

# 社保基金持股与权益资本成本

包 青

(中共安徽省委党校(安徽行政学院),安徽 合肥 230022)

**摘要:**随着社保基金持股规模日益扩大,社保基金持股对企业权益资本成本有何影响值得关注。基于此,本文选择 2008~2019 年中国资本市场 A 股上市公司为样本,实证检验社保基金持股对上市公司权益资本成本的影响以及不同情境下的影响差异。研究发现,社保基金持股能够降低上市公司的权益资本成本,且在民营企业、信息质量较低的企业和非“四大”会计师事务所审计的企业中,社保基金持股降低权益资本成本的作用更明显。进一步研究发现,社保基金持股的上市公司信息披露及时性更高、盈余平滑度更低,这表明社保基金持股通过提高上市公司的信息质量进而降低权益资本成本。本文的结论丰富了社保基金持股的经济后果研究,有助于厘清社保基金持股影响权益资本成本的作用机理。

**关键词:**社保基金持股;权益资本成本;产权性质;信息质量

**中图分类号:**F275      **文献标识码:**A      **文章编号:**1003-5230(2022)01-0062-12

## 一、引言

自 2000 年全国社会保障基金(下文简称“社保基金”)成立以来,社保基金的保值增值问题一直受到实务界和学术界的广泛关注。作为老百姓的“救命钱”“养老钱”,社保基金与每个人的切身利益息息相关,一旦其投资回报出现问题,将对社会保障的平稳运行以及持续发展产生负面影响。鉴于社保基金的特殊性与重要性,国家相继出台了一系列政策法规推动社保基金的良性发展,如 2001 年财政部、劳动和社会保障部联合发布的《全国社会保障基金投资管理暂行办法》、2018 年财政部和国家税务总局联合发布的《关于全国社会保障基金有关投资业务税收政策的通知》、2018 年财政部公布的《全国社保基金、养老基金税收优惠政策》等。在以上政策法规的促进下,2003 年社保基金获准进入证券市场,随后其持股规模快速增长。据 Wind 数据库统计,截至 2019 年第三季度末,中国社保基金持有上市公司股份的总市场价值为 2190.19 亿元,并成为 548 家上市公司的前十大流通股股东,这表明社保基金已经成为稳定和发展中国资本市场的重要力量。同时,截至 2019 年末,中国社保基金的资产规模达到了 2.6 万亿元,同比增长 16.1%。社保基金资产规模的快速增加可能会进一步扩大社保基金的持股规模,上市公司的股权结构也随之改变,社保基金在公司治理过程中发挥的作用将不断

**收稿日期:**2021-08-06

**基金项目:**国家自然科学基金面上项目“本地任职、政治关联与企业财务行为:中国关系情景中独立董事视角的理论构建与实证检验”(71772001)

**作者简介:**包青(1974—),女,安徽庐江人,中共安徽省委党校副教授。

增强。权益资本成本是衡量资本市场尤其是股票市场发展程度的重要指标,直接影响资金流向和资本配置。从公司治理的角度来看,权益资本成本是企业选择融资渠道和制定投资决策的主要依据,在很大程度上决定了企业的投资项目、投资收益和价值评估。社保基金作为公司治理主体之一,其持股行为势必会作用于权益资本成本。那么,社保基金持股对权益资本成本有何影响,又是如何影响的呢?

理论上,与其他偏重短期利益的机构投资者相比,社保基金作为典型的长期机构投资者能够参与公司治理,监督管理层和大股东的行为,缓解投资者内部、投资者与管理层之间的信息不对称程度,在提高公司治理水平方面具有比较优势。与其他长期机构投资者相比,因其独特的社会责任、独立的市场地位和优越的社会资源,社保基金参与公司治理的动因和能力更强、效果也更明显。虽然现有文献已经关注到社保基金持股对公司治理的影响,但权益资本成本作为公司治理的重要内容,尚无研究进一步深入分析社保基金持股对其是否有抑制作用。因此,在社保基金持股规模日益扩大和有关社保基金持股如何作用于权益资本成本的经验证据缺失的双重背景下,本文分析社保基金持股对权益资本成本的影响无疑具有重要的现实意义和理论价值。

具体地,本文选取 2008~2019 年中国资本市场 A 股上市公司作为初始样本,实证检验社保基金持股对权益资本成本的影响以及产权性质、信息质量和“四大”会计师事务所审计在其中发挥的调节作用。相较于以往研究,本文可能的边际贡献主要体现在以下三个方面:一是现有研究多关注社保基金持股对企业价值、系统风险和盈余管理的影响,而鲜有文献探究社保基金持股对权益资本成本的作用,因此本文为社保基金持股的经济后果研究提供了增量经验证据。二是现有研究大多从企业特征、社会责任、内控机制等方面讨论权益资本成本的影响因素,本文则从社保基金持股角度进行考察,拓宽了权益资本成本的研究视角。三是本文检验了产权性质、信息质量及“四大”会计师事务所审计在社保基金持股影响权益资本成本过程中的作用,丰富了社保基金持股发挥治理效应的具体情境,深化了社保基金持股与权益资本成本之间关系的研究。

## 二、文献综述与假设提出

有关权益资本成本影响因素的研究比较丰富。从公司特征的角度来看,公司规模越大,权益资本成本越低<sup>[1]</sup>,公司成长性、账面市值比与权益资本成本负相关<sup>[2][3]</sup>;从公司治理角度来看,随着公司内控制度的完善,权益资本成本得以降低<sup>[4]</sup>;而社会责任的履行不仅能有效降低权益资本成本,而且可以发挥资本成本效应从而提升企业绩效<sup>[5]</sup>;近几年我国成分股的调整 and 国际贸易摩擦也成为研究权益资本成本的新视角<sup>[6][7]</sup>。

机构投资者持股对权益资本成本的影响是学术界关注的焦点。21 世纪以来,机构投资者发展迅速,其具备专业的知识和丰富的信息来源,能够对公司大股东和管理层进行监督,从而有利于提高企业经营绩效<sup>[8]</sup>。已有文献表明,机构投资者持股比例与权益资本成本呈负相关关系,即机构投资者持股比例越大,权益资本成本越小<sup>[9]</sup>。代昀昊进一步研究发现,机构投资者主要通过监督公司的治理行为以及提高公司的信息披露水平来降低权益资本成本<sup>[10]</sup>。现有研究还发现,机构投资者的介入以及持股比例的提升可以降低环境不确定性,缓解公司信息风险与权益资本成本之间的正向关系<sup>[11]</sup>。作为重要的机构投资者之一,社保基金持股不仅在稳定股票市场、完善上市公司治理机制、提高企业绩效等方面发挥了积极的作用<sup>[12]</sup>,而且通过抑制控股股东占用资金、增加机构调研次数等途径提升公司盈余质量<sup>[13]</sup>,还能有效规避系统风险,提升企业价值<sup>[14][15]</sup>。由此说明,社保基金持股能够对企业起到一定的监督和治理作用,从而可能对权益资本成本产生一定的影响。

