

司法“去地方化”降低了企业权益资本成本吗？

——来自巡回法庭设立的证据

刘 华¹, 孙光国^{1,2}

(1. 东北财经大学 会计学院, 辽宁 大连 116025; 2. 沈阳农业大学 经济管理学院, 辽宁 沈阳 110866)

[摘要]随着我国司法体制改革的深入推进,司法审判权“去地方化”对市场主体融资行为的影响逐渐凸显。高寻租企业因依赖非市场化套利路径,其融资成本的结构变动能够清晰地揭示司法独立性提升对企业隐性制度套利行为的规制效应。因此,基于我国巡回法庭设立的准自然实验,探讨巡回法庭设立对高寻租企业权益资本成本的影响,研究发现巡回法庭的设立显著降低了高寻租企业的权益资本成本。机制分析发现,巡回法庭设立通过优化契约信任环境和降低市场分割,从而降低了企业权益资本成本。异质性分析发现,在异地子公司数量多、外源融资依赖性强以及资产专用性水平高的企业中,巡回法庭设立降低高寻租企业权益资本成本的效应尤为显著。进一步分析发现,巡回法庭设立减少了企业的违规行为。研究结论不仅为理解司法体制改革通过法律威慑机制影响资本市场提供了实证依据,还为企业在融资决策中如何应对法律环境变化提供了参考。

[关键词]巡回法庭;权益资本成本;契约环境;市场分割;高寻租企业;资产专用性

[中图分类号]D926.2;F832.5 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2026)02-0078-10

一、引言

在市场经济发展与司法改革深化的背景下,企业经营的合法合规性已成为监管机构及投资者关注的焦点^[1]。司法环境的公正性与统一性重塑了企业与投资者之间的风险分配格局,并为资本市场行为奠定了制度基石^[2]。司法不确定性已成为影响企业外部融资成本的重要因素^[3],特别是作为企业核心融资渠道的股权融资的成本深受司法环境变动的影响^[4]。相比之下,一个健全且高效的司法体系能够通过提高契约执行效率和投资者保护力度,有效降低法律风险溢价,从而为企业在资本市场中提供更为有利的融资条件。有研究发现,在司法效率较高的地区,治理规范、合规水平高的企业能够以更低的成本进行融资^[5],这印证了司法环境在塑造企业融资竞争力中的基础性制度作用,根本逻辑在于完善的司法体系提升了投资者对企业的信任度^[6],使其更愿意接受较低的风险溢价,从而提高资本配置效率。然而,司法强化也可能会增加企业的合规压力与适应成本^[7]。鉴于此,司法环境与企业权益资本成本之间的复杂关系亟待深入剖析。

我国逐步推进跨区域司法机构的设立,以打破地方保护主义、增强司法独立性,为市场资源配置营造更加稳定和可预期的制度环境。2014年12月,中央全面深化改革领导小组第七次会议审议通过了《最高人民法院设立巡回法庭试点方案》。作为司法体制改革的重要实践,巡回法庭设立不仅有助于打破地区市场壁垒、推动资本和生产要素自由流动,还能通过提升契约执行力来改善区域契约环境。对于依赖非正式制度庇护的企业来讲,巡回法庭的设立给其带来了复杂的影响,司法地方保护色彩的淡化使得这些企业以往赖以规避监管的成本优势消失,这可能导致其在资本市场上寻求融资时面临更大的阻力。统一的司法裁判与公正的审理过程降低了市场的法律风险溢价,使投资者能够更清晰地辨别企业的真实风险状况^[8]。根据理性预期理论,企业会调整自身行为主动提升合规水平,以规避潜在的法律诉讼与市场声誉损失,这最终会反映在其市场估值与权益资本成本上。尽管如此,目前研究尚未对巡回法庭设立与企业权益资本成本的关系进行分析,尤其是缺乏针对高寻租企业在司法体制改革中融资行为变化的探讨。因此,探究巡回法庭设立与企业权益资本成本之间的关系,不仅能够说明司法体制改革产生的微观经济效应,而且对于评估司法独立性如何切实提升资本市场运行效率具有深刻的理论价值和现实紧迫性。

[收稿日期]2025-05-01

[基金项目]财政部“会计名家”培养工程研究项目(财会[2019]19号);国家社会科学基金青年项目(25CJY071)

[作者简介]刘华(1994—),女,内蒙古包头人,东北财经大学会计学院博士研究生,从事公司治理研究, E-mail: liuhua9258@126.com;孙光国(1971—),男,四川宣汉人,东北财经大学会计学院、沈阳农业大学经济管理学院教授,博士生导师,从事会计理论研究。

