

社保缴费负担对企业投资的影响

周晓光 廖梦婷*

内容提要 优化企业投资结构和减轻企业负担是促进企业高质量发展的重要手段。本文使用2008-2015年的中国税收调查数据，探讨了社保缴费负担对企业总投资和投资结构的影响。研究发现，社保缴费负担对企业总投资和固定资产投资存在显著的“挤出效应”，但是增加了企业的创新投资和金融投资。机制分析表明，社保缴费负担通过增加企业的劳动成本，挤占企业的内部现金流，强化企业的融资约束，增加企业用资本替代劳动，对企业总投资和投资结构产生影响，且其对资本或劳动密集型企业以及不同所有制类型企业投资的影响存在明显差异。本文采用替换指标法进行重新估计，并使用工具变量法解决可能存在的内生性问题之后，实证结论依然稳健。本文的发现有利于政策制定者厘清两者之间的关系，并为如何充分发挥中国的社会保险制度的优势和优化企业的投资结构提供参考。

关键词 社保缴费负担 企业投资 投资结构 资本替代劳动 挤出效应

一 引言

社会保障制度的改革和完善一直都是党和政府关注的重大问题。党的十九大报告提出“全面建成覆盖全民、城乡统筹、权责清晰、保障适度、可持续的多层次社会保障体系”，十九届四中全会进一步提出“完善覆盖全民的社会保障体系，强化提高人民

* 周晓光，中国社会科学院人口与劳动经济研究所、中国社会科学院人力资源研究中心，电子邮箱：zhou_xg@cass.org.cn；廖梦婷，中南财经政法大学财政税务学院，电子邮箱：1782728203@qq.com。本文得到国家自然科学基金面上项目“社保缴费负担对中小企业发展的影响、机制及政策优化：基于征收机构改革的视角”（批准号：72074224）的资助。

健康水平的制度保障”。中国社会保障制度一直处于不断的探索和完善过程中，2011 年 7 月《社会保险法》的颁布实施，扩大了社会保险的普及范围，确立了城乡统筹的社会保险法律体系，提高了社会保险基金的统筹层次。2018 年 3 月，《深化党和国家机构改革方案》提出，自 2019 年 1 月 1 日起，税务部门将统一征收基本养老和基本医疗等各项社会保险费。社保征缴机构的变革强化了社会保险的征收力度，完善了中国现有的社会保险征收体制。但现有研究表明，中国企业法定社保缴费率高达 30%，过高的社保缴费率和社保制度的不健全，对中国企业的竞争力产生了一定的负面影响（赵静等，2016）。

近年来，减费降税成为广大学者讨论的热门话题，被视为降低企业劳动力成本、增加企业投资、经济附加值以及利润的重要政策杠杆（Saez et al., 2019）。按照人力资源和社会保障部的规定，企业以员工基本工资为基数，按照一定的比例交纳社保费用，“五险一金”的缴费比例占到员工工资总额的 33% 左右，当前中国企业税费占企业营收比重仍然偏高，而社保缴费就是导致企业负担过重的原因之一（杨灿明，2017）。当面临较高的社保缴费率时，企业基于自身利润最大化，通常会采取手段对社保缴费负担进行转嫁，进而产生逃避税费等倾向（封进，2013）。但 Kugler & Kugler（2009）的研究表明，受劳动供需弹性、最低工资标准、缴费透明度以及个人对社会保险认可度的影响，社会保险成本一般难以转嫁。刘苓玲和慕欣芸（2015）的研究认为，由于《劳动合同法》和最低工资制度所形成的工资粘性，加上社会保险覆盖面率的提升和征缴力度的加强，企业难以转嫁和逃避社保缴费。

理论上，企业缴纳社保缴费负担可以通过正负两个方向对企业投资产生影响。一方面，社保缴费负担增加了企业的劳动成本，减少了企业内部现金流，对企业投资产生负面影响；另一方面，社保缴纳也会通过其他渠道对企业投资产生正面影响，企业缴纳的社会保险对于职工而言是一种福利，可以减少因病旷工和增加劳动供给，并且企业为员工缴纳社会保险能够吸引更加优秀的员工，优化劳动力构成，促进劳动生产率的提高（O'Brien, 2003），即社保缴费负担的“福利效应”。除此之外，在资本和劳动存在替代的条件下，社保缴费负担可能会改变企业资本和劳动力的相对价格，进而对企业的生产和投资决策产生影响（孙博、吕晨红，2011）。

国内外学者大多基于宏观角度研究投资活动的影响因素，分析宏观政策与宏观投资之间的关系，在探究宏观政策影响企业投资行为的传导过程中，仍然将企业整体作为一个“黑匣子”，对于政策传导渠道如何影响微观企业的投资行为与投资结构配置，以及不同规模与产权结构下的传导机制差异等方面的研究相对较少（付文林、赵永辉，

2014)。赵静和陈晓(2016)基于中国企业投资的配置结构的视角,将企业投资分为固定资产投资、研发投资和长期股权投资,研究了货币政策对微观企业投资行为的影响,阐释了制度环境如何影响宏观货币政策对微观企业投资行为的传导机制。

优化企业的投资结构,提升企业的资本劳动比,是提高劳动生产率和产品附加值的重要渠道,是实现经济可持续发展和应对未来中国人口老龄化挑战的重要举措(陈斌开、林毅夫,2013)。但企业投资往往从微观利益着眼,容易同宏观利益发生矛盾,在全球减税浪潮冲击和中国经济下行压力加重的背景下,大量非金融企业脱离固定资产投资转向金融投资,企业“脱实向虚”趋势明显。因此,国家必须对企业投资进行宏观引导和控制,并建立企业投资的自我约束机制。基于此,本文在减费降税的背景下,从企业成本角度出发,重点研究企业在面临较高的社保缴费负担下,是否会调整投资行为,改变其投资结构,将社会保险缴费的成本压力转嫁至企业投资行为上来。

本文可能的创新点和贡献如下:第一,本文的研究丰富了社会保险对企业行为的研究理论体系,进一步拓展了社会保险政策对企业微观行为影响的研究思路。从企业内部现金流渠道和资本替代劳动两种渠道出发,为研究社保缴费对企业行为的影响提供了新的研究视角。第二,本文研究基于的微观调查数据——中国税收调查数据(2008-2015),数据样本量较大,可以有效避免小样本抽样调查数据所导致的偏差,据此得出的结论更具代表性和稳健性。同时本文考虑了可能存在的内生性问题,使用工具变量法,选取平均社保缴费率作为社保缴费负担的替换指标,并进一步从多维角度探讨社保缴费影响企业投资的机制渠道。第三,本文考察了社保缴费负担对企业投资的影响,并深入分析了社保缴费对企业投资结构偏向的影响,分析其背后的机制,为政策制定者厘清企业社保缴费和投资之间的关系提供了经验证据,对完善中国现有的社会保障制度,优化企业的投资结构,促进企业的高质量发展和提升国民经济质量具有重要的现实意义。