具体地,本文认为社保基金持股主要通过提高上市公司信息质量对权益资本成本产生影响。一是与其他机构投资者相比,社保基金提高上市公司信息质量的动机更为强烈。一方面,社保基金是老百姓的“救命钱”“养老钱”,其投资收益和未来偿付能力直接关系百姓疾苦、社会安定,因此社保基金保值增值意义重大,这就要求社保基金必须对投资标的的质量及其信息把好关,投得下收得回更要收得好。另一方面,社保基金持有上市公司大量股票,如果短期内抛售获利很容易引发资本市场“地

震”，且抛售后寻找新的投资渠道也是难题，这就使得社保基金必须关注企业长期发展。因此社保基金不能被动接受披露的信息，而必须通过积极参与公司治理获取高质量信息以保证长期稳定收益。二是与其他机构投资者相比，社保基金提升上市公司信息质量的效果更明显。首先，社保基金的立场相对独立<sup>[16]</sup>。社保基金与被投资企业基本没有特殊利益关系，可以避免关联交易，因此对上市公司的监督更公正、更有力。其次，社保基金具有信息处理上的优势。社保基金拥有丰厚的社会资源，能够凭借其信息来源优势改善公司的信息披露环境，而专业化的管理团队使得其收集、处理和分析信息的能力更强，大规模的体量还可以稀释信息处理成本。再次，社保基金可以降低投资者与企业间的信息不对称程度。由于信息不对称的存在，投资者通常要求更高的收益来防范管理层的道德风险，由此导致权益资本成本增加。社保基金规模大，一般持有上市公司较多股份，可以通过行使股东表决权影响管理层人选和公司决策，以内部人的身份减少委托代理中的信息不对称问题。而信息不对称程度的缓解有助于提高投资者评估企业价值的准确性，降低其承受的不确定性，减少投资者对风险溢价的补偿需求，从而降低权益资本成本<sup>[17]</sup>。最后，社保基金可以向市场传递积极信号。社保基金肩负重大社会责任，其投资领域与国家宏观经济发展趋势密切相关，由此社保基金成为一种特殊的投资风向标。社保基金一旦持有某上市公司股份，无疑会提振潜在投资者信心，使得该公司股票的需求量增加、流动性增强、交易成本下降，从而权益资本成本得以降低。基于上述分析，本文提出研究假设 H<sub>1</sub>：

H<sub>1</sub>：社保基金持股能够降低权益资本成本。

由于产权性质不同，国有企业与民营企业在公司治理、企业行为方面有所差异，并因此影响权益资本成本。现实中，国有企业承担着部分社会职能，经营目标多元化，因此在融资方面具有政策优势，即使在经营发展过程中面临财务困境，政府也会及时地采取措施给予财政资助。相较于民营企业，国有企业发生破产的概率较低，因此其权益资本成本也较低。相应地，民营企业不存在政府的“拯救”或“赎买”，自己承担经营风险，投资者通常会索要更高投资回报，因此民营企业的权益资本成本相对较高。社保基金进入民营企业后，能够充分发挥信息治理功能并影响权益资本成本。首先，民营企业权益资本成本相对较高，社保基金发挥治理功能的空间较大。其次，为控制投资风险，社保基金会积极要求民营企业披露更多高质量信息，信息不对称程度因此下降，企业权益资本成本得以降低。再者，社保基金持股民营企业后，可以有效监管大股东的机会主义行为，缓解大股东与中小股东之间的第二类代理问题，从而降低权益资本成本。最后，就民营企业自身而言，正因为政治资源和“关系网”缺失，民营企业更需要借助社保基金持股的信号传递正面效应，以此吸引更多投资者。因此，被社保基金持股后，民营企业管理层更愿意配合社保基金做好信息披露工作，从而有利于降低企业权益资本成本。基于上述分析，本文提出研究假设 H<sub>2</sub>：

H<sub>2</sub>：相较于国有企业，在民营企业中，社保基金持股更能降低其权益资本成本。

信息质量对企业投融资管理的有效性、资源配置的效率以及投资者对企业价值的评估均会产生影响，因此与企业权益资本成本也存在相关性<sup>[18]</sup>，进而对社保基金持股与权益资本成本之间的关系产生影响。高质量信息可以改善投资者与管理层之间的信息不对称程度，降低投资者对未来收益的评估风险，从而降低权益资本成本。同时在信息质量较高的企业中，投资者内部信息分布相对均匀，股票流动性强，交易成本低，因此信息质量较高企业的权益资本成本相对较低。社保基金进入此类企业后，其丰富的信息来源优势难以凸显，调整投资者之间、投资者与企业之间的信息失衡度的作用也有限，因而降低权益资本成本的效果也就不明显。相反地，在信息质量较低的企业中，投资者之间、投资者与企业之间的信息不对称程度较高，由此导致企业权益资本成本也较高。当社保基金投资这类企业时，社保基金可以利用其股东地位充分发挥外部监督、内部治理的功能，优化信息披露环境，提高信息披露水平，从而有效降低权益资本成本。基于上述分析，本文提出研究假设 H<sub>3</sub>：

H<sub>3</sub>：相较于信息质量较高的企业，在信息质量较低的企业中，社保基金持股更能降低其权益资本成本。

会计师事务所作为独立的第三方鉴证，对企业治理行为和信息披露均能发挥监督作用，其审计质

量可能通过以下两个方面对社保基金持股与权益资本成本之间的关系产生影响。一是在非“四大”会计师事务所审计的企业中,社保基金对企业治理行为更易发挥监督作用。现实中,相对于非“四大”会计师事务所,“四大”会计师事务所的内部管理更为规范,对目标企业治理水平的要求更高,且能聘请具备行业专长和高独立性的审计师为企业披露的信息提供专业鉴证。一旦发现企业管理层或大股东存在机会主义行为,“四大”会计师事务所要比非“四大”会计师事务所具有更高的独立性,更能如实发表独立审计意见,从而在一定程度上可以矫正管理层、大股东的失范行为,同时为提高公司治理水平提供专业化的建议。也就是说,“四大”会计师事务所审计有力监督了企业治理行为,因此,与非“四大”会计师事务所审计的企业相比,由“四大”会计师事务所审计的企业公司治理水平一般较高。持股此类企业后,社保基金监督企业治理行为的效果不易彰显。相反地,由非“四大”会计师事务所审计的企业公司治理水平可能相对较低,社保基金持股后更易发挥公司治理效用,更能降低企业权益资本成本。二是在非“四大”会计师事务所审计的企业中,社保基金持股对企业信息披露更易发挥监督作用。相较于非“四大”会计师事务所,“四大”会计师事务所具有更高的市场声誉,一旦不合规的审计意见被披露,“四大”会计师事务所将面临更高的声誉损失和诉讼风险。鉴于此,“四大”会计师事务所对上市公司进行更为严格的审计,这在一定程度上为上市公司财务信息的真实性提供了保证。也就是说,“四大”会计师事务所的高质量审计提升了上市公司的信息质量,降低了企业与投资者之间的信息不对称程度,在一定程度上挤压了社保基金发挥信息治理功能的空间。相反地,非“四大”会计师事务所的审计质量参差不齐,在一定程度上会降低投资者对企业财务报表的信任度,导致投资者索要更高的风险报酬。因此,在非“四大”会计师事务所审计的企业中,权益资本成本相对较高。社保基金持股此类企业后,可以有力监督上市公司的信息披露行为,坚定投资者信心,从而有效降低权益资本成本。基于上述分析,本文提出研究假设  $H_1$ :

