

# 营商环境对大股东掏空的影响研究

雷玲<sup>1</sup>, 周泽将<sup>2</sup>, 万明华<sup>3</sup>

(1. 安徽大学经济学院, 安徽合肥 230601; 2. 安徽大学商学院, 安徽合肥 230601  
3. 中国财政科学研究院, 北京 100142)

**摘要:** 作为宏观经济环境的重要形式之一, 营商环境影响到微观企业财务行为的诸多方面, 但有关其对大股东掏空的影响及机制检验的研究尚且不足。基于此, 文章以中国资本市场2008—2018年间A股上市公司为研究样本, 实证考察营商环境对大股东掏空的影响。研究发现: 营商环境与大股东掏空呈现显著的负相关关系, 表明优化营商环境有利于抑制大股东掏空; 相较于非国有企业, 营商环境对大股东掏空的抑制作用在国有企业中更为明显; 进一步的影响机制检验揭示, 优化营商环境可以改善内部控制质量、提高审计质量和增强企业信息透明度, 以上构成了营商环境抑制大股东掏空的主要影响路径。以上结论丰富了优化营商环境的经济后果相关文献研究, 明晰了营商环境影响大股东掏空的作用机理, 同时为改善和优化营商环境提供了直接经验证据。

**关键词:** 营商环境; 大股东掏空; 产权性质; 影响机制

**中图分类号:** F275 **文献标志码:** A **文章编号:** 1000-2154(2021)12-0062-18

**DOI:** 10.14134/j.cnki.cn33-1336/f.2021.12.005

## Research on the Impact of Business Environment on Major Shareholders' Tunneling

LEI Ling<sup>1</sup>, ZHOU Zejiang<sup>2</sup>, WAN Minghua<sup>3</sup>

(1. School of Economics, Anhui University, Hefei 230601, China; 2. School of Business, Anhui University, Hefei 230601, China;  
3. Academy of China Finance Science, Beijing 100142, China)

**Abstract:** As one of the important forms of macroeconomic environment, business environment affects many aspects of micro-enterprises' financial behavior, but the research on its impact on major shareholders' tunneling and mechanism testing is still insufficient. Therefore, this paper takes A-share listed companies in China's capital market from 2008 to 2018 as research samples to empirically examine the impact of business environment on major shareholders' tunneling. The results show that: there is a significant negative correlation between business environment and major shareholders' tunneling, indicating that optimizing business environment is conducive to restraining major shareholders' tunneling; compared with non-state-owned enterprises, the restraining effect of business environment on major shareholders' tunneling is more obvious in state-owned enterprises; further testing of impact mechanism reveals that optimizing business environment can improve internal control quality, audit quality, and corporate information transparency, which constitutes the main influence path of business environment restraining major shareholders' tunneling. The above conclusion enriches literature research on economic consequences of optimizing business environment, clarifies the mechanism of business environment affecting major shareholders' tunneling behaviors, and provides direct empirical evidence for improving and optimizing business environment.

**Key words:** business environment; major shareholders' tunneling; property right; influence mechanism

**收稿日期:** 2021-08-07

**基金项目:** 国家自然科学基金面上项目“组织权威、经济独立性与监事会治理研究:理论框架与实证检验”(72172001);安徽省高校协同创新项目“营商环境优化的微观政策效应研究”(GXXT-2021-042);安徽省哲学社会科学规划重点项目“营商环境优化与企业财务行为:机理分析与实证检验”(AHSKZ2021D07)

**作者简介:** 雷玲,女,博士研究生,主要从事财务会计理论与公司治理研究;周泽将(通讯作者),男,教授,博士生导师,管理学博士,主要从事财务会计理论与公司治理研究;万明华,男,博士研究生,主要从事管理会计理论与公司治理研究。

## 一、引言

作为外部环境的重要形式,营商环境能够很好地反映一个国家或地区的经济软实力和综合竞争力。近年来,尤其是中国经济发展进入“新常态”以来,各级政府高度重视营商环境的改善和优化。2018年7月,国务院成立了推进政府职能转变和“放管服”改革协调小组,<sup>①</sup>并下设优化营商环境组,指出要从“放权”“监管”“服务”三个方面建立健全营商环境评价机制。此后政府发布了《国务院办公厅关于聚焦企业关切进一步推动优化营商环境政策落实的通知》《优化营商环境条例》《国务院办公厅关于进一步优化营商环境更好服务市场主体的实施意见》等文件,对优化营商环境工作部署出台了一系列针对性政策措施。各级政府对优化营商环境的高度重视取得了良好的效果,《2020年营商环境报告》显示,中国营商环境总体排名比去年上升15位,已跃居至全球第31位。连续两年跻身全球优化营商环境改善幅度最大的十大经济体,表明近年来中国营商环境建设工作的开展卓有成效。

世界银行主要是通过10个指标<sup>②</sup>的综合测算,对全球190个经济体的营商环境进行评分排名。在《2020年营商环境报告》中,中国的营商环境指标除了“办理施工许可证”指标由2019年的121名大幅度提升了88位,上升到2020年的33名之外,最引人注目的莫过于“保护少数投资者”指标的快速提升,由上年的64位到现在的28位,上升了36个位次。世界银行评价道,通过要求控股股东对不公平关联交易承担连带责任,明晰所有权和控股结构,加强对少数投资者的保护,是该指标下中国的改革亮点。在中国资本市场中,与保护少数投资者联系最为紧密的便是防止大股东利用控股优势侵占小股东利益行为。然而在特殊制度背景下,“一股独大”成为中国上市公司股权结构的普遍现象,大股东的绝对控股优势给予其侵占中小股东利益的足够动机和能力,导致大股东与中小股东之间的利益冲突(即大股东掏空)成为中国资本市场中更为普遍的代理问题。此外,法律体系的不健全以及投资者保护不足等因素导致中小股东往往缺乏维护自身权益的有效途径,资本市场中大股东通过关联交易、资金占用、违规担保等方式侵占小股东利益行为频繁发生<sup>[1-3]</sup>。因此,如何完善公司内部治理机制、有效监督大股东掏空行为一直以来都是公司治理的重点研究问题。

进一步地,已有较多文献分析了如何发挥公司内外部治理机制以抑制大股东掏空这一代理问题,但现有研究基本上都是基于微观层面视角展开,而宏观经济政策与微观企业行为互动的研究已成为会计与财务研究的新领域。营商环境涵括了孕育企业经营发展的综合制度环境,必然会影响到微观企业财务行为的诸多方面,其与大股东掏空相结合的研究从宏观层面丰富了大股东掏空的影响因素文献,同时有助于更好地理解优化营商环境在公司治理方面带来的积极效应。综合上述分析,鉴于营商环境优化对投资者利益保护的重要作用,结合大股东掏空问题在中国资本市场的普遍性和严重性,研究优化营商环境能否抑制大股东掏空具有重要的理论意义和现实意义。

本文以中国资本市场2008—2018年间A股上市公司为研究样本,实证检验营商环境对大股东掏空的治理效应。研究结果表明优化营商环境显著抑制了大股东掏空,且这种抑制作用在国有企业中表现得更为明显。进一步的影响机制检验表明,优化营商环境可以通过改善内部控制质量、提升审计质量和增强企业信息透明度来抑制大股东掏空。与以往研究相比,本文可能的增量贡献主要体现在以下三个方面:(1)现有研究大多使用世界银行的调查数据衡量营商环境情况<sup>[4-5]</sup>,这一方面忽略了各国之间的国情差异性,另一方面存在截面数据的固有缺陷。本文分别从省级和城市两个层面度量营商环境,方法更为客观和全面。(2)以往对优化营商环境的经济后果研究关注不足,尤其在微观层面上,现有研究仅关注到其对研发投入<sup>[6]</sup>、产品质量升级<sup>[7]</sup>、企业绩效<sup>[8-9]</sup>等方面的影响,尚未形成较为完整的经济后果研究体系。本文丰富了营商环境对企业财务行为的影响研究,有助于更加全面地评价优化营商环境这一制度环境的经济后果。(3)产权性质的情境分析和进一步的影响机制检验,不仅深化了对营商环境和大股东掏空之间关系的理

<sup>①</sup>[http://www.gov.cn/zhengce/content/2018-07/25/content\\_5309035.htm](http://www.gov.cn/zhengce/content/2018-07/25/content_5309035.htm)。

<sup>②</sup>世界银行测算营商环境便利度的10个指标具体包含开办企业、办理施工许可证、获得电力、登记财产、获得信贷、保护少数投资者、纳税、跨境贸易、执行合同以及办理破产。

