

DOI: 10.19361/j.er.2026.02.09

国有资本划转 社保基金与国有企业风险承担

叶永卫 曹文成 王 帅 夏 阳*

摘要: 本文以国有资本划转社保基金政策实施为准自然实验,采用交叠双重差分法探究国有资本划转如何影响国有企业风险承担水平及其内在机制。结果显示:国有资本划转具有风险抑制效应,并且这一抑制作用在竞争性国有企业、总经理未持股以及地方财政压力较大的国有企业中更为明显。机制检验表明,国有资本划转通过提高企业内部控制质量和降低管理层风险偏好发挥风险治理效应,并通过抑制企业过度资本投资和改善财务杠杆发挥风险优化效应。进一步研究表明,国有资本划转的风险抑制效应存在内部调整机制,表现为异常风险承担得到抑制和有助于风险承担价值提升的企业创新能力得到增强。本文为增强基本养老保险制度可持续性与优化国有企业风险承担水平的长效机制提供了有益的理论支撑和实践启示。

关键词: 国有资本划转;企业风险承担;价值提升

中图分类号: F272.3

一、引言

近年来我国人口老龄化加剧,形成了一定的企业职工基本养老保险基金缺口。在此背景下,如何通过多种渠道缓解社保基金缺口、增强基本养老保险制度可持续性,成为新时期做好养老金融大文章和维持社会经济稳定运行的重要任务。国有资本的介入对于解决目前社保基金缺口问题具有突破性意义。为缓解不断加大的基本养老保险基金支付压力,国务院于2017年11月印发《划转部分国有资本充实社保基金实施方案》,将中央和地方国有及国有控股大中型企业、金融机构纳入划转范围。首先以弥补企业职工基本养老保险制度转轨时期因企业职工享受视同缴费年限政策形成的企业职工基本养老保险基金缺口为基本目标,划转比例统一为企业国有股权的10%。划转的国有股权是基本养老保险基金的重要组

*叶永卫,上海财经大学财税投资学院,邮政编码:2004333,电子信箱:yeyongweip@163.com;曹文成(通讯作者),中国人民大学商学院,邮政编码:100872,电子信箱:wencheng0709@163.com;王帅,上海财经大学财税投资学院,邮政编码:2004333,电子信箱:wssufe@126.com;夏阳,上海财经大学商学院,邮政编码:2004333,电子信箱:xiayangsd@163.sufe.edu.cn。

本文获得国家自然科学基金青年项目“企业异常投资行为的形成逻辑:基于政府年底突击花钱的视角”(72503131)的资助。感谢匿名评审专家的宝贵建议,当然文责自负。

成部分。划转的中央企业国有股权,由国务院委托社保基金会负责集中持有,单独核算,接受考核和监督。划转的地方企业国有股权,由各省级人民政府设立国有独资公司集中持有、管理和运营。各地区积极响应政策要求,稳步推进国有资本划转社保基金工作。然而,较少文献考察国有资本划转社保基金(以下简称“国有资本划转”)对国有企业风险承担决策的影响。

作为企业战略决策的重要一环,风险承担从总体上刻画了企业的管理者在经营决策过程中对风险的偏好,其不仅是企业业绩增长的驱动力,也是一国经济持续发展的基石(董保宝,2014;Faccio et al.,2016)。已有研究指出,企业风险承担的高低及其质量决定着企业长期的生存和发展,适度的风险承担对于促进企业全要素生产率提高、加快企业资本积累以及提高企业绩效和股东财富具有重要意义(刘锡良等,2018)。对于国有企业而言,尤其需要在经营发展的过程中适度承担风险,以提高企业绩效和股东财富。这使得如何从制度设计的角度使国有企业的风险承担水平达到最优,成为近年来深化国有企业改革以增强国有企业核心动能的重要问题(李胜楠等,2024;台文志等,2024)。在这种情况下,通过实现多元化持股以建立适应市场竞争的现代企业制度,依托强有力的监督制衡机制可在风险治理和风险优化层面发挥其对应的治理作用(李胜楠等,2024)。国有资本划转是深化国有企业改革、做好养老金融大文章的系统性工程,其实质在于通过国有资本划转,推动全国社保基金理事会等国有股权承接主体(以下简称“承接主体”)成为被划转企业新的国有股东,从而健全国有企业的现代公司治理机制。事实上,国有资本划转之后各承接主体的外部监督治理作用也引起了学术界的关注(肖志超、马新啸,2025)。已有学者发现,国有资本划转在推动国有企业股权结构多元化和改善公司治理结构等方面具有明显的比较优势,各承接主体外部监督作用的发挥能够提升国有企业的公司治理效率和强化外部监督效能(李培、丁少群,2019;肖志超、马新啸,2025)。由此可见,通过国有资本划转,引入全国社保基金理事会等机构作为新的国有股东,可改变被划转企业原国有大股东“一股独大”的股权格局,推动形成多元化持股结构。这不仅有助于优化公司治理机制,而且能够加快建立既符合国有企业改革方向、又与市场竞争相适应的现代企业制度(李培、丁少群,2019)。股权结构多元化所形成的多头监管格局有助于从内源驱动国有企业的公司治理结构改善和公司治理水平提升。一方面可完善公司治理机制降低企业的风险承担水平,另一方面可抑制非效率投资等高风险行为,进而为优化国有企业的风险承担水平创造条件。本文希望通过深入考察国有资本划转政策实施后,各承接主体的外部监督治理作用在提高国有企业风险承担效率、优化国有企业风险承担水平方面的作用,继而为正在深入推进的国有资本划转政策提供一定的经验借鉴。

基于此,本文将国有资本划转政策实施视为准自然实验,利用2012—2023年非金融类国有上市公司数据,从国有企业的风险承担需要平衡着手,使用双重差分方法探讨了其对国有企业风险承担水平的影响及作用机制。本文的贡献包括:第一,系统评估了国有资本划转政策的风险承担效应,丰富和拓展了国有资本划转与企业风险承担水平两个领域的相关研究。不同于既有文献聚焦于理论分析层面,剖析国有资本划转的政策调适和利益协调等问题(李培、丁少群,2019),本文利用国有资本划转政策提供的绝佳准自然环境,证实国有资本划转对企业风险承担的影响,为揭示国有资本划转的微观经济效应提供了理论和现实依据。