本文可能的贡献体现在以下三点:第一,丰富了巡回法庭设立相关的经济后果研究。已有文献主要探讨了巡回法庭设立对企业投资决策^[8-9]、全要素生产率^[10]及分工深化^[11]等的影响,而关于其如何通过重塑市场信任影响企业融资行为尚未得到足够深入的讨论。本文研究发现,巡回法庭的设立优化了契约执行的信任基础,降低了企业面临的法律风险,进而对权益资本成本产生了抑制效果,这一结论有助于从信任机制与金融发展的互动视角探究制度环境优化的微观经济效应。第二,验证了巡回法庭设立对资本市场具有显著的威慑效应。本文借助理性预期理论来观察企业的策略选择,发现在司法威慑效应增强的背景下,企业通常会主动向合规经营转型,而非被动承受合规成本,这种主动调整恰恰是企业权益资本成本得以降低的关键,而且从企业策略性响应角度切入有助于理解司法体制改革的微观经济效应。第三,本文构建了巡回法庭设立—契约环境改善/市场分割减弱—权益资本成本下降的完整传导链条,厘清了司法体制改革提升资本市场效率的内在机理。

二、制度背景与假设提出

(一)制度背景

在全面推进依法治国和建设法治中国的时代背景下,党的十八届四中全会明确提出了建设社会主义法治国家的目标,并着重强调必须“保证公正司法,提高司法公信力”和“优化司法职权配置”。为落实这一要求,最高人民法院自2015年起逐步在全国范围内设立巡回法庭,自此我国司法体制改革迈入了一个新阶段。巡回法庭的设立,根植于市场经济快速发展与司法地方化保护之间的现实矛盾^[12]。巡回法庭通过其司法实践逐步形成了惩罚效应与威慑效应,对企业行为产生了明显约束,这不仅体现在直接提高了企业的违规成本,而且司法透明度和裁判统一性的提升强化了对潜在违法行为的普遍威慑,促使高寻租企业通过主动调整决策来减少寻租活动,以规避违法违规后果。

巡回法庭的设立对投资者预期与企业融资成本产生了深远影响。随着司法透明度与裁判一致性的提高,企业的合规成本上升^[13],法律风险因素在定价过程中更加受到重视。司法环境的改善使得投资者对高寻租企业的未来收益预期趋于谨慎,可能会导致其要求更高的风险溢价,从而推高这类企业的权益资本成本。巡回法庭设立还通过打破地方司法保护、削弱政策庇护等^[14],使市场定价机制回归企业真实水平。因此,探究巡回法庭设立如何影响高寻租企业的权益资本成本,既有助于揭示司法体制改革影响企业融资决策的内在机制,也能够为资本市场参与者提供基于司法制度因素的评估维度。

(二)假设提出

1. 惩罚效应

有研究指出,企业权益资本成本会受到司法独立性增强的影响^[15]。作为司法体制改革的重要实践,巡回法庭的根本使命在于强化审判独立性、削减地方保护主义干扰,树立并维护司法判决的公正性与权威性^[16]。当企业难以继续依赖政治关联来获取超额收益、规避法律责任与市场约束时^[17],会面临更高的合规成本与更严格的监管环境,这将直接加剧其未来现金流的不确定性。

严格的外部监管也有可能对企业价值产生负面影响^[18]。巡回法庭的设立提升了高寻租企业的合规成本与经营不确定性,削弱了其依靠非市场手段获取竞争优势的能力,从而迫使这类企业回归市场竞争,这不仅影响其财务稳健性与持续经营能力^[19],还削弱了其在股权融资中的议价地位。

对于股权投资者而言,企业长期价值与未来现金流的稳定性是其关注的核心。当企业面临的诉讼风险与经营不确定性较高时,投资者在进行风险评估时自然会更加审慎,并要求获得相应的溢价作为补偿^[6]。巡回法庭设立通过提高司法质量与合规要求,显著放大了高寻租企业面临的诉讼风险与现金流不确定性。为了对冲所承担的额外风险,投资者将索求更高的回报率,进而推高企业的权益资本成本^[20]。综上,本文提出假设H1a。

H1a:巡回法庭的设立会通过惩罚效应增加高寻租企业的权益资本成本。

2. 威慑效应

巡回法庭的设立不仅能够依法惩治企业违法行为,其司法权威与审判公正性所产生的持久威慑效应还是驱动企业主动提高合规水平的关键。在地方司法效率较低的情形下,部分企业倾向于通过非生产性寻租手段来谋取额外收益,这类行为既扰乱了市场竞争秩序,也显著增加了企业自身的法律风险与交易成本,最终推高其融资成本。司法独立性与公正性的增强有助于提高制裁可能性,从而改变企业对制度套利行为的成本收益权衡,有

效抑制其投机动机^[21]。

巡回法庭设立通过统一裁判标准与强化判决跨区域执行,切实提升了司法公信力与区域市场一体化水平,这一制度改革既优化了契约执行环境、降低了市场分割程度,也对原本依赖地方保护的高寻租企业形成了更强的行为约束与制度引导。基于理性预期理论,司法质量改善会促使这类企业主动应对司法环境变化,并通过完善内部治理来缓解经营不确定性。从契约信任环境维度来看,巡回法庭的设立增强了契约执行的确定性与可预期性,有效减少了因履约不确定性所要求的风险补偿。当投资者对企业未来现金流的信心增强时,其要求的投资回报率会趋于下降,最终表现为企业权益资本成本的降低^[22]。从市场整合维度来看,巡回法庭设立通过破除司法地方化,促进了生产要素的跨区域流动与高效配置,有效提升了资本市场的定价效率,使企业价值得以被更准确地评估,从而直接降低了其股权融资成本。