解,而且厘清了营商环境作用于大股东掏空的影响机理,拓展了大股东掏空影响路径的相关文献。

## 二、文献综述、理论分析与研究假设

### (一) 文献综述

**1. 营商环境。**自优化营商环境逐渐成为热点话题以来,相关研究也相继增加,大致可以分为以下两类:

(1) 优化营商环境的策略。众所周知,营商环境是一个国家或地区经济软实力和综合竞争力的重要体现,在加快建设现代化经济体系、推动经济高质量发展的过程中起到至关重要的作用<sup>[10-11]</sup>。因此,学者们纷纷为优化营商环境建言献策,大多研究从规范视角构建出系统优化营商环境的逻辑框架和思路。陈伟伟和张琦<sup>[12]</sup>指出,优化营商环境需处理好政府与市场之间、政府公权力与资本之间、资本与劳动要素之间的关系,积极回应企业的需求。政府部门需要加快“放管服”改革的步伐,加强监督和保障工作,将优化营商环境的成果固定下来<sup>[13]</sup>。廖福崇<sup>[14]</sup>基于大样本数据的研究发现,“放管服”改革和行政审批制度改革均有利于优化城市营商环境,表现为许可服务大厅的建立有助于提升营商环境水平。(2) 优化营商环境的经济后果。优化营商环境的经济后果研究是文献梳理的核心内容,现有研究主要从宏观和微观两个层面探究优化营商环境的经济后果。宏观层面上,众多研究延续“制度至关重要”这一观点,利用多个国家的数据展开研究,结果表明优化营商环境对一个国家或地区的经济发展具有显著的促进作用<sup>[4,15]</sup>,而恶劣的营商环境会显著降低资源配置效率和生产力水平<sup>[16]</sup>。此外,良好的营商环境有利于增加外商直接投资<sup>[17-19]</sup>。微观层面上,现有研究涉及面较窄,尚未形成一定的逻辑体系,目前主要关注到营商环境对研发投入<sup>[6,20]</sup>、信贷成本<sup>[21]</sup>、产品质量升级<sup>[7]</sup>、轻资产运营<sup>[22]</sup>和企业绩效<sup>[8-9]</sup>等方面的影响。

**2. 大股东掏空。**源于大股东掏空行为在各国资本市场中的普遍性,目前关于大股东掏空的研究成果颇丰,主要涵括两个方面的内容:(1) 大股东掏空的影响因素。大股东掏空的影响因素研究本质上是对大股东掏空问题的治理,从公司治理的角度可将大股东治理问题区分为内部治理和外部治理。就内部治理的角度而言,已有文献主要研究了股权结构<sup>[23]</sup>、董事会结构<sup>[24]</sup>、经理人特征<sup>[25]</sup>、企业内部控制质量<sup>[26]</sup>、企业文化<sup>[27]</sup>等因素对大股东掏空的影响。相较而言,对大股东掏空的外部治理研究略少于内部治理研究,目前文献主要涉及法律环境、媒体监督、股权分置改革以及问询函等方面。如良好的法律环境有利于提高投资者保护水平,进而抑制控股股东的私利行为<sup>[28]</sup>;媒体负面报道和交易所发布的年报问询函可以有效约束控股股东的私利行为,进而保护中小投资者的利益<sup>[29-30]</sup>。Liu和Tian<sup>[3]</sup>以中国股权分置改革为研究契机,结果发现控股股东的掏空行为在股权分置改革之后明显减少。(2) 大股东掏空的经济后果。现有研究表明,大股东掏空行为严重损害了中小股东的权益,从而对企业的经营发展产生不良影响,如严重的大股东掏空问题将影响企业的正常运转,导致企业业绩下滑、降低股价同步性<sup>[2,31]</sup>。

通过上述的文献梳理可以发现,现有文献对优化营商环境的经济后果研究关注不足,尤其在微观层面上尚未形成较为完整的经济后果研究体系,需要进一步地深层次研究。从投资者利益保护视角出发,优化营商环境会影响到大股东掏空行为,而现有文献尚未涉及于此,这为本文提供了良好的研究契机。本文不仅丰富了优化营商环境的经济后果研究,而且从宏观角度对治理大股东掏空问题提供了增量的经验证据。

### (二) 理论分析与研究假设

营商环境涵括了孕育企业经营发展的综合制度环境,必然会影响到微观企业财务行为的诸多方面,本文将从事前、事中和事后三个维度分析营商环境对大股东掏空行为的影响。

其一,良好的营商环境意味着平等、廉洁的市场环境,有利于从事前增强市场主体的道德观念。大股东掏空是控股股东在公司治理体系监管不到位的情况下利用绝对话语权掏空企业的私利行为,实际上是为了满足私欲而侵占他人利益的不道德行为。除了加强监管,制度环境的价值导向有利于从根源上规范不道德行为。心理学研究表明,经济主体所处的制度环境会潜移默化地影响其思想观念和决策行为<sup>[32]</sup>。因此在良好的营商环境氛围下,各经济主体耳濡目染,有助于增强平等、廉洁的价值观念,进而驱使企业和个人规范自身行为,在事前降低大股东掏空的发生概率。

其二,良好的营商环境意味着透明、有序的企业环境,有利于从事中抑制大股东掏空。大股东掏空行为的发生往往需要管理层的配合和支持,这也被众多研究所验证<sup>[33-34]</sup>。20世纪80年代以来,关于股东诉讼的案件在西方国家频繁发生,主要原因就是控股股东与高管层相互勾结、掏空企业,严重损害了中小股东权益,中国资本市场同样出现多起大股东与高管联合侵占中小股东利益事件。在企业经营环境更为透明有序的情况下,控股股东与高管层合谋的行为容易曝光,客观上给大股东掏空行为施加了压力。同时透明的信息环境有利于中小投资者获取更多企业信息,容易识别出侵害自身利益的投机行为,进而采取各种途径积极维护自身权益,抑制大股东掏空行为。

其三,良好的营商环境意味着高效、完善的法治体系,有利于在事后增加大股东掏空的违规成本。完善法治建设是优化营商环境的重要环节,在良好的法治环境下,企业内外部治理机制更为有效,如有利于保护投资者利益、提高企业发展质量、抑制企业违规行为<sup>[35-37]</sup>。同样地,对于大股东掏空这一核心治理问题,良好的法治体系能够发挥有效的监督作用。其主要逻辑在于,健全的法治体系会促使外部监督者对违规行为为快速反应,不仅增加了企业诉讼风险,同时会对企业和股东造成声誉上的巨大损失,因此高效完善的法治体系从事后增加大股东掏空行为的违规成本。

根据上述分析,本文提出如下的研究假设1:

H1:限定其他条件,营商环境与大股东掏空呈现显著的负相关关系。

依据产权性质差异,中国上市企业可以区分为国有企业和非国有企业。在国有企业中,大股东掏空大致分为两种方式,一是内部控制人以大股东的名义通过转移企业资产的方式掏空上市公司,这种情况普遍发生的根本原因在于国有企业的所有者缺位,内部人控制现象较为严重;二是集团公司为了平衡各子公司的发展对上市公司进行掏空。最初国有企业为了获取上市资格,往往是将集团公司中具有发展前景的优质资产剥离出来打包上市,而剩余的不良资产依然保留在集团公司或其他子公司中。在优质资产成功获得上市资格后,集团公司将通过关联交易等多种方式转移上市公司资产,以实现各子公司平衡发展的目的,因此国有企业在上市之初就有掏空上市公司的动机。故相较于非国有企业而言,严重的内部人控制问题和为平衡各子公司发展的需求导致掏空上市公司的动机在国有企业中更为强烈,这也为营商环境的治理作用提供了较大的发挥空间,即营商环境的优化对大股东掏空的抑制作用在国有企业中表现得更为明显。此外,各地区营商环境优化工作由政府部门主导,而国有企业与政府之间联系密切,诸如加快审批速度、减少审批环节、下放审批权限等优化营商环境的举措将快速反映在国有企业日常经营中,有利于高效地发挥营商环境的治理作用。基于上述分析,国有企业中更为强烈的掏空动机和对优化营商环境举措的快速反应可提升营商环境的治理作用。因此,相较于非国有企业,营商环境的优化对大股东掏空行为的抑制作用在国有企业中显著增强。

H2:限定其他条件,营商环境对大股东掏空的抑制作用在国有企业中表现得更强。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选取与数据来源

文章以2008—2018年间中国资本市场A股上市公司为初始研究样本,并依据以往研究惯例对本文的研究样本做了以下处理:(1)删除所有金融业、保险业的样本公司;(2)删除所有资不抵债(即资产负债率大于1)的样本公司;(3)删除相关财务数据缺失的样本公司;(4)对文章所涉及的连续变量进行了1%和99%分位数上的winsorize缩尾处理,以消除极端值对研究结果的不利影响。本文最终获得20592个有效的年度-公司样本观测值,2008—2018年的研究样本数量分别为1131、1196、1301、1556、1798、1908、1936、2059、2274、2507和2926,可以看出随着研究年份的递进,样本量逐渐平稳增加,符合实际情况。在样本来源方面,营商环境的数据分别系作者手工从中国社会科学院发布的《中国城市竞争力报告》和王小鲁等发布的《中国分省份市场化指数报告(2018)》中整理所得,文章中所需要的其他数据主要来源于国泰安数据库(CSMAR)和中国经济金融数据库(CCER)。