二 文献综述

(一) 社保缴费的经济归宿

在分析社保缴费负担对企业投资的影响之前,首先要考虑的是社会保险费的经济归宿,即社会保险费最终由谁来承担的问题。实际上,不管对企业和员工的社保征缴比例在制度上是如何规定,其最终都会在两者之间进行转嫁,从而与原有的社会保险

政策目标存在一定的出入。理论上,影响社会保险费用转嫁的因素主要有三个:一是劳动力供需弹性;二是工资是否具有刚性;三是雇员对当前社会保险缴费与未来预期收益的联系紧密程度的影响。Kugler & Kugler (2009) 的研究表明,当工资刚性无法有效调整工资时,企业难以将社保缴费负担转嫁给员工,进而对企业雇佣产生负面影响。同时,社保缴费负担的转嫁程度还受到员工对社会保险福利价值判断的影响。当员工将企业为其缴纳的社会保险费视为其工资或者预期收益的一部分时,企业越容易以降低员工工资的形式转嫁社保缴费负担 (O'Brien, 2003)。

识别社保缴费负担对企业投资影响的关键在于如何准确衡量社保缴费负担。从现有文献来看,针对社保缴费负担的度量方法可以简单地划分为直接度量法和间接度量法。直接度量法主要以实际缴费率和法定缴费率作为社保缴费负担的代理变量 (赵健宇、陆正飞, 2018)。间接度量法以某种外生的政策变动作为社保缴费负担变动的代理变量,当依赖于现有数据无法获得社保缴费负担可靠的直接度量时,有学者基于准自然实验的研究方法,分析社保缴费负担的影响。基于准自然实验的研究方法能够有效地消除征收能力的异质性对实证结果造成的内生性影响,一定程度上能够得到比较干净的经济效应 (白重恩等, 2014; 彭雪梅等, 2015)。

(二) 社保缴费负担与企业投资

已有大量国外文献表明社保缴费负担与企业投资之间的负相关关系,主张社保缴费负担的增加会减少企业的现金流,强化企业的融资约束,进而对企业投资产生负面影响。内部现金流是企业积累和投资的重要渠道,企业本期现金流状况会显著影响企业的投资预期和外部融资约束,进而影响企业的投资决策,改善企业现金流或是融资能力可以显著提高企业的投资 (Krishnan et al., 2015)。对于现金流匮乏的企业来说,内部资金紧张和外部融资约束限制会显著抑制管理层过度投资的行为,并降低代理成本。因此,在企业社保负担无法转嫁的条件下,社保缴费负担会通过减少企业内部现金流,增强企业的内部融资约束,对企业投资产生负面影响,即社保缴费负担对企业投资的“挤出效应”。

社保缴纳也会通过其它渠道对企业投资产生正面影响。企业缴纳的社会保险对于职工而言是一种福利,减少员工面临的风险,减少因病旷工和增加劳动供给,提高企业的生产效率和经营利润率 (Luque et al., 2013)。企业为员工缴纳社会保险能够吸引更多优秀的员工和留住高素质的人才,减少缺勤和人员流动成本,优化劳动力构成,促进劳动生产率的提高,增加企业的社会责任感和提升企业形象 (O'Brien, 2003)。倪晓然和朱玉杰 (2016) 的研究发现,劳动力保护的增强会提高劳动力与岗位的粘性,

提高劳动生产率和企业绩效水平，人工成本的上升倒逼企业通过技术创新或要素替代的方式提高企业生产效率，激发企业创新潜力和推动技术进步。

除此之外，还有部分学者提出社会保险缴费可能会通过改变资本和劳动力的相对价格对企业投资造成影响，然而目前还很少有文献直接从这一渠道加以研究。唐珏和封进（2019）从社保缴费的福利效应和挤出效应研究了社保缴费负担对企业资本劳动比的影响，社保缴费负担显著增加了企业的人均固定资产，减少了企业的雇佣劳动力，但资本替代劳动的效应仅在规模较小、劳动密集程度较高的企业存在。因此，社保缴费负担可能会通过改变资本和劳动力的相对价格对企业投资造成影响，然而目前从这一渠道进行的研究较少。

（三）企业投资及其结构的影响因素

国内外已有大量文献基于自身的现金流、融资约束、企业投资结构等因素，考察其对企业投资行为的影响。企业内部融资约束会影响企业投资和劳动力雇佣决策，而企业的现金流、杠杆率及借贷利率等因素会与内部融资约束发生交互作用。张杰等（2016）通过构建融资约束指标，发现了融资约束对制造业企业资本劳动比的负面影响，对小规模、民营企业的影响更显著。付文林和赵永辉（2014）基于企业股东权益最大化的欧拉方程模型，使用上市公司面板数据，将企业投资分为固定资产投资和虚拟投资，发现现金流激励会显著增加企业的固定资产投资，税收激励则显著增加了企业的权益性投资。

固定资产投资存在着一次性投入大、回报周期长、短期不易变现的块状性投资的特点，使得固定资产投资难度较大。金融投资不仅资金投入灵活，而且资金回收期短、流动性强，具有可逆性（Davis, 2017），受内部融资能力的影响较小。在固定资产投资受阻和金融投资高回报的双重驱动下，追逐利润的企业将增加金融投资。此外，文献表明，融资约束增加会使企业为了规避资金短缺风险，偏向于投资回收资金更快的项目（Almeida et al., 2011）。因此，社保缴费负担可能会增加企业金融资产投资，挤出企业的固定资产投资。

针对不同类型的企业，社保缴费负担对企业投资和投资结构产生的影响不同，社保缴费负担显著增加了劳动密集型企业的人力成本。葛结根（2018）运用标准的劳动力市场模型，结合中国企业的行业特征和经济周期变化，研究发现社会保险增加了企业的人力资源成本，企业会采取减少员工工资和就业的方式转嫁社保缴费负担。处于不同行业和经济周期的企业，其转嫁程度存在明显差异，对于劳动密集型企业 and 低风险企业来说，这种影响更为显著。国有企业和民营企业对政策的遵守程度可能存在系

统性差异，国有企业实际社保缴费率远高于民营企业，因此随着中国社会保险征收力度的不断加强，将对民营企业的实际社保缴费率产生更大影响，对不同所有制企业的投资及投资结构偏向也会产生明显的差异。

三 模型设定、数据来源与变量定义

本文主要研究社保缴费负担对企业总投资和投资结构的影响，并选取中国 2008 - 2015 年中国税收调查数据进行实证分析。赵静和陈晓（2016）基于中国企业投资的配置结构的视角，将企业投资分为固定资产投资、研发投资和长期股权投资，研究了货币政策对微观企业投资行为的影响，阐释了制度环境如何影响宏观货币政策对微观企业投资行为的传导机制。本文参照该文献，将企业投资分为固定资产投资、创新投资和金融投资三类。参照以往文献做法和中国税收调查数据中已有的数据构建相关指标，本文将分析社保缴费对企业投资和投资结构的影响，并试图从企业现金流和资本替代劳动两条渠道分析背后的影响机制，得出本文的基本结论。

