

# 营商环境改善是否可以提高企业绩效?

## ——基于 2008—2020 年中国 A 股上市公司的经验证据

孙莹<sup>1,2</sup>,王甜甜<sup>1,2</sup>

(1. 中国海洋大学管理学院,山东 青岛 266100; 2. 中国企业营运资金管理研究中心,山东 青岛 266100)

**摘 要:**我国政府高度重视优化营商环境并取得一定成效。以 2008—2020 年沪深 A 股上市公司为研究对象,实证检验了营商环境对企业绩效的影响与作用机理,并分别探讨了不同投资行为、不同产权性质、宏观经济景气与否的异质性。研究表明,营商环境改善有利于提升企业绩效,企业投资行为在其中发挥中介作用。通过对企业投资行为进一步分类发现,营商环境主要通过缓解投资不足而非抑制投资过度来提高企业绩效;相比国有企业,营商环境对非国有企业绩效影响更加显著;相比宏观经济景气时,营商环境对企业绩效的影响在宏观经济不景气时更为显著。

**关键词:**营商环境;企业绩效;投资行为;产权性质

**中图分类号:**F270.3

**文献标志码:**A

**文章编号:**1671-4970(2022)08-0121-08

### 一、引言

“制度至关重要(institution matter)”假说认为更好的制度、更有力的产权保护和更少的政策扭曲,可以使一国较其他国家更加富裕<sup>[1]</sup>。现阶段中国经济发展面临内外部双重挑战,通过优化营商环境减少发展过程中的制度性障碍因素,为各项经济活动提供便利,对于经济高质量发展具有重大战略意义。政府是营商环境建设的重要主体,要想优化营商环境为我国经济发展助力,政府就必须发挥核心牵头作用,国家层面的倡导和制度建设显得尤为重要。《优化营商环境条例》(以下简称《条例》)把以往有效的经验做法以条例形式加以固定<sup>[2]</sup>,从法规

层面明确了营商环境建设的重点,为优化营商环境实践提供了制度保障。根据世界银行颁布的《2020 营商环境报告》<sup>[3]</sup>,我国营商环境排名已经跃升至全球第 31 位,连续 2 年成为营商环境改善幅度最大的十大经济体之一,赶超一部分发达国家,这足以说明我国营商环境建设工作取得重大成就,以往的经验做法被证明有效,这种转变为研究营商环境改善的经济后果及内在机制提供了重要契机。习近平总书记在党的二十大报告中强调,“营造市场化、法治化、国际化一流营商环境”,明确下一步营商环境建设的重点显得尤为重要<sup>[4]</sup>。笔者通过探究营商环境建设对企业经济活动的影响机制,为营商环境实践提供理论建议,使各项营商环境建设工作更具针

**基金项目:**国家自然科学基金(72072166);山东省自然科学基金(ZR2022MG050)

**作者简介:**孙莹(1983—),女,副教授,博士,主要从事资本效率与财务风险研究。E-mail:sunyingouc@163.com

对性,从而切实解决企业经济活动的难点和痛点。

笔者主要研究两个相互关联的问题,营商环境改善是否可以提高企业绩效以及营商环境影响企业绩效的路径是什么?以2008—2020年沪深A股上市公司为研究对象进行大样本检验。相比于以往研究,研究贡献主要体现在以下两个方面:第一,目前优化营商环境的各项举措已经得到大力推行,但营商环境对企业绩效的影响机理尚未得到有效论证,政府政策的推行缺乏理论论证与数据检验。笔者探究了营商环境对企业绩效的影响以及企业投资行为在二者关系中的中介作用,一方面为政府持续改善营商环境提供经验数据支持;另一方面探究了营商环境作用路径,明确优化营商环境的重点应该放在改善金融环境和持续推动简政放权上。第二,把企业面临的制度环境作为一个整体,探究其对企业投资行为的影响,通过对企业投资行为进一步分类发现,良好的营商环境主要作用于企业投资不足而非投资过度,为如何改善企业投资行为提供了新的切入点。

## 二、文献综述

### 1. 营商环境相关研究

现有对营商环境定义的研究尚未得到一致结论,但普遍认同营商环境是影响企业经济活动的外部环境的总和。世界银行认为营商环境是企业活动从开办到结束的各环节中所面临的外部环境状况;《条例》中提到,营商环境是指企业等市场主体在市场经济活动中所涉及的体制机制因素和条件<sup>[2]</sup>;宋林霖等指出营商环境涉及政治、经济、法治、社会、生态等一般环境与政企关系、劳动力市场、金融机构等具体环境<sup>[5]</sup>。

已有对营商环境经济后果的研究表明,一国或一地区营商环境的优劣不仅影响宏观经济发展,也对微观企业活动产生影响。从宏观上看,Djankov等研究发现一国商业法规的改善可以有效提高经济增长率<sup>[6]</sup>,营商环境主要通过3种路径促进宏观经济增长:提高全要素生产率、吸引外商投资和激发市场活力<sup>[7-9]</sup>。国内学者主要聚焦于营商环境对城市经济发展的影响,方颖等检验发现地区产权制度越完善,其GDP越高<sup>[10]</sup>;董志强等研究发现城市制度软环境越好,其人均GDP越高<sup>[1]</sup>;姚震宇等发现高铁开通促进了沿线城市的“流量经济”聚集,有效推动城市发展<sup>[11]</sup>。从微观上看,营商环境影响企业融