第二,揭示了国有资本划转政策影响国有企业风险承担的传导机制。本研究基于国有企业风险平衡的视角,从公司治理的风险抑制效应和财务约束的风险优化效应两个维度进行机制检验,为理解国有资本划转政策如何影响国有企业风险承担行为提供了新的证据。

二、理论分析与研究假设

国有资本划转涉及国有资本持有主体的变动,为国有企业通过股权结构多元化助推现代企业制度的建立提供了路径(李培、丁少群,2019;肖志超、马新啸,2025),这意味着未来国有资本划转的作用将发挥至国有企业改革。基于前述分析,并结合国有资本划转的核心举措,本文认为国有资本划转具有公司治理视角下的风险抑制效应与财务约束视角下的风险优化效应,双重效应叠加并互相结合的核心本质,恰恰是促使国有企业的风险承担水平达到最优平衡过程的“源头活水”。

从公司治理角度来看,国有资本划转可以通过完善公司治理机制降低国有企业的风险承担水平。基于国有企业混合所有制改革和股权多元化的政策基础,国有资本划转为建立健全国有企业的内部决策制衡机制提供了实现路径。一方面,股东作为企业战略决策者的主体,对企业的风险承担具有很强的影响(Habib and Hasan,2017)。依据代理理论,有效的外部监督机制能够调动企业完善内部治理的积极性,帮助改善公司治理结构,从而有效缓解企业的代理冲突和“内部人控制”等问题。因此,通过引入全国社保基金理事会等承接主体作为被划转企业的多元化股东,将形成原国有股东和各承接主体多方监督与制衡的机制,为优化国有企业的公司治理结构创造有利条件,可以充分发挥各承接主体作为财务投资者的专业积累和风险控制能力在市场中的稳定器作用,显著提高企业内部控制质量。例如,倪志兴等(2024)发现,社保基金主体的强有力外部监督效能,能够改善企业内部控制。另一方面,管理层是主导企业经营的掌舵者,管理者的个人特征和心理认知会影响其风险偏好和风险选择,这使得企业风险承担水平在一定程度上可以理解为管理者风险感知和风险倾向的综合体现。被划转企业经营状况和分红收益与各承接主体息息相关,导致其具有更强意愿通过促进企业设立风险管理委员会等专业风险管理机构,以抑制管理层的风险偏好决策,从而降低企业的高风险承担行为。如李佳林等(2023)发现,社保基金持股能够显著提高公司治理效果,在参与公司治理以有效减少管理层的隧道掏空行为等方面更具专业性。因此,国有资本划转之后,各承接主体外部监督作用的发挥能够提升公司内部治理能力,有效抑制有损企业价值的异常高风险偏好和高风险行为。

从财务约束角度来看,国有资本划转可以通过抑制非效率投资等高风险行为以降低国有企业的风险承担水平。根据“资产替代”假说,企业高风险承担行为的资源挤占效应会增加企业陷入财务困境的风险(Bargeron et al.,2010)。因此,国有资本划转从财务约束角度为优化国有企业的风险承担水平提供了新的思路。各承接主体作为专业的财务投资者,其秉持审慎投资、安全至上、控制风险、提高收益的方针理念(李佳林等,2023),更加关注被划转企业国有资本的总体流动性、保值增值情况及国有资本的投资回报情况,在保留自身对于被划转企业必要的收益权、处置权、知情权的基础上,通过章程约定或一致行动人协议等方式在公司重大投资项目、重大权益事项等方面发表专业意见,以提高被划转企业的经营决策质量(肖志超、马新啸,2025)。例如,韩贺洋等(2024)发现,社保基金主体作为中长期资金的

重要组成部分具有长期目标导向特征,能够通过抑制企业非效率投资以及相伴而生的高负债问题以降低企业的过度风险承担、优化风险承担行为。因此,各承接主体这一类专业财务投资者的介入,无疑会增加企业过度资本投资和高财务杠杆式高风险决策活动带来的私人成本,从而促使国有企业采取更为稳健的经营投资策略,使得管理层的过度资本投资和高财务杠杆式风险决策行为得到有效抑制,从而降低国有企业风险承担水平。

综上所述,国有资本划转通过公司治理角度的风险治理效应和财务约束角度的风险优化效应两个渠道最终实现“治理优化合一”,使得国有资本划转成为实现国有企业风险承担水平达到最优的“源头活水”。基于此逻辑,本文提出如下待检验的核心研究假说:

假说1:国有资本划转的实施将显著降低国有企业的风险承担水平。

三、研究设计

(一) 计量模型

为检验国有资本划转对企业风险承担水平的影响,本文构建如下双重差分模型进行检验:

$$Risk_{ipt} = \alpha_0 + \theta Transfer_{pt} + \beta X_{ipt} + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

(1)式中:下标 i 、 p 和 t 分别表示企业、省份和年份;被解释变量 $Risk$ 为国有企业风险承担水平;核心解释变量 $Transfer$ 为国有资本划转政策虚拟变量。 X 为控制变量集合, ε_{it} 为随机干扰项, μ_i 为个体固定效应, δ_t 为时间固定效应。

(二) 指标选取

国有企业风险承担水平($Risk$)。借鉴既有研究(Faccio et al., 2016; 宋建波等, 2017), 本文使用国有企业盈余波动性来度量国有企业风险承担水平。盈余波动性越大,说明国有企业风险承担水平越高。具体计算过程如下:首先,本文对国有企业的资产收益率 Roa (息税前利润 $EBIT$ 与总资产 $ASSET$ 的比值) 进行行业均值调整,以缓解行业周期性特征的影响;然后,采用(2)式和(3)式,以每三年(t 至 $t+2$ 期)作为一个观测时段,分别计算经行业均值调整后的 Roa 标准差(Adj_Roa)以度量国有企业风险承担水平($Risk$)。

$$Risk_{it} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T \left(Adj_Roa_{it} - \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T Adj_Roa_{it} \right)^2} \quad \left| T=3 \quad (2)$$

$$Adj_Roa_{it} = \frac{EBIT_{it}}{ASSET_{it}} - \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \frac{EBIT_{it}}{ASSET_{it}} \quad (3)$$