（一）模型设定与变量定义

我们选取构建如下模型检验社保缴费对企业投资的影响：

$$\ln invest_{ist} = \beta_0 + \beta_1 ratio + \sum \alpha_k X_{ist} + \eta_s + \delta_t + \gamma_h + \mu_{ist} \quad (1)$$

其中，被解释变量为企业投资的对数（ $\ln invest_{ist}$ ），表示 t 年 s 省份第 i 个企业的投资总额的对数。其中，固定资产投资用中国税收调查数据中本年增加的固定资产表示，创新投资用外购研发和技术服务支出加上外购信息技术服务支出表示，金融投资用投资收益加上公允价值变动净收益表示。

核心解释变量为社保缴费负担，本文计划采用直接度量法中的实际缴费率作为社保缴费负担的度量指标，即用企业缴纳的社保基金与支付给职工的工资薪金总额的比值来表示； X_{ist} 表示可能会影响到企业的微观层面的经济特征，主要包括企业的资产、负债、企业规模、现金流和相关利润指标， η_s 表示省级虚拟变量， δ_t 表示年度虚拟变量， γ_h 表示行业虚拟变量； μ_{ist} 表示误差项，服从经典假定。 α_k 表示模型的估计系数（其中 $k=0, 1, 2, 3, 4, 5 \dots n$ ），其中 β_1 是我们重点关注的系数，其表示社会保险缴费负担每增加 1 个百分点，企业投资的变化程度。若其显著小于 0，则表示社保缴费负担对企业投资具有负面影响；如果其显著大于 0，则表示社保缴费负担对企业投资具有正向影响。模型设定中，各项变量的具体定义见表 1。

表 1 变量的定义

变量类型	变量名	构建方法
被解释变量	企业投资 ($\ln invest_{ist}$)	(固定资产 + 创新 + 金融资产) 投资的对数
	固定资产投资 (Fix_{invest})	固定资产/总投资
	创新投资 (RD_{invest})	创新投资/总投资
	金融投资 (Fin_{invest})	金融投资/总投资
	人均固定资产 ($\ln ave_f$)	固定资产/企业职工人数的对数
	人均工资 ($\ln ave_w$)	应付职工薪酬/企业职工人数的对数
解释变量	社保缴费负担 ($ratio$)	企业缴纳的社保基金/工资总额
	法定社保缴费率 ($ratio_{fd}$)	法定社保缴费率
	平均社保缴费率 (ave_{ratio})	平均社保缴费率
控制变量	企业规模 ($\ln size$)	企业总资产的对数
	负债率 (lev)	企业总负债/企业总资产
	融资成本 ($cost_f$)	利息支出/企业总负债
	企业持有的货币资金 ($cash_1$)	货币资金/企业总资产
	经营活动现金流 ($cash_{flow0}$)	经营活动现金流/企业总资产
	营业收入 ($\ln revenueoi$)	企业营业收入的对数
	盈利能力 ($profitability$)	利润总额/企业总资产
	省份虚拟变量 ($province$)	省份代码
	年份虚拟变量 ($year$)	年份代码
行业虚拟变量 ($hydm$)	行业代码	

(二) 数据来源与描述性统计

本文使用 2008 – 2015 年中国税收调查数据，分析社保缴费负担对企业投资以及企业投资结构的影响。该数据主要涵盖了营业利润、利息支出、货币现金和企业现金流、社会保险缴费、企业工资薪金、职工人数、企业总资产、企业总负债等企业特征指标。针对本文研究的主题，我们将对中国税收调查数据进行整理。首先，本文将缺少关键变量的样本删除，这些关键变量包括企业的职工人数、利润总额、职工工资等；其次，清理明显不符合逻辑关系的样本值，如企业生产总值为负，企业的职工人数为负，企业固定资产净值为负，企业的资产总额小于固定资产净值，企业的社会保障基金大于职工的工资，企业持有的货币资金大于企业的总资产等。变量的描述性统计如表 2 所示。

从表 2 可以看出，企业的主要投资分布在固定资产投资上，创新投资和金融投资占比均较小，且企业的固定资产投资份额的均值远远高于金融投资和创新投资。企业实际社会保险缴费率的均值为 13.78%，远远低于平均法定社保缴费率，说明企业可能

存在逃避社会保险缴费负担和社保转嫁的情况。企业负债率的均值为 0.5401，表明企业的负债率较高。

表 2 变量的描述性统计

变量名称	均值	标准差	最小值	最大值
企业投资	0.5624	0.2956	0	3.3762
固定资产投资	0.8978	0.2722	0	1
创新投资	0.0554	0.2002	0	1
金融投资	0.0595	0.2158	0	1
人均固定资产	3.3891	2.1825	0.0000	18.6575
人均工资	3.2409	0.9201	0.0000	13.3857
社保缴费负担	0.1378	0.1743	0	1
法定社保缴费率	0.3055	0.0284	0.2300	0.3900
平均社保缴费率	0.0942	0.0492	0.0000	0.3031
企业规模	9.4557	2.5463	0.0000	26.8886
负债率	0.5401	0.3201	0	1
融资成本	0.0135	0.0402	0	1
企业持有的货币资金	0.1805	0.2342	0	1
经营活动现金流	0.0611	0.1354	0	1
营业收入	9.2956	2.5496	0.0000	25.7537
盈利能力	0.0694	0.1220	0	1

资料来源：根据 2008 - 2015 年中国税收调查数据计算得到。

四 回归结果

本文的基准回归结果如表 3 所示。其中，模型（1）是控制了年份、省份和行业固定效应之后，社保缴费负担对企业总投资的估计结果。模型（2）至模型（4）是社保缴费负担对企业投资结构的估计结果。

回归结果显示，模型（1）中的社保缴费负担的回归系数在 1% 的统计水平上显著为负，企业社会保险缴费率每增加 1 个百分点，企业总投资减少 3.35%，验证了社保缴费负担对企业投资的“挤出效应”假说。社保缴费负担对企业固定资产投资的影响如模型（2）所示，企业社会保险缴费率每增加 1 个百分点，企业固定资产投资份额减少 7.16%。可能的原因在于，社保缴费负担减少了企业的内部现金流，强化了企业的融资约束，进而对企业的总投资和固定资产投资产生负面影响。