资、投资、创新活动和企业绩效。在营商环境影响企业融资方面,佟明亮研究发现地区金融市场化程度越高,民营企业越容易获得银行贷款<sup>[12]</sup>;杨畅等研究发现营商环境影响企业债务来源结构<sup>[13]</sup>。在营商环境影响企业投资方面,张功富研究发现政府干预既会加剧有自由现金流量企业的过度投资,也能缓解有融资约束企业的投资不足<sup>[14]</sup>;王克敏等研究发现产业政策和政府支持降低了企业资源配置效率<sup>[15]</sup>。在营商环境影响企业创新方面,冯涛等研究发现营商环境改善可以加强金融发展对企业技术创新的推动作用<sup>[16]</sup>;夏后学等研究发现营商环境改善减少了企业寻租行为,有利于企业开展市场创新<sup>[17]</sup>。在营商环境影响企业绩效方面,许志端等研究发现在营商环境良好的地区,企业研发投入对其绩效的影响更为显著<sup>[18]</sup>;汪琼等研究发现开通高铁地区的企业现金持有量增加从而企业绩效表现更佳<sup>[19]</sup>。

### 2. 企业投资行为相关研究

投资行为扭曲在我国企业中普遍存在,一定程度上损害了企业价值。影响企业投资行为的因素可以分为五大类:一是代理问题,Jensen认为管理层自利动机导致投资扭曲<sup>[20]</sup>。二是信息不对称,Hahn等认为企业投资受到因信息不对称导致的高外部融资成本的限制<sup>[21]</sup>。三是与管理层异质性有关的投资行为扭曲,姜付秀等研究发现学历水平越高的管理层,其投资行为越符合公司价值最大化目标<sup>[22]</sup>;金豪等研究发现企业过度投资行为与管理层的风险接受程度有关<sup>[23]</sup>。四是制度环境影响企业投资行为,郭庆旺等研究发现政府干预加剧了企业过度投资<sup>[24]</sup>;张新民等研究发现地方产业政策出台诱使企业盲目投资<sup>[25]</sup>。五是非正式制度影响企业投资,张功富研究发现企业通过建立政治关联来减少投资扭曲<sup>[14]</sup>;于蔚等研究发现民营企业通常会寻求政治关联以获得融资、税收、产权保护等方面的支持<sup>[26]</sup>。

归纳现有文献发现以下3点:第一,尽管不同学者对营商环境的定义不尽相同,但都认同营商环境是影响企业经济活动的外部环境的总和,营商环境不仅影响宏观经济增长和经济活力,也会影响企业融资活动、创新活动等微观行为;第二,现有对投资行为的研究已经比较丰富,已经注意到诸如政府干预、投资者保护程度、所有制信贷歧视等单一制度环境对企业投资行为的影响,但很少把制度环境作为一个整体进行考察,营商环境作为企业所面临的外

部环境的总和势必会从多个方面影响企业投资行为,而目前研究较少;第三,现有对营商环境与企业绩效的研究主要集中在营商环境对某个因素与企业绩效关系的调节作用上,少有文献直接研究营商环境对企业绩效的影响及其作用机理。鉴于此,笔者将探究营商环境对企业绩效的影响以及投资行为在其中的中介作用,以探究营商环境的作用路径,为制定更准确的营商环境制度提供建议,为企业如何改善自身投资行为提供新思路。

### 三、理论分析与假设

企业作为最重要的微观经济主体,其发展必然依托于所在地区的营商环境,良好的营商环境意味着吸引力、生产力和竞争力,可以提升企业资源配置效率,优化企业业绩表现<sup>[27]</sup>。中国正处于经济转轨期,政府干预是不可忽视的外部关键制度因素,地区营商环境的好与坏相当于给企业减少或增加了制度成本,从而影响企业绩效。一方面,行政审批程序的繁杂、审批时间的冗长以及审批标准的模糊性为政府工作人员的寻租行为提供了操作空间。当前的行政审批制度改革简化了审批流程、减少甚至取消部分收费项目,不仅直接降低了企业的制度性交易成本,也减少了政府工作人员滥用职权进行寻租的行为,企业得以将资源分配到创造更多价值的创新活动与投资活动,有利于企业绩效的提升。另一方面,外部环境的不确定性制约企业组织行为与生产经营活动<sup>[28]</sup>,给企业带来生产经营之外的额外成本,当地区营商环境优化时,企业获取信息的能力增加,更容易感知市场和政府政策的变化,二者给企业带来的不确定性降低,企业维护外部环境的成本降低,有利于企业资源向创新活动倾斜。总体来看,当地区营商环境较好时,企业面临的制度性交易成本与维护外部环境的成本降低,企业得以把这两部分资源向创新活动与投资活动倾斜,从而提升企业业绩表现,因此提出假设 1(H1):改善营商环境有利于提升企业绩效。

一个完整的资本配置过程可以分为两个阶段:一是社会资本在不同组织形态的企业间的分配;二是不同组织形态的企业把资本分配到各分部或子公司,并最终分配到不同的投资项目<sup>[29]</sup>。根据资源配置效率理论,资本应当流向效率更高的活动,才能实现资本配置的帕累托最优<sup>[30]</sup>,我国优化营商环境的

