	(6) <i>Car5</i>	(7) <i>Car5</i>
养老金实际缴费率	0.6499** (2.0841)	1.9964** (2.0992)	0.3521*** (2.8743)	0.0900** (2.5550)			
养老金实际缴费率 2015					0.2628*** (6.2093)		
养老金实际缴费率 2016						0.2378*** (5.4941)	
人均养老金							0.0084*** (3.4965)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	2096	2124	2124	2127	1731	1903	2127
调整拟合优度	0.2048	0.3299	0.1042	0.0960	0.1244	0.1170	0.1245

注:第(1)—(4)列为替换因变量的稳健性检验,因变量分别是第三季度托宾 Q 减第二季度托宾 Q(*Tq09—06*)、第三季度托宾 Q(*Tq930*)、购买并持有累积超额回报率(*Bhar*)和 3 日累积超额回报率(*Car3*)。第(5)列—第(7)列为替换自变量的稳健性检验。

$Pension_{2016}$ 和 $Perpension_{t-1}$ 。其中, $Pension_{2015}$ 和 $Pension_{2016}$ 分别是滞后了 3 年和 2 年的养老金实际缴费率, 具体计算用 2015 年和 2016 年的养老金计提数额除以扣除高管年薪后的薪酬总额; $Perpension_{t-1}$ 用 2017 年养老金计提数额除以当年员工人数(单位:万元/人)。经过回归分析, 本文发现, 在替换了企业养老金支出的衡量方法后, 往年的养老金支出越多, 在事件窗口中, 企业股票的市场反应越好。具体地, 2015 年底, 企业养老金实际缴费率每提高 1%, 在事件窗口中, $Car5$ 平均增加约 0.26%; 2016 年底, 企业养老金实际缴费率每提高 1%, 在事件窗口中, $Car5$ 平均增加约 0.24%; 2017 年底, 企业人均养老金每多缴 1 万元, $Car5$ 平均增加约 0.84%, 主要结论依然成立, 说明本文的结果是稳健的。相关结果见表 9 第(5)—(7)列。

七、结论与政策建议

1. 研究结论

由于中国人口老龄化的加剧以及地方政府养老压力增加, 养老金制度改革成为中国经济持续高质量发展的关键所在。其中, 社保征缴机构转换是改革的方向之一。但由于中国养老尚未实现全国统筹, 企业养老金缴费率偏高, 如果社保征缴机构转换改革忽略这些现实制约因素的存在, 改革力度或时机不当, 则可能进一步增加企业低效率的成本支出, 降低企业价值, 这与党的十九大报告提出的“加快完善社会主义市场经济体制”和“减税降费”的初衷相悖。借助 2018 年 7 月《国税地税征管体制改革方案》发布事件提供的研究机会, 本文尝试厘清社保征缴机构转换背景下企业养老支出和企业价值之间的内在联系, 以期为中国养老保险制度改革提供实证参考。利用 2017 年中国上市公司的截面样本, 本文发现: 可能因为没有相配套的制度实施, 《国税地税征管体制改革方案》发布事件预期会导致企业未来在不同程度上补缴养老金, 进而导致资本市场整体表现不好。企业过去漏缴的养老金越多, 未来预期补缴越多。在当前没有实现养老保险全国统筹的背景下, 企业补缴的养老金越多, 市场价值越低。过去已经由税务部门全责征收养老金地区的企业, 因为地税部门的“不努力工作”而导致该地区企业养老金缴费率偏低, 在本次改革事件中企业价值相对显著下降得更多。根据本文的实证发现, 整体上, 当前社保征缴机构转换改革的时机尚不成熟, 改革发挥效力需要其他制度的配套。

2. 政策建议

针对以上发现, 本文对政府提出以下建议:

(1) 政府应进一步降低养老金缴费率。在中国当前养老制度体系下, 较高的缴费率增加了企业偷逃养老金可能性, 并且难以对员工起到应有的激励作用, 这成为养老金征缴机构改革对企业价值形成负面冲击的逻辑基础之一。进一步降低企业养老金缴费率, 切实减轻企业负担, 激励企业主动为员工足额缴纳养老金。大多数企业为员工足额缴纳养老金, 形成氛围, 对偷逃企业形成传染, 倒逼这类企业为员工足额缴纳养老金。另外, 逐步加快国有资本划转社保工作进度, 补充养老保险金, 降低政府养老支出对实体企业缴纳的依赖, 为进一步降低养老缴费率激发实体企业活力提供保障。

(2) 加快养老保险的省级统筹改革, 尽快实现养老保险全国统筹, 从根本上消除企业偷逃养老金行为。养老金实际缴费率与企业价值形成正相关关系的逻辑前提是, 企业之前存在养老金漏缴行为。而企业漏缴养老金的重要原因之一在于中国养老保险尚未实现全国统筹, 企业为员工缴纳的养老金跨养老统筹区转移效率低, 难以形成对员工未来有效的保障作用, 员工甚至为多争取到手工资会与企业缔结隐性契约偷逃养老金, 这是改革对企业价值负面影响的重要制度归因。省级养老保险统筹是全国统筹的前提之一, 既然如此, 政府应出台相关政策鼓励各省积极推进省级统筹。譬如, 可

以将税务部门征缴的养老金让中央政府和地方政府按比例共享,激励地方政府积极推进省级统筹。尤其是在养老保险全国统筹后,中央政府给地方政府恰当的养老金分成可能是激励地方政府积极改革的关键所在。

(3)养老金征缴机构转换改革发挥效力需建立在其他配套改革的基础上。征缴机构改革的初心除了补充因人口老龄化加剧带来的养老金缺口外,还包括为员工足额缴纳养老金,激励员工努力工作,提升企业价值。但在当前养老制度下,养老金征缴机构转换改革可能事与愿违,降低企业价值。若社保征缴机构转交税务部门改革建立在养老金全国统筹的基础上,企业补缴的养老金理论上可能对员工具有正向激励作用。从实证结果看,社保征缴机构转换改革预期增加企业低效率的成本支出,造成市场负面反应,不利于企业可持续发展,也与中央政府减税降费的初衷相悖。建议在全国养老保险统筹至少省级养老保险统筹实现后,再推进社保征缴机构转换改革,否则改革依然会增加企业低效率的现金支出,有损企业价值。

(4)在尚未实现养老全国统筹的背景下,加大养老金跨养老统筹区接续转移改革力度,提高效率,保障流动人群的合法权益,可以提高养老金对该人群的激励效率。当前养老金增加难以对企业员工产生有效激励的原因之一在于,企业为员工缴纳的养老金存在跨省转移接续困难,难以对员工未来养老起到应有的保障作用。因此,提高养老金跨地区接续转移效率可能是养老金尚未实现全国统筹背景下的权宜之计。

(5)政府需要尽快全面放开生育,并采取措施积极鼓励生育,提高生育率。本文实证发现的事实前提是,由于中国人口老龄化的加剧,政府因为养老金缺乏而实施社保征缴机构转换改革。为提高企业缴纳养老金的效率,尽快实现养老全国统筹是必要的,但是人口老龄化的关键在于如何采取措施缓解未来人口老龄化的进一步加剧,所以问题的关键在于提高当前人口的生育率,缓解正在不断加剧的人口老龄化问题。根据恒大研究院发布的《中国生育报告:2019》(任泽平等,2019),2017年和2018年中国出生人口连续出现下降,中国人口危机临近,这可能成为未来几十年影响中国政府和企业行为的最为关键的事件之一。所以,政府必须积极应对,采取措施积极鼓励生育,缓解中国人口老龄化问题。

针对投资者和企业管理层,本文分别提出以下建议:

(1)投资者可以选择投资于足额缴纳养老金的企业。研究发现,过去企业的养老金实际缴费率越高,在事件窗口中,企业价值越高,这表明养老金实际缴费率高的企业具有一定程度抵御由养老金带来的特有风险的能力。因此,企业为员工缴纳的养老金可以成为投资者选择投资标的的重要参考指标之一。投资者也可以利用养老金缴纳与未来继续进行的养老体系改革进行投资套利,获取超额收益。