$H_1$ :相较于“四大”会计师事务所审计的企业,在非“四大”会计师事务所审计的企业中,社保基金持股更能降低其权益资本成本。

### 三、研究设计

#### (一)数据来源与样本选择

本文以 2008~2019 年沪深两市全部 A 股上市公司为初始研究样本,社保基金持股数据来自 WIND 数据库,其余数据来自 CSMAR 数据库。在此基础上,本文按以下原则对相关数据进行了处理:(1)鉴于监管和财务特征上的特殊性,剔除金融行业上市公司样本;(2)剔除社保基金持股信息披露存在缺失值的公司样本;(3)剔除权益资本成本计算存在缺失值的公司样本;(4)剔除控制变量存在缺失值的公司样本;(5)为了消除极端值的影响,本文对所有连续变量在 1%和 99%分位数进行了缩尾处理。经过以上筛选整理,本文最终得到 14542 个观测值。

#### (二)模型设定

为检验社保基金持股与权益资本成本之间的关系,本文构建如下回归模型:

$$\begin{aligned} RE\_PEG_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Sosec_{i,t} + \alpha_2 Institutions_{i,t} + \alpha_3 Lnsiz_{i,t} + \alpha_4 Lev_{i,t} + \alpha_5 Roa_{i,t} + \\ & \alpha_6 Firsthold_{i,t} + \alpha_7 Tobinq_{i,t} + \alpha_8 Growth_{i,t} + \alpha_9 Nege_{i,t} + \alpha_{10} Audit_{i,t} + \\ & \alpha_{11} Big4_{i,t} + \alpha_{12} State_{i,t} + \sum Indu + \sum Year + \epsilon \end{aligned} \quad (1)$$

在模型(1)中,社保基金持股的系数  $\alpha_1$  衡量了社保基金持股对权益资本成本的影响,因此是本文关注的重点。根据研究假设  $H_1$ ,本文预测  $\alpha_1$  显著为负,即社保基金持股能够发挥信息治理功能,降低权益资本成本。

#### (三)变量定义

##### 1.权益资本成本(RE)

权益资本成本是指企业通过发行普通股票获得资金而付出的代价。参考王化成等的方法<sup>[19]</sup>,本文采用 PEG 模型对权益资本成本进行衡量,稳定性检验中则采用 MPEG 模型度量。PEG 模型分别

以市盈率 and 市盈增长率为基础,假定非正常收益的增长率恒定且为零,RE\_PEG 的计算公式如模型(2)所示:

$$RE\_PEG = \sqrt{(EPS_{t+2} - EPS_{t+1}) / P_t}$$

(2)

式(2)中,  $EPS_{t+1}$  为  $t+1$  期末的每股盈余,  $P_t$  为  $t$  期末的股票价格。

2. 社保基金持股(Sosec)

因本文主要考察社保基金持股对权益资本成本是否有影响,所以采用哑变量可能更契合本文的研究主题,参考李春涛等和靳庆鲁等的方法<sup>[20][21]</sup>,如果上市公司年报显示其被社保基金持股,则 Sosec 为 1,否则为 0。在稳健性检验中,本文则使用社保基金持股比例进行检验。

3. 控制变量

借鉴王化成等、李春涛等和靳庆鲁等的研究<sup>[19][20][21]</sup>,本文选取了以下变量作为控制变量:机构投资者持股比例(Institutions)、公司规模(Lnsize)、资产负债率(Lev)、总资产收益率(Roa)、股权集中度(Firsthold)、托宾 q 值(Tobinq)、成长能力(Growth)、上一年度是否亏损(Nege)、审计意见(Audit)、“四大”审计(Big4)以及产权性质(State)。此外,本文还对行业(Indu)和年份(Year)进行了控制。详细的变量定义与说明如表 1 所示。

| 表 1   |           | 变量定义与说明      |                                                   |
|-------|-----------|--------------|---------------------------------------------------|
| 变量类型  | 变量名称      | 变量符号         | 变量定义                                              |
| 被解释变量 | 权益资本成本    | RE_PEG       | 参考王化成等的方法 <sup>[19]</sup> ,本文采用 PEG 模型对权益资本成本进行衡量 |
| 解释变量  | 社保基金持股    | Sosec        | 如果上市公司年报显示其被社保基金持股,则 Sosec 为 1,否则为 0              |
|       | 机构投资者持股比例 | Institutions | 机构投资者持股量与总股量之比                                    |
|       | 公司规模      | Lnsize       | 期末账面总资产的对数                                        |
|       | 资产负债率     | Lev          | 负债总额与资产总额之比                                       |
|       | 总资产收益率    | Roa          | 净利润与资产总额之比                                        |
|       | 股权集中度     | Firsthold    | 第一大股东持股比例                                         |
| 控制变量  | 托宾 q 值    | Tobinq       | 市值与资产总额之比                                         |
|       | 成长能力      | Growth       | 营业收入增长率                                           |
|       | 上一年度是否亏损  | Nege         | 上一年度亏损为 1,否则为 0                                   |
|       | 审计意见      | Audit        | 出具标准无保留审计意见为 1,否则为 0                              |
|       | “四大”审计    | Big4         | 由“四大”会计师事务所审计为 1,否则为 0                            |
|       | 产权性质      | State        | 国有企业为 1,否则为 0                                     |
|       | 行业        | Indu         | 行业虚拟变量                                            |
|       | 年份        | Year         | 年份虚拟变量                                            |

四、实证结果分析

(一)描述性统计

表 2 报告了主要变量的描述性统计分析结果。由表 2 可知,权益资本成本 RE\_PEG 的均值为 0.131,标准差为 0.097,可以看出不同上市公司的权益资本成本之间具有较大差距。社保基金持股 Sosec 的均值为 0.208,表明被社保基金持股的上市公司仍是少数,这可能与社保基金的投资偏好和选择策略有关,社保基金更倾向于那些业绩良好的上市公司。