表 3 基准回归结果

变量名称	企业投资 (1)	固定资产投资 (2)	创新投资 (3)	金融投资 (4)
社保缴费负担	-0.0335 *** (0.0017)	-0.0716 *** (0.0024)	0.0413 *** (0.0019)	0.0366 *** (0.0020)
企业规模	0.0506 *** (0.0003)	-0.0476 *** (0.0004)	0.0025 *** (0.0003)	0.0457 *** (0.0004)
负债率	-0.0215 *** (0.0009)	0.0564 *** (0.0013)	-0.0214 *** (0.0011)	-0.0373 *** (0.0010)
人均工资	-0.0076 *** (0.0004)	-0.0240 *** (0.0006)	0.0126 *** (0.0004)	0.0137 *** (0.0005)
人均固定资产	0.0419 *** (0.0002)	0.0134 *** (0.0003)	-0.0082 *** (0.0002)	-0.0066 *** (0.0002)
融资成本	-0.0620 *** (0.0071)	-0.0294 *** (0.0099)	0.0201 ** (0.0081)	0.0136 * (0.0082)
企业持有的货币资金	-0.0178 *** (0.0013)	-0.0237 *** (0.0019)	0.0131 *** (0.0017)	0.0140 *** (0.0015)
经营活动现金流	0.0613 *** (0.0018)	0.0228 *** (0.0024)	0.0042 * (0.0022)	-0.0235 *** (0.0020)
营业收入	0.0245 *** (0.0003)	0.0204 *** (0.0004)	-0.0004 (0.0003)	-0.0203 *** (0.0004)
盈利能力	0.1199 *** (0.0024)	-0.0633 *** (0.0036)	0.0133 *** (0.0031)	0.0532 *** (0.0029)
常数项	-0.2360 *** (0.0040)	1.2046 *** (0.0051)	0.0623 *** (0.0044)	-0.2070 *** (0.0041)
年份虚拟变量	控制	控制	控制	控制
省份虚拟变量	控制	控制	控制	控制
行业虚拟变量	控制	控制	控制	控制
观测数	680000	680000	520000	680000
R ²	0.5343	0.1065	0.0493	0.1107

注：括号内数字为估计系数的稳健标准误；*、**、***分别表示 10%、5%、1% 的统计水平下的显著性。
资料来源：根据 2008 - 2015 年中国税收调查数据计算得到。

与社保缴费负担对企业总投资和固定资产投资的结论不同，社保缴费负担对企业创新投资和金融投资的回归系数在 1% 的统计水平下显著为正，表明社保缴费负担增加了企业的创新投资和金融投资的份额。模型（3）表明，企业社会保险缴费率每增加 1 个百分点，企业创新投资份额增加 4.13%。创新投资增加可能的原因在于，社保缴费

对创新投资存在“替代效应”和“福利效应”。社保缴费提高了劳动力的价格使得企业使用更多的资本去替代劳动，改变传统的生产方式，激发企业创新。同时，企业缴纳社保会提升员工的总体收入水平，可能会吸引高素质的员工，激发员工的创新潜力 (O'Brien, 2003)。

模型 (4) 表明，企业社会保险缴费率每增加 1 个百分点，企业创新投资的份额增加 3.66%。事实上，白重恩 (2019) 指出，中国企业最大的税费负担来自社保缴费，占企业利润的 48%，远高于其他税费。如此高昂的社保缴费增加了企业的用工成本，降低了实业投资收益率，很有可能导致企业偏离实业投资，增加金融投资。金融资产投资和实业投资的收益率长期存在差距，企业营业收入的对数对企业金融投资的影响在 1% 的统计水平上显著为负，一方面是因为金融投资收益率较高，另一方面实业经营负担繁重导致实业投资利润率下降。

五 机制分析

(一) 现金流机制

为了验证社保缴费负担是否会降低企业内部富余现金流水平，对企业总投资和企业投资结构产生影响，本文将企业持有的货币资金占企业总资产的比重作为被解释变量，使用社保缴费率对其进行回归，同时生成社保缴费率与企业持有的货币资金的交互项，回归结果如表 4 所示。其中，模型 (1) 是控制了年份、省份和行业固定效应，社保缴费负担对企业持有的货币资金进行回归的估计结果。模型 (2) 至模型 (5) 是加入了与主回归一致的控制变量之后，社保缴费负担对企业总投资和企业投资结构的估计结果。

在模型 (1) 中，社会保险缴费负担的系数在 1% 的统计水平下显著为负，表明社会保险缴费与企业内部富余现金流水平之间存在显著的负相关关系，企业社会保险缴费率每增加 1 个百分点，企业持有的货币资金比重减少 4.08%，社保缴费负担显著降低了企业持有的货币资金水平。这初步验证了社会保险缴费负担的存在可能会降低企业持有的货币资金，减少企业现金流，从而对企业投资产生影响。

在模型 (2) 至模型 (5) 中，加入了社会保险缴费负担和企业持有的货币资金的交互项之后，其中社保缴费负担的系数和企业持有的货币资金水平的系数符号与基准模型一致，均在 1% 的统计水平下显著，在此不作赘述。模型需重点关注交互项的系数，其中总投资和创新投资为被解释变量模型的交互项系数显著为正，固定资产投资和金融投资为被解释变量模型的交互项系数显著为负。

表 4 现金流机制的回归结果

变量名称	企业持有的货币资金(1)	企业投资(2)	固定资产投资(3)	创新投资(4)	金融投资(5)
社保缴费负担	-0.0408 *** (0.0007)	-0.0391 *** (0.0021)	-0.0650 *** (0.0030)	0.0337 *** (0.0023)	0.0406 *** (0.0024)
企业持有的货币资金		-0.0222 *** (0.0016)	-0.0185 *** (0.0023)	0.0066 *** (0.0021)	0.0171 *** (0.0018)
企业持有的货币资金和社保缴费负担的交互项		0.0317 *** (0.0072)	-0.0371 *** (0.0112)	0.0430 *** (0.0095)	-0.0223 *** (0.0086)
企业规模		0.0506 *** (0.0003)	-0.0476 *** (0.0004)	0.0025 *** (0.0003)	0.0457 *** (0.0004)
负债率		-0.0215 *** (0.0009)	0.0565 *** (0.0013)	-0.0214 *** (0.0011)	-0.0373 *** (0.0010)
人均工资		-0.0077 *** (0.0004)	-0.0240 *** (0.0006)	0.0126 *** (0.0004)	0.0137 *** (0.0005)
人均固定资产		0.0419 *** (0.0002)	0.0134 *** (0.0003)	-0.0082 *** (0.0002)	-0.0066 *** (0.0002)
融资成本		-0.0618 *** (0.0071)	-0.0296 *** (0.0099)	0.0205 ** (0.0081)	0.0135 * (0.0082)
经营活动现金流		0.0613 *** (0.0018)	0.0228 *** (0.0024)	0.0041 * (0.0022)	-0.0236 *** (0.0020)
营业收入		0.0245 *** (0.0003)	0.0204 *** (0.0004)	-0.0004 (0.0003)	-0.0203 *** (0.0004)
盈利能力		0.1198 *** (0.0024)	-0.0632 *** (0.0036)	0.0132 *** (0.0031)	0.0532 *** (0.0029)
常数项	0.1551 *** (0.0016)	-0.2353 *** (0.0040)	1.2038 *** (0.0051)	0.0633 *** (0.0044)	-0.2074 *** (0.0041)
年份虚拟变量	控制	控制	控制	控制	控制
省份虚拟变量	控制	控制	控制	控制	控制
行业虚拟变量	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	3700000	680000	680000	520000	680000
R ²	0.0734	0.5344	0.1065	0.0493	0.1108

