

# 社保入税能否抑制企业“脱实向虚”？

曹越<sup>1</sup>, 杨萍<sup>1</sup>, 肖艳芳<sup>2</sup>

(1. 湖南大学 工商管理学院, 湖南 长沙 410082; 2. 中南大学 湘雅二医院财务部, 湖南 长沙 410011)

**[摘要]** 社会保障体系是人民生活的安全网和社会运行的稳定器。作为社保征管体制的重要改革, 社保入税影响企业的投资决策行为。以社保入税为制度改革背景, 首次考察社保入税后社保费征管效率提升对企业“脱实向虚”的影响。研究发现, 社保入税的实施显著抑制了企业“脱实向虚”。机制检验结果表明, 社保入税通过保险效应、征管效应和治理效应三个渠道抑制企业“脱实向虚”。异质性检验结果表明, 社保入税发挥的抑制作用在政府干预度高的地区、民营性质、劳动密集型、税收征管强度大的地区、内部控制水平以及分析师关注度低的企业中更为显著。进一步分析显示, 社保入税通过抑制企业“脱实向虚”能够提升实业投资水平和企业绩效。研究结论为抑制企业“脱实向虚”和防范系统性金融风险的治理策略提供了新视角, 也为完善社保费征管体制改革提供了经验证据。

**[关键词]** 社保入税; 脱实向虚; 征管效率; 社保费用; 税收征管; 企业金融投资

**[中图分类号]** F810 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2025)02-0096-13

## 一、引言

党的二十大报告强调, 实体经济是发展经济的着力点, 做强做优实体经济是防范和化解重大金融风险的必要手段。然而, 近年来宏观经济面临产能过剩和需求疲软的双重挑战, 实体经济的红利消减和竞争优势削弱, 导致实体投资回报率普遍出现下降趋势。由于金融投资具有收益高且回报周期短的特点, 越来越多的非金融企业通过增加金融资产的方式进行投机逐利, 从而出现实体企业“脱实向虚”的经济现象。根据国家统计数据, 金融业 GDP 贡献率由 2008 年的 6.1% 增长到 2022 年的 14.8%, 而工业 GDP 贡献率由 2008 年的 43.4% 下降到 2022 年的 36%。从企业微观层面上看, CSMAR 统计的数据中有超过 90% 的上市企业配置了金融资产。金融投资的企业数量和资本规模不断扩大, 本应投入实体经济发展的资金被挤出至金融和房地产行业, 出现产业空心化的现象, 进而增加企业经营风险<sup>[1]</sup>。确保实体经济与金融的协调是推动经济高质量发展的核心要义。为此, 第五次全国金融工作会议明确指出, 金融应服务于实体经济, 为实体经济发展提供更高质量、更有效率、更加安全的金融服务, 强化金融对实体经济的“服务属性”。因此, 如何防范实体企业“脱实向虚”产生的金融风险成为当前需关注的重要问题。

基于上述研究背景, 本文梳理企业“脱实向虚”的影响因素。总体而言, 大部分学者从公司内部治理角度研究, 发现资本配置效率、CEO 非金融背景、管理层股权激励、企业社会责任等因素会抑制企业“脱实向虚”, 而家族成员退出高管职位、控股股东金融性质、获取超额利润等因素会驱动企业“脱实向虚”<sup>[1-2]</sup>。但是, 除明确的线性关系外, 学者发现部分因素对企业“脱实向虚”呈非线性关系。邹美凤等发现, 供应商分别发挥了协同效应和风险效应, 供应商集中度与企业金融投资水平呈倒“U”型关系<sup>[3]</sup>。柯艳蓉等基于投资策略角度, 研究发现控股股东股权质押比例与企业“脱实向虚”呈正“U”型的非线性关系<sup>[4]</sup>。少部分文献从外部监管视角探讨企业“脱实向虚”, 发现绿色信贷政策、影子银行监管优化能够抑制企业“脱实向虚”, 而取消存款利率上限、银行准入管制放宽会促进企业“脱实向虚”<sup>[5]</sup>。综上所述, 已有文献主要从公司内部治理角度探讨企业“脱实向虚”的影响因素, 少量文献提供了外部监管影响企业“脱实向虚”的证据。本文则首次从社保费征管的外部治理角度出发,

**[收稿日期]** 2024-11-19

**[基金项目]** 国家社会科学基金重点项目(23AGL011)

**[作者简介]** 曹越(1981—), 男, 湖南常宁人, 湖南大学工商管理学院教授, 博士生导师, 博士后, 财政部全国会计领军人才, 从事资本市场财税问题研究; 杨萍(2001—), 女, 四川成都人, 湖南大学工商管理学院硕士研究生, 从事会计理论与实务研究; 肖艳芳(1987—), 女, 湖南邵阳人, 中南大学湘雅二医院财务部副主任, 从事财务会计与管理会计研究, 通信作者, E-mail: xiaoyanfang@csu.edu.cn。

探究社保入税会对企业“脱实向虚”行为产生何种影响。

立足中国特有的政策环境,本文借助于社保入税改革,试图对社保费征管效率提升与企业“脱实向虚”之间的因果关系进行识别。2018年颁布的《国税地税征管体制改革方案》明确要求,自2019年1月1日起,将各项社会保险费征管职责划归税务部门。实际中,自2009年起,各省份便陆续推进社保费征管体制改革,但各地税务征管现状不同,存在税务半责和税务全责两种征收模式。本文研究的社保入税指税务部门全权负责征收社会保险费的模式,包括税务部门承担社保缴费基数核定、缴费征收、补缴处理以及稽核和清欠等职责。作为社保费征管体制的重大变革,社保入税从两个方面改善了社保征管效率:首先,社保入税明确了征收主体,权责统一可以避免两个部门互相推诿责任,减少不缴、少缴和漏缴情况的发生;其次,作为执法机关的税务部门具备更强的征收力度,并且可以实现社保费、个人所得税和企业所得税三者同源征管,借助金税工程提高比对效率。此外,社保费具有“准税收”性质,税务部门以更加严格的税务稽查方式而非社保稽查审查企业的缴费行为,可以强化违规处罚力度,促使企业提升社保费缴纳的遵从度。

有关社会保险费的文献主要集中于讨论社保费率政策变化的影响,内容主要包含对劳动力就业和家庭储蓄、劳动收入份额、劳动生产率、企业全要素生产率和企业创新等影响<sup>[6]</sup>。但是,目前关于社保入税事权归属变化的企业微观经济效应的探究极少。一部分文献探讨税务半责模式对企业行为的影响,发现社保入税会提高企业用工成本和压缩盈利空间,对企业价值造成负面影响;但社保费征管改革能够促进企业灵活用工、提升社保基金收入<sup>[7]</sup>。另一部分文献关注税务全责模式的社保征管体制转换,研究发现社保入税有助于提高企业税收遵从和社保遵从度<sup>[8]</sup>。那么,社保入税对企业“脱实向虚”行为会产生怎样的影响?考察这一问题不仅有助于全面厘清社保入税改革的企业微观经济效应,还可以为抑制企业“脱实向虚”提供新的外部治理视角。

为回答上述问题,本文将社保入税政策作为一项准自然实验,基于2008—2022年A股上市公司数据,探究社保入税对企业“脱实向虚”的影响。具体而言,由于部分省份的社保入税改革存在政策实施的时间差,本文构造多期双重差分方法识别因果关系,且从保险效应、征管效应和治理效应三个方面检验了社保入税政策发挥作用的渠道机制。与以往文献相比,本文的边际贡献主要体现在三个方面:第一,从研究角度看,本文从社保费征收事权变化维度考察社保入税改革对企业“脱实向虚”的影响,丰富了社保费征管和企业金融化两个领域的研究。现有文献多聚焦于企业社保缴费负担增加引发的挤出效应,主要体现为抑制企业创新、劳动力雇佣和收入份额、固定资产投资等方面。本文立足社保征管体制改革,揭示社保入税政策在抑制企业“脱实向虚”方面的积极治理作用,有助于弥补现有文献未从企业金融投资行为角度探讨社保入税微观经济效应的不足。第二,从作用机制看,本文揭示了社保入税改革对实体经济发展产生影响的渠道机制。本文从保险效应、征管效应和治理效应三个角度深入剖析社保入税抑制企业“脱实向虚”的作用机制,且从政府干预程度、企业财务违规行为、企业所属行业类型、地区税收征管强度等视角分析社保入税改革对企业“脱实向虚”的异质性影响。这进一步为深化外部治理与实体经济互动的研究提供了新视角。第三,从政策效应看,本文发现社保入税能够发挥抑制企业“脱实向虚”的非预期效应,为监管部门预防金融风险提供了新思路。随着我国人口老龄化加剧,社保费收支缺口不断扩大,社保入税改革通过提高征收效率,对提升企业社保遵从度具有重要意义。本文的研究结论表明,社保入税不仅能够抑制企业“脱实向虚”,也进一步提升实业投资水平和企业业绩表现。因此,加强社保费征收力度不仅有助于足额缴纳社保费,还能发挥企业治理作用。为今后税务部门进一步铺开统筹征管社保费提供了经验证据。