## (二) 模型设定与变量定义

为了检验营商环境对大股东掏空行为的影响,本文参考了 Bharath 等<sup>[38]</sup>、姜付秀等<sup>[39]</sup>的研究,并构建如下的模型(1):

$$TUNNEL = \alpha_0 + \alpha_1 BUSEN + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 LEV + \alpha_4 ROA + \alpha_5 GROW + \alpha_6 BOARD + \alpha_7 INDR + \alpha_8 DUAL + \alpha_9 FIRST + \alpha_{10} TOP + \alpha_{11} LISTY + \alpha_{12} SOE + Year + Indus + \varepsilon \quad (1)$$

模型(1)中各研究变量的具体定义解释如下:

(1)被解释变量。本文的被解释变量为大股东掏空(*TUNNEL*)。以往关于大股东掏空的研究主要以资金占用情况来度量,而后证监会针对大股东恶意占用公司资金的现象采取了多项监管措施,控股股东难以明目张胆地占用资金,而是通过更加隐蔽的方式攫取公司利益,其中关联交易已经成为近年来控股股东侵占中小股东利益的基本手段。鉴于上述实际情况,本文从关联交易的视角度量大股东掏空<sup>[38,40]</sup>。具体地,本文以两种方式进行度量:①所有关联交易总金额与营业收入的比值,记为 *TUNNEL1*;②去除以往研究中普遍认同的五类关联交易噪音项,<sup>①</sup>以较为干净的关联交易金额与营业收入的比值度量,记为 *TUNNEL2*。

(2)解释变量。本文的解释变量为营商环境(*BUSEN*)。目前关于营商环境的研究主要是使用世界银行的调查数据度量,忽略了国情之间的差异性以及自主通过问卷调查结果赋值的主观性。为克服以上问题,本文使用国内组织从不同层次对营商环境测算和排名进行度量。具体而言,在参照于文超和梁平汉<sup>[11]</sup>研究的基础上,采用两种方式分别从城市和省份两个层面度量中国营商环境水平:①以连续各年度《中国城市竞争力报告》中的“综合竞争力指数”来度量城市层面的营商环境情况,该报告由中国社会科学院所发布;②以王小鲁等人的研究报告《中国分省份市场化指数报告(2018)》中一级指标“政府与市场的关系”度量省份层面的营商环境水平。

(3)情境变量。本文进一步引入产权性质(*SOE*)作为情境变量。

(4)控制变量。本文参考以往研究,具体控制了以下影响大股东掏空的变量:①公司特征变量,包括企业规模(*SIZE*)、资产负债率(*LEV*)、盈利水平(*ROA*)、成长能力(*GROW*)、公司上市年限(*LISTY*);②公司治理变量,包括董事会规模(*BOARD*)、独立董事比例(*INDR*)、两职合一(*DUAL*)、股权集中度(*FIRST*)、股权制衡度(*TOP*)、产权性质(*SOE*);③年份、行业虚拟变量。

对于变量的具体定义和计算过程如表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	大股东掏空	<i>TUNNEL1</i>	所有关联交易总金额与营业收入的比值
		<i>TUNNEL2</i>	剔除噪音项的关联交易金额与营业收入的比值
解释变量	营商环境	<i>BUSEN1</i>	使用中国社会科学院发布的《中国城市竞争力报告》中的“综合竞争力指数”衡量城市层面的营商环境
		<i>BUSEN2</i>	以《中国分省份市场化指数报告(2018)》中对应的一级指标“政府与市场的关系”衡量省级层面的营商环境
情境变量	产权性质	<i>SOE</i>	若为国有产权性质则赋值为1,否则赋值为0
控制变量	公司规模	<i>SIZE</i>	期末总资产的自然对数
	资产负债率	<i>LEV</i>	期末负债总额与期末资产总额的比值
	盈利能力	<i>ROA</i>	净利润与期末平均资产总额的比值
	成长能力	<i>GROW</i>	(本年营业收入 - 上年营业收入) / 上年营业收入
	董事会规模	<i>BOARD</i>	董事会人数之和取自然对数
	独立董事比例	<i>INDR</i>	独立董事人数与董事会人数的比值
	两职合一	<i>DUAL</i>	如董事长和总经理职位由同一人兼任,则赋值为1,否则为0
	股权集中度	<i>FIRST</i>	第一大股东持股数除以总股数
	股权制衡度	<i>TOP</i>	第二至第十大股东持股比例之和
	公司上市年限	<i>LISTY</i>	研究年份 - 公司上市年份 + 1
	年份	<i>Year</i>	涵括11个年份,共设置10个年度虚拟变量
	行业	<i>Indus</i>	参照中国证监会2012年行业分类标准设置虚拟变量

①具体包括合作项目、许可协议、研究与开发成果、关键管理人员报酬以及其他事项这五类事项。

## 四、实证结果与分析

### (一) 描述性统计分析

从描述性统计结果可知:①大股东掏空变量 *TUNNEL1* 的最小值、中位数、最大值分别为0.0014、0.3906、11.4730,表明不同公司之间大股东掏空程度具有明显差异。*TUNNEL2*与 *TUNNEL1*的描述性统计情况基本一致,表明剔除对关联交易产生噪音的五类交易项之后几乎不影响大股东掏空的数据分布情况。②*BUSEN1*的最小值和最大值分别为0.0430和1.0000,说明不同城市之间营商环境差异显著,符合目前中国地区发展不平衡的社会现状。*BUSEN1*与 *BUSEN2*的样本分布情况差别较大,说明不同组织对营商环境的评价体系存在差异,但是这种差异仅仅是相对值的差异,对统计结果信息含量的影响不大。③*GROW*的均值和最大值分别为0.2112和3.5580,表明不同公司的成长能力差异很大,同时也说明样本企业成长能力不高是普遍现象。④*INDR*的最小值、1/4分位数以及中位数均为0.3333,即表明一半以上的上市公司都是为满足合规性要求设置独立董事席位比例,均值和3/4分位数为0.3723和0.4286,说明越来越多的中国上市公司以高于证监会的要求标准聘任了更多独立董事,这也间接揭示出中国上市公司的治理水平在逐渐提升。⑤*DUAL*的均值和3/4分位数分别为0.2358和0.0000,说明大约有23.58%的上市公司董事长兼任总经理职位,有3/4以上公司的董事长和总经理职位不重叠。⑥*SOE*的均值为0.4380、中位数为0.0000、3/4分位数为1.0000,说明所研究的样本中国有企业和民营企业的样本数量差别较小。

表2 主要研究变量的描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	1/4分位	中位数	3/4分位	最大值
<i>TUNNEL1</i>	20592	0.8775	1.5839	0.0014	0.1169	0.3906	0.9547	11.4730
<i>TUNNEL2</i>	20592	0.8671	1.5631	0.0002	0.1123	0.3844	0.9475	11.3207
<i>BUSEN1</i>	20592	0.3891	0.2813	0.0430	0.1340	0.3110	0.6270	1.0000
<i>BUSEN2</i>	20592	7.1431	1.2255	2.7900	6.2800	7.2400	8.0000	9.1700
<i>SIZE</i>	20592	22.1621	1.2902	19.7189	21.2337	21.9926	22.8909	26.1015
<i>LEV</i>	20592	0.4462	0.2045	0.0595	0.2841	0.4423	0.6032	0.8869
<i>ROA</i>	20592	0.0433	0.0547	-0.1594	0.0153	0.0386	0.0698	0.2150
<i>GROW</i>	20592	0.2112	0.5067	-0.5436	-0.0095	0.1210	0.2907	3.5580
<i>BOARD</i>	20592	2.1501	0.2032	1.0986	2.0794	2.1972	2.1972	2.8904
<i>INDR</i>	20592	0.3723	0.0552	0.3333	0.3333	0.3333	0.4286	0.5714
<i>DUAL</i>	20592	0.2358	0.4245	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
<i>FIRST</i>	20592	0.3570	0.1509	0.0877	0.2364	0.3399	0.4610	0.7540
<i>TOP</i>	20592	0.2228	0.1314	0.0192	0.1136	0.2099	0.3160	0.5534
<i>LISTY</i>	20592	10.9757	6.6425	1.0000	5.0000	10.0000	16.0000	29.0000
<i>SOE</i>	20592	0.4380	0.4962	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000

### (二) 相关性分析

表3列示了主要研究变量的 Pearson 相关性分析结果,*TUNNEL1*与 *BUSEN1*之间的相关系数为-0.0326,在1%水平上显著;*TUNNEL1*与 *BUSEN2*之间的相关系数为-0.0452,也在1%水平上显著;同时,*TUNNEL2*与 *BUSEN1*、*BUSEN2*均在1%水平上显著负相关,以上结果初步表明优化营商环境有利于抑制大股东掏空行为,初步验证了研究假设1,由于没有考虑其他变量的影响,其研究假设的正确性有待下文的多元回归分析。

表3 主要研究变量间的相关性分析

变量	<i>TUNNEL1</i>	<i>TUNNEL2</i>	<i>BUSEN1</i>	<i>BUSEN2</i>	<i>SOE</i>
<i>TUNNEL1</i>	1.0000				
<i>TUNNEL2</i>	0.9959***	1.0000			
<i>BUSEN1</i>	-0.0326***	-0.0342***	1.0000		
<i>BUSEN2</i>	-0.0452***	-0.0463***	0.4914***	1.0000	
<i>SOE</i>	0.0003	0.0001	0.0926***	-0.1123***	1.0000