(2)企业管理层应加强企业文化建设,宣传养老金对员工未来养老的保障作用。一方面,企业应主动为员工足额缴纳养老金,激励员工当前努力工作;另一方面,员工可以积极监督企业足额缴纳养老金。尤其在养老保险全国统筹后,企业为员工足额缴纳的养老金在理论上可以激励员工努力工作,提升企业价值。

综上所述,养老金征缴机构转换改革未来可能的改进方向如下:加快省级养老统筹进程,积极推进全国养老统筹。在省级养老统筹或全国养老统筹的基础上,推进养老金征缴机构转换改革。征缴机构改革后,中央政府需要考虑地方政府在养老金分享中的利益,对地方政府实施必要的激励。在养老保险尚未实现全国统筹的背景下,需加大养老金跨省接续转移改革力度,提高接续转移效率。

3. 研究局限

本文采用事件研究的方法,以中国上市公司 2017 年横截面数据为研究样本,探究社保征缴机构改革对企业价值的影响,总体上本文存在以下不足:①由于本研究较早地对社保征缴机构改革的经济后果进行检验,本文一些变量的选取难以找到有效参考,因此只能探索性地设置一些变量,如拖欠养老金可能性、瞒报员工人数可能性等;②样本为 2017 年截面数据,样本量相对较小,难以像样本量较大的面板数据一样展开更加丰富的检验。

[参考文献]

- [1]蔡昉. 刘易斯转折点与公共政策方向的转变——关于中国社会保护的若干特征性事实[J]. 中国社会科学, 2010, (6):125–137.
- [2]董艳梅,朱英明. 高铁建设能否重塑中国的经济空间布局——基于就业、工资和经济增长的区域异质性视角[J]. 中国工业经济, 2016,(10):92–108.
- [3]封进. 中国城镇职工社会保险制度的参与激励[J]. 经济研究, 2013,(7):104–117.
- [4]革昕,张巍,王塔瑚,程华,谈从炎. 从国际经验看我国企业减负中的“五险一金”改革[J]. 财政研究, 2017,(7): 60–72.
- [5]龚锋,余锦亮. 人口老龄化、税收负担与财政可持续性[J]. 经济研究, 2015,(8):16–30.
- [6]吉利,王泰伟,魏静. 企业社会责任“类保险”作用情境及机制——基于新环保法发布的事件研究[J]. 会计与经济研究, 2018,(2):21–37.
- [7]康传坤,楚天舒. 人口老龄化与最优养老金缴费率[J]. 世界经济, 2014,(4):139–160.
- [8]李蕾蕾,盛丹. 地方环境立法与中国制造业的行业资源配置效率优化[J]. 中国工业经济, 2018,(7):136–154.
- [9]刘行,叶康涛. 增值税税率对企业价值的影响:来自股票市场反应的证据[J]. 管理世界, 2018,(11):12–24.
- [10]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.
- [11]刘穷志,何奇. 人口老龄化、经济增长与财政政策[J]. 经济学(季刊), 2012,(1):119–134.
- [12]陆瑶,施新政,刘璐瑶. 劳动力保护与盈余管理——基于最低工资政策变动的实证分析[J]. 管理世界, 2017, (3):146–158.
- [13]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[J]. 经济学(季刊), 2014,(3):969–1000.
- [14]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[J]. 世界经济, 2012,(2):84–97.
- [15]彭雪梅,刘阳,林辉. 征收机构是否会影响社会保险费的征收效果?——基于社保经办和地方税务征收效果的实证研究[J]. 管理世界, 2015,(6):63–71.
- [16]钱雪亚,蒋卓余,胡琼. 社会保险缴费对企业雇佣工资和规模的影响研究[J]. 统计研究, 2018,(12):68–79.
- [17]任泽平,熊柴,周哲. 中国生育报告:2019[EB/OL]. http://www.sohu.com/a/344936797_467568, 2019.
- [18]沈永建,范从来,陈冬华,刘俊. 显性契约、职工维权与劳动力成本上升:《劳动合同法》的作用[J]. 中国工业经济, 2017,(2):117–135.
- [19]叶康涛,刘行. 税收征管、所得税成本与盈余管理[J]. 管理世界, 2011,(5):140–148.
- [20]于文超,殷华,梁平汉. 税收征管、财政压力与企业融资约束[J]. 中国工业经济, 2018,(1):100–118.
- [21]张鹏飞,苏畅. 人口老龄化、社会保障支出与财政负担[J]. 财政研究, 2017,(12):33–44.
- [22]赵健宇,陆正飞. 养老保险缴费比例会影响企业生产效率吗[J]. 经济研究, 2018,(10):97–112.
- [23]赵西亮. 基本有用的计量经济学[M]. 北京:北京大学出版社, 2017.
- [24]赵绍阳,杨豪. 我国企业社会保险逃费现象的实证检验[J]. 统计研究, 2016,(1):78–86.
- [25]赵颖. 中国上市公司高管薪酬的同群效应分析[J]. 中国工业经济, 2016,(2):114–129.
- [26]郑杲婷,徐永新. 慈善捐赠、公司治理与股东财富[J]. 南开管理评论, 2011,(2):92–101.
- [27]Akerlof, G. A., and J. Yellen. The Fair Wage-Effort Hypothesis and Unemployment [J]. Quarterly Journal of