(二)回归分析

1. 社保基金持股与权益资本成本

表 3 报告了社保基金持股与权益资本成本之间关系的多元回归分析结果。第(1)列中 Sosec 的回归系数为-0.020,在 1%的水平上显著;第(2)列中 Sosec 的回归系数为-0.006,同样在 1%的水平上显著。以上结果联合表明,社保基金持股能够降低上市公司的权益资本成本,验证了研究假设 H<sub>1</sub>。其原因可能在于,社保基金作为专业的机构投资者拥有较为雄厚的技术和人才储备,相比于个人投资者能够对上市公司进行更为全面严格的监管,提高上市公司的信息质量并降低环境不确定性所带来

的风险。与此同时,社保基金持股也会通过上市公司的绩效管理、长期融资管理、风险管理等方面,对上市公司的治理机制产生重要影响,发挥积极的治理作用,在改善公司治理环境的同时进一步降低权益资本成本。

表 2 主要变量的描述性统计

| 变量          | 观测值   | 均值     | 标准差   | 最小值    | 中位数    | 最大值    | 极差     |
|-------------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| RE_PEG      | 14542 | 0.131  | 0.097 | 0.004  | 0.107  | 1.130  | 1.126  |
| Sosec       | 14542 | 0.208  | 0.406 | 0.000  | 0.000  | 1.000  | 1.000  |
| Institutios | 14542 | 0.419  | 0.233 | 0.005  | 0.429  | 0.895  | 0.890  |
| Lnsiz       | 14542 | 22.280 | 1.387 | 19.320 | 22.090 | 26.630 | 7.311  |
| Lev         | 14542 | 0.484  | 0.207 | 0.075  | 0.486  | 0.972  | 0.897  |
| Roa         | 14542 | 0.039  | 0.064 | -0.230 | 0.036  | 0.226  | 0.456  |
| Firsthold   | 14542 | 0.353  | 0.153 | 0.086  | 0.334  | 0.751  | 0.665  |
| Tobinq      | 14542 | 2.019  | 1.388 | 0.871  | 1.556  | 9.211  | 8.339  |
| Growth      | 14542 | 0.462  | 1.550 | -0.721 | 0.105  | 11.960 | 12.680 |
| Nege        | 14542 | 0.105  | 0.306 | 0.000  | 0.000  | 1.000  | 1.000  |
| Audit       | 14542 | 0.964  | 0.186 | 0.000  | 1.000  | 1.000  | 1.000  |
| Big4        | 14542 | 0.072  | 0.259 | 0.000  | 0.000  | 1.000  | 1.000  |
| State       | 14542 | 0.459  | 0.498 | 0.000  | 0.000  | 1.000  | 1.000  |

控制变量方面：Institutions、Lnsiz、Roa、Tobinq 和 Audit 的回归系数均显著为负,表明当机构投资者持股比例增加、企业规模变大、总资产收益率提高、托宾 q 值增加或审计师出具标准无保留审计意见时,权益资本成本会降低。Lev 的回归系数显著为正,表明企业资产负债率越高,权益资本成本越高。

表 3 社保基金持股与权益资本成本

| 变量                 | (1)                  | (2)                  |
|--------------------|----------------------|----------------------|
|                    | RE_PEG               | RE_PEG               |
| Sosec              | -0.020 *** (-10.330) | -0.006 *** (-3.090)  |
| Institutions       |                      | -0.016 *** (-4.200)  |
| Lnsiz              |                      | -0.005 *** (-6.400)  |
| Lev                |                      | 0.065 *** (14.580)   |
| Roa                |                      | -0.153 *** (-9.800)  |
| Firsthold          |                      | 0.002(0.340)         |
| Tobinq             |                      | -0.006 *** (-8.440)  |
| Growth             |                      | -0.000(-0.340)       |
| Nege               |                      | 0.067 *** (23.390)   |
| Audit              |                      | -0.054 *** (-13.210) |
| Big4               |                      | 0.005 * (1.750)      |
| State              |                      | 0.001(0.920)         |
| 常数项                | 0.209 *** (35.770)   | 0.327 *** (17.810)   |
| 行业/年份              | 控制                   | 控制                   |
| 样本量                | 14542                | 14542                |
| 调整后 R <sup>2</sup> | 0.090                | 0.240                |

注：\*\*\*、\*\* 和 \* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著,下表同。

2.社保基金持股与权益资本成本:产权性质的情境分析

为检验产权性质对社保基金持股与权益资本成本之间关系的影响,本文将样本划分为国有企业和民营企业进行分组测试,回归结果列示于表 4。第(1)列中民营企业社保基金持股 Sosec 的回归系数在 1%的水平上显著为负,第(2)列中国有企业社保基金持股 Sosec 的回归系数为负但不显著。这一结果表明,相较于国有企业,在民营企业中,社保基金持股降低权益资本成本的效应更明显,支持了研究假设 H<sub>2</sub>。产生这一结果的原因可能在于,与国有企业相比,民营企业在管理制度、风险防控、信息披露等方面不够健全,其经营状况存在较大的优化空间。因此,当社保基金作为机构投资者进入民

营企业后,会发挥显著的公司治理作用,从而降低权益资本成本。此外,与国有企业相比,民营企业面临的经营风险更高,而社保基金能扮演好“监管者”的角色,及时发现企业经营过程中存在的问题,这在一定程度上提升了民营企业的风险防范能力,进而降低了权益资本成本。

3.社保基金持股与权益资本成本:信息质量的情境分析

为检验信息质量对社保基金持股与权益资本成本之间关系的影响,参考范经华等的方法<sup>[22]</sup>,本文运用修正琼斯模型计算出盈余管理程度,并以此测度会计信息质量。盈余管理程度越高表明企业会计信息质量越低,反之,盈余管理程度越低表明企业会计信息质量越高。基于上述前提,本文按照盈余管理程度的中位数将样本公司划分为盈余管理程度较低组(信息质量高组)和盈余管理程度较高组(信息质量低组)进行分组测试,回归结果列示于表4。第(3)列中信息质量高的企业社保基金持股 Sosec 的回归系数为负但不显著,而第(4)列中信息质量低的企业社保基金持股 Sosec 的回归系数在1%的水平上显著为负。综合以上结果,我们可以认为,相较于信息质量较高的企业,在信息质量较低的企业中,社保基金持股更能降低权益资本成本,支持了研究假设 H<sub>3</sub>。产生这一结果的原因可能在于,由于高质量的会计信息能全面地反映公司财务状况、经营成果和现金流量,能在一定程度上提高公司的治理水平,当社保基金进入后,其发挥信息治理的边际贡献较低。而信息质量较低的企业由于缺乏完善的治理机制,社保基金进入后能更好地发挥信息治理功能,进而有效降低权益资本成本。