## 二、理论分析与研究假说

我国“十三五”期间已经建成全球最大的社会保障体系,截至2022年底,全国基本医疗保险、养老保险、失业保险、工伤保险分别覆盖人数达13.46亿人、10.53亿人、2.38亿人、2.91亿人。然而,《2022健康与养老保险保障指数测算研究报告》的数据显示,未来5年至10年我国养老金缺口将达到8万亿至10万亿元,这会带来沉重的社会保险给付压力。为了提高我国社保费的征管效率,保障我国宏大社会保障体系持续运行,2018年7月21日中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《国税地税征管体制改革方案》明确要求,自2019年1月1日起,将各项社会保险费征管职责划归税务部门,部分省市推迟至2020年11月执行。至此,全国实现了税务部门针对全人群、全险种的社保费征管工作,结束了二元征管的局面。在社保入税改革之前,各地实施征管模式各异:湖南、

陕西等地分险种由两部门各自负责;辽宁、福建等地实行税务全责模式;湖北、云南等地实行税务半责模式;其余多数省份仍由社保部门负责征收,存在征管混乱和职责不清的情况。然而,社保入税改革后,各省市的具体征收模式仍有所不同。根据税务部门是否承担核定职能,社保费征管模式可划分为税务全责和税务半责模式。全国仅有辽宁、福建、浙江等少数地区实现了税务全责的征收方式。由此可见,我国社保征管体制仍需要不断健全和完善,逐步向科学化、规范化发展。那么,我国社保征管体制的完善会对微观企业的投资行为产生何种影响呢?

现有研究表明,非金融类企业进行金融投资的动机主要包括“预防动机”和“逐利动机”。预防动机主要表现为企业为缓解宏观经济不稳定性带来的风险而持有金融资产<sup>[5]</sup>。逐利动机则指在金融投资收益高、回报周期短的情况下,企业通过闲置资金或挤出实物资本进行套利。然而,社保入税改革通过发挥保险效应、征税效应和治理效应抑制企业“脱实向虚”的两大动机。基于社保入税事权归属变化的角度,本文从三个维度详细分析其对企业“脱实向虚”行为的影响机制。

首先,社保入税改革发挥了保险效应,降低制度风险和经营风险,通过削弱企业持有金融资产规避风险的预防动机,进而抑制企业“脱实向虚”。第一,社保入税能够避免部门间责任推诿和征管政策不统一的问题,减少企业面临的外部制度风险,从而降低企业对政策的不确定性感知,减少金融资产的配置。以广东省为例,粤人社规[2020]53号文件要求社保费征管做到分工明确、权责清晰、管理严密、运行有序,确保社会保险费全额缴纳和统收统支,实现社会保障业务管理的规范、安全。因此,社保入税后,税务部门的集中化管理提高了征缴效率和规范性,降低因制度漏洞和烦琐的申报缴纳程序而引发的制度风险。与此同时,相较于社保部门而言,我国税务部门实行垂直管理模式,这使其在征管执法上具备更高的独立性。在“GDP 锦标赛”的竞争环境中,地方政府通过降低社会保险征管力度降低本地企业成本,从而达到吸引企业投资、增加本地就业和税收的目的,增加企业之间竞争的不公平性。社保入税能够减少地方政府的干预,削弱地方政府在社保征缴方面的自由裁量权,提升社保政策征管的稳定性,降低企业对政策的不确定性感知。当经济政策更加明朗时,市场投资机会增多以及投资失败概率会下降,企业会主动处置金融资产用于实业投资,进而抑制企业“脱实向虚”的预防动机。第二,社保费交由税务部门征收能够规范企业用工行为并促进企业合规经营,从而降低企业经营风险,减弱企业持有金融资产的预防动机。由于企业申报的个税工资和社保缴费基数挂钩,税务部门通过金税工程监控能够减少企业虚报工资以逃避社保缴纳的违法行为,进而提升企业的社保遵从度。随着社保费征管体制改革的推进,企业对合规经营的重视程度提高,既降低企业因违法行为面临的处罚风险,也加强劳动保护程度,减少劳资纠纷和因负面信息损害企业声誉而导致人才流失的经营风险。例如,重庆新大正数千名员工未缴纳社保费用和公积金,涉及大量劳动纠纷案,导致其冲击 IPO 失败。企业为应对经营过程中的风险,倾向于内部配置金融资产作为风险规避的预防性储蓄,而社保入税降低了企业经营风险,减少企业出于避险动机配置金融资产对冲风险的需求,进而抑制企业“脱实向虚”。

其次,社保入税政策改革发挥了征管效应,能够紧缩企业现金流,削弱企业利用富余资金配置金融资产的逐利动机,从而抑制企业“脱实向虚”。第一,社保入税通过增强社保费的征管力度增加了企业劳动成本负担,紧缩企业现金流,减少企业进行金融投资的资金供给,进而抑制企业“脱实向虚”。相较于社保部门,税务机关作为执法部门具备丰富的征管经验和充足的人力资源。进一步,基于税费同源,税务机关通过比对社保费、企业所得税和个人所得税的基数,有效减少企业少缴和不缴社保费的行为,提升企业的社保遵从度。研究表明,社保费由税务部门征收后提升 3% 的社会保险实际缴费率和提高 5% 的参保概率<sup>[6-8]</sup>。税务部门全责征收社保费使得我国社保费用征缴率提升 20.3% 至 25.2%,远高于社保降费政策在未来 10 年间能够降低 0.57% 至 1.5% 的征缴率,降费政策未能显著减轻企业的社保压力<sup>[2-5]</sup>。2019 年我国将养老保险缴费率下调至 16%,但据《中国企业社保白皮书》显示,2020 年企业人力成本控制压力比 2019 年上升约 7%,降费政策并未对冲社保征管机构转换所带来的影响,企业仍旧面临较大劳动力成本压力。此外,社保入税政策产生的治理溢出效应也能降低企业的避税程度。因此,政策实施会减少企业操纵税费进行内部融资的机会,企业需要按照规定工资标准为员工缴纳社保费,导致劳动力成本大幅上升。研究表明,对配置金融资产的动机而言,我国整体以逐利动机为主导,流动性储备和平滑风险的预防动机解释力度较弱<sup>[2]</sup>。基于逐利动机,具备富余资金的企业倾向于将资本投向高收益的金融资产而导致投资扭曲,表现为挤出甚至替代实体产业投资。社保入税后,企业内部融资渠道收窄,缺乏

资金用于金融资产投资逐利,进而抑制企业“脱实向虚”。第二,随着企业现金流的进一步紧缩,配置金融资产所引发的崩盘风险也相应上升。由于金融资产具有高杠杆性和不确定性,操作不当可能导致企业巨额损失,例如中航油(新加坡)、深南电、中国远洋、中国中铁等企业曾因衍生交易产生过巨额损失。因此,利用金融投资对冲风险和套利往往需要企业具备投资管理金融资产的专业人员。然而,现实中,许多企业缺乏这方面专业人才,从而使得企业对金融资产投资保持谨慎态度。因此,当企业无法承担金融投资进一步叠加的高风险时,会降低金融投资的意愿<sup>[12]</sup>,进而抑制企业“脱实向虚”。

最后,社保入税政策改革发挥了治理效应,降低管理层与股东之间的代理成本,减少高管出于自利动机进行金融投资的行为,进而抑制企业“脱实向虚”。由于金融投资回报率高,并且金融市场投资风险高、投资失败影响因素不确定,高管将金融投资失败归咎于