国有资本划转($Transfer$)。根据国有资本划转的地方实践,本文利用国有企业所在省份是否出台国有资本划转方案这种在时间和地区维度上的差异,设置政策虚拟变量 $Transfer$ 。具体地,在国有企业所属省份出台国有资本划转方案的当年和之后年份 $Transfer$ 赋值为 1, 反之则为 0。

控制变量。借鉴 Faccio 等(2016)、韩贺洋等(2024),控制变量的具体度量方式依次为:(1)资产规模($Asset$),采用企业总资产的自然对数来度量;(2)企业年龄(Age),采用成立年限的自然对数来度量;(3)企业成长性($Growth$),采用营业收入年度增长率来度量;(4)企业现金流量($Cash$),采用企业经营活动产生的现金流净额与企业总资产的比值来度量;(5)两

职兼任 (*Dual*), 公司董事长与 CEO 兼任取值为 1, 否则为 0; (6) 股权制衡度 (*Balance*), 采用第二至五位大股东持股比例与第一大股东持股比例的比值来衡量; (7) 股权集中度 (*Top1*), 采用第一大股东持股比例来度量; (8) 货币薪酬激励 (*Salary*), 采用董监高前三名薪酬总额的自然对数值来度量; (9) 机构投资者持股 (*Inst*), 采用机构投资者持股比例来度量; (10) 高管金融背景 (*FinBack*) 为虚拟变量, 如果董监高具有金融背景取 1, 否则取 0。

(三) 数据来源与描述性统计

本文选取中国 A 股国有上市公司数据为初始研究样本, 研究时间跨度为 2012—2023 年。本文进行如下数据处理: (1) 剔除非国有上市公司; (2) 剔除金融类上市公司; (3) 剔除 ST 和 *ST 类特殊企业样本; (4) 剔除资不抵债和财务数据不足三年的上市公司样本; (5) 剔除关键变量存在缺失的企业样本。最后, 对所有连续变量进行前后各 1% 水平的缩尾 (*Winsorize*) 处理, 最终得到 11145 个企业-年度观测值。本文财务数据均取自国泰安数据库, 各地区国有资本划转方案出台时间数据经手工整理获得。表 1 报告了变量的描述性统计结果。

表 1 变量描述性统计

变量	样本量	均值	方差	最小值	p25	p50	p75	最大值
<i>Risk</i>	10066	0.0258	0.0271	0.0010	0.0089	0.0164	0.0316	0.1469
<i>Transfer</i>	11145	0.3830	0.4861	0	0	0	1	1
<i>Asset</i>	11145	9.0923	1.4086	6.3816	8.0806	8.9368	9.9614	13.2232
<i>Age</i>	11145	2.9973	0.3010	1.9459	2.8332	3.0445	3.2189	3.5835
<i>Growth</i>	11145	0.4742	1.3507	-0.7042	-0.0427	0.1317	0.4635	9.6313
<i>Cash</i>	11145	0.1656	0.1136	0.0151	0.0843	0.1368	0.2176	0.5618
<i>Dual</i>	11145	0.0961	0.2947	0	0	0	0	1
<i>Balance</i>	11145	0.5344	0.4889	0.0207	0.1512	0.3686	0.7893	2.1669
<i>Top1</i>	11145	0.3837	0.1511	0.1160	0.2621	0.3673	0.4976	0.7587
<i>Salary</i>	11145	14.5423	0.6713	12.9042	14.1086	14.5107	14.9433	16.4730
<i>Inst</i>	11145	0.5717	0.1737	0.2005	0.4403	0.5736	0.7005	0.9297
<i>FinBack</i>	11145	0.6533	0.4759	0	0	1	1	1

四、实证结果与分析

(一) 基准回归结果

表 2 报告了国有资本划转与国有企业风险承担之间关系的回归结果。为强化估计结果的稳健性, 本文采用逐步增加控制变量的方式进行估计。可以发现, 在第 (1) 列结果 (未加入控制变量) 中, *Transfer* 的估计系数显著为负, 初步表明国有资本划转显著降低了国有企业的风险承担水平。同时, 第 (2) 列为在第 (1) 列的基础上进一步纳入所有控制变量的检验结果。结果显示, 控制了其他因素的影响之后, 核心解释变量 *Transfer* 的估计系数仍显著为负, 研究假说 1 得到进一步支持。在经济意义上, 以第 (2) 列结果为例, *Transfer* 的估计系数为 0.0052, 表明国有资本划转使得被划转国有企业的风险承担水平平均降低约 20.16% ($0.0052/0.0258 \times 100$)。由此可见, 国有资本划转对国有企业的风险承担水平起到显著的抑制作用, 研究假说 1 得到证实。

表2 基准回归结果

变量	Risk	
	(1)	(2)
<i>Transfer</i>	-0.0054*** (0.0018)	-0.0052*** (0.0018)
控制变量	未控制	控制
个体、时间效应	控制	控制
观测值	10066	10066
<i>Adj. R</i> ²	0.4109	0.4219

注：*、**和***分别代表10%、5%和1%的显著性水平，括号内的标准误均为经企业层面聚类调整的稳健标准误。下表同。

(二) 稳健性检验^①

1. 动态效应分析

从基准结果来看,国有资本划转对国有企业风险承担水平带来显著的负向影响。但双重差分法需要本文的实验组与控制组在国有资本划转这一政策冲击前符合平行趋势假设,否则得出的分析结果将不具有参考意义。据此,本文采用事件研究法考察国有资本划转对国有企业风险承担水平的动态效应。图1报告了动态效应检验结果。可以发现,在国有资本划转政策实施之前实验组企业与对照组企业之间的风险承担水平的变动具有共同趋势,即满足事前平行趋势。但自政策实施当年开始,国有资本划转对国有企业风险承担的抑制作用就已显现,且该作用持续存在于随后数年。上述结果表明,本文所使用的交叠双重差分方法通过了事前平行趋势检验。