表 4 社保基金持股与权益资本成本:产权性质、信息质量与会计师事务所审计的情境分析

| 变量                 | 民营企业                      | 国有企业                     | 信息质量高<br>的企业             | 信息质量低<br>的企业              | 由非“四大”会计<br>师事务所审计        | 由“四大”会计师<br>事务所审计       |
|--------------------|---------------------------|--------------------------|--------------------------|---------------------------|---------------------------|-------------------------|
|                    | (1)                       | (2)                      | (3)                      | (4)                       | (5)                       | (6)                     |
|                    | RE_PEG                    | RE_PEG                   | RE_PEG                   | RE_PEG                    | RE_PEG                    | RE_PEG                  |
| Sosec              | -0.006 ***<br>(- 2.610)   | - 0.003<br>(- 1.310)     | - 0.003<br>(- 1.360)     | - 0.010 ***<br>(- 3.420)  | - 0.006 ***<br>(- 3.200)  | 0.001<br>(0.150)        |
| Institutions       | - 0.017 ***<br>(- 3.390)  | - 0.017 ***<br>(- 2.710) | - 0.009 *<br>(- 1.650)   | - 0.024 ***<br>(- 4.140)  | - 0.015 ***<br>(- 3.740)  | - 0.012<br>(- 0.900)    |
| Lnsize             | - 0.011 ***<br>(- 8.800)  | - 0.001<br>(- 0.900)     | - 0.006 ***<br>(- 5.110) | - 0.005 ***<br>(- 3.590)  | - 0.006 ***<br>(- 6.760)  | - 0.000<br>(- 0.150)    |
| Lev                | 0.069 ***<br>(11.840)     | 0.059 ***<br>(8.410)     | 0.063 ***<br>(10.060)    | 0.065 ***<br>(10.280)     | 0.067 ***<br>(14.490)     | 0.076 ***<br>(4.120)    |
| Roa                | - 0.135 ***<br>(- 7.170)  | - 0.183 ***<br>(- 6.700) | - 0.116 ***<br>(- 5.130) | - 0.160 ***<br>(- 7.100)  | - 0.153 ***<br>(- 9.470)  | - 0.092<br>(- 1.350)    |
| Firsthold          | - 0.002<br>(- 0.320)      | - 0.001<br>(- 0.120)     | 0.009<br>(1.310)         | - 0.008<br>(- 1.080)      | 0.000<br>(0.080)          | 0.023<br>(1.350)        |
| Tobinq             | - 0.005 ***<br>(- 6.360)  | - 0.007 ***<br>(- 6.240) | - 0.007 ***<br>(- 7.200) | - 0.005 ***<br>(- 5.590)  | - 0.006 ***<br>(- 8.370)  | - 0.009 **<br>(- 2.520) |
| Growth             | 0.000<br>(0.350)          | - 0.000<br>(- 0.630)     | - 0.001<br>(- 0.660)     | - 0.000<br>(- 0.030)      | - 0.000<br>(- 0.590)      | 0.002<br>(0.850)        |
| Nege               | 0.052 ***<br>(13.690)     | 0.078 ***<br>(17.740)    | 0.0543 ***<br>(13.410)   | 0.072 ***<br>(17.280)     | 0.066 ***<br>(22.240)     | 0.090 ***<br>(7.430)    |
| Audit              | - 0.053 ***<br>(- 10.650) | - 0.055 ***<br>(- 7.880) | - 0.037 ***<br>(- 5.430) | - 0.059 ***<br>(- 10.920) | - 0.056 ***<br>(- 13.320) | - 0.002<br>(- 0.100)    |
| Big4               | 0.007<br>(1.530)          | 0.001<br>(0.180)         | 0.002<br>(0.570)         | 0.008 *<br>(1.650)        |                           |                         |
| State              |                           |                          | - 0.000<br>(- 0.020)     | 0.002<br>(1.030)          | 0.002<br>(1.040)          | - 0.004<br>(- 0.670)    |
| 常数项                | 0.457 ***<br>(17.550)     | 0.228 ***<br>(8.470)     | 0.310 ***<br>(12.600)    | 0.321 ***<br>(11.520)     | 0.346 ***<br>(17.540)     | 0.090<br>(1.230)        |
| 行业/年份              | 控制                        | 控制                       | 控制                       | 控制                        | 控制                        | 控制                      |
| 样本量                | 7870                      | 6672                     | 7271                     | 7271                      | 13491                     | 1051                    |
| 调整后 R <sup>2</sup> | 0.254                     | 0.247                    | 0.171                    | 0.290                     | 0.244                     | 0.247                   |

#### 4. 社保基金持股与权益资本成本:会计师事务所审计的情境分析

为检验不同会计师事务所审计对社保基金持股与权益资本成本之间关系的影响,本文将样本划分为“四大”会计师事务所审计的企业和非“四大”会计师事务所审计的企业,回归结果如表4所示。第(5)列中非“四大”会计师事务所审计企业的 Sosec 的回归系数显著为负,而第(6)列中“四大”会计师事务所审计企业的 Sosec 的回归系数为正且不显著。根据以上结果,我们可以认为,相较于“四大”会计师事务所审计的企业,在非“四大”会计师事务所审计的企业中,社保基金持股更能降低其权益资本成本,支持了研究假设 H<sub>4</sub>。产生这种结果的原因可能在于,由于相较于非“四大”会计师事务所,“四大”会计师事务所的审计质量更高,已经较大程度地降低了企业的权益资本成本,因此社保基金持股对降低权益资本成本的边际贡献较小。而非“四大”会计师事务所的审计质量良莠不齐,导致企业的权益资本成本往往还存在较大的降低空间,因此社保基金持股对降低权益资本成本的边际贡献较大,效果更明显。另一方面,相较于非“四大”会计师事务所,“四大”会计师事务所所在全球各个国家的市场声誉与公信力都更大,就中国而言,“四大”会计师事务所的市场份额在巅峰时期达到了惊人的 55%,即使最近几年有所下滑,其市场占有率仍高于 40%。相较于数量众多的其他会计师事务所,“四大”会计师事务所凭借庞大的市场份额以及高质量的审计服务赢得了良好的市场口碑。基于信号传递理论,企业雇佣“四大”会计师事务所进行审计可以向外界传递一定程度的利好信息,从而吸引更多投资者进而降低权益资本成本,由此导致社保基金持股降低权益资本成本的效果有所减弱。

#### 五、进一步检验

在文献综述与假设提出部分,本文认为社保基金持股主要通过提高企业信息质量来降低权益资本成本,社保基金持股是否确实通过上述路径来降低权益资本成本还有待进一步的实证检验。本文通过考察社保基金持股对企业信息披露及时性以及盈余操纵的影响进行检验,为此,在参考已有文献做法的基础上,我们分别构建信息披露的及时性(Timeliness)和盈余平滑度(ES)两个指标。信息披露及时性的度量方式为上一年会计年度结束日与年报实际披露日的时间间隔,该指标越小表明公司信息披露越及时。盈余平滑度参考 Bhattacharya 以及张静和王生年的度量方法<sup>[23][24]</sup>,由于存在一定的样本缺失,最终得到 11608 个有效观测值,其计算模型如下:

$$ES_{i,t} = \frac{SD(CFO_{i,t-3}/ASSET_{i,t-4}, CFO_{i,t-2}/ASSET_{i,t-3}, CFO_{i,t-1}/ASSET_{i,t-2}, CFO_{i,t}/ASSET_{i,t-1})}{SD(NI_{i,t-3}/ASSET_{i,t-4}, NI_{i,t-2}/ASSET_{i,t-3}, NI_{i,t-1}/ASSET_{i,t-2}, NI_{i,t}/ASSET_{i,t-1})} \quad (3)$$