各种举措正是影响了上述两个环节,通过优化企业间资源分配和企业内部资源分配改善企业投资行为,最终表现为微观企业绩效的提升。具体作用路径如下:其一,《条例》强调保护各类市场主体平等使用生产要素,针对中小企业和民营企业融资问题建立了“企业综合金融服务平台”“企业信用信息共享平台”<sup>[2]</sup>,为企业与银行等金融机构的沟通提供了“绿色通道”从而拉近了二者的关系。同时营商环境优化意味着金融市场透明程度提高,市场中介组织发育更加完全,其信息搜集和处理能力更强,使外部投资者能够更有效评估企业财务状况、经营现状以及投资前景,企业与外部债权人间的信息不对称得以缓解,后者所要求的风险溢价降低,企业能以更低的成本获得外部融资,信贷资源配置的结构性失衡问题得以缓解,提高了资本在不同企业间的配置效率,资金的可获得性是影响企业投资行为的重要因素,只有信贷资源充足的情况下企业才能及时抓住净现值大于零的投资机会,做出最优投资决策而不至错失良机。

其二,公共选择假说强调包括行政审批在内的政府管制会造成资源错配。地方政府出于增加地区就业或政治晋升的目的,可能盲目扩大辖区内企业规模以致造成投资扭曲,而营商环境优化意味着政府简政放权,从“管制型”政府到“服务型”政府转变,从而充分发挥市场在资源配置中的决定性作用,提高企业投资活动的自主性,管理层可以仅根据投资边际回报而非迎合政府偏好做出决策,企业投资行为得以改善,内部资源配置效率提高。综合来看,改善营商环境一方面通过加强市场主体保护优化了资本等生产要素在不同企业间的配置效率,另一方面通过放松政府管制优化了企业对不同项目的投资选择,两条路径共同发挥作用改善企业投资行为。Jensen 提出企业存在最佳投资水平,无论是高于还是低于最佳投资水平,都会损害企业绩效<sup>[20]</sup>,因此投资效率是影响企业绩效的重要因素之一,投资效率和企业绩效呈正相关关系,企业投资直接影响筹资、生产和分配,进而影响企业盈利能力、偿债能力和成长能力。有效率的投资能够将人、财、物和市场环境进行合理结合,推动企业技术进步,进而提高企业绩效;低效率或者无效率的投资是对企业资源的浪费,不利于企业绩效。因此本文提出假设 2(H2):营商环境通过改善企业投资行为来提高企业绩效。

四、模型设定

1. 样本和数据来源

以 2008—2020 年 A 股上市公司为初始研究样本。为保证结果的稳健性和可靠性,对样本依次做如下处理:①删除当年 IPO 的样本;②删除金融类和房地产类上市公司;③删除资产负债率大于 1 的样本;④删除 ST、PT 的样本;⑤删除数据缺失的样本;⑥对所有连续变量在上下 1% 分位进行 Winsorize 缩尾处理,最终得到 17 330 个样本观测值。计算营商环境的数据来自《中国统计年鉴》《中国金融年鉴》及《中国检察年鉴》,其余数据均来自 CSMAR 数据库。

2. 模型构建与变量定义

(1) 变量定义

a. 被解释变量。被解释变量为企业绩效 (ROA),用总资产收益率来衡量,总资产收益率等于企业净利润与企业平均资产总额的比值。

b. 核心解释变量。核心解释变量为营商环境 (BE)。对营商环境 (BE) 的测度借鉴孙群力等构建的多指标多原因模型<sup>[31]</sup>,该模型主要用于研究不可直接观测和度量的潜变量,通过在模型中引入其原因变量和指标变量,建立起潜变量与其原因、结果之间的因果关系。

在此基础上,搜集了 2008—2020 年的宏观数据并利用模型 (1) 测算 13 个年度的营商环境评价指数,在此基础上使用模型 (2) 进行标准化处理,形成一个取值为 [0,1] 的标准化营商环境评价指数。变量定义见表 1。

表 1 模型 (1) 相关变量说明

| 变量名称   | 变量符号       | 变量定义                          |
|--------|------------|-------------------------------|
| 营商环境   | BE         | 营商环境评价指数                      |
| 政府规模   | Govsize    | 财政支出占地区 GDP 的百分比              |
| 税收负担   | Tax        | 税收收入占地区 GDP 的百分比              |
| 法治水平   | Law        | 司法部门 (公、检、法、司) 支出占地区 GDP 的百分比 |
| 政府分权   | ln(fa)     | 地方财政收入占地方财政支出的百分比 (取自然对数)     |
| 劳动力素质  | Education  | 平均受教育年限                       |
| 劳动力成本  | Labcost    | 人均收入占地区人均 GDP 的百分比            |
| 创新活力   | ln(patent) | 每千人专利授予量 (取自然对数)              |
| 融资环境   | Financial  | 金融机构年底实际存贷款余额增长率              |
| 犯罪率    | Crime      | 平均每万人中被逮捕人数                   |
| 对外开放水平 | Tradeopen  | 进出口总额占地区 GDP 百分比              |
| 基础设施   | Road       | 公路与铁路总里程之和除以地区总面积             |