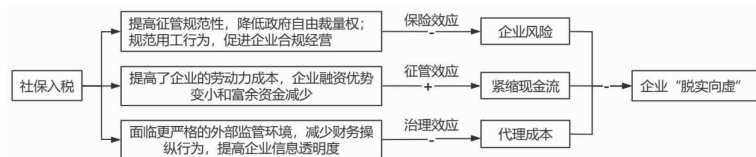


图1 社保入税影响企业“脱实向虚”的作用机制图

市场风险等外部因素,存在有过难罚的现象,这刺激了高管金融投资的行为。并且高管与股东约定的薪酬与业绩挂钩,高管往往通过金融投资短期粉饰企业业绩获得超额薪酬回报。总的来说,高管与股东之间存在的代理问题助长了企业金融投资行为。第一,社保入税政策改革有利于减少高管的财务操纵行为,通过提高企业信息透明度,降低高管与股东之间的代理冲突,进而抑制企业“脱实向虚”。在社保入税之前,高管可能通过操纵员工人数和缴费基数达到少缴社保费的目的,增加企业财务信息活动的复杂性和不透明性,使得企业会计信息的可理解性降低。而社保入税后,税费同征同管能够发挥税务机关的专业执法优势和信息联通优势,使得企业社会保险费用信息和企业税收缴费信息可以互相对比,减少企业通过财务操纵进行偷逃税费的行为。这提高了企业的信息可理解性和透明度,降低了因为高管和股东之间信息不对称而导致的代理成本,减少高管进行金融投资增加企业风险损害股东权益的自利行为,进而抑制企业“脱实向虚”。第二,税务机关的征管行为可以改善公司治理,增强了股东对高管的监督效率,降低高管与股东之间的代理成本。由于税收可以看作政府对企业利润的强制分享,税务机关可视作企业的利益相关者,有动机提升企业的公司治理水平,降低高管对企业利益的侵占,例如占用资金再投资、转移资产等,进而降低高管与股东之间的代理成本。同时,社保费移交税务部门全责征收后,建立了完善的“征收、管理、稽查”一体化征管模式,畅通征管全流程和整合社保信息,能够及时发现并制止企业存在的代理问题。并且税务稽查相较于社保稽查执法力度和惩罚力度都更大,股东能够从税费不合规的约谈和处罚中获知企业不当的投资行为,能够对高管资金的使用进行有效监督。由此可见,社保入税能够通过提高企业信息透明度和改善公司治理减少企业的代理冲突问题,削弱高管配置金融资产的逐利动机,进而抑制企业“脱实向虚”。

综合上述分析,社保入税通过发挥保险效应、征管效应和治理效应,减少企业风险、削弱企业金融投资的资源基础、降低企业代理成本,从而抑制企业“脱实向虚”。本文提出假设1、假设2、假设3和假设4。

假设1:社保入税改革抑制了企业“脱实向虚”。

假设2:社保入税改革能够降低企业风险,发挥保险效应,进而抑制企业“脱实向虚”。

假设3:社保入税改革能够紧缩企业现金流,发挥征管效应,进而抑制企业“脱实向虚”。

假设4:社保入税改革能够降低企业代理成本,发挥治理效应,进而抑制企业“脱实向虚”。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选择及数据来源

鉴于2007年执行新企业会计准则,本文选择2008—2022年沪深两市A股上市公司作为初始研究样本。参考孙雪娇等<sup>[8]</sup>、杜勇等<sup>[1]</sup>的研究,本文对初始样本进行如下筛选处理:(1)剔除了ST企业、金融行业样本数据;(2)剔除关键变量有缺失的样本;(3)由于辽宁省(大连市)、福建省、浙江省(除宁波市)分别于2000年、2001年、2006年将社保征管体制转为由税务部门全责征收,剔除福建省、浙江省(除宁波市)、辽宁省(大连市)在2008年之前就实施税务全责征收的省份样本;(4)为排除极端值的影响,对所有连续变量进行了1%和99%的缩尾处理。经过上述筛选处理,本文最终获得31475个企业-年度观测值。各省市社保费征收部门转换时间的

数据通过浏览各省市税务局、各省市人力资源和社会保障局、各省市人民政府网手动整理获得。财务数据来源于 CSMAR 数据库,地区层面数据来源于《中国统计年鉴》。

(二) 变量定义与度量

1. 被解释变量。企业“脱实向虚”(Finratio),参考刘广<sup>[9]</sup>、杜勇等<sup>[11]</sup>的度量方法,选取上市公司财务报表中“金融资产与总资产的比例”作为企业“脱实向虚”的衡量指标。金融资产包含交易性金融资产、衍生金融资产、发放贷款及垫款净额、可供出售金融资产净额、持有至到期投资净额、投资性房地产净额。此外,2018 年实施的新金融工具准则取消了“持有到期投资”和“可供出售金融资产”科目,使用科目“债权投资”“其他债券投资”和“其他权益工具投资”予以替代。因此,针对 2018 年及以后年份的数据,本文按照最新准则规定将新增科目纳入金融资产的计算范围,并剔除掉原有不再使用的两个科目。特别地,金融资产不包括货币资金是因为货币资金用于企业日常经营活动,包含投资性房地产是因为房地产行业快速发展,许多企业通过投资性房地产逐利。

2. 解释变量。社保入税(Reform),利用社保入税改革的准自然实验衡量。由于各省市的社保费征管转换具有随机性并且分批次在不同时点转换,本文采取多期 DID 的研究方法。广东(除深圳市)、宁波市、黑龙江、河南、湖南分别于 2009 年、2011 年、2013 年、2017 年、2021 年将社保费征管体制转为由税务部门全责征收,其余省份仍采取税务半责模式征收。如果当年企业注册地所在省份社保费征管部门由税务部门全责征收,Reform 则为 1,否则为 0;同时,改革月份在当年上半年则视当年为改革年份,Reform 为 1。

3. 控制变量。考虑到企业“脱实向虚”受到企业自身特征因素以及宏观层面的金融水平的影响,因此本文将控制变量分为企业微观层面和地区宏观层面。参考孙雪娇等<sup>[8]</sup>和顾雷雷等<sup>[10]</sup>的做法,本文选择如下控制变量:企业财务特征,包括企业规模(Size)、资产负债率(Lev)、销售毛利率(GrossProfit)、固定资产密集度(FIXED)、无形资产密集度(Intangible);公司治理特征,包括两职合一(Dual)、第一大股东持股比例(TOP1)、员工规模(Empolyee)、管理层持股(Mshare)、机构投资者持股(INST)、是否四大审计(Big4)、股东总数(Shareholder)、董事人数(Board);地区层面,包括地区经济发展水平(GDP)、地区金融发展水平(FD)。具体变量定义见表 1。

表 1 主要变量名称及度量方法

变量类型	变量名称	变量符号	度量方式
被解释变量	企业“脱实向虚”	Finratio	(交易性金融资产 + 衍生金融资产 + 发放贷款及垫款净额 + 可供出售金融资产净额 + 持有到期投资净额 + 投资性房地产净额)/资产总计
解释变量	社保入税	Reform	公司注册所在省市当年是否实施“社保入税”改革,是则 Reform 取值为 1,否则为 0
控制变量	企业规模	Size	总资产的自然对数
	杠杆率	Lev	债务总额/资产总额
	销售毛利率	GrossProfit	(营业收入 - 营业成本)/营业收入
	固定资产密集度	FIXED	固定资产净额/总资产
	无形资产密集度	Intangible	无形资产净额/总资产
	两职合一	Dual	董事长与总经理是同一个人则为 1,否则为 0
	第一大股东持股比例	Top1	第一大股东持股数量/总股数
	员工规模	Employee	员工人数取自然对数
	管理层持股	Mshare	管理层持股数量/总股数
	机构投资者持股	INST	机构投资者持股数量/总股数
是否四大审计	Big4	公司经由国际四大审计为 1,否则为 0	
股东总数	Shareholder	股东总人数,以万人为单位	
董事人数	Board	董事会人数取自然对数	
地区经济发展水平	GDP	地区人均 GDP 取自然对数	
地区金融发展水平	FD	地区金融机构存贷款余额/地区 GDP	

(三) 模型构建

随着我国经济的发展和人口老龄化的加剧,各省市的社保基金缺口逐渐扩大,因此各省份陆续推进社保入税改革。然而,各省税务征收社保费的模式存在差异,大部分省份采用税务半责模式,少部分省份采取税务全责模式。本文聚焦税务全责征收模式,根据各省份实施税务部门全责征收的不同时间冲击点,采取多期双重差分的研究方法探究社保入税对企业“脱实向虚”的影响,构建如下模型:

$$Finratio_{it} = \delta_0 + \delta_1 Reform + \delta_2 Controls_{it} + \theta_i + \mu_j + \gamma_c + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

模型中下标 i 和 t 代表企业和年份,δ<sub>1</sub>的系数是衡量社保入税对企业“脱实向虚”的影响方向和程度,如果 δ<sub>1</sub>为负则表现为社保入税改革抑制企业“脱实向虚”,如果 δ<sub>1</sub>为正则表现为社保入税改革促进企业“脱实向虚”。Controls 代表本文所选取的一系列控制变量,由于社保入税是发生在省份层面的政策冲击,同时引入年份固定效应(θ<sub>i</sub>)、行业固定效应(μ<sub>j</sub>)和省份固定效应(γ<sub>c</sub>),避免此类因素对实证结果的影响,ε<sub>it</sub>为随机扰动项,标准误差聚类到企业层面。