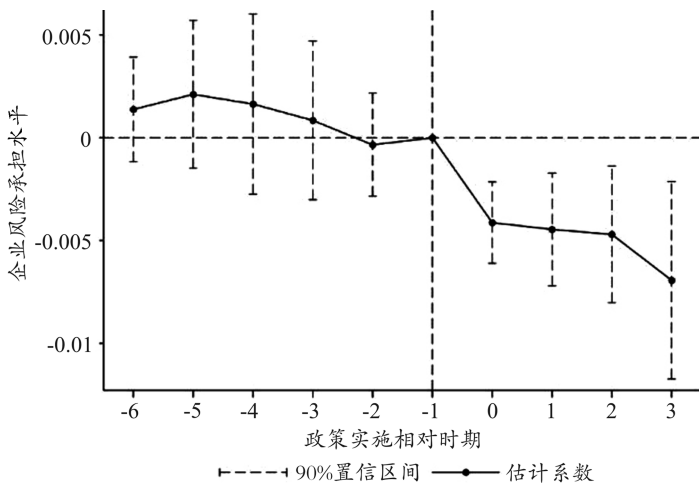


图1 动态效应图

2. 异质性处理效应检验

由于时间维度的不匹配会造成传统双重差分模型的估计偏误,即产生异质性处理效应。已有研究指出,当异质性处理效应比较严重时,经典的事件分析法所得到的动态效应也可能

^①政策的内生性问题、替换关键变量、排除竞争性解释等其他稳健性检验结果参见《经济评论》网站(<http://jer.whu.edu.cn>)附件。

存在估计偏误。因此,本文采用三种稳健的双重差分估计方法来缓解异质性处理效应带来的挑战:一是采用 Callaway 和 Sant'Anna(2021)提出的多期双重稳健估计量对基准估计结果进行修正^①,估计结果报告于表3第(1)一(3)列。可以发现,简单加权平均处理效应(*Simple ATT*)、日历平均处理效应(*Calendar*)以及分组平均处理效应(*Group*)的系数均显著为负,进一步证实国有资本划转确实对国有企业风险承担水平产生了显著的抑制作用。二是采用 Sun 和 Abraham(2021)的方法进行异质性处理效应检验,结果报告于表3第(4)列。三是采用 Cengiz 等(2019)提出的堆叠估计量进行动态效应再检验,表3第(5)列报告了在考虑异质性处理效应后的估计结果。上述检验结果说明,在充分考虑了异质性处理效应问题之后,本文的核心结论仍然稳健。

表3 异质性处理效应检验结果

变量	<i>Risk</i>				
	简单加权平均处理效应	日历平均处理效应	分组平均处理效应	Sun 和 Abraham(2021)	Cengiz 等(2019)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Simple ATT</i>	-0.0515** (0.0092)				
<i>Calendar</i>		-0.0783** (0.0178)			
<i>Group</i>			-0.0497*** (0.0094)		
<i>Transfer</i>				-0.0044*** (0.0017)	-0.0091** (0.0036)

3. 安慰剂检验

不可观测的随机性因素可能会导致“伪相关”问题,影响估计结果的准确性。为缓解这一担忧,本文通过随机打乱原始样本中每个观测值与国有资本划转政策的实施时间,构建国有资本划转政策的伪变量 $\widehat{Transfer}$ 。由于新的处理组是随机生成的,因此伪国有资本划转政策变量理论上不会对国有企业风险承担产生显著影响;反之,如果伪变量 $\widehat{Transfer}$ 的系数显著异于0,则表明回归模型存在一定的“伪相关”问题。为确保结果的稳健性,本文共随机打乱原始样本1000次,然后重新对基准回归的假设进行检验。

图2报告了基于1000次随机赋值的安慰剂检验结果。可以看出,伪变量 $\widehat{Transfer}$ 的估计系数集中分布于0值附近,且基本服从正态分布。同时,实际估计系数(黑色虚竖直线)显著异于安慰剂检验的估计系数,这表明国有资本划转与国有企业风险承担之间的负相关关系并非由不可观测的遗漏变量导致,缓解了“伪相关”的问题。

^①Callaway 和 Sant'Anna(2021)提出的多期双重稳健差分法(CSDID)能够按政策实施时间将样本进行分组,分别估计组内处理效应(*Group ATT*),再加权汇总得到整体平均处理效应(*Overall ATT*),以降低潜在偏误对整体估计的影响。为提高估计结果的可靠性,本文分别报告了简单加权平均(*Simple ATT*)、日历平均(*Calendar*)和分组平均(*Group*)三种加权方式下的估计结果。

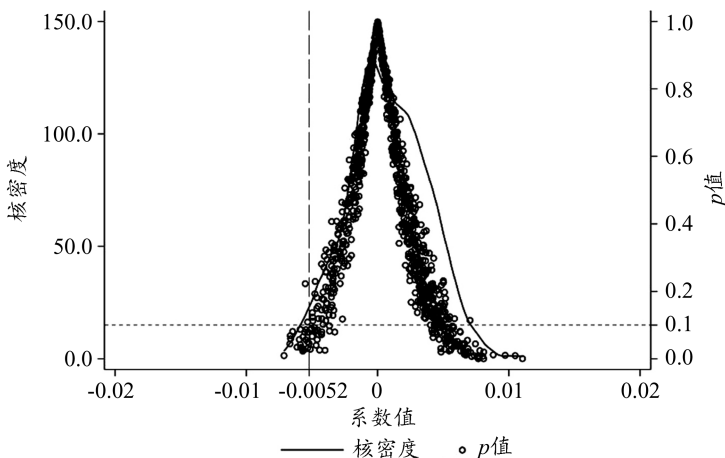


图2 安慰剂测试

五、机制检验、异质性分析与进一步讨论

(一) 作用机制检验

1. 公司治理角度

首先,本文从公司治理角度考察国有资本划转对企业内部控制的影响。内部控制是企业防范内外部风险、提升管理效率和效果、保障经营目标实现的重要机制,有效的内部控制不仅能够通过事前风险评估防范不合理的投融资决策,还可以抑制管理层机会主义行为,从而发挥监督与调控作用。因此,内部控制质量提高可能是各承接主体作为被划转企业新的国有股东,发挥更为严厉的外部监督作用的具体表现。为此,本文遵照既有文献的做法(辛宇等,2022),采用迪博内部控制指数 *ICQ* 刻画企业内部控制质量。随后,依据 *ICQ* 的样本行业年度中位数将全样本划分为内部控制质量较低组和内部控制质量较高组,并进行分组估计,回归结果如表4第(1)—(2)列所示。可以发现, *Transfer* 的估计系数在内部控制质量较低的企业中显著为负,而在内部控制质量较高的企业中不显著, *Chow* 检验结果也表明组间系数存在显著差异。由此可见,国有资本划转政策实施之后,各承接主体发挥了良好的外部监督效应,有助于提高国有企业内部控制质量。