注：括号内数字为估计系数的稳健标准误；*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的统计水平下的显著性。

资料来源：根据 2008 - 2015 年中国税收调查数据计算得到。

(二) 资本替代劳动机制

除现金流渠道外，理论上社会保险费缴费还会通过增加企业的劳动力成本，改变资本和劳动力的相对价格对企业投资造成影响。聂辉华等（2009）基于 2004 年东北地区增值税改革试点的自然实验，构造双重差分模型，研究发现税收负担的变化改变了固

定资产的相对价格，增加了企业的固定资产投资，减少了企业的劳动力雇佣。唐珏和封进（2019）的研究发现社保缴费负担显著增加了企业的人均固定资产，减少了企业的雇佣劳动力，但资本替代劳动的效应仅在规模较小、劳动密集程度较高的企业存在。

因此，本文为了验证社保缴费负担与企业投资之间可能存在的资本替代劳动这一机制，生成企业人均固定资产和社保缴费率的交互项。同时更换人均固定资产和人均工资作为因变量，探究社保缴费负担对企业投资、人均固定资产和人均工资的影响，并验证资本替代劳动这一机制是否存在。

回归结果如表 5 所示，模型（1）是人均固定资产与社保缴费负担关系的实证分析结果。社保缴费负担的系数在 1% 的统计水平下显著为正，表明社保缴费率增加了企业的人均固定资产。模型（2）是人均工资的对数与社保缴费率的实证分析结果，社保缴费率的系数在 1% 的统计水平下显著为负，表明社保缴费率减少了企业的人均工资。模型（1）和模型（2）的回归结果初步表明了社保缴费负担减少了人均工资，增加了人均固定资产，初步表明资本替代劳动这种可能的存在。

表 5 资本替代劳动机制的回归结果

变量名称	人均固定资产 (1)	人均工资 (2)	企业投资 (3)	固定资产投资 (4)	创新投资 (5)	金融投资 (6)
社保缴费负担	0.6804 *** (0.0100)	-0.5047 *** (0.0049)	-0.0189 *** (0.0037)	-0.1046 *** (0.0056)	0.0753 *** (0.0048)	0.0304 *** (0.0042)
人均固定资产		0.0362 *** (0.0005)	0.0424 *** (0.0002)	0.0124 *** (0.0003)	-0.0070 *** (0.0002)	-0.0069 *** (0.0002)
人均固定资产和社保缴费负担的交互项			-0.0036 *** (0.0009)	0.0082 *** (0.0012)	-0.0085 *** (0.0010)	0.0016 (0.0010)
企业规模	0.6099 *** (0.0017)	0.0768 *** (0.0008)	0.0506 *** (0.0003)	-0.0476 *** (0.0004)	0.0025 *** (0.0003)	0.0457 *** (0.0004)
负债率	-0.6616 *** (0.0057)	-0.0614 *** (0.0024)	-0.0215 *** (0.0009)	0.0565 *** (0.0013)	-0.0216 *** (0.0011)	-0.0373 *** (0.0010)
人均工资	0.2046 *** (0.0025)		-0.0076 *** (0.0004)	-0.0241 *** (0.0006)	0.0127 *** (0.0004)	0.0136 *** (0.0005)
融资成本	1.7646 *** (0.0458)	-0.2438 *** (0.0168)	-0.0622 *** (0.0071)	-0.0290 *** (0.0099)	0.0198 ** (0.0081)	0.0137 * (0.0082)
企业持有的货币资金	-1.1526 *** (0.0079)	0.1991 *** (0.0035)	-0.0178 *** (0.0013)	-0.0236 *** (0.0019)	0.0130 *** (0.0017)	0.0140 *** (0.0015)
经营活动现金流	0.2320 *** (0.0111)	0.1701 *** (0.0050)	0.0613 *** (0.0018)	0.0227 *** (0.0024)	0.0043 * (0.0022)	-0.0236 *** (0.0020)

续表

变量名称	人均固定资产 (1)	人均工资 (2)	企业投资 (3)	固定资产投资 (4)	创新投资 (5)	金融投资 (6)
营业收入	-0.2374 *** (0.0018)	0.0877 *** (0.0007)	0.0245 *** (0.0003)	0.0204 *** (0.0004)	-0.0004 (0.0003)	-0.0203 *** (0.0004)
盈利能力	-0.4096 *** (0.0157)	0.6286 *** (0.0072)	0.1197 *** (0.0024)	-0.0629 *** (0.0036)	0.0129 *** (0.0031)	0.0532 *** (0.0029)
人均固定资产		0.0362 *** (0.0005)	0.0424 *** (0.0002)	0.0124 *** (0.0003)	-0.0070 *** (0.0002)	-0.0069 *** (0.0002)
常数项	0.2041 *** (0.0214)	1.5049 *** (0.0100)	-0.2380 *** (0.0040)	1.2092 *** (0.0051)	0.0570 *** (0.0045)	-0.2061 *** (0.0041)
年份虚拟变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份虚拟变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业虚拟变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	1300000	1300000	680000	680000	520000	680000
R ²	0.4125	0.4508	0.5344	0.1066	0.0495	0.1107

注：括号内数字为估计系数的稳健标准误；*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的统计水平下的显著性。

资料来源：根据 2008 - 2015 年中国税收调查数据计算得到。

模型 (3) 至模型 (6) 中，加入了社保缴费负担和企业人均固定资产的交互项，其中社保缴费负担的系数和企业人均固定资产的系数符号与基准模型一致，均在 1% 的统计水平下显著，在此不作赘述。本文重点关注交互项的系数，其中总投资、创新投资为被解释变量模型的交互项系数显著为负，固定资产投资为被解释变量模型的交互项系数显著为正，金融投资为被解释变量模型的交互项系数为正但不显著。

六 异质性分析和稳健性检验

(一) 资本密集型与劳动密集型企业的异质性分析

Hasan et al. (2013) 利用制造业的跨国面板数据发现，劳动管制引起的劳动力市场不完善对企业投资的影响大于信贷市场不完善，会显著增加劳动密集型企业的人工成本。对于劳动密集度越高的企业而言，劳动力成本占生产成本的比重越高，对社会保险费用的变动更加敏感。社保缴费负担会显著增加劳动密集型企业的人工成本，企业更可能会采取用资本替代劳动的做法，改进生产方式与生产规模，增加企业的固定资产投资。因此，为了验证在资本或劳动密集型企业中，社保缴费负担对企业投资和投资结构偏向上是否存在明显的差异，本文将样本分为资本密集型和劳动密集型企业进行分析，回归结果如表 6 和表 7 所示。

表 6 资本密集型企业的回归结果

变量名称	企业投资(1)	固定资产投资(2)	创新投资(3)	金融投资(4)
社保缴费负担	-0.0414 *** (0.0027)	-0.0487 *** (0.0033)	0.0318 *** (0.0027)	0.0233 *** (0.0026)
年份虚拟变量	控制	控制	控制	控制
省份虚拟变量	控制	控制	控制	控制
行业虚拟变量	控制	控制	控制	控制
观测数	270000	270000	210000	270000
R ²	0.4894	0.0549	0.0291	0.0512