## 四、实证结果与分析

## (一)描述性统计

本文变量的描述性统计结果见表2所示。数据显示,企业“脱实向虚”程度(*Finratio*)的最大值为0.453、中位数为0.009、样本均值为0.045,分布特征与已有研究相似<sup>[1-9]</sup>。这说明,平均而言,样本企业金融资产占总资产的4.5%,其中“脱实向虚”程度最高的企业金融资产占比高达45.3%,表明部分企业出现过度金融化现象。社保入税(*Reform*)的均值为0.142,表明样本期间有14.2%的企业社保费由税务部门全责征收,实施税务全责模式的地区仍占少数。在控制变量的描述性统计中,员工规模(*Employee*)的标准差为1.268,最大值为11.233、最小值为4.71,反映出企业间的社保负担存在较大差别。其余控制变量的描述性统计结果与现有实证研究相近,不再赘述。

## (二)基准回归结果

表3报告了模型(1)的基准回归结果。其中,列(1)未放入控制变量,列(2)和列(3)依次放入公司层面变量和地区层面变量,*Reform*的系数在1%的水平上显著负相关,表明社保入税对企业“脱实向虚”具有显著的抑制作用,由此验证了假设1。这一结果具有显著的经济意义,即企业在社保入税后,“脱实向虚”程度减少了约20%(-0.009/0.045)。控制变量的回归结果显示,企业规模(*Size*)和销售毛利率(*GrossProfit*)与企业“脱实向虚”显著正相关,说明企业规模大、效益较好时,更倾向于配置金融资产;固定资产密集度(*FIXED*)和无形资产密集度(*Intangible*)与企业“脱实向虚”显著负相关,表明企业增加金融投资会挤出固定资产投资和无形资产投资;员工规模(*Employee*)在1%的水平上显著负相关,说明劳动密集型企业受社保入税的影响更大,其“脱实向虚”程度相对更低;管理层持股(*Mshare*)、机构投资者持股(*INST*)和董事会规模(*Board*)与企业“脱实向虚”显著负相关,表明当管理层和机构投资者持股越多时,企业代理成本越低,能够减少高管利用金融投资套利的投机活动。

## (三)稳健性检验

## 1. 平行趋势检验

利用准自然实验构建DID模型进行估计需要满足平行趋势检验,即在社保入税之前,企业的“脱实向虚”程度在实验组和对照组的变化具有相同趋势。为更直观地考察企业“脱实向虚”程度在社保入税前后的动态差异,本文采用事件研究法评估社保入税的动态效应,构建模型(2)检验平行趋势。本文选取实施社保入税的前一年作为基准年,*DID<sub>it</sub>*指企业受

表2 描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	Q25	中位数	Q75	最大值
<i>Finratio</i>	31475	0.045	0.083	0	0	0.009	0.048	0.453
<i>Reform</i>	31475	0.142	0.349	0	0	0	0	1
<i>Size</i>	31475	22.176	1.314	19.876	21.228	21.962	22.911	26.352
<i>Lev</i>	31475	0.417	0.206	0.049	0.250	0.411	0.572	0.883
<i>GrossProfit</i>	31475	0.294	0.178	-0.006	0.166	0.259	0.385	0.839
<i>FIXED</i>	31475	0.211	0.160	0.002	0.086	0.176	0.299	0.698
<i>Intangible</i>	31475	0.046	0.051	0	0.016	0.032	0.056	0.338
<i>Dual</i>	31475	0.279	0.449	0	0	0	1	1
<i>Top1</i>	31475	0.344	0.150	0.085	0.228	0.321	0.447	0.747
<i>Employee</i>	31475	7.645	1.268	4.710	6.766	7.554	8.423	11.233
<i>Mshare</i>	31475	0.136	0.199	0	0	0.004	0.259	0.688
<i>INST</i>	31475	0.454	0.255	0.004	0.246	0.467	0.658	0.955
<i>Big4</i>	31475	0.067	0.249	0	0	0	0	1
<i>Shareholder</i>	31475	4.951	5.906	0.459	1.639	3.045	5.761	38.237
<i>Board</i>	31475	2.129	0.202	1.609	1.946	2.197	2.197	2.708
<i>GDP</i>	31475	11.159	0.541	9.687	10.809	11.206	11.532	12.156
<i>FD</i>	31475	3.830	1.496	1.740	2.740	3.406	4.398	7.609

表3 基准回归结果

变量	<i>Finratio</i>		
	(1)	(2)	(3)
<i>Reform</i>	-0.009** (-2.58)	-0.009*** (-2.68)	-0.009*** (-2.69)
<i>Size</i>		0.005*** (2.88)	0.005*** (2.87)
<i>Lev</i>		-0.069*** (-11.76)	-0.069*** (-11.76)
<i>GrossProfit</i>		0.037*** (4.85)	0.037*** (4.85)
<i>FIXED</i>		-0.076*** (-11.75)	-0.076*** (-11.74)
<i>Intangible</i>		-0.113*** (-6.64)	-0.112*** (-6.61)
<i>Dual</i>		-0.002 (-0.94)	-0.002 (-0.94)
<i>Top1</i>		0.019** (2.39)	0.019** (2.40)
<i>Employee</i>		-0.006*** (-4.09)	-0.006*** (-4.08)
<i>Mshare</i>		-0.047*** (-7.01)	-0.047*** (-7.05)
<i>INST</i>		-0.025*** (-4.67)	-0.025*** (-4.71)
<i>Big4</i>		0.005 (1.15)	0.005 (1.16)
<i>Shareholder</i>		0.000*** (2.68)	0.000*** (2.70)
<i>Board</i>		-0.010** (-2.08)	-0.010** (-2.08)
<i>GDP</i>			0.006 (0.81)
<i>FD</i>			0.004 (1.38)
<i>Constant</i>	0.051*** (4.44)	0.060** (2.05)	-0.027 (-0.28)
年份/省市/行业	控制	控制	控制
N	31475	31475	31475
Adj. R <sup>2</sup>	0.154	0.214	0.214

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示1%、5%、10%的显著性水平,括号内为*t*值;标准误经过公司层面聚类调整,下同。

到社保入税影响前  $t$  年,  $DID_t$  指企业受到社保入税影响第  $t$  年。解释变量的估计系数和 95% 置信区间的结果显示, 在受到社保入税影响之前, 实验组与对照组之间无显著差异, 即实验组与对照组地区企业“脱实向虚”水平并不存在系统性差异, 满足了平行趋势假设(具体检验结果, 可向作者索要)。由检验结果可知, 社保入税对企业“脱实向虚”的抑制作用于政策第 2 年开始发挥作用, 表明政策发挥作用存在时滞性, 验证了假设 1。

$$Finratio_{it} = \beta_0 + \sum_{t=-3; t \neq -1}^{t=3} \beta_1 DID_{it} + \sum Controls + \theta_t + \mu_j + \lambda_c + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

### 2. 安慰剂检验

除了社保入税对企业“脱实向虚”的影响外, 还可能存在其他遗漏变量对企业“脱实向虚”造成影响, 进而导致政策效应的观测存在偏差。因此, 为验证结果的非偶然性, 本文进行了反事实的安慰剂检验。针对每个企业样本, 本文将社保入税 (*Reform*) 随机赋值并代入模型(1)重新进行回归。为了避免安慰剂检验过程中随机因素的影响, 本文将此过程重复了 500 次。回归结果显示, 随机赋值得到的系数集中在 0 附近, 并且回归系数与真实系数 -0.0087 相距较远, 真实估计值落在核密度函数之外, 表明社保入税政策对企业“脱实向虚”的抑制作用不受其他随机因素的影响, 证明了本文结果的稳健性(具体检验结果, 可向作者索要)。

### 3. 倾向得分匹配(PSM-DID)

为了控制实验组与对照组之间的系统性差异对结论产生的影响, 本文采用倾向得分匹配(PSM-DID)方法, 选择公司特征相近的实验组和对照组样本进行逐期匹配, 缓解潜在的样本选择偏差问题。本文将前文所有控制变量作为协变量进行匹配, 分别采用 1:2 和 1:4 的卡尺最近邻匹配方法(卡尺为 0.05), 并基于匹配后的数据进行回归分析。为验证倾向得分匹配的可靠性, 本文分别绘制倾向得分匹配前后的核密度图, 先按照 1:2 匹配, 然后按照 1:4 匹配。匹配前核密度曲线存在显著偏差, 而匹配后两条核密度曲线趋于接近, 且匹配后的均值线距离缩短, 证明了逐期匹配的有效性(见图 2 到图 5)。表 4 列(1)和列(2)列示了两种不同匹配方式的回归结果, 社保入税与企业“脱实向虚”均显著负相关, 进一步验证社保入税对企业“脱实向虚”的抑制效应具有稳健性。