其次,本文从公司治理角度考察国有资本划转对管理层风险偏好的影响。高层梯队理论认为,企业经营投资决策受到管理层的心理偏好和行为倾向的影响,当管理层具有更高的风险偏好时,会更容易做出具有高风险和高不确定性的经营决策,从而使企业承担更高的风险。因此,国有资本划转政策实施后,各承接主体作为专业的财务投资者,能够通过完善公司治理结构以影响财务决策,避免管理层做出有损企业价值的高风险、高不确定性的经营决策,并最终表现为企业风险承担有所降低。为验证这一理论推断,本文参考 Li 等(2020),采用企业防御性距离 (*Riskp*)^①来刻画管理层的风险偏好程度,该值越大说明管理层的风险偏好程度越低。随后,本文依据上述指标的样本行业年度中位数将全样本划分为管理层风险

①防御性距离 (*Riskp*),等于货币资金、交易性金融资产以及应收账款之和与当期经营活动现金流总额的比值。

偏好较高和管理层风险偏好较低两组,并进行分组估计,回归结果如表4第(3)—(4)列所示。可以发现,*Transfer*的估计系数在管理层风险偏好程度较高的企业中更为显著,且组间差异明显。由此可见,管理层风险偏好降低确实是国有资本划转政策降低国有企业风险承担水平的重要渠道。

表 4 作用机制检验:公司治理角度风险抑制效应

变量	<i>Risk</i>			
	内部控制质量		管理层风险偏好	
	较高	较低	较高	较低
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Transfer</i>	-0.0034 (0.0021)	-0.0073 *** (0.0027)	-0.0048 *** (0.0018)	-0.0092 * (0.0048)
控制变量	控制	控制	控制	控制
个体、时间效应	控制	控制	控制	控制
观测值	4919	5147	7704	2362
<i>Adj. R</i> ²	0.4055	0.4375	0.4545	0.5480
Chow 检验	0.000 ***		0.046 **	

2. 财务约束角度

一方面,立足于企业资本投资视角,考察国有资本划转政策对企业过度资本投资的影响。理论上讲,企业激进的资本性投资会导致经济效率损失,并使企业陷入困境(孙晓华、李明珊,2016)。如果国有资本划转政策实施后,各承接主体作为专业的财务投资者能够强有力地发挥外部监督作用,那么企业的过度资本投资行为将会显著减少,继而降低经营风险,最终降低企业的风险承担水平。基于这一逻辑,本文参考 Choi 等(2020),将公司资本支出对滞后一期的资产增长率、资本支出、当期的经营活动现金净流量以及托宾 Q 值进行回归,将所得的模型正残差 2/3 以上样本划分为过度资本投资组,将处于 1/3 及以下的样本划分为适度资本投资组,并在此基础上进行分组回归。观察表 5 第(1)—(2)列可知,*Transfer*的估计系数在过度资本投资组显著为负,在适度资本投资组中不显著,Chow 检验结果表明组间系数存在显著差异。这些结果充分说明,国有资本划转政策实施之后,被划转国有企业的过度资本投资式高风险行为得到有效抑制。

另一方面,从财务杠杆视角出发,探讨国有资本划转政策对国有企业高财务杠杆行为的影响。理论上讲,高财务杠杆会加大企业陷入财务困境的风险(Bargeron et al., 2010)。事实上,降低过度负债企业的杠杆水平一直是政府部门强化企业财务杠杆约束的重点工作,特别是国有企业财务杠杆约束(许晓芳等,2020)。因此,在国有资本划转政策实施之后,各承接主体作为被划转企业新的国有股东,其外部监督作用的有效发挥将使得企业的高财务杠杆行为得到抑制,有助于增强企业自身抵御风险的能力,从而会对企业风险承担水平产生优化效应。基于上述理论逻辑,本文采用资产负债率作为企业财务杠杆的度量指标,并在以样本行业年度中位数分组的基础上进行检验。由表 5 第(3)—(4)列可知,*Transfer*的估计系数在财务杠杆水平较高的企业组显著为负,而在财务杠杆水平较低的企业组不显著,且 Chow 检验结果表明组间系数存在显著差异。这些结果充分说明,国有资本划转政策显著降低了国有企业的高财务杠杆行为。

表 5 作用机制检验:财务约束角度风险优化效应

变量	Risk			
	过度资本投资		财务杠杆	
	是	否	较高	较低
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Transfer</i>	-0.0054*** (0.0019)	-0.0067 (0.0063)	-0.0056*** (0.0019)	-0.0029 (0.0026)
控制变量	控制	控制	控制	控制
个体、时间效应	控制	控制	控制	控制
观测值	9128	938	4917	5149
<i>Adj. R</i> ²	0.4275	0.4650	0.5069	0.4142
Chow 检验	0.097*		0.001***	

(二) 异质性分析

1. 行业竞争环境异质性

企业面临的行业竞争环境不同,其受到的关注和外部监管严格程度也存在差异。既有研究证实,外部竞争环境是影响企业生产经营行为的重要因素,激烈的竞争环境会影响企业的竞争策略选择和风险管理行为(陈志斌、王诗雨,2015)。而全国社保基金理事会等承接主体作为被划转企业新的国有股东,将更加重视企业的财务绩效和经营稳健性(韩贺洋等,2024)。因此,本文预期,国有资本划转政策对行业竞争程度较高企业风险承担水平的抑制作用更为凸显。为对上述理论推断进行实证检验,本文借鉴辛清泉和谭伟强(2009)的研究思路,依据2012年中国证监会发布的《上市公司行业分类指引》中的二级行业分类标准,将样本中属于采矿业(B)、石油加工及炼焦业(C25)、黑色金属冶炼及压延加工业(C31)、有色金属冶炼及压延加工业(C32)以及电力、煤气及水的生产和供应业(D)这五个门类界定为垄断性行业组,其余行业则纳入竞争性行业组,并在此基础上开展分组回归分析。回归结果如表6第(1)—(2)列所示。可以发现,*Transfer*的估计系数在竞争性行业样本中显著为负,而在垄断性行业样本中未通过显著性检验。进一步的Chow检验证实,两类行业之间的系数估计值存在统计上显著的差异。上述结果表明,国有资本划转政策对企业风险承担水平的抑制作用在竞争性国有企业中更为凸显。