$$\begin{aligned} BE^* = & 0.0161Govsize - 0.0146Tax + 0.1778 \\ & Law + 0.5756\ln(fa) + 0.1378Education - \\ & 0.0211Labcost + 0.1228\ln(patent) + \\ & 0.0062Financial - 0.0391Crime + \\ & 0.0065Tradeopen + 0.5630Road \end{aligned} \quad (1)$$

$$BE = \frac{BE^* - BE_{\min}}{BE_{\max} - BE_{\min}} \quad (2)$$

式中:BE 为经标准化处理后的营商环境评价指数;BE\* 为初步计算得到的营商环境评价指数,BE<sub>min</sub> 为初步计算得到的营商环境评价指数最小值;BE<sub>max</sub> 为初步计算得到的营商环境评价指数最大值。

c. 中介变量。中介变量为企业投资行为 (INVEFF)。企业投资行为的衡量借鉴 Richardson 的研究<sup>[32]</sup>,使用模型 (3) 回归残差的绝对值来衡量企业投资行为。模型 (3) 以企业实际投资额偏离理想状态的程度来表示企业投资效率。该模型首先预测本期合理的投资规模,并用回归残差表示本期实际投资规模与合理投资规模的差,若残差为正,表示存在投资过度,残差为负,表示存在投资不足,残差绝对值则代表了企业投资效率,残差绝对值越大,代表企业实际投资越偏离合理投资规模,意味着企业投资效率越低,企业投资行为越差。

$$\begin{aligned} Inv_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{i,t-1} + \alpha_2 Lev_{i,t-1} + \\ & \alpha_3 Cash_{i,t-1} + \alpha_4 Age_{i,t-1} + \alpha_5 Size_{i,t-1} + \alpha_6 Ret_{i,t-1} + \\ & \alpha_7 Inv_{i,t-1} + \sum YEAR + \sum IND + \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

式中:Inv<sub>i,t</sub> 为企业在 t 年的资本投资量;Growth<sub>i,t-1</sub> 为滞后一期的企业成长性;Lev<sub>i,t-1</sub> 为滞后一期的资产负债率;Cash<sub>i,t-1</sub> 为滞后一期的企业自由现金流;Age<sub>i,t-1</sub> 为滞后一期的企业上市年龄;Size<sub>i,t-1</sub> 为滞后一期的企业规模;Ret<sub>i,t-1</sub> 为滞后一期的股票回报率;Inv<sub>i,t-1</sub> 为滞后一期的资本投资量;α<sub>0</sub>、α<sub>1</sub>、α<sub>2</sub>、α<sub>3</sub>、α<sub>4</sub>、α<sub>5</sub>、α<sub>6</sub>、α<sub>7</sub> 为待估参数;YEAR、IND 分别为时间、行业虚拟变量;ε 为扰动项。

d. 控制变量。控制变量方面,参照企业绩效相关研究,选取了资产负债率、公司规模、企业成长性、上市年龄、大股东占款、董事会规模、两职合一、管理层持股比例、企业自由现金流、员工数量和筹资现金流作为控制变量,同时控制了行业、年度固定效应,其具体定义见表 2。

| 表 2 控制变量说明 |                  |                                         |
|------------|------------------|-----------------------------------------|
| 变量名称       | 变量符号             | 变量定义                                    |
| 公司规模       | <i>Size</i>      | 总资产的自然对数                                |
| 上市年龄       | <i>Age</i>       | 上市年数的自然对数                               |
| 企业成长性      | <i>Growth</i>    | (本年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入                  |
| 资产负债率      | <i>Lev</i>       | (年初总负债+年末总负债)/(年初总资产+年末总资产)             |
| 企业自由现金流    | <i>Cashflow</i>  | 企业经营活动产生的现金流量/总资产 <sup>2</sup>          |
| 筹资现金流      | <i>Czxjl</i>     | 筹资活动的现金流量净额占总资产的比例                      |
| 大股东占款      | <i>Orecta</i>    | 其他应收款占总资产的变量                            |
| 两职合一       | <i>Dual</i>      | 总经理和董事长是否为同一人,是则取值为 1,不是则取值为 0          |
| 管理层持股比例    | <i>Mngmhldn</i>  | 管理层持有股份/总股本                             |
| 董事会规模      | <i>Boardsize</i> | 董事会人数的自然对数                              |
| 员工数量       | <i>Lnemp</i>     | 员工数量的自然对数                               |
| 资本投资量      | <i>Inv</i>       | (固定资产净额增加额+长期股权投资净额增加额+无形资产年度增加额)/平均总资产 |
| 现金持有       | <i>Cash</i>      | 货币资金/总资产                                |
| 股票回报率      | <i>Ret</i>       | 考虑现金红利再投资的年个股回报率                        |
| 年度         | <i>YEAR</i>      | 年度虚拟变量                                  |
| 行业         | <i>IND</i>       | 行业虚拟变量                                  |

## (2)模型构建

为研究营商环境与企业绩效的关系,构建模型(4)。

$$ROA = \alpha_0 + \alpha_1 BE + \sum \alpha_n Controls + \sum YEAR + \sum IND + \varepsilon \tag{4}$$