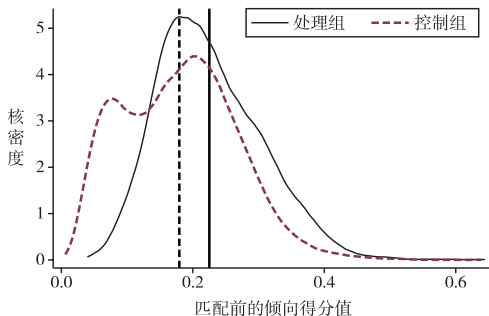


图 2 逐年 PSM 匹配前的核密度图(1:2)

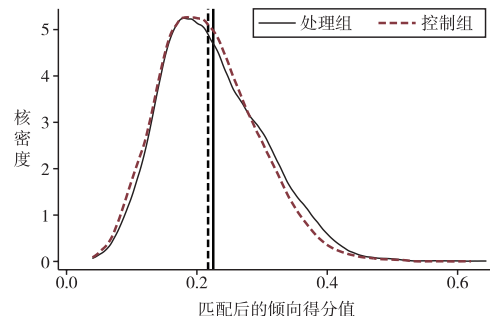


图 3 逐年 PSM 匹配后的核密度图(1:2)

表 5 排除其他可能性解释稳健性检验

变量	Finratio				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Reform	-0.009 *** (-2.70)	-0.009 *** (-2.66)	-0.009 *** (-2.71)	-0.008 *** (-2.61)	-0.007 ** (-2.12)
GTP	-0.003 (-1.41)				
VAT	-0.007 *** (-3.46)				
Debt	0.002 (0.78)				
Law	0.004 * (1.73)				
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	-0.034 (-0.36)	-0.007 (-0.08)	-0.031 (-0.32)	-0.026 (-0.27)	-0.018 (-0.15)
年份/省市/行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	31475	31475	31308	31475	17048
Adj. R <sup>2</sup>	0.214	0.214	0.215	0.215	0.220

表 4 稳健性检验实证结果

变量	Finratio	Finratio	Finratio1	Finratio2	Finratio3
	PSM-DID (1)	PSM-DID (2)	替换变量 (3)	替换变量 (4)	替换变量 (5)
Reform	-0.008 ** (-2.56)	-0.008 *** (-2.71)	-0.008 ** (-2.56)	-0.066 *** (-2.79)	-0.058 * (-1.67)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	-0.013 (-0.14)	-0.543 (-0.81)	-0.013 (-0.14)	-0.543 (-0.81)	-0.494 (-0.37)
年份/省市/行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	19117	18901	31475	31475	31475
Adj. R <sup>2</sup>	0.199	0.206	0.211	0.263	0.135

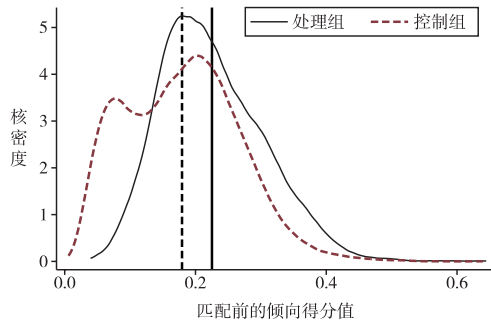


图4 逐年PSM匹配前的核密度图(1:4)

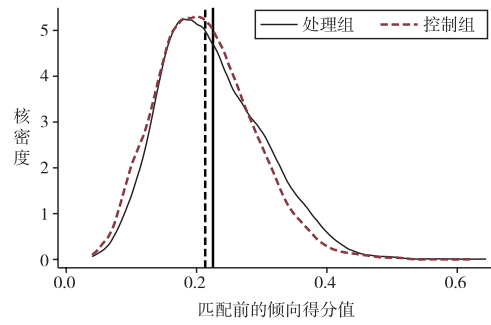


图5 逐年PSM匹配后的核密度图(1:4)

#### 4. 替换被解释变量

被解释变量的衡量偏差会影响实证结果的可靠性,因此,本文采取不同的被解释变量衡量方式,并利用模型(1)回归。参照杜勇等<sup>[1]</sup>的做法,本文利用交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资和投资性房地产四类金融资产之和与资产总额的比值(*Finratio1*)作为替换企业“脱实向虚”的指标之一。鉴于2018年实施新金融工具准则,原“持有至期投资”和“可供出售金融资产”科目不再使用,本文将其替换为“债权投资”“其他债券投资”和“其他权益工具投资”三个新科目。借鉴杜勇和王婷<sup>[11]</sup>的做法,本文采用金融资产总额取自然对数(*Finratio2*)作为替换企业“脱实向虚”的指标之二。根据张成思<sup>[12]</sup>的做法,本文利用非金融企业投资收益、公允价值变动损益以及其他综合收益之和占营业利润的比例衡量企业金融化(*Finratio3*),同时为了减少结果偏差,对*Finratio3*进行了标准化。替换后的解释变量回归结果如表4列(3)、列(4)、列(5)所示,社保入税与企业“脱实向虚”显著负相关,表明本文实证结果的稳健性。

#### 5. 排除其他可能性解释

样本期间内实施的其他政策可能干扰社保入税对企业“脱实向虚”影响的评估,因此本文进一步排除其他可能性影响。第一,金税三期提高了税务部门的征管能力,减少企业偷逃税的概率并及时预警企业风险,缓解企业代理成本,从而抑制企业“脱实向虚”。为了排除金税三期实施对企业“脱实向虚”的影响,本文借鉴蔡昌<sup>[13]</sup>的做法,构建处理变量和政策冲击变量的交互项*GTP*,企业注册地所处省份当年上线了金税三期则为1,否则为0。本文将*GTP*作为控制变量纳入模型(1)回归,表5列(1)报告了控制金税三期实施后的结果。第二,“营改增”改革解决了营业税与增值税重复征收的问题,降低了企业实际税负,从而增加实体经济的投资回报,激励企业加大实业

投资,并相应减少金融投资。本文根据宋恒等<sup>[14]</sup>的研究方法,利用省份试点构建处理变量和政策冲击变量的交互项*VAT*,若企业所在省份当年实施了“营改增”改革则为1,未实施设为0。将*VAT*作为控制变量纳入模型(1)回归,表5列(2)报告了控制“营改增”实施后的结果。第三,2015年地方债管理体制规范了地方政府的举债行为,从依赖地方金融平台贷款转为政府直接发债,提升企业信贷资源的可得性,抑制企业投资金融资产的预防动机。借鉴黄昊等<sup>[15]</sup>的做法,本文手工搜集各地级市最初公布债券余额的时间作为地方管理体制改革的时点,构建处理变量和政策冲击变量的交互项*Debt*,若企业所处地级市地方债管理体制当年及以后年份为1,未受到改革冲击地区为0。将*Debt*作为控制变量纳入回归模型(1)进行回归,回归结果见表5第(3)列所示。第四,《社会保险法》的颁布同样能提高社保征管力度,提升企业的社保压力,减少企业利用富余资金进行金融

表5 排除其他可能性解释稳健性检验

变量	<i>Finratio</i>				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Reform</i>	-0.009*** (-2.70)	-0.009*** (-2.66)	-0.009*** (-2.71)	-0.008*** (-2.61)	-0.007** (-2.12)
<i>GTP</i>	-0.003 (-1.41)				
<i>VAT</i>		-0.007*** (-3.46)			
<i>Debt</i>			0.002 (0.78)		
<i>Law</i>				0.004* (1.73)	
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	-0.034 (-0.36)	-0.007 (-0.08)	-0.031 (-0.32)	-0.026 (-0.27)	-0.018 (-0.15)
年份/省市/行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	31475	31475	31308	31475	17048
Adj. R <sup>2</sup>	0.214	0.214	0.215	0.215	0.220