式(3)中,SD 为括号内指标的标准差,CFO<sub>i,t</sub>为第 i 家上市公司第 t 年的净现金流量,ASSET<sub>i,t-1</sub>为第 i 家上市公司第 t-1 年的年末资产总额,NI<sub>i,t</sub>为第 i 家上市公司第 t 年的净利润。

借鉴温忠麟等以及李昊洋等的中介效应检验方法<sup>[25][26]</sup>,本文采用模型(1)和以下递归模型检验社保基金持股是否通过提高企业信息质量降低权益资本成本。

$$\begin{aligned} Timeliness(ES)_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Sosec_{i,t} + \beta_2 Institutions_{i,t} + \beta_3 Lnsizes_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Roa_{i,t} + \\ & \beta_6 Firsthold_{i,t} + \beta_7 Tobinq_{i,t} + \beta_8 Growth_{i,t} + \beta_9 Nege_{i,t} + \beta_{10} Audit_{i,t} + \\ & \beta_{11} Big4_{i,t} + \beta_{12} State_{i,t} + \sum Indu + \sum Year + \epsilon \end{aligned} \quad (4)$$

$$\begin{aligned} RE\_PEG_{i,t} = & \gamma_0 + \gamma_1 Timeliness(ES)_{i,t} + \gamma_2 Sosec_{i,t} + \gamma_3 Institutions_{i,t} + \gamma_4 Lnsizes_{i,t} + \\ & \gamma_5 Lev_{i,t} + \gamma_6 Roa_{i,t} + \gamma_7 Firsthold_{i,t} + \gamma_8 Tobinq_{i,t} + \gamma_9 Growth_{i,t} + \gamma_{10} Nege_{i,t} + \\ & \gamma_{11} Audit_{i,t} + \gamma_{12} Big4_{i,t} + \gamma_{13} State_{i,t} + \sum Indu + \sum Year + \epsilon \end{aligned} \quad (5)$$

第一步对模型(1)进行回归,检验社保基金持股能否降低权益资本成本;第二步对模型(4)进行回归,检验社保基金持股与中介变量信息披露及时性(盈余平滑度)的回归系数  $\beta_1$  是否显著为负,若显著为负,则表明社保基金持股提高了信息质量;第三步对模型(5)进行回归,若系数  $\gamma_1$  显著为正,则说明信息质量发挥了中介作用。

表3列示了第一步检验结果,表明社保基金持股能够降低权益资本成本。表5列示了中介效应检验的第二步和第三步结果,第(1)列 Sosec 的回归系数在 5%的水平上显著为负,表明社保基金持股

能够提升信息披露的及时性;第(2)列 Timeliness 的回归系数在 1%的水平上显著为正,表明信息质量发挥了中介作用,即信息披露及时性越高,权益资本成本越低。第(3)列和第(4)列结果表明,将中介变量替换为盈余平滑度后,本文结论保持不变。综上可验证,社保基金持股通过提高信息质量进而降低了权益资本成本。

表 5 社保基金持股与权益资本成本:作用机制检验

| 变量                 | (1)                   | (2)                 | (3)                  | (4)                 |
|--------------------|-----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|
|                    | Timeliness            | RE_PEG              | ES                   | RE_PEG              |
| Sosec              | -0.562 ** (-2.100)    | -0.000(-0.080)      | -0.356 *** (-2.590)  | -0.001(-0.400)      |
| Timeliness         |                       | 0.001 *** (3.980)   |                      |                     |
| Es                 |                       |                     |                      | 0.001 *** (3.420)   |
| Institutions       | 0.095(0.170)          | -0.023 *** (-3.520) | 0.760 ** (2.540)     | -0.023 *** (-3.240) |
| Insize             | 0.775 *** (6.260)     | -0.014 *** (-5.230) | -0.119 * (-1.900)    | -0.014 *** (-4.560) |
| Lev                | -2.924 *** (-4.470)   | 0.074 *** (6.740)   | 3.772 *** (11.460)   | 0.074 *** (5.920)   |
| Roa                | -24.150 *** (-10.450) | -0.159 *** (-5.920) | -7.365 *** (-6.120)  | -0.168 *** (-5.210) |
| Firsthold          | -2.035 *** (-2.600)   | -0.031 ** (-1.980)  | 0.242(0.600)         | -0.033 * (-1.840)   |
| Tobing             | -0.415 *** (-4.170)   | -0.009 *** (-7.550) | -0.168 *** (-3.340)  | -0.010 *** (-7.390) |
| Growth             | 0.0124(0.180)         | -0.001(-1.630)      | 0.163 *** (4.870)    | -0.001(-1.260)      |
| Nege               | 1.998 *** (4.710)     | 0.0333 *** (8.880)  | -3.711 *** (-17.810) | 0.0348 *** (8.170)  |
| Audit              | -6.808 *** (-11.210)  | -0.030 *** (-3.750) | 1.632 *** (5.640)    | -0.034 *** (-3.990) |
| Big4               | -3.699 *** (-8.330)   | 0.010(1.390)        | -0.761 *** (-3.420)  | 0.010(1.190)        |
| State              | -1.718 *** (-7.190)   | -0.003(-0.420)      | 0.506 *** (4.320)    | -0.006(-0.740)      |
| 常数项                | 55.820 *** (20.560)   | 0.491 *** (8.310)   | 2.418 * (1.760)      | 0.518 *** (7.680)   |
| 行业/年份              | 控制                    | 控制                  | 控制                   | 控制                  |
| 样本量                | 14542                 | 14542               | 11608                | 11608               |
| 调整后 R <sup>2</sup> | 0.129                 | 0.172               | 0.113                | 0.170               |

六、稳健性检验

(一)内生性检验

1.PSM 倾向得分匹配法

本文使用倾向得分匹配法(PSM)来控制可能存在的样本自选择问题。首先通过企业规模、资产负债率、盈利能力、营业收入增长率、审计质量以及产权性质等控制变量进行 1：1 有放回、1：1 无放回和 1：2 无放回的最近邻匹配,然后进行 PSM 分析,根据匹配的结果重新估计模型。表 6 列示的结果表明,回归结果未发生实质性变化,进一步支持了研究假设 H<sub>1</sub>。