式中:*ROA* 为企业绩效,用企业总资产收益率衡量;*Controls* 为公司规模、上市年龄等控制变量。

为研究营商环境、企业投资行为与企业绩效的关系,进一步构建模型(5)(6)。

$$INEFF = \beta_0 + \beta_1 BE + \sum \beta_n Controls + \sum YEAR + \sum IND + \varepsilon \tag{5}$$

$$ROA = \theta_0 + \theta_1 BE + \theta_2 INEFF + \sum \theta_n Controls + \sum YEAR + \sum IND + \varepsilon \tag{6}$$

式中:*INEFF* 为企业投资行为; $\beta_0$ 、 $\beta_1$ 、 $\cdots$ 、 $\beta_n$  为待估参数; $\theta_0$ 、 $\theta_1$ 、 $\theta_2$ 、 $\cdots$ 、 $\theta_n$  为待估参数。

# 五、实证结果分析

## 1. 描述性统计

表 3 报告了研究变量的描述性统计结果,企业绩效的均值为 0.036,说明企业每投入 1 单位的资

产仅能获得 0.036 单位的利润,可见样本企业绩效普遍不高,与俞红海等的研究结果类似<sup>[33]</sup>;营商环境的均值为 0.72,最大值为 0.998,最小值为 0.271,说明不同省份营商环境差异很大;投资行为的均值为 0.064,说明我国企业普遍存在投资行为扭曲的现象。

表 3 变量描述性统计

| 变量               | 样本量    | 均值     | 中位数    | 标准差   | 最小值    | 最大值    |
|------------------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|
| <i>ROA</i>       | 17 330 | 0.036  | 0.034  | 0.057 | -0.253 | 0.197  |
| <i>BE</i>        | 17 330 | 0.720  | 0.721  | 0.171 | 0.271  | 0.998  |
| <i>INEFF</i>     | 17 330 | 0.064  | 0.043  | 0.080 | 0.001  | 0.565  |
| <i>Size</i>      | 17 330 | 22.260 | 22.090 | 1.275 | 19.700 | 26.030 |
| <i>age</i>       | 17 330 | 2.742  | 2.773  | 0.368 | 1.386  | 3.401  |
| <i>Growth</i>    | 17 330 | 0.176  | 0.105  | 0.420 | -0.567 | 2.876  |
| <i>Cashflow</i>  | 17 330 | 0.049  | 0.047  | 0.067 | -0.149 | 0.247  |
| <i>Czxjl</i>     | 17 330 | 0.015  | -0.002 | 0.092 | -0.205 | 0.337  |
| <i>Orecta</i>    | 17 330 | 0.016  | 0.009  | 0.022 | 0      | 0.142  |
| <i>Lev</i>       | 17 330 | 0.441  | 0.441  | 0.198 | 0.057  | 0.879  |
| <i>Dual</i>      | 17 330 | 0.256  | 0      | 0.436 | 0      | 1      |
| <i>Mngmhldn</i>  | 17 330 | 0.029  | 0      | 0.055 | 0      | 0.271  |
| <i>Boardsize</i> | 17 330 | 2.152  | 2.197  | 0.200 | 1.609  | 2.708  |
| <i>Lnemp</i>     | 17 330 | 7.863  | 7.795  | 1.243 | 4.500  | 11.170 |

## 2. 主回归结果

营商环境对企业绩效的回归结果显示(限于篇幅表格省略),在添加控制变量且控制行业、年份特征后,营商环境对企业绩效的回归系数在 1% 显著性水平上为正,因此得出结论,营商环境改善有利于提升企业绩效,假设 1 得以验证。

## 3. 投资行为中介效应回归结果

表 4 汇报了模型(2)和模型(3)的多元回归结果,结果表明营商环境优化通过改善企业投资行为来提高企业绩效,营商环境影响企业绩效的作用机制得以理清,假设 2 得以验证。为了增强中介效应检验的可靠性,同时进行 Sobel 检验,Sobel 检验的 *P* 值在 1% 水平上显著,支持投资行为的中介效

表 4 投资行为的中介效应检验

| 变量                        | 模型(1)<br><i>INEFF</i> | 模型(2)<br><i>ROA</i> |
|---------------------------|-----------------------|---------------------|
| <i>BE</i>                 | -0.014***(-3.65)      | 0.006*** (2.59)     |
| <i>INEFF</i>              |                       | -0.065***(-11.62)   |
| <i>Cons</i>               | 0.095*** (5.48)       | -0.152***(-12.64)   |
| 控制变量                      | 是                     | 是                   |
| <i>YEAR</i>               | 控制                    | 控制                  |
| <i>IND</i>                | 控制                    | 控制                  |
| <i>Obs</i>                | 17 330                | 17 330              |
| <i>Adj. R<sup>2</sup></i> | 0.181                 | 0.322               |

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别为在 1%、5% 和 10% 水平上显著;小括号内是 *t* 统计量。下同。

应,而且由 Sobel 检验可知,投资行为中介效应在总效应中占比 64.78%,进一步探究了营商环境发挥作用的路径,为下一步营商环境建设工作提供了理论建议。

4. 营商环境与企业绩效关系的异质性检验

(1) 投资行为进一步分类

企业投资扭曲可以分为投资不足和投资过度,如前文所述,营商环境越好,企业投资行为越能得到改善,企业绩效越好。若对投资行为进一步分类,营商环境对缓解企业投资不足或抑制投资过度的作用是否有显著区别,缓解投资不足和抑制投资过度是否都是营商环境影响企业绩效的传导路径呢?本部分将进行进一步探讨,为此把全部样本分为投资不足样本和投资过度样本,分别进行中介效应检验。使用模型(6)的回归残差估算两种投资行为,残差大于零为投资过度,残差小于零为投资不足。