投资的行为,进而抑制企业“脱实向虚”。借鉴许红梅和李春涛<sup>[16]</sup>的研究设计,本文采用 2010 年法律颁布的前一年即 2010 年企业劳动密集程度进行分组,密集程度高的前三分之一为处理组,企业所在年份为 2011 年及之后设定为受到政策影响,构建处理组变量与政策冲击变量的交互项 *Law*。若企业劳动密集程度高且处于 2011 年及以后年度则为 1,否则为 0,将 *Law* 作为控制变量纳入回归模型(1)进行回归,列(4)报告了控制《社会保险法》实施后的结果。第五,排除已有省份实施社保半责入税对企业“脱实向虚”影响,参考汤旭东和贾洋<sup>[17]</sup>的做法,剔除在样本期间企业发生过社保半责入税的样本,只保留社保全责入税和未发生社保入税的企业样本。由于 2021 年所有省份都进行了社保半责入税,为了保留社保全责入税的对照组,将样本期间限定在 2008—2020 年,表 5 列(5)报告了排除社保半责入税实施的结果。整体看来,在控制了金税三期、营改增、地方债改革、《社会保险法》实施、社保半责入税的影响后,表 5 中 *Reform* 与 *Finratio* 仍旧显著负相关,证明了本文结果的稳健性。

(四) 机制检验

前文基准回归结果及稳健性检验充分证明,社保入税改革对企业“脱实向虚”具有抑制作用。前文的理论分析表明:第一,社保入税发挥了保险效应,通过规范企业用工行为并促进企业合规经营,降低企业制度风险和经营风险,进而削弱企业持有金融资产规避风险的预防动机;第二,社保入税发挥了征管效应,通过增强社保费的征管力度,紧缩企业现金流,弱化企业进行金融投资的资源基础,从而降低企业金融投资水平;第三,社保入税发挥了治理效应,税务部门的征管行为具有外部规制作用,能够降低企业代理成本,减少高管通过金融资产套利的行为。为了验证上述三种机制的存在,本文参考李万利等<sup>[18]</sup>的做法构建了如下中介模型进行影响机制的检验,这种方法避免了逐步法检验中机制变量与自变量之间互为因果的内生性问题。模型(3)和模型(4)中的  $M_{it}$  代表三个中介机制,其余变量含义与模型(1)相同。

$$M_{it} = \partial_0 + \partial_1 Reform + \partial_2 Controls_{it} + \theta_i + \mu_j + \gamma_c + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$Finratio_{it} = \partial_0 + \partial_1 M_{it} + \partial_2 Controls + \theta_i + \mu_j + \gamma_c + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

首先,社保入税改革具有保险效应,可以提高企业社保合规程度并削弱政府社保征管的自由裁量权,从而降低由于征管不统一所造成的制度风险,以及因劳资纠纷和人才流失而导致的经营风险。通过减少企业的风险预防动机,社保入税有效抑制了企业“脱实向虚”。为验证这一机制,本文参考伊志宏和刘鑫魁<sup>[19]</sup>的研究,采用 Ohlson 构建的 *OScore* 衡量企业风险,该指标越大表明企业风险越大。实证结果如表 6 第(1)列和第(2)列所示,在第(1)列中,*Reform* 与 *OScore* 在 5% 的水平上显著负相关,表明社保入税政策降低了企业风险;在第(2)列中,*OScore* 与 *FINRATIO* 显著正相关,支持了企业风险增强提升企业金融投资水平的理论,证明了社保入税通过降低企业风险发挥机制作用,验证了假设 2。

表 6 机制检验结果

变量	<i>OScore</i> (1)	<i>Finratio</i> (2)	<i>FCF</i> (3)	<i>Finratio</i> (4)	<i>ATO</i> (5)	<i>Finratio</i> (6)
<i>Reform</i>	-0.107 ** (-2.03)		-0.008 ** (-2.22)		0.029 * (1.73)	
<i>OScore</i>		0.003 *** (4.95)				
<i>FCF</i>				0.030 *** (7.51)		
<i>ATO</i>						-0.019 *** (-6.24)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	-0.907 (-0.54)	-0.024 (-0.26)	0.047 (0.43)	-0.028 (-0.30)	2.829 *** (6.39)	0.026 (0.28)
年份/省市/行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	31475	31475	31475	31475	31475	31475
Adj. R <sup>2</sup>	0.656	0.216	0.114	0.216	0.447	0.219

其次,社保入税改革具有征管效应,可以提高企业劳动力成本并增加企业现金流压力,削弱金融投资的资源基础,进而抑制企业“脱实向虚”。为验证这一机制,本文参考黄亮华和谢德仁<sup>[20]</sup>的做法,采用企业自由现金流并除以总资产进行标准化(*FCF*)衡量企业现金流约束,该值越大企业现金流约束越小。回归结果如表 6 第(3)列和第(4)列所示,第(3)列结果显示,*Reform* 与 *FCF* 显著负相关,表明社保入税能够紧缩企业现金流,与前文理论分析一致;在第(4)列中,*FCF* 与 *Finratio* 显著正相关,符合企业利用富余资金投资金融资产的逐利动机理论,说明社保入税通过紧缩企业现金流发挥机制作用,验证了假设 3。

最后,社保入税改革具有治理效应,作为外部规制,税务部门的征管行为可以有效降低高管与股东之间的代理成本,减少高管利用金融资产进行套利的投机行为,从而抑制企业“脱实向虚”。为验证这一机制,本文参考

罗昆等<sup>[21]</sup>的研究,选取总资产周转率(*ATO*)衡量高管与股东间的代理成本,该比率通过“营业收入与总资产的比值”计算得出,数值越大代理成本越低。回归结果见表6第(5)列和第(6)列,在第(5)列中,*Reform*与*ATO*显著正相关,说明社保入税改革的治理效应能够降低企业代理成本;在第(6)列中,*ATO*与*FINRATIO*在1%的水平上显著负相关证明高管与股东之间存在的代理冲突助长了企业“脱实向虚”,表明社保入税通过降低代理成本发挥机制作用,验证了假设4。

## 五、异质性分析

### (一) 保险效应异质性

从政府层面来看,社保入税的实施需要政府各部门的配合和支持,企业所处地区政府干预度不同会使保险效应产生差异。当地方政府干预力度越强时,社保费征管的自由裁量权越大,导致征管政策和力度的不统一,进而提升企业的制度风险,促使企业配置金融资产来对冲风险。税务机关属于中央垂直管理的机关,这有利于保持社保费征管工作的独立性,降低地方政府的自由裁量权。因此,社保入税有助于提高社保费征管的规范性和稳定性,减少政府的自由裁量权,降低企业制度风险,进而减弱企业进行金融投资的预防动机。因此,可以预期社保入税对政府干预度更高地区企业“脱实向虚”的抑制作用更强。参考卫志民等<sup>[22]</sup>的研究,本文采用“地方财政赤字水平”作为地方干预程度的衡量指标,根据地方财政赤字水平的行业年度中位数划分干预程度强组和干预程度弱组。回归结果如表7所示列(1)和列(2)所示,干预程度强组*Reform*的回归系数显著为负,而干预程度弱组不显著,这表明社保入税对政府干预程度较强的企业“脱实向虚”程度的抑制作用更显著。

从企业层面来看,企业产权性质的不同代表公司治理水平、经营的责任和目标存在差异,社保入税政策对不同产权性质企业的潜在影响存在差异。国有企业作为国民经济的重要支柱,政治属性决定其首要目标不是盈利,而是需要兼顾社会责任,实现维护员工权益、保护生态环境、加强安全生产等多重目标。因此,国有企业相较于民营企业而言更加重视保护员工权益,出现不缴和少缴、漏缴社保费的情况较少,国企面临劳资纠纷和人才流失的经营风险较小。而民营企业在面临较大的经营风险下,积极配置金融资产来对冲风险的预防动机较强,社保入税发挥的作用更大。为此,本文根据企业产权性质进行分组,结果如表7第(3)列和第(4)列所示,*Reform*的回归系数在民营企业一组显著为负,而国有企业一组不显著,且组间系数差异在5%的水平上显著。这表明,对于社保遵从度更低的民营企业而言,社保入税发挥保险效应抑制企业“脱实向虚”的作用更加显著。

### (二) 征管效应异质性

从政府层面来看,社保入税的实施依赖税务部门的征管执法,企业所处地区的税收征管力度会使征管效应产生差异。社保费交由税务部门征收后,税收征管力度会影响社保费的征管力度,进而影响企业的社保遵从度<sup>[8]</sup>。本文预期在税收征管力度更高的地区,社保费的征管力度越大,社保入税改革对企业“脱实向虚”的抑制作用越显著。根据曾亚敏和张俊生<sup>[23]</sup>的研究,本文利用实际与估计的税收负担比率衡量地区的税收征管力度。某地区位于当年样本中位数之上划分为税收征管强度高组,反之则为低组。回归结果如表8显示,在第(1)列税收征管力度高组中,社保入税与企业“脱实向虚”显著负相关,而第(2)列税收征管力度低组中不显著。这表明税收征管力度越强,社保费的征管力度也越强,对企业“脱实向虚”的抑制效果越显著。