2. 管理层持股异质性

既有研究指出,外部监督的强化会给管理者带来更多私人成本,可以通过降低管理层风险偏好,有效抑制有损企业价值的过度风险承担活动(周杰、薛有志,2008)。前文强调,国有资本划转政策降低国有企业风险承担水平的机制之一在于通过抑制管理层风险偏好以发挥风险治理作用。如果该机制成立,那么国有资本划转政策对国有企业风险承担的抑制作用在总经理未持股的企业中更强,原因在于:各承接主体作为被划转企业新的国有股东的介入,将使得被划转国有企业面临更强的多头监管,能够防范企业的过度冒险行为。为验证上述理论推断,本文依据总经理是否持有企业股份将全样本企业划分为总经理持股企业组和总经理未持股企业组,并进行分组估计。表6第(3)—(4)列汇报了相应的估计结果。结果显示,*Transfer*的估计系数在总经理未持股的国有企业样本中显著为负,而在总经理持股的样本中则未通过10%水平的显著性检验。此外,基于Chow检验的组间系数差异检验结果进一步证实,上述两组间的系数存在显著的统计差异。这些结果说明,国有资本划转政策对国

有企业风险承担水平的抑制作用在总经理未持股的企业中更强。

3. 地方财政压力异质性

国有资本划转政策对企业风险承担的抑制作用会因企业面临的地方财政压力不同而呈现差异。相较于面临地方财政压力较小的国有企业,面临地方政府财政压力较大的国有企业受国有资本划转政策实施的影响更大。受国有资本划转政策的驱动,为了更好地缓解财政补助压力和实现社保基金的可持续性,地方政府在推动国有资本划转的过程中态度更为积极和迫切(李楨、谭远发,2023),从而更加注重压实各承接主体的外部监督作用,实现被划转国有企业风险承担水平的优化,进而确保被划转国有股权益和分红收益得到切实保障。因此,本文认为国有资本划转政策实施的风险抑制效应应在地方财政压力较大的国有企业中更强。为了验证上述假说,本文参考梁上坤等(2024)的做法,采用企业所在省份的一般公共预算支出与一般公共预算收入之差除以地区生产总值来刻画企业面临的地方财政压力,将样本行业年度中位数以上地区归为地方财政压力较大组,行业年度中位数及以下地区归为地方财政压力较小组,表6第(5)–(6)列报告了回归结果。不难看出, *Transfer* 的估计系数在地方财政压力较大组显著为负,而在地方财政压力较小组则未通过显著性检验,且 Chow 检验结果在 10% 的水平上表明组间系数存在显著差异。这些结果意味着,国有资本划转政策对国有企业风险承担水平的降低作用在地方财政压力较大的国有企业中更强。

表 6 异质性分析结果

变量	<i>Risk</i>					
	是否竞争性行业		总经理是否持股		地方财政压力	
	是	否	是	否	较大	较小
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Transfer</i>	-0.0056*** (0.0018)	-0.0021 (0.0053)	-0.0036 (0.0030)	-0.0057*** (0.0019)	-0.0068*** (0.0024)	-0.0047 (0.0039)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体、时间效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	8825	1241	2716	7350	4091	5975
<i>Adj. R</i> ²	0.4284	0.4332	0.5305	0.4309	0.4438	0.4289
Chow 检验	0.000***		0.006***		0.073*	

(三) 进一步讨论

到目前为止,本文证实了国有资本划转能够显著降低国有企业的风险承担水平,那么,国有企业风险承担水平降低的表现形式是什么?接下来,本文从国有企业异常风险承担和研发创新两个方面,对国有资本划转政策的风险抑制效应在国有企业内部的调整做进一步探讨。

1. 国有企业异常风险承担

已有研究证实,适度风险承担有助于激发企业活力,提升企业资源配置效率,促进企业价值提升,助力宏观经济发展,而异常风险承担则不利于企业实现经营目标。前文发现国有资本划转能够显著降低国有企业的风险承担水平,但并未进一步考察其对国有企业的异常风险承担水平有何影响。为提供更加直接的实证证据,借鉴既有文献的做法(Bargeron et al., 2010; 韩贺洋等, 2024),本文采用最优风险承担水平模型计算得到的残差来衡量国有企

业异常风险承担水平 (*Abs_Risk*), 将残差大于 0 定义为风险承担过度 (*Over_Risk*), 残差小于 0 定义为风险承担不足 (*Under_Risk*), 具体模型如下:

$$Risk_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{it-1} + \alpha_2 MB_{it-1} + \alpha_3 LEV_{it-1} + \alpha_4 GDPR_{it} + \alpha_5 Creturn_{it} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

(4) 式中: *ROA* 为资产收益率, *LEV* 为资产负债率, *MB* 为市值账面比, *GDPR* 为地区生产总值增长率, *Creturn* 为市场综合指数年回报率。此外, 为提高模型估计结果稳健性, 本文还同时控制了时间固定效应和行业固定效应。

表 7 报告了国有资本划转政策对国有企业异常风险承担水平影响的回归结果。不难看出, 当被解释变量分别为异常风险承担 (*Abs_Risk*)、风险承担过度 (*Over_Risk*) 和风险承担不足 (*Under_Risk*) 时, *Transfer* 的估计系数均为负, 且至少通过了 10% 水平的显著性检验。上述结果表明, 国有资本划转政策实施后, 各承接主体作为被划转企业新的国有股东发挥了较好的外部监督作用, 会显著抑制国有企业异常风险承担, 表现为国有企业过度风险承担和风险承担不足同时下降, 从而使国有企业的风险承担水平接近最优。