注：括号内数字为估计系数的稳健标准误；*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的统计水平下的显著性；受篇幅所限，控制变量及常数项的回归结果未列出。

资料来源：根据 2008 - 2015 年中国税收调查数据计算得到。

通过比较可以发现，社保缴费负担显著挤出了资本密集型企业的总投资，反而显著增加了劳动密集型企业的总投资。这与前文预期一致，企业的社保缴费负担会显著增加劳动力密集型企业的劳动力成本，在社保缴费无法完全转嫁的情况下，企业可能会选择用资本替代劳动，增加企业的总投资。

本文的研究结论与刘媛媛和刘斌（2014）的研究类似，其研究表明，《劳动合同法》的实施加剧了工资粘性和劳动力成本粘性，企业更多地采取投资机器设备来替代人工，且这种效应在劳动密集型企业更为显著。一般来说，限制性较弱的劳动法规与制造业的资本密集度较低有关，特别是在中等收入国家和发展中经济体，以及需要更频繁的劳动力调整的劳动密集型行业来说，尤为明显。这表明，严格的劳动法规会增加劳动力使用成本，从而限制基于要素丰富驱动的比较优势的贸易收益。本文的研究结论则验证了社保缴费负担对于资本或劳动密集型企业投资的影响不同。

表 7 劳动密集型企业的回归结果

变量名称	企业投资(1)	固定资产投资(2)	创新投资(3)	金融投资(4)
社保缴费负担	0.0242 *** (0.0034)	-0.0680 *** (0.0056)	0.0436 *** (0.0043)	0.0320 *** (0.0047)
年份虚拟变量	控制	控制	控制	控制
省份虚拟变量	控制	控制	控制	控制
行业虚拟变量	控制	控制	控制	控制
观测数	160000	160000	120000	160000
R ²	0.5443	0.1265	0.0607	0.1532

注：括号内数字为估计系数的稳健标准误；*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的统计水平下的显著性；受篇幅所限，控制变量及常数项的回归结果未列出。

资料来源：根据 2008 - 2015 年中国税收调查数据计算得到。

同时我们发现，不管是资本还是劳动密集型企业样本，社保缴费负担对企业投资结构的影响和基准回归结论一致。社保缴费负担对企业的固定资产投资存在“挤出效应”，但显著增加了企业的创新投资和金融投资份额。

（二）国有企业和民营企业的异质性分析

民营企业是推进供给侧结构性改革、经济高质量发展和现代化经济体系建设的重要主体。然而，税费负担制约了民营企业的融资和转型，成为阻碍民营企业高质量发展的重要原因之一。其中，税费负担的一个重要来源是企业的社会保险缴费。随着《社会保险法》的推行和社保征缴体制改革的推进，加上最低工资制度所形成的工资地板，企业难以转嫁社保缴费负担。由于国有企业和民营企业在社保政策遵从度上存在显著差异，因而对不同所有制的企业投资和投资结构偏向产生不同的影响。

为了分析其差异，本文将样本分为国企和民企两种类型子样本分别进行回归，回归结果如表 8 和表 9 所示^①。表 8 为企业社保缴费负担对国有企业投资和投资结构的影响，表 9 为企业社保缴费负担对民营企业投资和投资结构的影响，均控制了年份、省份和行业固定效应。

表 8 国有企业的回归结果

变量名称	企业投资 (1)	固定资产投资 (2)	创新投资 (3)	金融投资 (4)
社保缴费负担	0.0015 (0.0061)	-0.0109 (0.0093)	0.0130 ** (0.0064)	0.0042 (0.0084)
年份虚拟变量	控制	控制	控制	控制
省份虚拟变量	控制	控制	控制	控制
行业虚拟变量	控制	控制	控制	控制
观测数	37000	37000	26000	37000
R ²	0.5742	0.1839	0.0816	0.1909

注：括号内数字为估计系数的稳健标准误；*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的统计水平下的显著性；受篇幅所限，控制变量和常数项的回归结果未列出。

资料来源：根据 2008 - 2015 年中国税收调查数据计算得到。

^① 根据中国税收调查数据中的企业类型划分方法，本文的国有企业包括以下三类：110 代表国有企业，141 代表国有联营企业，151 代表国有独资企业。民营企业包括以下六类：170 代表私营企业，171 代表私营独资企业，172 代表私营合伙企业，173 代表私营有限责任公司，174 代表私营股份有限公司，175 代表个人独资企业。

通过比较可以发现，社保缴费负担显著挤出了民营企业总投资和固定资产投资；增加了民营企业的创新投资和金融投资的份额。同时可以明显地看出，社保缴费负担对国有企业的固定资产投资的挤出效应不显著；对总投资和金融投资的“福利效应”不显著，但是显著增加了国有企业的创新投资的份额。可能的原因在于，自中国社会保险制度改革以来，国有企业对社会保险政策的遵从度较高，因而对于企业的投资决策影响甚微，再加上国企的特殊性，其投资决策受一定的政策导向，所以对其投资结构的影响较小。而随着社会保险政策的覆盖范围扩大和征缴体制变革，征收力度的加大，民营企业的实际社保缴费率显著增加，提高了民营企业的人力成本，在社保费用无法转嫁的条件下，企业为追求利润最大化，可能会选择资本替代劳动等方式改变其投资决策和投资结构偏向。

表 9 民营企业回归结果

变量名称	企业投资 (1)	固定资产投资 (2)	创新投资 (3)	金融投资 (4)
社保缴费负担	-0.0459 *** (0.0031)	-0.0759 *** (0.0043)	0.0550 *** (0.0038)	0.0276 *** (0.0030)
年份虚拟变量	控制	控制	控制	控制
省份虚拟变量	控制	控制	控制	控制
行业虚拟变量	控制	控制	控制	控制
观测数	220000	220000	170000	220000
R ²	0.4717	0.0708	0.0436	0.0567

注：括号内数字为估计系数的稳健标准误；*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的统计水平下的显著性；受篇幅所限，控制变量和常数项的估计结果未列出。

资料来源：根据 2008 - 2015 年中国税收调查数据计算得到。

(三) 稳健性检验

1. 替代指标法

上述回归结论表明，企业社保缴费负担的增加会对企业总投资和固定资产投资产生“挤出效应”，对企业的创新投资和金融投资产生“替代效应”。为了验证本文结论的可靠性，采取替代指标法和工具变量法进行稳健性检验。

首先是社保缴费负担衡量指标的设定问题。政策规定，社会保险以企业员工工资为缴费基数乘以各地区法定社保缴费率计算缴纳。在基本回归中，本文用企业社会保险实际缴费总额除以企业工资总额作为社保缴费负担的指标。但是一部分企业在实际

执行政策的过程中，未严格遵守以企业工资薪金总额为缴费基数，往往会通过调整工资结构、低报员工工资等方式降低企业社保缴费基数，那么采用企业实际社会保险缴费额除以工资总额衡量的社保缴费负担可能存在一定的虚假性。