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著

### (三) 多元回归结果分析

表4详细列示了营商环境与大股东掏空的 OLS 多元回归结果,对应模型(1)。具体地,第(1)列中 *BUSEN1* 与 *TUNNEL1* 在5%水平上显著负相关(系数等于 -0.2204; *t* 值等于 -2.4948);第(2)列中 *BUSEN2* 与 *TUNNEL1* 在1%水平上显著负相关(系数等于 -0.0485; *t* 值等于 -2.9991);以上结果表明,营商环境的优化显著抑制了大股东掏空行为。第(3)列和第(4)列中的回归结果与第(1)列和第(2)列一致,不再赘述。结合上文的理论分析与研究假设,营商环境关系到企业经营发展的诸多方面,良好的营商环境可以为企业提供更平等廉洁的市场环境,使企业处于更为高效完善的法治体系,不仅可以从根源上约束不道德的私利行为,而且加大了私利行为的违规成本,因此优化营商环境能够显著抑制大股东掏空行为亦在情理之中。

在其他控制变量方面:企业规模 *SIZE* 项系数均在1%水平上显著为负,即规模越大的企业发生大股东掏空行为的程度越低,可能在于规模较大的企业拥有相对完善的治理机制,进而有利于约束大股东掏空;资产负债率 *LEV* 项系数均在1%水平上显著为正,表明资产负债率越高的企业,其越可能发生大股东掏空行为,也可能是大股东掏空提高了企业的资产负债率;股权集中度 *FIRST* 项系数均在10%水平上显著为正,即表明企业股权越集中,大股东掏空越严重。公司上市年限 *LISTY* 项系数均在1%水平上显著为正,表明上市时间越长的公司发生大股东掏空的程度越严重,可能原因在于上市时间越早的公司拥有较为复杂的关联交易方,为大股东掏空提供了更为隐蔽的途径。

表4 营商环境与大股东掏空

变量	Panel A: <i>TUNNEL1</i>		Panel B: <i>TUNNEL2</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Constant</i>	1.8150 *** (3.5205)	2.1078 *** (4.1060)	1.7255 *** (3.4074)	2.0191 *** (3.9976)
<i>BUSEN1</i>	-0.2204 ** (-2.4948)		-0.2222 ** (-2.5337)	
<i>BUSEN2</i>		-0.0485 *** (-2.9991)		-0.0487 *** (-3.0407)
<i>SIZE</i>	-0.0866 *** (-3.8729)	-0.0872 *** (-3.8952)	-0.0809 *** (-3.6767)	-0.0814 *** (-3.7016)
<i>LEV</i>	1.0843 *** (7.8051)	1.0833 *** (7.7879)	1.0738 *** (7.8237)	1.0729 *** (7.8082)
<i>ROA</i>	-3.3895 *** (-9.6913)	-3.3625 *** (-9.7096)	-3.3592 *** (-9.7136)	-3.3321 *** (-9.7321)
<i>GROW</i>	0.0584 * (1.8998)	0.0553 * (1.8069)	0.0605 ** (2.0043)	0.0574 * (1.9096)
<i>BOARD</i>	0.0031 (0.0240)	-0.0006 (-0.0046)	-0.0015 (-0.0119)	-0.0052 (-0.0411)
<i>INDR</i>	0.0708 (0.2176)	0.0328 (0.1014)	0.0297 (0.0918)	-0.0084 (-0.0261)
<i>DUAL</i>	0.0228 (0.6233)	0.0215 (0.5889)	0.0230 (0.6347)	0.0217 (0.5989)
<i>FIRST</i>	0.3078 * (1.8296)	0.3026 * (1.7912)	0.2897 * (1.7489)	0.2843 * (1.7093)
<i>TOP</i>	0.2215 (1.2915)	0.2233 (1.2951)	0.2095 (1.2360)	0.2112 (1.2396)
<i>LISTY</i>	0.0270 *** (6.7205)	0.0265 *** (6.6049)	0.0263 *** (6.6161)	0.0258 *** (6.4978)

(续表4)

变量	Panel A: TUNNEL1		Panel B: TUNNEL2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
SOE	-0.2913 *** (-4.9480)	-0.3046 *** (-5.1368)	-0.2875 *** (-4.9524)	-0.3008 *** (-5.1446)
Year/Indus	控制	控制	控制	控制
N	20592	20592	20592	20592
Adj_R <sup>2</sup>	0.1466	0.1469	0.1459	0.1462

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著(双尾),报告中的t值均已经过个体层面的cluster调整

表 5 营商环境与大股东掏空:产权性质分组检验

变量	Panel A: TUNNEL1				Panel B: TUNNEL2			
	(1)SOE = 0	(2)SOE = 1	(3)SOE = 0	(4)SOE = 1	(5)SOE = 0	(6)SOE = 1	(7)SOE = 0	(8)SOE = 1
Constant	2.0163 ** (2.0151)	1.5881 *** (2.8365)	2.0628 ** (2.0963)	1.9763 *** (3.4533)	1.8463 * (1.8821)	1.5620 *** (2.8077)	1.8966 ** (1.9642)	1.9487 *** (3.4270)
BUSEN1	-0.1259 (-1.0687)	-0.3836 *** (-2.9343)			-0.1317 (-1.1266)	-0.3732 *** (-2.8727)		
BUSEN2			-0.0160 (-0.6831)	-0.0651 *** (-2.8400)			-0.0169 (-0.7338)	-0.0647 *** (-2.8372)
SIZE	-0.1356 *** (-3.6381)	-0.0473 (-1.6295)	-0.1346 *** (-3.6033)	-0.0516 * (-1.7723)	-0.1242 *** (-3.3680)	-0.0468 (-1.6291)	-0.1232 *** (-3.3326)	-0.0509 * (-1.7676)
LEV	1.2840 *** (6.2199)	0.8274 *** (4.4660)	1.2805 *** (6.2032)	0.8520 *** (4.5603)	1.2489 *** (6.1245)	0.8442 *** (4.5779)	1.2452 *** (6.1070)	0.8673 *** (4.6645)
ROA	-3.4881 *** (-8.2136)	-2.9950 *** (-4.7178)	-3.4957 *** (-8.2516)	-2.9123 *** (-4.6718)	-3.4537 *** (-8.2503)	-2.9831 *** (-4.7442)	-3.4616 *** (-8.2896)	-2.9009 *** (-4.6984)
GROW	0.0349 (0.8132)	0.0700 * (1.7010)	0.0340 (0.7922)	0.0671 * (1.6542)	0.0419 (0.9906)	0.0666 * (1.6506)	0.0410 (0.9680)	0.0636 (1.6007)
BOARD	0.1443 (0.6562)	-0.1297 (-0.9630)	0.1464 (0.6696)	-0.1417 (-1.0419)	0.1319 (0.6096)	-0.1279 (-0.9535)	0.1342 (0.6234)	-0.1398 (-1.0326)
INDR	0.6998 (1.2432)	-0.7153 * (-1.8344)	0.6768 (1.2008)	-0.7221 * (-1.8687)	0.6360 (1.1405)	-0.7156 * (-1.8379)	0.6120 (1.0960)	-0.7232 * (-1.8739)
DUAL	0.0320 (0.7635)	0.0066 (0.0923)	0.0280 (0.6719)	0.0256 (0.3617)	0.0317 (0.7612)	0.0087 (0.1231)	0.0274 (0.6645)	0.0275 (0.3926)
FIRST	0.2496 (0.9826)	0.4455 ** (1.9830)	0.2551 (1.0010)	0.3988 * (1.7767)	0.2229 (0.8934)	0.4330 * (1.9547)	0.2287 (0.9136)	0.3882 * (1.7519)
TOP	0.0484 (0.2046)	0.5013 * (1.9197)	0.0514 (0.2164)	0.4814 * (1.8471)	0.0278 (0.1191)	0.4991 * (1.9316)	0.0310 (0.1323)	0.4804 * (1.8625)
LISTY	0.0300 *** (5.2711)	0.0220 *** (4.0892)	0.0298 *** (5.2280)	0.0212 *** (3.9188)	0.0288 *** (5.1026)	0.0217 *** (4.0660)	0.0287 *** (5.0569)	0.0209 *** (3.9048)
Year/Indus	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	11572	9020	11572	9020	11572	9020	11572	9020
Adj_R <sup>2</sup>	0.1656	0.1288	0.1654	0.1290	0.1643	0.1280	0.1641	0.1284
Chi2	7.15 *** (0.0075)		7.07 *** (0.0078)		6.43 ** (0.0112)		6.91 *** (0.0086)	

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著(双尾),报告中的t值均已经过个体层面的cluster调整

表5详细列示了按照产权性质分组情况下的多元回归结果,在Panel A中,第(2)列国有企业组(SOE = 1)中BUSEN1项系数等于-0.3836,在1%水平上显著为负(t值等于-2.9343);第(4)列国有企业组(SOE = 1)中BUSEN2项系数等于-0.0651,也在1%水平上显著为负(t值等于-2.8400);而第(1)列和