表 5 汇报了两类样本中模型(1)(2)(3)的回归结果,其中投资不足组有 11 212 个样本,投资过度组有 6 118 个样本,说明我国企业中的投资不足问题比投资过度问题更加普遍。根据温忠麟等提供的中介效应检验程序<sup>[34]</sup>,若在逐步检验法中第二步或第三步的系数不显著,则应做 Sobel 检验,第(2)列营商环境系数不显著,转做 Sobel 检验,其 *P* 值在 1% 水平上显著,说明营商环境通过缓解企业投资不足来提高企业绩效;第(4)列和第(6)列营商环境系数都不显著,说明在投资过度样本中,营商环境对企业绩效的提升作用不明显,投资行为也未在其中发挥中介作用,本部分检验说明营商环境主要通过缓解投资不足而非抑制投资过度来提高企业绩效。

(2) 产权性质分类

以往研究证明,在中国市场环境,企业面临的

融资约束程度因产权性质差异而有所不同。相比非国有企业,政府和金融机构在融资上更加倾向于国有控股企业<sup>[35]</sup>,后者在面临经营困难时更容易获得来自政府的直接财政补贴。同时国有企业往往能以更低成本、更长还款期限以及更宽松贷款条件获得金融机构的支持,且国有企业可能更容易通过上市审核,因此国有企业在债权和股权融资方面都具有天然的优势,面临的融资约束较小。随着法治营商环境不断完善,政府、国有企业和非国有企业间逐渐建立起“竞争中立原则”,非国有企业得以获取更多融资支持和税收优惠,融资约束问题得以缓解,非国有企业对营商环境变化更为敏感。因此笔者认为营商环境对企业绩效的改善作用在非国有企业中更加显著,所以引入股权性质变量(*SOE*),国有企业赋值为 1,非国有企业赋值为 0,进一步分析营商环境对企业绩效作用的异质性。

表 6 汇报了不同产权性质下营商环境对企业绩效的回归结果,回归结果表明营商环境在非国有企业组的强化效应相对于国有企业组的强化效应更为显著。

(3) 宏观经济景气状况

宏观经济景气与否无疑会对企业融资、投资等活动产生举足轻重的影响,现阶段我国金融体系仍以银行为主导,表现出明显的顺周期性特征,银行更多发挥“锦上添花”而非“雪中送炭”作用,具体表现为一旦宏观经济增速下滑,银行风险增大,银行就会选择减少信贷投放规模以增加资本缓冲,这种亲周期性的行为使得企业融资难度增大,加剧了企业面临的融资约束,因此在宏观经济不景气时期,企业投资扭曲行为更加严重,本部分将对此进行检验。为

表 5 企业投资行为进一步分类

| 变量                        | 投资不足组                  |                      |                        | 投资过度组                 |                       |                       |
|---------------------------|------------------------|----------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
|                           | 模型(1)                  | 模型(2)                | 模型(3)                  | 模型(4)                 | 模型(5)                 | 模型(6)                 |
| <i>BE</i>                 | 0.009 ***<br>(2.75)    | -0.001<br>(-0.40)    | 0.008 ***<br>(2.72)    | 0.004<br>(1.31)       | -0.025 ***<br>(-2.68) | 0.004<br>(1.13)       |
| <i>INVEFF</i>             |                        |                      | -0.214 ***<br>(-10.01) |                       |                       | -0.024 ***<br>(-4.77) |
| <i>Cons</i>               | -0.187 ***<br>(-11.31) | 0.170 ***<br>(15.73) | -0.151 ***<br>(-9.25)  | -0.096 ***<br>(-5.69) | 0.059<br>(1.45)       | -0.094 ***<br>(-5.61) |
| 控制变量                      | 是                      | 是                    | 是                      | 是                     | 是                     | 是                     |
| <i>YEAR</i>               | 控制                     | 控制                   | 控制                     | 控制                    | 控制                    | 控制                    |
| <i>IND</i>                | 控制                     | 控制                   | 控制                     | 控制                    | 控制                    | 控制                    |
| <i>Obs</i>                | 11 212                 | 11 212               | 11 212                 | 6 118                 | 6 118                 | 6 118                 |
| <i>Adj. R<sup>2</sup></i> | 0.312                  | 0.179                | 0.326                  | 0.357                 | 0.290                 | 0.360                 |

此借鉴江红莉等的研究,使用宏观经济景气一致指数衡量宏观经济景气状况<sup>[36]</sup>。设置宏观经济是否景气虚拟变量(*UD*),若某个年度的宏观经济景气一致指数大于等于2008—2019年度宏观经济景气一致指数的中位数,则该年度视为宏观经济景气年度,否则该年度被视为宏观经济不景气年度。