- Economics, 1990, 105(1):255–83.
- [28]Lloydsherlock, P. Population Ageing in Developed and Developing Regions: Implications for Health Policy[J]. Social Science & Medicine, 2000, 51(6):887–895.
- [29]Miller, R. A. The Aging Immune System: Primer and Prospectus[J]. Science, 1996, 273(5271):70–74.
- [30]Modigliani, F., and S. Cao. The Chinese Saving Puzzle and the Life-cycle Hypothesis [J]. Journal of Economic Literature, 2004, (42):145–170.
- [31]Rubinfeld, D. L. Voting in a Local School Election: A Micro Analysis [J]. Review of Economics & Statistics, 1977, 59(1):30–42.
- [32]Shapiro, C., and J. Stiglitz. Equilibrium Unemployment as a Worker Discipline Device [J]. American Economic Review, 1984, 74(3):433–444.
- [33]Summers, R. H. Some Simple Economics of Mandated Benefits [J]. American Economic Review, 1989, 79(2): 177–183.
- [34]World Bank. Doing Business Economy Profile 2017:China [EB/OL]. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/25444>, 2017.

The Transfer of Department in Social Security Fee Collection, Firms' Pension Expenditure and Firms' Value

SHEN Yong-jian¹, LIANG Fang-zhi¹, JIANG De-quan², WANG Liang-liang³

1. School of Accounting, Nanjing University of Finance and Economics, Nanjing 210046 China;
 2. Institute of Accounting and Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433 China;
 3. School of Economic and Management, Southeast University, Nanjing 210096 China)

Abstract: Due to the increasing pension expenditure pressure brought by aging population and the faults in pension system, China's pension system reform seems imperative. Thanks to the research opportunity provided by social security collection institution reform in July, 2018, we explored the relationship between the reform of transferring social security collection to tax department, firms' pension payment and firms' value using event study method. We find that the reform in July, 2018 negatively impacted firms' market value. Firms with lower pension payment before 2018 suffered sharper decline in event window via adding firms' expected future pension expenditure. Every 1RMB additional pension expenditure in the future could bring about 2.76RMB market value's decline. Firms whose pension is collected by tax department before 2018 experienced worse market value reaction. We also find that regions with different aging population and firms with different employee motivation reacted differently in our study. Moreover, firms with pension payment delay, staff number deception and insufficient pension declaration reacted more negatively. Our paper deeply discussed the influence of social security collection institution reform on firms' value, which enriched the theory of public goods and social efficiency and the theory of labor and finance. We also expanded research field in population aging's effect on microeconomics and in economic consequences of pension expenditure and governance. Our finds would offer reference for the social security reform at the moment.

Key Words: social security transfers to tax; firms' pension expenditure; firms' value; reaction of capital market; employee incentive

JEL Classification: J33 J31 K29

[责任编辑:许明]