因此，本文选择更换社保缴费负担的测量指标来对表 3 的回归结果进行稳健性检验，采用的替代指标为各省会城市法定社保缴费率。法定社保缴费率对企业经营成果的影响，可以较为外生地衡量社保缴费负担，用法定社保缴费率对企业总投资和投资结构分别进行回归^①。

实证结果如表 10 所示，在控制年份和行业固定效应的条件下，法定社保缴费率对企业投资的系数在 1% 统计水平上显著为负，说明社保缴费负担对企业投资的负向影响较为稳健。法定社保缴费率对企业固定资产投资的系数在 1% 统计水平上显著为负，法定社保缴费率对企业创新投资和金融投资的系数均在 1% 统计水平上显著为正，与前文主回归结论大致相当。其余相关控制变量的系数符号和显著性与基准回归基本一致，在一定程度上验证了本文结论的可靠性。

表 10 替换指标的回归结果

变量名称	企业投资 (1)	固定资产投资 (2)	创新投资 (3)	金融投资 (4)
法定社保缴费率	-0.0733 *** (0.0081)	-0.1017 *** (0.0120)	0.0419 *** (0.0099)	0.0745 *** (0.0099)
年份虚拟变量	控制	控制	控制	控制
省份虚拟变量	未控制	未控制	未控制	未控制
行业虚拟变量	控制	控制	控制	控制
观测数	220000	220000	170000	220000
R ²	0.5406	0.1001	0.0422	0.1069

注：括号内数字为估计系数的稳健标准误；*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的统计水平下的显著性；受篇幅所限，控制变量和常数项的回归结果未列出。

资料来源：根据 2008 - 2015 年中国税收调查数据计算得到。

2. 工具变量法

虽然企业社会保险按照政府政策和法律法规进行缴费，从而具有一定的外生性，但是诸如养老保险等的缴费基数却是企业内生决定的，其受企业内部特征的影响（赵

^① 由于数据的限制，仅能手动搜集整理得到各省会城市的法定社保缴费率，考虑到数据的特殊性，未控制省份虚拟变量，仅控制了年份和行业虚拟变量。

健宇、陆正飞, 2018)。由于本文社保缴费负担是根据每个企业实际缴纳的社保基金除以企业工资总额得出的, 企业社会保险缴费的多少、员工工资总额、实际税率的大小都是企业微观数据, 都与企业的经营决策和经营状况有关, 则企业自身的经营状况和一些不可观测的特征都可能同时对解释变量和被解释变量产生影响, 从而引起基本回归模型的内生性。

因此, 在这部分选择运用合适的工具变量来解决内生性问题。有效的工具变量需要满足两个条件: 首先, 工具变量必须与内生解释变量相关; 其次, 工具变量本身对于方程而言是外生的, 与随机扰动项不相关。本文采用的工具变量是地区平均社会保险缴费率, 采用省级平均社会保险缴费比例衡量。平均意义上的社会保险缴费比例既反映了该地区社会保险缴费的政策标准, 也反映了社会保险缴费标准执行的实际情况, 对企业的社会保险缴费比例会产生影响, 即满足工具变量的第一个条件。同时, 省级平均社会保险缴费率相较于每个企业的实际社保缴费率相对外生, 而且不会影响企业内部其他福利分配的决策, 即满足工具变量的第二个条件。在明确工具变量后, 采用两阶段最小二乘法, 第一阶段用省级平均社保缴费率对实际社保缴费率进行回归, 第二阶段用拟合的社保缴费率对企业投资、固定资产投资、创新投资、金融投资分别进行回归。具体的回归结果如表 11 所示^①。

表 11 中模型 (1) 至模型 (4) 是两阶段最小二乘法的回归结果。结果显示, 社保缴费负担对企业总投资的影响系数仍然在 1% 的统计水平上显著为负, 显著挤出了企业的企业总投资, 企业社会保险缴费率每增加 1 个百分点, 企业总投资减少 6.96%。社保缴费负担对企业投资结构的影响与基准回归类似, 固定资产投资的回归系数显著为负, 创新投资和金融资产投资的系数在 1% 的统计水平上显著为正, 表明社保缴费负担减少了企业的固定资产投资, 增加了企业的创新投资和金融投资份额。

通过比较表 3 中的系数, 模型 (1) 至模型 (4) 回归的内生性造成了低估的问题, 社保缴费负担对企业总投资和固定资产的“挤出效应”依旧显著, 社保缴费负担对企业创新投资和金融资产的“福利效应”依旧显著, 进一步验证了本文的基本结论。其余相关控制变量的系数符号和显著性与基准回归基本一致, 在一定程度上验证了本文结论的可靠性。

^① 由于篇幅原因, 仅汇报第二阶段的回归结果。

表 11 工具变量的回归结果

变量名称	企业投资(1)	固定资产投资(2)	创新投资(3)	金融投资(4)
社保缴费负担	-0.0696 *** (0.0130)	-0.1805 *** (0.0196)	0.2279 *** (0.0097)	0.1013 *** (0.0134)
年份虚拟变量	控制	控制	控制	控制
省份虚拟变量	控制	控制	控制	控制
行业虚拟变量	控制	控制	控制	控制
观测数	680000	680000	520000	680000
R ²	0.5340	0.1032	0.0262	0.1089

注：括号内数字为估计系数的稳健标准误；*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的统计水平下的显著性；受篇幅所限，控制变量和常数项的回归结果未列出。

资料来源：根据 2008 - 2015 年中国税收调查数据计算得到。

七 结论和政策建议

本文研究了中国社保缴费负担对企业投资和投资结构的影响，实证发现了社保缴费负担显著挤出了企业的总投资和固定资产投资，增加了企业的创新投资和金融投资。其主要的作用机制为社保缴费负担增加了企业劳动力的成本，挤占了企业内部现金流，改变了资本和劳动力的相对价格，对企业的投资和投资结构偏向产生了显著的影响。

社保缴费负担对资本或劳动密集型企业 and 不同所有制企业的投资和投资结构的影响程度也不同。社保缴费负担显著挤出了资本密集型企业的企业总投资，劳动力成本越高，社会保险负担对该类型企业形成的压力越大，对该类型企业总投资的挤出效应越明显，但是增加了劳动密集型企业的总投资。不同所有制企业对社会保险政策的遵从程度不同，其社保缴费负担对企业投资决策的影响不同。社保缴费负担显著挤出了民营企业的企业总投资和固定资产投资，增加了民营企业的创新投资和金融投资，但对国有企业的总投资影响不显著。

基于上述结论，本文提出，应进一步减费降税，适当降低社会保险缴费率，优化企业的投资结构，促进企业的高质量发展。已有大量研究表明，社保缴费负担会对中国企业员工的工资、企业绩效和就业产生负面影响。在企业面临高社保缴费率的情况下，企业有动机通过减少职工雇佣、增加非正式就业职工数量或者降低员工工资等手段达到规避社保缴费的目的。企业之所以面临融资约束问题，一方面是开源困难，另一方面是节流不易。企业发展的主要资金为内部积累和外部融资，在无法有效获取外部融资时，企业发展主要依靠内部资金周转。然而沉重的税费负担阻碍了企业发展，尤其是制约了民