表6汇报了不同宏观经济状况下营商环境对企业绩效的回归结果,回归结果表明宏观经济不景气状况下,营商环境对企业绩效的影响更为显著。

| 表6 分组回归                   |                       |                        |                        |                       |
|---------------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|
| 变量                        | 产权性质分组                |                        | 宏观经济景气状况分组             |                       |
|                           | 模型(1)<br><i>ROA</i>   | 模型(2)<br><i>ROA</i>    | 模型(3)<br><i>ROA</i>    | 模型(4)<br><i>ROA</i>   |
| <i>BE</i>                 | 0.011 **<br>(2.57)    | 0.001<br>(0.51)        | 0.011 ***<br>(3.28)    | 0.001<br>(0.39)       |
| <i>Cons</i>               | -0.171 ***<br>(-8.69) | -0.188 ***<br>(-11.41) | -0.190 ***<br>(-11.23) | -0.155 ***<br>(-8.49) |
| 控制变量                      | 是                     | 是                      | 是                      | 是                     |
| <i>YEAR</i>               | 控制                    | 控制                     | 控制                     | 控制                    |
| <i>IND</i>                | 控制                    | 控制                     | 控制                     | 控制                    |
| <i>Obs</i>                | 9489                  | 7841                   | 10653                  | 6677                  |
| <i>Adj. R<sup>2</sup></i> | 0.319                 | 0.341                  | 0.306                  | 0.339                 |

5. 稳健性检验

为增强回归结果可靠性,从以下几方面进行稳健性检验:第一,使用市场化总指数重新衡量营商环境;第二,使用经营环境指数重新衡量营商环境,参考王小鲁等编写的报告<sup>[37]</sup>;第三,使用净资产收益率重新衡量企业绩效;第四,参考Polk等的研究,更换企业投资行为的衡量方式(*INVEFF2*)<sup>[38-39]</sup>;第五,内生性处理。政府致力于优化营商环境是为了地区经济发展,在《条例》的指导下,各省份所颁布的建设营商环境举措受制于当地经济发展的状态和水平,营商环境可能会部分内生于经济发展状况,因此进行了反向因果检验,回归结果表明营商环境并不内生于所在地区企业绩效。更换营商环境、企业绩效与企业投资行为衡量方式后,模型(1)(2)(3)的回归结果仍然显著,说明假设成立且结果稳健,营商环境改善对企业绩效有良好促进作用,企业投资行为在其中发挥中介作用。

六、研究结论与政策启示

营商环境作为企业所面临的外部环境的总和必然从多个方面影响企业投资、融资和创新活动从而影响企业绩效。地区营商环境越好,辖区内企业所

面临的融资约束越轻、受到的政府管制越少、制度性交易成本越低,企业各项决策得以优化从而促进绩效提升。本研究聚焦营商环境、企业投资行为与企业绩效的关系,探究了营商环境影响企业绩效的作用机理,研究表明:第一,由于地区营商环境建设的具体举措和实施力度不尽相同,因此我国各省份营商环境存在显著差异,营商环境越好的地区,企业绩效越高;第二,地区营商环境主要通过改善企业投资行为来提高企业绩效,投资行为在营商环境与企业绩效关系中发挥中介作用;第三,通过对企业投资行为进一步分类发现,营商环境更多通过缓解企业投资不足而非抑制投资过度来提高企业绩效,营商环境建设主要作用于企业投资不足问题;第四,相比国有企业,营商环境对非国有企业绩效作用更加显著;第五,相比宏观经济景气时期,地区营商环境对宏观经济不景气时企业绩效作用更加显著。

根据以上研究发现,有如下政策启示:第一,政府应持续改善营商环境。本研究证实了营商环境改善所带来的积极作用,即企业投资扭曲行为减少,企业绩效得以提升,因此我国政府改善营商环境的各项举措应该一以贯之,尤其在目前阶段中国经济发展进入新常态以及新冠肺炎疫情影响带来的经济下行压力下,改善营商环境显得举足轻重。同时各地方政府应因地制宜发展本地区营商环境,学习先进地区改善营商环境的举措,从而吸引企业投资以激发本地区经济活力。第二,政府应把改善营商环境的重点放在改善金融环境以及简政放权上。一方面应注重金融营商环境建设,促进金融中介机构的发展,缓解企业与银行间的信息不对称,帮助企业解决融资问题;另一方面也应处理好政府与市场的关系,给予辖区内企业更多决策自主权。

参考文献:

[1] 董志强,魏下海,汤灿晴. 制度软环境与经济发展——基于30个大城市营商环境的经验研究[J]. 管理世界, 2012(4):9-20.

[2] 中华人民共和国国务院. 中华人民共和国国务院令 第693号[EB/OL]. (2017-12-25)[2022-03-01]. <http://www.chinatax.gov.cn/chinatax/c102235/c5182054/content.html>.

[3] Word Bank. Doing Business 2020[EB/OL]. (2020-09-16)[2022-03-01]. <https://www.worldbank.org>.