第(3)列非国有企业组( $SOE = 0$ )中  $BUSEN1$ 和  $BUSEN2$ 项系数虽然为负,但在统计学意义上均不显著。另外,本文进一步对组间系数是否存在显著差异进行检验,结果显示第(1)列和第(2)列系数差异检验的  $P$  值为0.0075,在1%水平上显著,第(3)列和第(4)列系数差异检验的  $P$  值为0.0078,也在1%水平上显著,表明 Panel A 中的国有企业组与非国有企业组的回归结果存在显著差异,Panel B 中的分组回归结果与之相似,不再赘述。以上分组回归结果与研究假设2相吻合,即优化营商环境对大股东掏空的抑制作用在国有企业中更为明显,其主要原因在于,相较于非国有企业,一方面,国有企业的掏空动机更为强烈,为营商环境的治理作用提供了较大的发挥空间;另一方面,营商环境的优化由政府部门主导,而国有企业与政府联系密切,对营商环境的举措具有快速的反映,可以更好地发挥营商环境的治理作用。因此,相较于非国有企业,营商环境对大股东掏空的抑制作用在国有企业中表现的更加明显。

#### (四) 稳健性测试

1. 工具变量法。大股东掏空可能受到多种治理因素的影响,尽管本文的多元回归模型中考虑了常见影响大股东掏空的多个变量,但是仍可能存在遗漏变量导致的内生性问题,对此,本文通过工具变量法进行深入检验。具体地,参考何凌云和陶东杰<sup>[6]</sup>、周泽将等<sup>[21]</sup>的研究,本文选取省级层面的垃圾无害化处理率作为工具变量[数据来源于中华人民共和国住房和城乡建设部官网公布的《城市建设统计年鉴(2008—2018)》数据]。该指标衡量了政府对公共基础设施建设的重视程度,同时也是政府治理能力的重要体现,其值大小与营商环境水平密切相关,而省级层面的垃圾无害化处理率难以直接影响到单个上市公司的大股东掏空行为,即该工具变量满足外生性假设。具体工具变量法的回归结果列示于表6,Panel A 和 Panel B 中的  $BUSEN1$ 项系数均在1%水平上显著为负,即营商环境的优化显著降低了大股东掏空行为,结果与表4的回归结果相一致,即说明在考虑了内生性问题后,本文的研究结论未发生实质性变化。另外,对工具变量检验显示,第(1)列和第(2)列中偏  $F$  统计量分别为33.7278和25.4187,说明所选取的工具变量不存在识别不足问题,即本文选择的工具变量在统计学意义上是合理的,第(3)列和第(4)列结果相类似,不再赘述。

表6 营商环境与大股东掏空:工具变量法

变量	Panel A: $TUNNEL1$		Panel B: $TUNNEL2$	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Constant</i>	5.3872 *** (3.1113)	12.6683 *** (3.0344)	5.3293 *** (3.0754)	12.6748 *** (3.0502)
<i>BUSEN1</i>	-10.9839 *** (-2.7602)		-11.0811 *** (-2.8099)	
<i>BUSEN2</i>		-1.4428 *** (-2.6645)		-1.4556 *** (-2.7090)
<i>SIZE</i>	-0.0010 (-0.0186)	-0.0523 (-1.3265)	0.0055 (0.0975)	-0.0463 (-1.1831)
<i>LEV</i>	0.3284 (0.8202)	0.6114 ** (2.0387)	0.3113 (0.7817)	0.5967 ** (2.0075)
<i>ROA</i>	-3.0740 *** (-4.3621)	-2.3656 *** (-3.8632)	-3.0409 *** (-4.2944)	-2.3262 *** (-3.8019)
<i>GROW</i>	0.0173 (0.3450)	-0.0583 (-1.0064)	0.0191 (0.3805)	-0.0572 (-0.9926)
<i>BOARD</i>	-0.3007 (-0.9926)	-0.2858 (-1.2654)	-0.3080 (-1.0127)	-0.2930 (-1.2949)
<i>INDR</i>	0.8318 (0.9300)	-0.6057 (-0.8934)	0.7973 (0.8873)	-0.6529 (-0.9605)

(续表6)

变量	Panel A: <i>TUNNEL1</i>		Panel B: <i>TUNNEL2</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>DUAL</i>	0.3580 ** (2.3086)	0.1826 ** (2.0626)	0.3611 ** (2.3385)	0.1842 ** (2.0894)
<i>FIRST</i>	1.3384 ** (2.4568)	0.7579 ** (2.2933)	1.3295 ** (2.4511)	0.7438 ** (2.2581)
<i>TOP</i>	1.1010 ** (2.1115)	0.7874 ** (2.1869)	1.0967 ** (2.1024)	0.7803 ** (2.1670)
<i>LISTY</i>	0.0404 *** (3.8695)	0.0207 *** (2.5887)	0.0398 *** (3.8133)	0.0200 ** (2.4922)
<i>SOE</i>	-0.3547 *** (-2.9882)	-0.7227 *** (-3.9616)	-0.3514 *** (-2.9546)	-0.7227 *** (-3.9795)
<i>Year/Indus</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	20574	20574	20574	20574
<i>Partial_R<sup>2</sup></i>	0.0001	0.0003	0.0001	0.0003
<i>Partial_F</i>	33.7278	25.4187	33.7278	25.4187

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著(双尾),报告中的 $z$ 值均已经过个体层面的 cluster 调整

2. 滞后变量法。营商环境作为衡量外部环境的宏观变量,其对微观经济体的影响可能存在滞后性。因此,本文进一步将营商环境变量滞后一期,分别记为  $L\_BUSEN1$  和  $L\_BUSEN2$ ,滞后变量法的回归结果列式于表7中;Panel A 和 Panel B 中  $L\_BUSEN1$  和  $L\_BUSEN2$  项系数均在1%水平上显著为负,即表明在考虑了营商环境发挥作用的滞后性后,本文的研究结论依然没有发生实质性变化。

表 7 营商环境与大股东掏空:滞后变量法

变量	Panel A: <i>TUNNEL1</i>		Panel B: <i>TUNNEL2</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Constant</i>	1.8694 *** (3.2603)	2.2181 *** (3.8596)	1.7872 *** (3.1645)	2.1307 *** (3.7589)
$L\_BUSEN1$	-0.2522 *** (-2.7919)		-0.2514 *** (-2.7998)	
$L\_BUSEN2$		-0.0549 *** (-2.9957)		-0.0542 *** (-2.9900)
<i>Control variables</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	16628	16628	16628	16628
<i>Adj_R<sup>2</sup></i>	0.1462	0.1465	0.1460	0.1463

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著(双尾),报告中的 $t$ 值均已经过个体层面的 cluster 调整

3. 更换营商环境的度量方式。为了增强研究结论的可靠性,本文分别采用以下三种方式替换营商环境的度量:首先,使用王小鲁等<sup>[41]</sup>编写的《中国分省份企业经营环境指数2017年报告》中“经营环境指数”度量,记为  $BUSEN3$ ;其次,分别使用王小鲁等<sup>[42]</sup>编写《中国分省份市场化指数报告(2018)》中的一级指标“非国有经济的发展”“市场中介组织的发育和法律制度环境”来衡量,记为  $BUSEN4$ 、 $BUSEN5$ ,更换度量方式后的回归结果列示于表8中:不管在 Panel A 还是在 Panel B 中, $BUSEN$  项系数均在5%及以上水平显

著为负,即表明优化营商环境能够抑制大股东掏空这一结论依然成立,再次验证了研究假设1。

表8 营商环境与大股东掏空:更换营商环境的度量方式

变量	Panel A: <i>TUNNEL1</i>			Panel B: <i>TUNNEL2</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Constant</i>	3.1856 ***	1.9826 ***	1.7457 ***	3.1054 ***	1.8915 ***	1.6555 ***
	(4.7018)	(3.8725)	(3.3836)	(4.6266)	(3.7609)	(3.2665)
<i>BUSEN3</i>	-0.4763 ***			-0.4796 ***		
	(-3.0883)			(-3.1276)		
<i>BUSEN4</i>		-0.0327 ***			-0.0326 ***	
		(-2.7107)			(-2.7231)	
<i>BUSEN5</i>			-0.0092 **			-0.0091 **
			(-2.0629)			(-2.0717)
<i>Control variables</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	20592	20592	20592	20592	20592	20592
<i>Adj_R</i> <sup>2</sup>	0.1469	0.1468	0.1462	0.1462	0.1461	0.1455

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著(双尾),报告中的*t*值均已经过个体层面的cluster调整

4. 更换大股东掏空的度量方式。表4回归结果中大股东掏空的衡量方式未经过年度和行业层面上的调整,考虑不同行业 and 不同年份对关联交易的差异性影响,本文将原来大股东掏空的度量方式 *TUNNEL1*、*TUNNEL2*均进行了年度和行业的中位数的调整,分别记为 *ADJ\_TUNNEL1* 和 *ADJ\_TUNNEL2*,具体的回归结果列示于表9,第(1)列中,*BUSEN1*与 *ADJ\_TUNNEL1*在5%水平上显著负相关(系数等于-0.2210,*t*值等于-2.4948);第(2)列中,*BUSEN2*与 *ADJ\_TUNNEL1*在1%水平上显著负相关(系数等于-0.0493,*t*值等于-3.0554),第(3)~(4)列的回归结果与之相类似,不再赘述,以上结果再次验证了研究假设1,表明本文的研究结论是稳健的。