表7 保险效应异质性分析

变量	<i>Finratio</i>			
	政府干预程度		产权性质	
	强 (1)	弱 (2)	国企 (3)	民企 (4)
<i>Reform</i>	-0.010*** (-2.66)	-0.004 (-0.95)	-0.008 (-1.32)	-0.009** (-2.32)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	0.176 (1.41)	-0.235 (-1.57)	0.009 (0.08)	-0.124 (-0.85)
年份/省市/行业	Yes	Yes	Yes	Yes
N	17391	14084	12141	19334
Adj. R <sup>2</sup>	0.218	0.238	0.281	0.222
经验P值	0.000***		0.000***	

表8 征管效应异质性分析

变量	<i>Finratio</i>			
	税收征管力度		劳动密集度	
	强 (1)	弱 (2)	高 (3)	低 (4)
<i>Reform</i>	-0.019*** (-3.36)	-0.003 (-1.15)	-0.010** (-2.28)	-0.005 (-1.46)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	-0.157 (-1.26)	-0.252* (-1.78)	0.006 (0.04)	0.021 (0.21)
年份/省市/行业	控制	控制	控制	控制
N	14174	17301	17924	13551
Adj. R <sup>2</sup>	0.231	0.215	0.219	0.231
经验P值	0.002***		0.000***	

从企业层面来看,相较于资本密集型企业,劳动密集型企业对劳动力的依赖更大,对技术和设备的依赖度相对较低。因此,劳动密集型企业面临更大的社保压力,社保入税政策的实施理应对劳动密集型企业的影响更强。由于资本密集型企业与劳动密集型企业之间的界限并不清晰,本文参考曹越和胡文君<sup>[24]</sup>的方法,构建“1-固定资产净额/总资产”指标用于衡量劳动密集度,指标越大表明劳动密集程度越高。根据劳动密集度指标的行业年度均值分组,回归结果如表 8 第(3)列和第(4)列所示,在劳动密集度高组,社保入税与企业“脱实向虚”显著负相关,而劳动密集度低组不显著。这主要是因为劳动密集型企业对劳动力需求大,而社保入税加强了职工社保的征收力度,即劳动密集型企业受该政策的影响更大,社保入税对企业“脱实向虚”的抑制作用更强。

(三) 治理效应异质性

从企业内部层面来看,社保入税政策的实施对企业“脱实向虚”的影响在内部控制水平方面存在差异。有效的内部控制能够提高财务报告的可靠性,降低股东与管理者之间的信息不对称,便于股东监督管理层配置金融资产的套利行为,进而抑制企业“脱实向虚”。因此,当公司内部控制水平较高时,社保入税政策实施引致的冲击较小,即政策所发挥治理效应的效果不如内部控制水平较低的企业显著。参考柏淑嫒等<sup>[25]</sup>的研究,本文采用迪博上市公司内部控制指数作为代理指标,指标越大代表内部控制水平越高。根据企业内部控制指数的行业年度中位数分组,回归结果见表 9 第(1)列和第(2)列,结果显示:在内部控制水平低组中,Reform 与 Finratio 在 1% 的水平上显著负相关,而在内部控制水平高组中显著性水平和估计系数均下降,并且两组的组间差异系数显著。上述结果表明,对于内部控制水平更低的企业,社保入税所发挥的抑制作用更加显著。

从企业外部监督层面来看,不同的分析师关注程度对社保入税政策实施的反应存在差异。分析师作为外部利益相关者能够通过低成本并专业化提供私有信息,增加资本市场的信息增量,提高企业的信息透明度<sup>[26-27]</sup>。同时,当分析师关注度较高时,企业面临更高的声誉成本,有动机提升企业财务信息的透明度和可靠性,有利于股东监督管理层的投资行为,减少管理层投资金融资产的投机套利行为。在社保费由税务机关征收后,税务机关凭借其贯通海关、银行等各部门能够全面掌握企业信息,提高了企业信息透明度。因此,相较于分析师关注度高的企业,分析师关注程度低的企业配置金融资产的动机更高,社保入税发挥治理效应将更加有效降低企业金融投资水平。本文预期对于分析师关注程度低的企业,社保入税改革所发挥抑制企业“脱实向虚”的作用更加显著。为此,借鉴孙雪娇等<sup>[8]</sup>的方法,本文采用分析师跟踪人数取对数作为代理指标,指标越大表明企业分析师关注程度越高。根据分析师跟踪人数对数值的行业年度均值进行分组,回归结果如表 9 第(3)列和第(4)列所示,在两组结果中,社保入税均与企业“脱实向虚”显著负相关,但在分析师关注程度低组系数和显著性水平更高,且组间差异系数显著。以上实证结果证明,社保入税对企业“脱实向虚”抑制的作用在分析师关注程度低的企业更加明显。

表 9 治理效应异质性分析

变量	Finratio			
	内部控制水平		分析师关注度	
	高	低	高	低
	(1)	(2)	(3)	(4)
Reform	-0.006*	-0.012***	-0.007*	-0.012***
	(-1.65)	(-2.89)	(-1.74)	(-3.15)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	-0.010	-0.063	0.015	-0.193
	(-0.09)	(-0.49)	(0.13)	(-1.39)
年份/省市/行业	Yes	Yes	Yes	Yes
N	15678	15797	21333	10142
Adj. R <sup>2</sup>	0.224	0.216	0.216	0.231
经验 P 值	0.005***		0.010***	

六、进一步分析

根据前文实证结果分析可知,社保入税能够有效抑制企业“脱实向虚”,本文进一步考察社保入税改革对企业经济后果的影响,检验社保入税通过抑制企业“脱实向虚”是否能够提升实业投资水平和企业绩效<sup>[26-27]</sup>。为此,本文建立如下模型对其经济后果进行检验:

$$Invest_{it} = \partial_0 + \partial_1 Finratio_{it} + \partial_2 Reform + \partial_3 Reform \times Finratio_{it} + \partial_4 Controls + \theta_t + \mu_j + \gamma_c + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$ROA_{it} = \partial_0 + \partial_1 Finratio_{it} + \partial_2 Reform + \partial_3 Reform \times Finratio_{it} + \partial_4 Controls + \theta_t + \mu_j + \gamma_c + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

本文采用“Invest = 构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金/期初总资产”衡量企业实业投资水平。实证结果如表 10 第(1)列所示,Finratio 与 Invest 显著负相关,交乘项 Finratio × Reform 与 Invest 显著正相关,表明社保入税通过抑制企业“脱实向虚”提高了实业投资水平。进一步地,相较于 TobinQ 和 EPS,本文采用

更综合的指标总资产净利润率( $ROA$ )衡量企业绩效。实证结果如表10第(2)列所示, $Finratio$ 与 $ROA$ 在1%的水平上显著负相关,交乘项 $Finratio \times Reform$ 与 $ROA$ 显著正相关,表明社保入税通过抑制企业“脱实向虚”提高了企业绩效。

## 七、研究结论与启示

企业金融化是经济中“脱实向虚”的微观表现,过度金融化会导致企业偏离主业,削弱企业的核心竞争力和市场地位。因此,防范企业过度金融化能够促使企业专注主业发展,助力企业“脱虚向实”。本文从外部治理的角度切入,将社保入税视为一项准自然实验,采用2008—2022年A股非金融类上市企业数据,使用多期双重差分方法评估社保入税后社保费征管效率提升对企业“脱实向虚”的影响。研究结论如下:(1)社保入税显著抑制企业“脱实向虚”,并且是从根本上抑制投机和逐利两大企业“脱实向虚”动机。(2)社保入税通过保险效应、征管效应和治理效应三个渠道抑制企业“脱实向虚”。在保险效应方面,社保入税通过降低企业风险抑制企业配置金融资产的预防动机;在征管效应方面,社保入税通过增加企业社保缴费压力,减少企业利用富余资金进行金融投资的行为;在治理效应方面,社保入税通过增加企业信息透明度,降低企业代理成本,削弱高管投资金融资产的逐利动机。(3)社保入税发挥的抑制作用在地方干预强度高、民营性质、劳动密集型、税收征管强度高、内部控制水平低、分析师关注度低的企业更强,再次印证社保入税发挥的三大效应。(4)社保入税抑制企业“脱实向虚”有助于提升实业投资水平和企业绩效。本文的结论表明,社保入税改革在提升社保费征管效率的同时,有效抑制了企业“脱实向虚”,对资本市场稳健发展产生“意料之外”之效。