营企业的融资和转型，成为阻碍民营企业高质量发展的重要原因之一。

因此，坚持减税降费有利于激发企业活力和发展后劲，实现经济稳中向好趋势不断延续。应逐步降低社会保险缴费率，降低企业的劳动力成本，为企业的内部融资提供空间，营造公平统一的营商环境。提高社会保险的统筹层次，平衡不同地域、行业的社会保险待遇和不同企业之间的社会保险缴费负担。完善社保征收体制改革，建立健全监督管理体制，在适当降低缴费率的同时保证社会保险基金收入的足额收取。

参考文献：

- 白重恩 (2019), 《中国经济何处破局：养老保险降费》，《中国经济报告》第 1 期，第 81 - 86 页。
- 白重恩、赵静、毛捷 (2014), 《制度并轨预期与遵从度：事业单位养老保险改革的经验证据》，《世界经济》第 9 期，第 119 - 144 页。
- 陈斌开、林毅夫 (2013), 《发展战略、城市化与中国城乡收入差距》，《中国社会科学》第 4 期，第 81 - 102 页。
- 封进 (2013), 《中国城镇职工社会保险制度的参与激励》，《经济研究》第 7 期，第 104 - 117 页。
- 付文林、赵永辉 (2014), 《税收激励、现金流与企业投资结构偏向》，《经济研究》第 5 期，第 19 - 33 页。
- 葛结根 (2018), 《社会保险缴费对工资和就业的转嫁效应——基于行业特征和经济周期的考察》，《财政研究》第 8 期，第 93 - 104 页。
- 刘苓玲、慕欣芸 (2015), 《企业社会保险缴费的劳动力就业挤出效应研究——基于中国制造业上市公司数据的实证分析》，《保险研究》第 10 期，第 107 - 118 页。
- 刘媛媛、刘斌 (2014), 《劳动保护、成本粘性与企业应对》，《经济研究》第 5 期，第 63 - 76 页。
- 倪晓然、朱玉杰 (2016), 《劳动保护、劳动密集度与企业创新——来自 2008 年〈劳动合同法〉实施的证据》，《管理世界》第 7 期，第 154 - 167 页。
- 聂辉华、方明月、李涛 (2009), 《增值税转型对企业行为和绩效的影响——以东北地区为例》，《管理世界》第 5 期，第 17 - 24 页。
- 彭雪梅、刘阳、林辉 (2015), 《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》，《管理世界》第6期，第63-71页。
- 孙博、吕晨红（2011），《不同所有制企业社会保险缴费能力比较研究——基于超越对数生产函数的实证分析》，《江西财经大学学报》第1期，第50-55页。
- 唐珏、封进（2019），《社会保险征收体制改革与社会保险基金收入——基于企业缴费行为的研究》，《经济学（季刊）》第3期，第833-854页。
- 杨灿明（2017），《减税降费：成效、问题与路径选择》，《财贸经济》第9期，第5-17页。
- 张杰、郑文平、翟福昕（2016），《融资约束影响企业资本劳动比吗？——中国的经验证据》，《经济学（季刊）》第3期，第1029-1056页。
- 赵健宇、陆正飞（2018），《养老保险缴费比例会影响企业生产效率吗？》，《经济研究》第10期，第97-112页。
- 赵静、陈晓（2016），《货币政策、制度环境与企业投资结构》，《科研管理》第9期，第123-135页。
- 赵静、毛捷、张磊（2016），《社会保险缴费率、参保概率与缴费水平——对职工和企业逃避费行为的经验研究》，《经济学（季刊）》第1期，第341-372页。
- Almeida, Heitor, Murillo Campello & Michael Weisbach (2011). Corporate Financial and Investment Policies When Future Financing Is Not Frictionless. *Journal of Corporate Finance*, 17 (3), 675 - 693.
- Davis, Leila (2017). Financialization and Investment: A Survey of the Empirical Literature. *Journal of Economic Surveys*, 31 (5), 1332 - 1358.
- Hasan, Rana, Devashish Mitra & Asha Sundaram (2013). The Determinants of Capital Intensity in Manufacturing: The Role of Factor Market Imperfections. *World Development*, 51, 91 - 103.
- Krishnan, Karthik, Debarshi Nandy & Manju Puri (2015). Does Financing Spur Small Business Productivity? Evidence from a Natural Experiment. *The Review of Financial Studies*, 28 (6), 1768 - 1809.
- Kugler, Adriana & Maurice Kugler (2009). Labor Market Effects of Payroll Taxes in Developing Countries: Evidence from Colombia. *Economic Development and Cultural Change*, 57 (2), 335 - 358.
- Luque, Adela, Cornell Krizan & Alice Zawacki (2013). The Effect of Employer Health Insurance Offering on the Growth and Survival of Small Business. *Upjohn Institute Technical Report Working Paper*, No. 13 - 030.
- O'Brien, Ellen (2003). Employers' Benefits from Workers' Health Insurance. *The Milbank*

Quarterly, 81 (1), 5 – 43.

Saez, Emmanuel, Benjamin Schoefer & David Seim (2019). Payroll Taxes, Firm Behavior, and Rent Sharing: Evidence from a Young Workers' Tax Cut in Sweden. *The American Economic Review*, 109 (5), 1717 – 1763.

The Impact of the Social Security Contribution on Corporate Investment

Zhou Xiaoguang^{1,2} & Liao Mengting³

(Institute of Population and Labor Economics, Chinese Academy of Social Sciences¹;

Center for Human Resources Research, Chinese Academy of Social Sciences²;

School of Public Finance and Taxation, Zhongnan University of Economics and Law³)

Abstract: Optimizing corporate investment structure and reducing corporate burden are both important means to promote high-quality development of enterprises. This paper uses China Tax Survey data (2008 – 2015) to explore the impact of corporate social security contribution on the total investment and investment structure of enterprises. The results show that the social security contribution has a significant squeezing effect on its total investment and fixed asset investment of enterprises. However, it increases the innovation investment and financial investment. Mechanism analysis indicates that the increasing of social security contributions improves the labor costs, squeezing the internal cash flow, strengthening the financing constraints, promoting the replacement of labor with capital, and therefore affecting the total investment and investment structure of enterprises. For capital or labor-intensive enterprises and enterprises of different ownership types, these influencing impacts on enterprise investment and its structure are significantly different. After we use the substitution index method, and apply the instrumental variable method to solve the possible endogenous problems, the empirical conclusions are still robust. This study clarifies the relationship between social security contribution and corporate investment and bears policy implications for giving full play to the advantages of China's social insurance system and optimizing the investment structure of enterprises.

Keywords: social security contribution, corporate investment, investment structure, replacement of labor with capital, squeezing out effect

JEL Classification: H55, D92

(责任编辑: 封永刚)