表9 营商环境与大股东掏空:更换大股东掏空的度量方式

变量	Panel A: <i>ADJ_TUNNEL1</i>		Panel B: <i>ADJ_TUNNEL2</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Constant</i>	1.5150 ***	1.8132 ***	1.4302 ***	1.7285 ***
	(2.9501)	(3.5538)	(2.8439)	(3.4532)
<i>BUSEN1</i>	-0.2210 **		-0.2228 **	
	(-2.4948)		(-2.5410)	
<i>BUSEN2</i>		-0.0493 ***		-0.0494 ***
		(-3.0554)		(-3.1002)
<i>Control variables</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	20592	20592	20592	20592
<i>Adj_R</i> <sup>2</sup>	0.0760	0.0764	0.0757	0.0761

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著(双尾),报告中的*t*值均已经过个体层面的cluster调整

5. 更换回归样本。前文中用来度量营商环境的指数报告并非每年连续发布,几乎都运用了近似替代的方法。2017年开始,粤港澳大湾区研究院课题组对全国直辖市、省会城市等35个大中城市的营商环境进行评估,并连续发布了《2017年中国城市营商环境报告》和《2018年中国城市营商环境评价报告》,因此本文进一步以中国城市营商环境报告中的指数度量城市层面的营商环境水平,记为 *Busen*,并使用2017至2018两年的数据进行回归检验,其结果列示于表10:*Busen*与 *TUNNEL1*在10%水平上显著负相关(系数等于-0.7335,*t*值等于-1.9300),*Busen*与 *TUNNEL2*在5%水平上显著负相关(系数等于-0.7537,*t*值等于

-1.9868),表明在更换回归样本后本文的研究结论依然成立。

表 10 营商环境与大股东掏空:更换回归样本

变量	Panel A: TUNNEL1		Panel B: TUNNEL2	
	系数	t 值	系数	t 值
Constant	3.7567 ***	(3.1936)	3.7149 ***	(3.1629)
Busen	-0.7335 *	(-1.9300)	-0.7537 **	(-1.9868)
SIZE	-0.1583 ***	(-3.8712)	-0.1568 ***	(-3.8351)
LEV	1.8040 ***	(6.2736)	1.8019 ***	(6.3034)
ROA	-3.7370 ***	(-4.7085)	-3.7242 ***	(-4.6966)
GROWB	-0.2157 **	(-2.0559)	-0.2133 **	(-2.0378)
BOARD	0.0371	(0.1182)	0.0404	(0.1288)
INDR	0.3501	(0.4217)	0.3414	(0.4118)
DUAL	-0.0094	(-0.1175)	-0.0128	(-0.1619)
FIRST	0.2716	(0.7393)	0.2873	(0.7851)
TOP	0.0246	(0.0644)	0.0339	(0.0891)
LISTY	0.0216 ***	(3.3092)	0.0217 ***	(3.3351)
SOE	-0.3527 ***	(-2.8388)	-0.3560 ***	(-2.8664)
Year/Indus	控制		控制	
N	3347		3347	
Adj_R <sup>2</sup>	0.1812		0.1814	

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著(双尾),报告中的t值均已经过个体层面的cluster调整

## 五、影响机制分析

### (一) 营商环境对内部控制质量的影响

加强企业内部控制建设是完善公司治理机制,促进企业可持续发展的基本要求。已有的研究表明,高质量的内部控制在抑制企业盈余管理、管理层财务欺诈以及高管层腐败等违规行为等方面发挥着有效作用<sup>[43-45]</sup>。内部控制作为公司内部治理机制的一项基本制度安排,显然也会对大股东掏空行为产生一定影响。高质量的内部控制有利于改善信息披露质量,从而降低企业内部管理不善、行为不当、违规违纪等不良行为的发生概率。因此,良好的内部控制从客观上降低了大股东掏空行为的发生概率。同时,内部控制伴随着企业经营发展的整个过程,高质量的内部控制也有利于在事中识别大股东掏空,进而抑制这种私利行为。营商环境的优化可以营造公平公正的市场环境,促进企业完善内部控制建设,提高内部控制质量,进而抑制大股东掏空,即提高企业内部控制质量构成了营商环境抑制大股东掏空的路径之一。为了检验营商环境优化对企业内部控制质量的影响,本文构建如下的模型(2):

$$QUAL = \alpha_0 + \alpha_1 BUSEN + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 LEV + \alpha_4 ROA + \alpha_5 GROW + \alpha_6 BOARD + \alpha_7 INDR + \alpha_8 DUAL + \alpha_9 FIRST + \alpha_{10} TOP + \alpha_{11} LISTY + \alpha_{12} SOE + Year + Indus + \varepsilon \quad (2)$$

其中,企业内部控制质量记为  $QUAL$ ,以迪博内部控制指数加以衡量,该指数越大,表明企业内部控制质量越好。为了缓解内部控制指数的波动、提高回归结果的准确性,本文在表11的多元回归中对内部控制指数作了对数处理。表11中的,  $BUSEN1$  与  $QUAL$  在1%水平上显著正相关(系数等于0.0242, t值等于

4.9204), *BUSEN2*与 *QUAL* 也在1%水平上显著正相关(系数等于0.0061, *t*值等于6.1617)。以上结果表明优化营商环境显著提升了企业内部控制质量,即优化营商环境提升企业内部控制质量构成其抑制大股东掏空行为的一条路径。

表 11 营商环境对内部控制质量的影响

变量	QUAL			
	系数	<i>t</i> 值	系数	<i>t</i> 值
Constant	5.8024 ***	(179.8080)	5.7634 ***	(172.3609)
<i>BUSEN1</i>	0.0242 ***	(4.9204)		
<i>BUSEN2</i>			0.0061 ***	(6.1617)
<i>SIZE</i>	0.0301 ***	(21.0267)	0.0301 ***	(21.1158)
<i>LEV</i>	-0.0110	(-1.5067)	-0.0108	(-1.4834)
<i>ROAB</i>	0.8444 ***	(34.3929)	0.8406 ***	(34.3818)
<i>GROWB</i>	0.0153 ***	(7.0601)	0.0157 ***	(7.2648)
<i>BOARD</i>	-0.0007	(-0.1079)	-0.0000	(-0.0037)
<i>INDR</i>	0.0475 **	(2.1482)	0.0523 **	(2.3624)
<i>DUAL</i>	-0.0003	(-0.1189)	-0.0002	(-0.0953)
<i>FIRST</i>	0.0069	(0.7795)	0.0072	(0.8146)
<i>TOP</i>	-0.0088	(-0.8585)	-0.0094	(-0.9196)
<i>LISTY</i>	-0.0019 ***	(-8.0498)	-0.0018 ***	(-7.8376)
<i>SOE</i>	0.0103 ***	(3.6861)	0.0120 ***	(4.3221)
<i>Year/Indus</i>	控制		控制	
<i>N</i>	19776		19776	
<i>Adj_R<sup>2</sup></i>	0.2756		0.2769	

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著(双尾),报告中的*t*值均已经过个体层面的cluster调整

## (二) 营商环境对审计质量的影响

作为独立的第三方,外部审计是公司治理机制的重要组成部分,在缓解企业内部代理冲突方面发挥着重要作用<sup>[46]</sup>。高质量审计意味着会计师事务所的审计制度和流程更为规范,审计师的胜任能力更强,进而提高识别错报或者不规范财务报告的可能性<sup>[47]</sup>。大股东为了隐藏掏空行为,往往与管理层合谋通过虚构交易等方式操纵财务报表,而当企业聘请的会计师事务所审计水平较高时,容易识别财务报表的异常,提高大股东掏空行为暴露的可能性,因此,高质量审计有利于抑制大股东掏空行为。高水平的营商环境一方面有利于促进第三方中介机构的发展和公平竞争,提高该地区会计师事务所的质量;另一方面也会吸引诸如国际四大此类的高质量会计师事务所进驻,提高企业聘请高质量会计师事务所的可能性,进而抑制大股东掏空行为,即提高审计质量构成了营商环境抑制大股东掏空行为的路径之一。为了检验营商环境优化对外部审计质量的影响,本文构建如下的模型(3):

$$\begin{aligned}
 BIG4 = & \alpha_0 + \alpha_1 BUSEN + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 LEV + \alpha_4 ROA + \alpha_5 GROW + \alpha_6 BOARD + \\
 & \alpha_7 INDR + \alpha_8 DUAL + \alpha_9 FIRST + \alpha_{10} TOP + \alpha_{11} LISTY + \alpha_{12} SOE + Year + Indus + \varepsilon
 \end{aligned} \quad (3)$$

其中,外部审计质量记为 *BIG4*,参考郭照蕊和黄俊<sup>[47]</sup>的研究,一般认为国际四大会计师事务所业务较为精通,是高审计质量的象征,因此当企业所聘请的会计师事务所为国际四大会计师事务所时,则赋值 *BIG4* 等于1,否则赋值 *BIG4* 等于0。表12中的回归结果显示:*BUSEN1*项系数等于2.0606,在1%水平上显著