[4] 习近平. 高举中国特色社会主义伟大旗帜 为全面建设

- 社会主义现代化国家而团结奋斗——在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告[M]. 北京:人民出版社,2022.
- [5] 宋林霖,何成祥. 优化营商环境视阈下放管服改革的逻辑与推进路径——基于世界银行营商环境指标体系的分析[J]. 中国行政管理,2018(4):67-72.
- [6] DJANKOV S, MCLIESH C, RAMALHO R M. Regulation and growth[J]. *Economics Letters*, 2006, 92(3): 395-401.
- [7] DAWSON J W. Institutions, investment, and growth: new cross-country and panel data evidence[J]. *Economic Inquiry*, 1998, 36(4): 603-619.
- [8] PIWONSKI K. Does the “Ease of Doing Business” in a country influence its foreign direct investment inflows? [D]. Smithfield: Bryant University, 2010.
- [9] CEBULA R. Which economic freedoms influence per capita real income? [J]. *Applied Economics Letters*, 2013, 20(4): 368-372.
- [10] 方颖,赵扬. 寻找制度的工具变量:估计产权保护对中国经济增长的贡献[J]. *经济研究*, 2011, 46(5): 138-148.
- [11] 姚震宇,张松林,陈孝琳. 高铁开通对城市人口变化、流量经济集聚的影响[J]. *河海大学学报(哲学社会科学版)*, 2021, 23(6): 70-76.
- [12] 佟明亮. 法制环境、金融市场化程度与民营企业贷款——来自2012年世界银行中国营商环境企业调查的证据[J]. *技术经济与管理研究*, 2015(10): 73-78.
- [13] 杨畅,白雪洁,赵洋. 营商环境、债务来源与融资歧视——基于契约异质性视角的实证研究[J]. *当代财经*, 2020(6): 101-113.
- [14] 张功富. 政府干预、政治关联与企业非效率投资——基于中国上市公司面板数据的实证研究[J]. *财经理论与实践*, 2011, 32(3): 24-30.
- [15] 王克敏,刘静,李晓溪. 产业政策、政府支持与公司投资效率研究[J]. *管理世界*, 2017(3): 113-124.
- [16] 冯涛,张美莎. 营商环境、金融发展与企业技术创新[J]. *科技进步与对策*, 2020, 37(6): 147-153.
- [17] 夏后学,谭清美,白俊红. 营商环境、企业寻租与市场创新——来自中国企业营商环境调查的经验证据[J]. *经济研究*, 2019, 54(4): 84-98.
- [18] 许志端,阮舟一龙. 营商环境、技术创新和企业绩效——基于我国省级层面的经验证据[J]. *厦门大学学报(哲学社会科学版)*, 2019(5): 123-134.
- [19] 汪琼,李栋栋,王克敏. 营商“硬环境”与公司现金持有:基于市场竞争和投资机会的研究[J]. *会计研究*, 2020(4): 88-99.
- [20] JENSEN M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers[J]. *American Economic Review*, 1986, 76(2): 323-329.
- [21] HAHN J, LEE H. Financial constraints, debt capacity, and the cross——section of stock returns[J]. *Journal of Finance*, 2010, 64(2): 891-921.
- [22] 姜付秀,伊志宏,苏飞,等. 管理者背景特征与企业过度投资行为[J]. *管理世界*, 2009(1): 130-139.
- [23] 金豪,夏清泉. 上市公司管理者风险偏好与公司非效率投资——基于国有企业与非国有企业的比较分析[J]. *上海对外经贸大学学报*, 2017, 24(2): 61-71.
- [24] 郭庆旺,贾俊雪. 地方政府行为、投资冲动与宏观经济稳定[J]. *管理世界*, 2006(5): 19-25.
- [25] 张新民,张婷婷,陈德球. 产业政策、融资约束与企业投资效率[J]. *会计研究*, 2017(4): 12-18.
- [26] 于蔚,汪淼军,金祥荣. 政治关联和融资约束:信息效应与资源效应[J]. *经济研究*, 2012, 47(9): 125-139.
- [27] 郑国楠,刘诚. 营商环境与资源配置效率[J]. *财经问题研究*, 2021(2): 3-12.
- [28] MARN J T K, HIN C W, BOHARI A M. Antecedents of strategic planning of small and medium-sized enterprises in Malaysia: the influence of ownership motivation and environmental uncertainty[J]. *International Review of Management and Marketing*, 2016, 6(Sup7): 270-276.
- [29] 卢建新. 内部资本市场理论综述[J]. *中南财经政法大学学报*, 2006(2): 24-30.
- [30] 王振山. 金融效率论——金融资源优化配置的理论与实践[D]. 大连:东北财经大学,1999.
- [31] 孙群力,陈海林. 我国地区营商环境的决定因素、影响效应和评价指数——基于MIMIC模型的研究[J]. *财政研究*, 2020(6): 105-120.
- [32] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow[J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2/3): 159-189.
- [33] 俞红海,徐龙炳,陈百助. 终极控股股东控制权与自由现金流过度投资[J]. *经济研究*, 2010, 45(8): 103-114.
- [34] 温忠麟,张雷,侯杰泰,等. 中介效应检验程序及其应用[J]. *心理学报*, 2004(5): 614-620.
- [35] 林毅夫,李志赞. 政策性负担、道德风险与预算软约束[J]. *经济研究*, 2004(2): 17-27.
- [36] 江红莉,刘丽娟. 企业杠杆率、宏观经济景气指数与系统性金融风险[J]. *金融监管研究*, 2020(1): 66-83.
- [37] 王小鲁,樊纲,胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告(2021)[M]. 北京:社会科学文献出版社,2021.
- [38] POLK C, SAPIENZA P. The stock market and corporate investment: a test of catering theory[J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2009, 22(1): 187-217.
- [39] 喻坤,李治国,张晓蓉,等. 企业投资效率之谜:融资约束假说与货币政策冲击[J]. *经济研究*, 2014, 49(5): 106-120.

(收稿日期:2022-03-25 编辑:张志琴)