结合以上分析,本文有如下研究启示:第一,进一步深化社保入税改革,推动税务部门全流程参与征收过程。本文发现税务部门全责征收社保费能够提升社保费的征收效率,有效抑制企业“脱实向虚”。目前,我国实施税务全责征收社保费的省份仍占少数,大部分省份仍采用税务代征模式。相较于税务代征,税务全责征收模式提升社保费的征收效率更明显,在抑制企业“脱实向虚”方面更具成效。因此,应进一步扩大税务全责征收模式的覆盖范围,推动社保费征收的规范化和高效化。同时,地方政府应实现真正意义上的全责征管,将社保费征管的所有环节全方位纳入税务机关管辖范围,包含登记、申报、核定、征收、化解、保障等一系列过程。税务部门负责征收社保费,社保部门负责支出社保费,实现社保收支分离两条线的科学化管理。第二,国家金融监督管理总局、证监会等金融监管部门可以关注社保入税的治理效应,利用企业社保信息、涉税信息及交易记录等,提高对企业投资金融资产所引发金融风险的监督预警。政府应进一步改进管理方式和提升大数据分析技术,与税务部门联动信息,充分挖掘金税工程整合的有关社保、税务、海关等各类信息,提高风险预警和治理水平。第三,政府应进一步完善社保费征管的相关法律法规,从法律层面明确税务部门的征收主体地位,确保社保征管工作有法可依。本文异质性分析发现,对于税收征管力度更强的地区,社保入税抑制企业“脱实向虚”的作用更显著。目前的社保入税政策仅涉及征收权力的划分,缺乏明确的法律依据来规范征管行为。因此,国家应将税务部门负责社保费征收的职能纳入《社会保险法》,确保税务部门在社保费征管中有法可依,切实提升社保费征管力度,有效抑制企业金融化,助力企业“脱虚向实”。第四,企业应顺应社保入税改革积极发展实业,提高社保遵从度和企业治理水平。根据前文分析,一方面,企业社保缴纳的合规性提高能够降低企业风险,即减少企业利用金融资产对冲风险的动机;另一方面,改善公司治理水平能够提升企业信息透明度,减少高管利用信息不透明进行金融投资的套利活动。因此,企业积极利用改革的机遇规范公司社保征缴行为和改善公司治理水平,努力发展公司的核心业务,防范企业“脱实向虚”。

### 参考文献:

- [1] 杜勇,张欢,陈建英. 金融化对实体企业未来主业发展的影响:促进还是抑制[J]. 中国工业经济,2017(12):113-131.  
 [2] Shen Z, Sun S S, Zhu Y T. Shadow banking, credit term structure, and financialization of manufacturing firms[J]. Finance Research Letters, 2024, 60(1):

表10 进一步分析

变量	Invest (1)	ROA (2)
<i>Finratio</i>	-0.035 *** (-6.70)	-0.055 *** (-5.95)
<i>Reform</i>	0.003 (1.07)	-0.000 (-0.02)
<i>Finratio × Reform</i>	0.026 * (1.69)	0.061 *** (2.72)
<i>Controls</i>	Yes	Yes
<i>Constant</i>	-0.105 (-1.54)	-0.222 *** (-3.23)
年份/省市/行业	Yes	Yes
N	31475	31475
Adj. R <sup>2</sup>	0.176	0.232

104861.

- [3] 邹美凤,张信东,刘维奇. 供应商集中度与企业金融化:“风险效应”还是“协同效应”? [J]. 中国管理科学,2024(3):116-124.
- [4] 柯艳蓉,李玉敏,吴晓晖. 控股股东股权质押与企业投资行为——基于金融投资和实业投资的视角[J]. 财贸经济,2019(4):50-66.
- [5] 文强,陈海强,袁煜玲. 缓解融资约束必然促进企业创新吗?来自信贷扩张准实验的证据[J]. 系统工程理论与实践,2024(9):2779-2798.
- [6] 张子尧,黄炜,丁相元,等. 企业社保缴费负担与劳动收入份额:理论分析与经验证据[J]. 世界经济,2023(12):167-196.
- [7] Zhao J, Wang J Y. Social insurance contributions and firm investment: A quasi-experimental evidence from China[J]. The Singapore Economic Review, 2022,67(2), 895-916.
- [8] 孙雪娇,范润,翟淑萍. 社保费征管体制改革如何影响企业避税——来自社保费征管部门转换的准自然实验证据[J]. 上海财经大学学报,2021(2):76-92.
- [9] 刘广. 中国制造业企业金融化与资本配置效率研究[J]. 经济学家,2023(12):36-45.
- [10] 顾雷雷,郭建鸾,王鸿宇. 企业社会责任、融资约束与企业金融化[J]. 金融研究,2020(2):109-127.
- [11] 杜勇,王婷. 非 CEO 高管独立性与实体企业金融化[J]. 上海财经大学学报,2022(3):45-60.
- [12] 张成思,张步昙. 中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角[J]. 经济研究,2016(12):32-46.
- [13] 蔡昌,林高怡,王卉乔. 税收征管与企业融资约束——基于金税三期的政策效应分析[J]. 会计研究,2021(5):107-120.
- [14] 宋恒,李川川,官方茗. 税制改革与制造业企业碳减排——来自“营改增”的准自然实验[J]. 宏观经济研究,2023(7):35-48.
- [15] 黄昊,段康,蔡春. 地方债管理体制变革与实体经济发展[J]. 数量经济技术经济研究,2023(2):48-68.
- [16] 许红梅,李春涛. 劳动保护、社保压力与企业违约风险——基于《社会保险法》实施的研究[J]. 金融研究,2020(3):115-133.
- [17] 汤旭东,贾洋. 社保费征管与企业灵活用工:来自社保新规的准自然实验[J]. 世界经济,2024(8):228-256.
- [18] 李万利,刘虎春,龙志能,等. 企业数字化转型与供应链地理分布[J]. 数量经济技术经济研究,2023(8):90-110.
- [19] 伊志宏,刘鑫魁. 资本市场开放与企业财务风险:防范化解还是推波助澜[J]. 经济理论与经济管理,2023(2):31-45.
- [20] 黄亮华,谢德仁. IPO 前的业绩压力、现金流约束与开发支出会计政策隐性选择[J]. 南开管理评论,2014(6):72-82.
- [21] 罗昆,肖土盛,郑世杰. 高管团队双轨薪酬契约与国有企业创新[J]. 经济管理,2024(4):96-112.
- [22] 王志民,杨修博,王浚懿. 政府数据开放能否提升企业劳动收入份额[J]. 山西财经大学学报,2024(7):1-15.
- [23] 曾亚敏,张俊生. 税收征管能够发挥公司治理功用吗? [J]. 管理世界,2009(3):143-151.
- [24] 曹越,胡文君. “社保入税”的市场反应及其影响因素[J]. 求索,2022(3):144-153.
- [25] 柏淑姬,潘子成,曹伟,等. 企业大数据应用对 ESG 评价的影响[J]. 世界经济,2024(8):133-167.
- [26] 李陈华,刘怡嘉. 电商示范城市试点政策包容性增长:理论机制与实证检验[J]. 贵州财经大学学报,2025(1):90-99.
- [27] 刘会芹,杨翟婷,施先旺. 年报特质性信息与机构投资者持股决策[J]. 证券市场导报,2024(8):48-57.

[责任编辑:杨志辉]

## Can Tax on Social Security Inhibit Enterprises from “Moving from Real to Virtual”?

CAO Yue<sup>1</sup>, YANG Ping<sup>1</sup>, XIAO Yanfang<sup>2</sup>

(1. School of Business Administration, Hunan University, Changsha 410082, China;

2. Finance Department, the Second Xiangya Hospital of Central South University, Changsha 410011, China)

**Abstract:** The social security system serves as both a safety net for livelihoods and a stabilizer for societal operations. Despite its significance, limited research has investigated how social security taxation influences corporate investment decisions. Leveraging the introduction of social security taxation as an institutional reform context, this study is the first to explore how improved efficiency in social security fee collection and management impacts firms’ shift from real to virtual economy. The results indicate that implementing social security taxation significantly curtails this shift. Mechanism analyses reveal that the effect operates through three primary channels: the insurance effect, the collection and management effect, and the governance effect. Heterogeneity analyses show that the inhibitory effect is more pronounced in regions with high government intervention, labor-intensive industries, private enterprises, stringent tax enforcement, and firms with weak internal controls and analyst attention. Further analysis demonstrates that social security taxation promotes industrial investment and improves corporate performance by curbing the shift from real to virtual economy. These findings offer new perspectives on governance strategies to mitigate such shifts and prevent systemic financial risks, while also providing empirical evidence for enhancing reforms in social security fee collection and management.

**Key Words:** tax on social security; shift from real to virtual; collection efficiency; social security fee; tax collection; enterprise insurance investment