为正( $z$ 值等于6.0977), $BUSEN2$ 项系数等于0.2754,也在1%水平上显著为正( $z$ 值等于3.0194)。以上结果揭示,营商环境的优化显著提升了外部审计质量,即优化营商环境提升审计质量构成其抑制大股东掏空行为的一条路径。

表 12 营商环境对审计质量的影响

变量	BIG4			
	系数	$z$ 值	系数	$z$ 值
<i>Constant</i>	-31.2906***	(-13.8074)	-33.0200***	(-13.9182)
<i>BUSEN1</i>	2.0606***	(6.0977)		
<i>BUSEN2</i>			0.2754***	(3.0194)
<i>SIZE</i>	1.1226***	(11.9030)	1.1404***	(12.1250)
<i>LEV</i>	-1.1344**	(-2.1912)	-1.3237**	(-2.5485)
<i>ROAB</i>	3.4835**	(2.2408)	2.8509*	(1.8413)
<i>GROWB</i>	-0.4614***	(-4.4895)	-0.4450***	(-4.6082)
<i>BOARD</i>	-0.0262	(-0.0583)	0.0315	(0.0707)
<i>INDR</i>	0.2482	(0.1763)	0.6032	(0.4320)
<i>DUAL</i>	-0.2938	(-1.4716)	-0.2919	(-1.4541)
<i>FIRST</i>	2.4717***	(3.3893)	2.5735***	(3.4977)
<i>TOP</i>	3.1078***	(3.9100)	3.0774***	(3.9344)
<i>LISTY</i>	0.0255	(1.4699)	0.0287*	(1.6659)
<i>SOE</i>	-0.0206	(-0.0866)	0.0633	(0.2690)
<i>Year/Indus</i>	控制		控制	
<i>N</i>	19706		19706	
<i>Pseudo R<sup>2</sup></i>	0.3359		0.3232	

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著(双尾),报告中的 $z$ 值均已经过个体层面的 cluster 调整

### (三) 营商环境对企业信息透明度的影响

企业信息透明度在公司治理机制中发挥着重要作用,同时也影响其他公司治理机制的运行<sup>[48]</sup>。黎文靖和孔东民<sup>[49]</sup>指出,信息透明度可以通过降低中小股东之间的信息不对称,进而抑制大股东掏空行为、缓解第二类代理问题。当企业信息透明度较低时,大股东可以轻易向其他股东和外部投资者隐藏内部信息,导致中小股东难以及时识别大股东的违规操作,客观上增加掏空行为的可能性。而在信息透明度较高的企业中,中小股东可以更加及时地了解上市公司日常经营活动情况,易于对大股东的行为进行有效监督,进而有利于识别大股东利用关联交易等方式转移上市公司资产的掏空行为。因此,企业信息透明度的提高有利于抑制大股东掏空行为。优化营商环境能够显著降低信息不对称程度,进而提高企业信息透明度以抑制大股东掏空行为,即企业信息透明度的提高构成了营商环境抑制大股东掏空的路径之一。为了检验营商环境优化对企业信息透明度的影响,本文构建如下的模型(4):

$$\begin{aligned}
 TRANS = & \alpha_0 + \alpha_1 BUSEN + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 LEV + \alpha_4 ROA + \alpha_5 GROW + \alpha_6 BOARD + \\
 & \alpha_7 INDR + \alpha_8 DUAL + \alpha_9 FIRST + \alpha_{10} TOP + \alpha_{11} LISTY + \alpha_{12} SOE + Year + Indus + \varepsilon
 \end{aligned} \quad (4)$$

其中,企业信息透明度记为  $TRANS$ ,参考张兵等<sup>[50]</sup>的研究,本文使用深圳证券交易所对上市公司信息

披露质量的评级情况<sup>①</sup>来度量企业信息透明度。首先,当上市公司信息披露情况被判定为不及格或者及格时,将 *TRANS1* 赋值为0,被判定为良好或者优秀时,将 *TRANS1* 赋值为1;其次,根据上市公司信息披露情况被判定为不及格、及格、良好和优秀,依次将 *TRANS2* 赋值为1、2、3和4。具体的回归结果列示于表13, Panel A 中的被解释变量 *TRANS1* 为0~1哑变量,采用 Logit 回归方法, Panel B 中的被解释变量 *TRANS2* 为离散变量,采用 *Order-Logit* 回归方法,第(1)~(2)列中, *BUSEN* 项系数均在10%水平上显著为正;第(3)~(4)列中, *BUSEN* 项系数均在1%水平上显著为正。以上结果表明,营商环境的优化显著提升了企业信息透明度,即优化营商环境提升企业信息透明度构成其抑制大股东掏空的一条路径。

表 13 营商环境对信息透明度的影响

变量	Panel A: <i>TRANS1</i>		Panel B: <i>TRANS2</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Constant</i>	-6.1490 *** (-5.2012)	-6.4371 *** (-5.2920)		
<i>BUSEN1</i>	0.3400 * (1.7503)		0.5105 *** (3.4979)	
<i>BUSEN2</i>		0.0662 * (1.6982)		0.1038 *** (3.4297)
<i>SIZE</i>	0.2691 *** (5.7163)	0.2666 *** (5.6640)	0.5304 *** (13.6777)	0.5286 *** (13.5658)
<i>LEV</i>	-1.0250 *** (-3.7027)	-1.0150 *** (-3.6593)	-1.2472 *** (-6.0135)	-1.2381 *** (-5.9162)
<i>ROA</i>	12.1163 *** (13.7425)	12.1350 *** (13.7472)	12.6197 *** (19.5937)	12.5900 *** (19.5154)
<i>GROW</i>	-0.1688 *** (-2.6541)	-0.1637 ** (-2.5717)	-0.2574 *** (-5.6285)	-0.2484 *** (-5.4358)
<i>BOARD</i>	0.4424 * (1.7954)	0.4349 * (1.7779)	0.3913 ** (2.0374)	0.3908 ** (2.0323)
<i>INDR</i>	-0.3546 (-0.4331)	-0.3145 (-0.3840)	-0.0908 (-0.1373)	0.0051 (0.0077)
<i>DUAL</i>	-0.1851 ** (-2.1462)	-0.1767 ** (-2.0661)	-0.0754 (-1.1140)	-0.0643 (-0.9548)
<i>FIRST</i>	0.5809 * (1.7201)	0.5656 * (1.6654)	0.6052 ** (2.1753)	0.5928 ** (2.1100)
<i>TOP</i>	-0.0567 (-0.1469)	-0.0787 (-0.2034)	-0.2521 (-0.8434)	-0.2717 (-0.9025)
<i>LISTY</i>	-0.0390 *** (-4.4076)	-0.0379 *** (-4.2679)	-0.0569 *** (-8.0861)	-0.0558 *** (-7.8767)

①深交所从及时性、准确性、完整性和合法性四个方面考察上市公司信息披露情况,据此形成四个等级,由低到高分别为不及格、及格、良好和优秀。

(续表13)

变量	Panel A: TRANS1		Panel B: TRANS2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
SOE	0.5465 ***	0.5640 ***	0.5962 ***	0.6326 ***
	(4.6627)	(4.7628)	(6.3258)	(6.6282)
cut1			8.7743 ***	9.3269 ***
			(9.5903)	(9.7742)
cut2			11.5952 ***	12.1489 ***
			(12.7778)	(12.8145)
cut3			15.5404 ***	16.0927 ***
			(16.8763)	(16.7259)
Year/Indus	控制	控制	控制	控制
N	11599	11599	11600	11600
Pseudo R <sup>2</sup>	0.1104	0.1103	0.1140	0.1137

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著(双尾),报告中的z值均已经过个体层面的cluster调整

## 六、研究结论与政策启示

营商环境在很大程度上反映出一个地区的投资者保护水平。近年来中国营商环境便利度排名连续多年稳步上升,考虑其对投资者保护的重要作用,结合现实情况中资本市场大股东掏空问题的严重性和普遍性,本文主要探究了优化营商环境是否能够切实提高投资者保护水平。具体使用中国资本市场2008—2018年间A股上市公司为研究样本,实证考察了营商环境对大股东掏空的影响。研究发现,省级层面和城市层面营商环境水平与上市公司大股东掏空程度呈现显著的负相关关系,即优化营商环境显著抑制了大股东掏空。进一步地,营商环境对大股东掏空的抑制作用在国有企业样本中更为显著,即产权性质强化了营商环境对大股东掏空的影响。最后关于营商环境作用于大股东掏空机制研究发现,营商环境的优化有利于提升企业内部控制质量、增强企业外部审计质量、提高企业信息透明度,以上构成了营商环境抑制大股东掏空的具体路径。理论层面上,本文不仅丰富了营商环境对具体企业财务行为产生的经济后果研究,而且从宏观角度扩充了大股东掏空的影响因素文献;现实层面上,本文研究结论对监管部门具有重要参考意义,同时有利于提高投资者决策的科学性。