表 6 PSM 分析结果

| 变量                 | (1)RE_PEG           | (2)RE_PEG           | (3)RE_PEG           |
|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
|                    | 1：1 有放回             | 1：1 无放回             | 1：2 无放回             |
| Sosec              | -0.005 *** (-2.590) | -0.005 *** (-2.650) | -0.006 *** (-3.500) |
| Institutions       | -0.014 ** (-2.500)  | -0.013 ** (-2.200)  | -0.015 *** (-2.930) |
| Lnsize             | -0.000(-0.220)      | 0.000(0.280)        | -0.001(-1.090)      |
| Lev                | 0.051 *** (7.630)   | 0.052 *** (7.330)   | 0.054 *** (8.660)   |
| Roa                | -0.012(-0.540)      | -0.044 * (-1.840)   | -0.040 * (-1.850)   |
| Firsthold          | -0.003(-0.410)      | -0.002(-0.260)      | -0.001(-0.080)      |
| Tobinq             | -0.008 *** (-8.730) | -0.008 *** (-7.800) | -0.008 *** (-8.510) |
| Growth             | -0.001(-1.400)      | -0.001 * (-1.680)   | -0.001 * (-1.820)   |
| Nege               | 0.089 *** (17.690)  | 0.084 *** (16.060)  | 0.087 *** (18.850)  |
| Audit              | -0.057 *** (-5.920) | -0.054 *** (-5.520) | -0.053 *** (-6.460) |
| Big4               | -0.002(-0.660)      | -0.002(-0.620)      | -0.001(-0.360)      |
| State              | 0.005 ** (2.220)    | 0.005 ** (2.010)    | 0.006 *** (2.850)   |
| 常数项                | 0.208 *** (8.070)   | 0.196 *** (7.130)   | 0.229 *** (9.500)   |
| 行业/年份              | 控制                  | 控制                  | 控制                  |
| 样本量                | 6042                | 5338                | 6978                |
| 调整后 R <sup>2</sup> | 0.218               | 0.224               | 0.213               |

2.工具变量法

为进一步减少内生性问题的干扰,本文通过工具变量法进行了检验。参考王化成等的研究<sup>[19]</sup>,本文采用同年度同地区社保基金持股比例(Year-Province)与同年度同行业社保基金持股比例(Year-Industry)作为工具变量进行回归分析。工具变量法两阶段的回归结果未发生实质性变化(见表7),表明在控制了内生性问题之后,本文的研究结论依然成立。

表 7 工具变量回归结果

| 变量                 | (1)                  | (2)                 |
|--------------------|----------------------|---------------------|
|                    | Sosec                | RE_PEG              |
| IV-Sosec           |                      | -0.031 *** (-3.020) |
| Year-Province      | 0.839 *** (16.760)   |                     |
| Year-Industry      | 0.911 *** (13.060)   |                     |
| 常数项                | -1.106 *** (-12.790) | 0.304 *** (14.740)  |
| 行业/年份              | 控制                   | 控制                  |
| 样本量                | 14542                | 14542               |
| 调整后 R <sup>2</sup> | 0.125                | 0.230               |

注:限于篇幅,控制变量的结果未列示,留有备案,下表同。

(二)重新度量权益资本成本和社保基金持股

参考王化成等的研究<sup>[19]</sup>,本文利用 MPEG 模型重新度量权益资本成本,假定非正常收益率的增长率保持不变,RE\_MPEG 的计算公式如下:

$$RE\_MPEG = \sqrt{(EPS_{t+2} + RE\_MPEG * DPS_{t+1} - EPS_{t+1}) / P_t}$$

(6)

式(6)中,  $EPS_{t+1}$  为  $t+1$  期末的每股盈余,  $P_t$  为  $t$  期末的股票价格,  $DPS_{t+1}$  为  $t+1$  期末的每股股利。

表 8 的第(1)列报告了以 RE\_MPEG 作为因变量的回归结果,从回归结果可以看出,社保基金持股的回归系数在 1%的水平上显著为负,这与之前的研究假设  $H_1$  相吻合,验证了社保基金持股对上市公司具有积极的治理作用,能够降低其权益资本成本。

参考靳庆鲁等的研究<sup>[21]</sup>,本文将解释变量社保基金持股 Sosec 替换为社保基金持股比例 Sosec\_Ratio 进行回归分析,社保基金持股比例的计算公式为:社保基金持股比例=社保基金持股股数/上市公司流通股股数。从表 8 的第(2)列结果中,我们可以看出回归结果并未发生实质性变化。也就是说,在更换社保基金持股的度量方法之后,本文的研究结论依然成立。

表 8 替换变量检验

| 变量                 | (1)                 | (2)                 |
|--------------------|---------------------|---------------------|
|                    | RE_MPEG             | RE_PEG              |
| Sosec              | -0.007 *** (-3.010) |                     |
| Sosec_Ratio        |                     | -0.270 *** (-4.130) |
| 常数项                | 0.309 *** (14.030)  | 0.330 *** (18.040)  |
| 行业/年份              | 控制                  | 控制                  |
| 样本量                | 14542               | 14542               |
| 调整后 R <sup>2</sup> | 0.275               | 0.241               |

七、研究结论与政策启示

随着国家相关扶持政策的出台,社保基金的规模日益扩大。作为老百姓的“救命钱”“养老钱”以及重要的机构投资者,社保基金能否发挥对上市公司的正向治理作用,是其能否在保证资金安全的前提下实现保值增值的关键因素。本文选取 2008~2019 年沪深两市 A 股上市公司为研究样本,从权益资本成本的角度考察了社保基金持股对上市公司的治理作用。研究结果表明,社保基金持股确实能够在一定程度上发挥正向的治理作用,降低上市公司的权益资本成本,且民营企业、低质量信息以

及非“四大”会计师事务所审计均能强化社保基金持股对权益资本成本的抑制作用。作用机制检验结果表明,社保基金持股能够提高信息披露的及时性,降低盈余平滑度,从而提高企业信息质量,进而降低权益资本成本。