表 7 国有企业异常风险承担检验结果

变量	<i>Abs_Risk</i>	<i>Over_Risk</i>	<i>Under_Risk</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>Transfer</i>	-0.0038*** (0.0012)	-0.0055* (0.0032)	-0.0020* (0.0011)
控制变量	控制	控制	控制
个体、时间效应	控制	控制	控制
观测值	9881	3677	6204
<i>Adj.R</i> ²	0.2765	0.3281	0.1676

2. 国有企业创新绩效

风险承担是影响企业研发创新的重要因素 (Li et al., 2013), 风险承担水平越高, 意味着企业越敢于投资高风险、高回报的创新项目, 从而提升企业的创新绩效 (李健等, 2022)。理论上, 国有资本划转不仅可以保证社保基金的可持续运行, 还可促使企业投入更多的精力和资金专注于技术研发等有利于企业长久发展的项目。然而, 由于各承接主体的投资大部分是委托投资, 受被划转国有企业年度考核指标和股权分红收益等因素的影响, 可能对国有企业的研发创新等风险性投资活动进行过度监督, 从而降低企业风险承担意愿, 对国有企业的创新项目产生“挤出效应”。因此, 国有资本划转政策在抑制国有企业风险承担水平的同时, 是否会促使国有企业积极投身于有助于提升企业价值的风险承担活动不得而知。因此, 本文进一步考察了国有资本划转与国有企业研发创新的关系。

既有文献已经证实, 企业研发创新作为与企业价值提升密切相关的长期投资, 在提升企业的创新能力和持续竞争力的同时还能相应增加企业的风险承担价值 (宋建波等, 2017)。因此, 本文预期国有资本划转对国有企业风险承担水平产生的抑制作用, 不会挤出技术革新层面有助于提高国有企业风险承担价值的研发创新投入。为检验国有资本划转对企业研发创新活动的综合影响, 本文参照黎文靖等 (2021), 以企业当年专利申请数量加 1 后取自然对数作为企业整体创新水平 (*Patent*) 的衡量指标; 使用发明专利申请数量加 1 后的自然对数值

来反映企业的实质性创新(*Patenti*);采用实用新型与外观设计专利申请数量之和加1取自然对数来表征企业的策略性创新(*Patentud*)。上述所有专利申请数据来源于国家知识产权局。表8报告了对被解释变量进行滞后1期处理的回归结果。可以发现,*Transfer*的估计系数均显著为正。这一结果支持了国有资本划转能够有效激励国有企业承担具有价值提升效应的创新风险,从而显著提升其创新绩效。

表8 国有企业研发创新检验结果

变量	<i>Patent</i>	<i>Patenti</i>	<i>Patentud</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>Transfer</i>	0.1435 [*] (0.0858)	0.1272 [*] (0.0672)	0.1437 [*] (0.0791)
控制变量	控制	控制	控制
个体、时间效应	控制	控制	控制
观测值	9220	9220	9220
<i>Adj.R</i> ²	0.8081	0.8317	0.8235

六、结语

本文将国有资本划转政策实施视为一次准自然实验,采用交叠双重差分模型探讨了国有资本划转对国有企业风险承担水平的影响及其作用机理。研究发现:国有资本划转具有风险抑制效应;相较于未划转企业,被划转国有企业的风险承担平均降低约20.16%。机制检验表明,国有资本划转通过提高企业内部控制质量和降低管理层风险偏好发挥风险抑制效应;通过抑制企业过度资本投资和改善财务杠杆以抑制国有企业高风险行为,从而发挥风险优化效应。异质性分析发现,政策效应主要存在于竞争性国有企业、总经理未持股以及地方财政压力较大的国有企业。最后,本文还发现国有资本划转对国有企业风险承担的抑制效应存在内部调整机制,表现为国有企业的异常风险承担得到抑制和有助于风险承担价值提升的企业创新能力得到增强。

综上,本文认为:第一,政府需要以国有资本划转为契机,充分发挥各承接主体的外部监督治理效应,优化国有企业治理结构。本文结论表明,国有资本划转显著提高了国有企业的风险承担效率,且主要体现在国有企业的风险承担水平显著降低和异常风险承担得到有效抑制。因此,政府有必要适当强化国有资本划转后各承接主体自身的治理功能,通过完善治理机制以建立相应的风险预防处理机制,从而使国有企业的风险承担水平达到最优。例如,可通过优化各承接主体的股权管理方式等建立合理制衡和运转协调的经营决策机制,并进一步加快企业内部投资决策委员会等的设立,以完善国有企业的公司治理结构,不断夯实从制度设计的角度解决国有企业最优风险承担问题的制度基础。第二,建立健全国有企业内部决策制衡机制,以缓解异常风险承担。本文发现,国有资本划转能够通过抑制企业过度资本投资和高财务杠杆行为,以优化国有企业的风险承担水平。因此,政府应在发挥社保基金等承接主体外部监督机制的基础上,探索构建与国有企业目标属性相一致的多元化考核评价指标体系,抑制“所有者缺位”与“内部人控制”等委托代理问题,从而为实现国有企业的风险承担水平达到最优提供制度保障。第三,企业应积极探索符合自身条件的现代企业治

理路径,充分发挥国有资本划转政策的赋能效应。本文研究表明,国有资本划转的实施可以实现从公司治理侧的风险抑制与财务约束侧的风险优化双向赋能,进而发挥风险抑制效应,并同时对其企业价值提升产生正向“溢出效应”。这一结论说明国有资本划转的践行并不存在普适路径,企业应结合自身经营条件与所处环境等特征,更好发挥各承接主体的外部监督功能。此外,本文发现虽然国有资本划转政策降低了国有企业的风险承担水平,但并未对国有企业价值具有提升效应的研发创新活动产生“挤出效应”。基于此,政府还应以国有资本划转为契机,加强对国有企业研发创新的支持力度。

参考文献:

1. 陈志斌、王诗雨, 2015:《产品市场竞争对企业现金流风险影响研究——基于行业竞争程度和企业竞争地位的双重考量》,《中国工业经济》第3期。
2. 董保宝, 2014:《风险需要平衡吗: 新企业风险承担与绩效倒U型关系及创业能力的中介作用》,《管理世界》第1期。
3. 韩贺洋、杨兴全、周全、韩俊华, 2024:《社保基金持股与企业风险承担: 过度监督还是风险治理》,《会计研究》第1期。
4. 黎文靖、彭远怀、谭有超, 2021:《知识产权司法保护与企业创新——兼论中国企业创新结构的变迁》,《经济研究》第5期。
5. 李佳林、陆嘉玮、潘俊, 2023:《社保基金持股与公司债券发行定价》,《金融评论》第2期。
6. 李健、崔雪、陈传明, 2022:《家族企业并购商誉、风险承担水平与创新投入——基于信号传递理论的研究》,《南开管理评论》第1期。
7. 李培、丁少群, 2019:《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》,《改革》第5期。
8. 李胜楠、朱叱云、王佳琦、姚守宇、娄艺琳, 2024:《国企混改中的治理机制非对称性与风险承担》,《南开管理评论》第9期。
9. 李桢、谭远发, 2023:《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》,《经济体制改革》第1期。
10. 梁上坤、王思超、董青、谢志华, 2024:《地方政府财政压力与企业违约风险》,《金融研究》第6期。
11. 刘锡良、周彬蕊、许坤, 2018:《企业风险承担差异: 所有制特性抑或禀赋特征?》,《经济评论》第5期。
12. 倪志兴、陈嘉滢、李增福, 2024:《社保基金投资与企业ESG表现》,《金融经济研究》第6期。
13. 宋建波、文雯、王德宏, 2017:《海归高管能促进企业风险承担吗——来自中国A股上市公司的经验证据》,《财贸经济》第12期。
14. 孙晓华、李明珊, 2016:《国有企业的过度投资及其效率损失》,《中国工业经济》第10期。
15. 台文志、刘星、徐细雄, 2024:《薪酬监管对央企风险承担的影响研究——基于〈薪酬制度改革方案〉准自然实验的证据》,《管理科学学报》第6期。
16. 肖志超、马新啸, 2025:《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》,《经济理论与经济管理》第3期。
17. 辛清泉、谭伟强, 2009:《市场化改革、企业业绩与国有企业经理薪酬》,《经济研究》第11期。
18. 辛宇、宋沛欣、徐莉萍、滕飞, 2022:《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》,《管理世界》第12期。
19. 许晓芳、周茜、陆正飞, 2020:《过度负债企业去杠杆: 程度、持续性及政策效应——来自中国上市公司的证据》,《经济研究》第8期。
20. 周杰、薛有志, 2008:《公司内部治理机制对R&D投入的影响——基于总经理持股与董事会结构的实证研究》,《研究与发展管理》第3期。
21. Barger, L. L., K. M. Lehn, and C. J. Zutter. 2010. "Sarbanes-Oxley and Corporate Risk-Taking." *Journal of Accounting & Economics* 49(1-2): 34-52.
22. Callaway, B., and P. H. C. Sant'Anna. 2021. "Difference-in-Differences with Multiple Time Periods." *Journal*

of *Econometrics* 225(2): 200–230.

23. Cengiz, D., A. Dube, A. Lindner, and B. Zipperer. 2019. “The Effect of Minimum Wages on Low-Wage Jobs.” *Quarterly Journal of Economics* 134(3): 1405–1454.
24. Choi, J. K., R. N. Hann, M. Subasi, and Y. Zheng. 2020. “An Empirical Analysis of Analysts’ Capital Expenditure Forecasts: Evidence from Corporate Investment Efficiency.” *Contemporary Accounting Research* 37(4): 2615–2648.
25. Faccio, M., M. Marchica, and R. Mura. 2016. “CEO Gender, Corporate Risk-Taking, and the Efficiency of Capital Allocation.” *Journal of Corporate Finance* 39: 193–209.
26. Habib, A., and M. M. Hasan. 2017. “Firm Life Cycle, Corporate Risk-Taking and Investor Sentiment.” *Accounting and Finance* 57(2): 465–497.
27. Li, K., D. Griffin, H. Yue, and L. Zhao. 2013. “How Does Culture Influence Corporate Risk-Taking?” *Journal of Corporate Finance* 23: 1–22.
28. Li, Z., Q. Ying, Y. Chen, and X. Zhang. 2020. “Managerial Risk Appetite and Asymmetry Cost Behavior: Evidence from China.” *Accounting and Finance* 60(5): 4651–4692.
29. Sun, L., and S. Abraham. 2021. “Estimating Dynamic Treatment Effects in Event Studies with Heterogeneous Treatment Effects.” *Journal of Econometrics* 225(2): 175–199.

Transferring State-Owned Capital to Social Security Funds and Risk-Taking in State-Owned Enterprises

Ye Yongwei¹, Cao Wencheng², Wang Shuai¹ and Xia Yang³

(1: College of Public Finance and Investment, Shanghai University of Finance and Economics;
2: Business School, Renmin University of China;
3: College of Business, Shanghai University of Finance and Economics)

Abstract: This paper exploits the policy of transferring state-owned capital to social security funds as a quasi-natural experiment and employs a staggered difference-in-differences methodology to investigate how these transfers influence state-owned enterprises’ (SOEs’) risk-taking behavior and the underlying mechanisms. We find that the transfer of state-owned capital to social security funds significantly reduces risk-taking by SOEs, and that this effect is more pronounced in competitive SOEs, in SOEs where the general manager does not hold shares, and in SOEs operating under high fiscal pressure. Mechanism analysis shows that capital transfers strengthen risk governance by enhancing firm’s internal control quality and reducing managerial risk appetite, and they optimize firm’s risk profiles by curbing excessive capital investment and adjusting financial leverage. Further research shows that there is an internal adjustment mechanism for the risk-taking effect of state-owned capital transfers, which is manifested in the suppression of abnormal risk-taking and the increase in R&D and innovation in firms that contribute to the value of risk-taking. These findings offer theoretical insights and practical guidance for policymakers seeking to reinforce the sustainability of the basic pension insurance system and optimize SOE risk-taking over the long term.

Keywords: State-Owned Capital Transfer, Enterprise Risk-Taking, Value Enhancement

JEL Classification: J20, D21, D81

(责任编辑:彭爽)