依据具体的研究结论,本文分别提出以下三方面的政策建议:第一,优化营商环境不仅有利于抑制大股东掏空,而且对于提升企业内部控制质量、增强企业外部审计质量和提高企业信息透明度都具有显著作用。这一研究结论表明,宏观经济环境的改变将会显著影响到微观的多种具体企业财务行为,因此各级政府部门应该高度重视各地区营商环境的优化,使之服务于当地企业。第二,鉴于营商环境对大股东掏空行为的抑制作用在国有企业中表现得更为显著,一方面,监管部门要加强对国有资产保值增值的监督,缓解原本就表现得更为严重的大股东掏空问题;另一方面,政府应当在民营企业中加强落实“放管服”的各项要求,促使营商环境更大程度地服务于民营企业。第三,大股东掏空问题受到多种因素的影响,就本文研究结论而言,包括外部治理机制的第三方审计、内部治理机制的企业内部控制质量和企业信息透明度。因此,各个上市公司不仅应当致力于完善企业内外部治理机制,而且要注意内外部治理机制的相结合,以减少大股东掏空行为,提高对投资者的保护水平。



## 参考文献:

- [1] 姜付秀, 马云飙, 王运通. 退出威胁能抑制控股股东私利行为吗? [J]. 管理世界, 2015(5): 147-159.
- [2] JIANG G, LEE C M C, YUE H. Tunneling through intercorporate loans: the China experience [J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98(1): 1-20.
- [3] LIU Q, TIAN G. Controlling shareholder, expropriations and firm's leverage decision: evidence from Chinese non-tradable share reform [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2012, 18(4): 782-803.
- [4] 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.
- [5] 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(4): 84-98.
- [6] 何凌云, 陶东杰. 营商环境会影响企业研发投入吗? ——基于世界银行调查数据的实证分析 [J]. 江西财经大学学报, 2018(3): 50-57.
- [7] 辛大楞, 辛立国. 营商环境与企业产品质量升级——基于腐败视角的分析 [J]. 财贸研究, 2019(3): 85-98.
- [8] COMMANDER S, SVEJNAR J. Business environment, exports, ownership, and firm performance [J]. *The Review of Economics and Statistics*, 2011, 93(1): 309-337.
- [9] 杨进, 张攀. 地区法治环境与企业绩效——基于中国营商环境调查数据的实证研究 [J]. 山西财经大学学报, 2018(9): 1-17.
- [10] PELLY R, KRÄMER-EIS H. Creating a better business environment for financing business, innovation and green growth [J]. *Financial Market Trends*, 2011(1): 129-140.
- [11] 于文超, 梁平汉. 不确定性、营商环境与民营企业经营活力 [J]. 中国工业经济, 2019(11): 136-154.
- [12] 陈伟伟, 张琦. 系统优化我国区域营商环境的逻辑框架和思路 [J]. 改革, 2019(5): 70-79.
- [13] 杨志勇, 文丰安. 优化营商环境的价值、难点与策略 [J]. 改革, 2018(10): 5-13.
- [14] 廖福崇. 审批制度改革优化了城市营商环境吗? ——基于民营企业“忙里又忙外”的实证分析 [J]. 公共管理学报, 2020(1): 47-58, 170.
- [15] FABRO G, AIXALÁ J. Economic growth and institutional quality: global and income-level analyses [J]. *Journal of Economic Issues*, 2009, 43(4): 997-1023.
- [16] BAH E, FANG L. Impact of the business environment on output and productivity in Africa [J]. *Journal of Development Economics*, 2015, 114: 159-171.
- [17] AHLQUIST J S, PRAKASH A. FDI and the costs of contract enforcement in developing countries [J]. *Policy Sciences*, 2010, 43(2): 181-200.
- [18] 周超, 刘夏, 辜转. 营商环境与中国对外直接投资——基于投资动机的视角 [J]. 国际贸易问题, 2017(10): 143-152.
- [19] CONTRACTOR F J, DANGOL R, NURUZZAMAN N, et al. How do country regulations and business environment impact foreign direct investment (FDI) inflows? [J]. *International Business Review*, 2020, 29(2): 1-13.
- [20] 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.
- [21] 周泽将, 高雅萍, 张世国. 营商环境影响企业信贷成本吗 [J]. 财贸经济, 2020(12): 117-131.
- [22] 周泽将, 高婷婷, 张世国. 营商环境与轻资产运营——基于股权激励和产权性质的情境性分析 [J]. 上海财经大学学报, 2020(6): 52-64.
- [23] 吴育辉, 吴世农. 股权集中、大股东掏空与管理层自利行为 [J]. 管理科学学报, 2011(8): 34-44.
- [24] CHEN C, WAN W Y, ZHANG W. Board independence as a panacea to tunneling? An empirical study of related-party transactions in Hong Kong and Singapore [J]. *Journal of Empirical Legal Studies*, 2018, 15(4): 987-1020.
- [25] 刘少波, 马超. 经理人异质性与大股东掏空抑制 [J]. 经济研究, 2016(4): 129-145.
- [26] 张洪辉, 章琳一, 张蕊. 内部控制与关联交易: 基于效率促进观和掏空观分析 [J]. 审计研究, 2016(5): 89-97.
- [27] DU X. Does Confucianism reduce minority shareholder expropriation? Evidence from China [J]. *Journal of Business Ethics*, 2015, 132(4): 661-716.
- [28] GOPALAN R, JAYARAMAN S. Private control benefits and earnings management: evidence from insider controlled firms [J]. *Journal of Accounting Research*, 2012, 50(1): 117-157.

- [29]李明,叶勇.媒体负面报道对控股股东掏空行为影响的实证研究[J].管理评论,2016(1):73-82.
- [30]聂萍,潘再珍.问询函监管与大股东“掏空”——来自沪深交易所年报问询的证据[J].审计与经济研究,2019(3):91-103.
- [31]魏志华,夏太彪,王慧萍.关联交易、分析师行为与股价同步性——基于中国上市公司的实证研究[J].会计与经济研究,2020(5):3-27.
- [32]ROBERTS B W. Plaster or plasticity: are adult work experiences associated with personality change in women? [J]. Journal of Personality, 1997, 65(2):205-232.
- [33]BURKART M, PANUNZI F. Agency conflicts, ownership concentration, and legal shareholder protection [J]. Journal of Financial Intermediation, 2006, 15(1):1-31.
- [34]ZHANG M, GAO S, GUAN X, et al. Controlling shareholder-manager collusion and tunneling: evidence from China [J]. Corporate Governance an International Review, 2014, 22(6):440-459.
- [35]陈寿灿,徐越倩.浙江省新型政商关系“亲清指数”研究[J].浙江工商大学学报,2019(2):5-17.
- [36]吴成颂,程茹枫.董事网络与制造业企业高质量发展——基于金融发展门槛效应的实证分析[J].安徽大学学报(哲学社会科学版),2021(4):144-156.
- [37]全怡,姚振晔.法律环境、独董任职经验与企业违规[J].山西财经大学学报,2015(9):76-89.
- [38]BHARATH S T, JAYARAMAN S, NAGAR V. Exit as governance: an empirical analysis [J]. The Journal of Finance, 2013, 68(6):2515-2547.
- [39]姜付秀,马云飙,王运通.退出威胁能抑制控股股东私利行为吗? [J]. 管理世界, 2015(5):147-159.
- [40]JIANG G, RAO P, YUE H. Tunneling through non-operational fund occupancy: an investigation based on officially identified activities [J]. Journal of Corporate Finance, 2015, 32:295-311.
- [41]王小鲁,樊纲,马光荣.中国分省份企业经营环境指数 2017 年报告 [M]. 北京:社会科学文献出版社,2017:2-3.
- [42]王小鲁,樊纲,胡李鹏.中国分省份市场化指数报告(2018) [M]. 北京:社会科学文献出版社,2019:219-223.
- [43]CHEN H, DONG W, HAN H, et al. A comprehensive and quantitative internal control index: construction, validation, and impact [J]. Review of Quantitative Finance and Accounting, 2017, 49(2):337-377.
- [44]DONELSON D C, EGE M, MCINNIS J M. Internal control weaknesses and financial reporting fraud [J]. Auditing: A Journal of Practice & Theory, 2017, 36(3):45-69.
- [45]周美华,林斌,林东杰.管理层权力、内部控制与腐败治理[J].会计研究,2016(3):56-63,96.
- [46]WATTS R L, ZIMMERMAN J L. Agency problems, auditing, and the theory of the firm: some evidence [J]. The Journal of Law and Economics, 1983, 26(3):613-633.
- [47]郭照蕊,黄俊.高质量审计与上市公司商誉泡沫[J].审计研究,2020(4):80-89.
- [48]ARMSTRONG C S, GUAY W R, WEBER J P. The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting [J]. Journal of Accounting and Economics, 2010, 50(2/3):179-234.
- [49]黎文靖,孔东民.信息透明度、公司治理与中小股东参与 [J]. 会计研究, 2013(1):42-49, 95.
- [50]张兵,范致镇,潘军昌.信息透明度与公司绩效——基于内生性视角的研究 [J]. 金融研究, 2009(2):169-184.



(责任编辑 束顺民)