综上所述,本文提出以下五个方面的政策建议:一是加大社保基金进入资本市场的力度,推动社保基金多元化投资模式。本文的研究结果揭示,社保基金持股能够通过提高信息质量来降低企业权益资本成本。为充分发挥社保基金持股的正向治理作用,政府部门一方面应出台相关政策适当提高社保基金的持股比例,逐步扩大社保基金的入市规模,另一方面应推进社保基金多元化投资模式,积极拓宽社保基金投资领域。同时,上市公司也应积极引入社保基金参股,从而借助社保基金对公司管理层和大股东机会主义行为的监督作用来提高公司治理水平。二是完善相关政策法规,积极引导社保基金参与上市公司治理。政府要积极完善有关社保基金持股方面的政策法规,加强对社保基金投资的监管力度,优化社保基金的投资流程,为社保基金的健康发展提供良好的外部环境及制度保障。在确保社保基金投资的安全性、流动性和收益性的基础上,积极引导社保基金参与上市公司治理,从而提高上市公司治理水平。三是关注产权性质在社保基金发挥监督和治理作用中的内在影响。相较于国有企业,在民营企业中,社保基金持股更能降低权益资本成本,因此民营企业应该积极引入社保基金参股,充分利用社保基金专业管理团队的优势,进而力求最大限度地借助社保基金的监督和治理作用来促进企业的良性发展。四是关注信息质量在社保基金发挥监督和治理作用中的内在影响。本文研究发现在信息质量较低的企业中,社保基金发挥监督功能以提高信息质量的边际作用更大,从而能够明显降低权益资本成本。因此,信息质量较低的企业应积极寻求与社保基金合作,利用社保基金丰富的信息来源优势,改善自身信息披露环境,提高信息披露质量,从而缓解投资者之间、投资者与公司之间的信息不对称程度,进而降低权益资本成本。五是关注会计师事务所审计在社保基金发挥监督和治理作用中的内在影响。相较于“四大”会计师事务所审计的企业,在非“四大”会计师事务所审计的企业中,社保基金提高企业治理水平和信息质量的边际作用更大,从而更能降低权益资本成本,因此聘请非“四大”会计师事务所进行审计的企业应积极地与社保基金展开合作,为社保基金营造良好的投资环境,吸引社保基金进行投资,从而借助社保基金对公司管理层和大股东的监督作用来弥补低质量的外部审计。

#### 参考文献:

- [1] Botosan, C. A. Disclosure Level and the Cost of Equity Capital[J]. The Accounting Review, 1997, 72(3): 323—349.
- [2] 姜付秀,陆正飞.多元化与资本成本的关系——来自中国股票市场的证据[J].会计研究,2006(6):48—55.
- [3] 王泽霞,郑建克.我国上市公司权益资本成本的估测和检验[J].财会月刊,2008(8):49—51.
- [4] Chen, H., Chen, J. Z., Lobo, G. J., Wang, Y. Effects of Audit Quality on Earnings Management and Cost of Equity Capital: Evidence from China[J]. Contemporary Accounting Research, 2011, 28(3): 892—925.
- [5] 魏卉,姚迎迎,马晓柯.社会责任履行能降低企业权益资本成本吗? [J].金融与经济,2020(6):29—36.
- [6] 黄凯,刘亚辉,尹玉刚.成分股调整改变企业权益资本成本了吗——兼论产权性质的影响[J].会计研究,2021(3):122—136.
- [7] 程小可,沈昊旻,高升好.贸易摩擦与权益资本成本[J].会计研究,2021(2):61—71.
- [8] Yuan, R., Xiao, J. Z., Zou, H. Mutual Funds' Ownership and Firm Performance: Evidence from China[J]. Journal of Banking and Finance, 2008, 32(8): 1552—1565.
- [9] 霍晓萍.机构投资者持股对权益资本成本的影响研究[J].会计之友,2014(3):64—68.
- [10] 代昀昊.机构投资者、所有权性质与权益资本成本[J].金融研究,2018(9):143—159.
- [11] 李祎,刘启亮,李洪. IFRS、财务分析师、机构投资者和权益资本成本——基于信息治理观视角[J].会计研究,2016(10):26—33.
- [12] 解维敏.社保基金持股对公司绩效的影响研究——基于中国上市公司的经验证据[J].价格理论与实践,2013(2):85—86.

- [13] 刘永泽,唐大鹏,丛中岳.社保基金持股对上市公司盈余管理的治理效应[J].财政研究,2011(11):64—68.
- [14] 唐大鹏,翟路萍.中国社保基金投资组合可以降低投资风险吗? [J].经济管理,2014(3):169—179.
- [15] 张先治,贾兴飞.社保基金持股对公司价值的影响研究——基于持股特征异质性的视角[J].财经问题研究,2014(5):45—52.
- [16] 杨海燕,韦德洪,孙健.机构投资者持股能提高上市公司会计信息质量吗?——兼论不同类型机构投资者的差异[J].会计研究,2012(9):16—23.
- [17] 杜金柱,扈文秀,张建锋.成长性差异、信息披露与权益资本成本[J].运筹与管理,2020(3):198—208.
- [18] 刘娟.信息披露质量与企业权益资本成本相关性研究——兼论机构投资者的作用[J].财会通讯,2018(9):28—32.
- [19] 王化成,张修平,侯粲然,李昕宇.企业战略差异与权益资本成本——基于经营风险和信息不对称的中介效应研究[J].中国软科学,2017(9):99—113.
- [20] 李春涛,薛原,惠丽丽.社保基金持股与企业盈余质量:A股上市公司的证据[J].金融研究,2018(7):124—142.
- [21] 靳庆鲁,宣扬,李刚,陈明端.社保基金持股与公司股利政策[J].会计研究,2016(5):34—39.
- [22] 范经华,张雅曼,刘启亮.内部控制、审计师行业专长、应计与真实盈余管理[J].会计研究,2013(4):81—88.
- [23] Bhattacharya, U., Daouk, H., Welker, M. The World Price of Earnings Opacity[J]. The Accounting Review, 2003, 78(3): 641—678.
- [24] 张静,王生年.盈余平滑、投资者异质信念与资产误定价——基于我国沪深两市2000—2012年数据的分析[J].商业研究,2017(9):53—59.
- [25] 温忠麟,张雷,侯杰泰,刘红云.中介效应检验程序及其应用[J].心理学报,2004(5):614—620.
- [26] 李昊洋,程小可,姚立杰.机构投资者调研抑制了公司避税行为吗?——基于信息披露水平中介效应的分析[J].会计研究,2018(9):56—63.

## Social Security Fund Shareholding and Cost of Equity Capital

BAO Qing

(Party School of Anhui Provincial Committee of the CPC (Anhui Academy of Governance), Hefei 230022, China)

**Abstract:** With the increasing scale of social security fund shareholding, it is worth paying attention to how social security fund shareholding affects the cost of equity capital. According to this, this paper selects the A-share listed companies in Chinese capital market from 2008 to 2019 as samples to empirically test the impact of social security fund shareholding on the cost of equity capital and the difference of the impact under different situations. It is found that social security fund shareholding can reduce the cost of equity capital of listed companies, and the role of social security fund shareholding in reducing the cost of equity capital is more obvious in private enterprises, enterprises with low information quality and those not audited by the "Big Four" accounting firms. Further research has found that the listed companies held by social security fund have higher timeliness of information disclosure and lower smoothness of earnings, which indicates that social security fund shareholding reduces the cost of equity capital by improving the information quality of listed companies. The conclusions of this paper enrich the relevant literature in the field of economic consequences of social security fund shareholding, and help to clarify the mechanism of the impact of social security fund shareholding on the cost of equity capital.

**Key words:** Social Security Fund Shareholding; Cost of Equity Capital; Property Right State; Information Quality

(责任编辑:胡浩志)