契约执行环境的完善与市场壁垒的破除对高寻租企业权益资本成本的降低效应尤为显著。司法统一性从根本上动摇了高寻租企业原有的制度套利基础,系统性化解了其因依附地方保护而形成的风险,同时推动其从非生产性寻租向可持续的价值创造转型。相比之下,低寻租企业原本对制度套利的依赖程度较低,因而从司法体制改革中获取的边际风险下降相对有限。这种由司法威慑效应引致的、针对高寻租企业的风险重构机制,构成了其融资成本优化的核心路径。综上,本文提出假设 H1b。

H1b:巡回法庭的设立能通过威慑效应降低高寻租企业的权益资本成本。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文以 2010—2019 年沪深 A 股上市公司为初始样本,采用多期双重差分法评估巡回法庭设立对企业权益资本成本的影响。借鉴陈骏等^[23]的方法,企业寻租行为采用超额管理费用 (*Rent*) 衡量,具体通过设定模型对管理费用率进行回归并提取残差项计算得到。在此基础上,本文根据巡回法庭设立前两年企业寻租程度的均值与行业中位数,将样本划分为高寻租样本组和低寻租样本组,且仅保留高寻租的企业-年度样本进行后续分析。样本筛选遵循以下步骤:(1)剔除位于北京、天津、河北、山东和内蒙古等未设立巡回法庭地区的企业,以排除最高人民法院直接管辖带来的影响;(2)剔除金融行业样本;(3)剔除变量数据存在缺失的观测值。此外,为控制极端值对估计结果的潜在影响,本文对所有连续变量进行了上下 1% 的缩尾处理。本研究所需数据均来源于 WIND 和 CSMAR 数据库。

(二) 变量定义及模型设定

1. 被解释变量

被解释变量为权益资本成本。为了使计算结果包含更多的风险因素,本文基于 Price-Earnings-Growth 提出的 PEG 模型^[24]衡量权益资本成本。有研究指出,基于 PEG 和 MPEG 模型的事前权益资本测度优于采取资本资产定价模型 (CAPM) 和 Fama-French 三因子模型进行的事后权益资本成本测度,且 PEG 和 MPEG 模型能更好地捕捉各类风险因素的影响,在中国资本市场环境中表现出较高的适用性^[25]。为此,本文选取 PEG 和 MPEG 模型衡量公司权益资本成本,其中 MPEG 模型在稳健性检验中应用,且参考已有研究的做法^[26],在稳健性检验中采用 OJ 模型估算公司权益资本成本。采用 PEG 模型估算公司权益资本成本的计算公式如下:

$$r_{PEG} = \sqrt{\frac{eps_{t+2} - eps_{t+1}}{P}} \quad (1)$$

其中, r_{PEG} 为权益资本成本, eps_{t+1} 为分析师在第 $t+1$ 年的每股预期收益, eps_{t+2} 为第 $t+2$ 年的每股预期收益, P 为股票在年底的收盘价。

2. 解释变量

解释变量为巡回法庭设立 ($Treat \times Post$)。巡回法庭设立当年及以后年份, $Post$ 取 1,否则取 0。若样本期间内企业所在地为巡回法庭管辖区, $Treat$ 取值为 1;若企业所在地不受巡回法庭管辖, $Treat$ 取值为 0。

3. 控制变量

本文选取的控制变量有资产规模 ($SIZE$)、资产负债率 (LEV)、成长性 ($GROWTH$)、经营性现金流 (CFO)、总资产收益率 (ROA)、账面市值比 (BM)、总资产周转率 (TAT)、企业风险承担水平 ($RISK$)、股权制衡度

(*BALANCE*)、第二类代理成本(*OCCUPATION*)、管理层持股比例(*MHOLD*)、第一大股东持股比例(*TOP1*)、独立董事比例(*INDBOARD*)。

4. 模型设定

为了探究巡回法庭设立对企业权益资本成本的影响,本文构建模型(2)如下:

$$r_{PEG_{i,t}} = \beta_0 + \beta_1 (Treat_i \times Post_t) + \beta_j X_{i,t} + Firm + Year + Pro + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

在模型(2)中, r_{PEG} 为被解释变量,即权益资本成本; $Treat \times Post$ 为关键解释变量; β_1 是本文主要关注的系数,表示相对于未受巡回法庭设立影响的企业,受影响企业的权益资本成本的变化; X 代表所有控制变量; $Firm$ 、 $Year$ 和 Pro 分别代表公司、年份和省份固定效应。

(三)描述性统计

主要变量的描述性统计结果如表 1 所示。权益资本成本(r_{PEG})的均值为 0.108,标准差为 0.038,表明不同企业间权益资本成本存在差异。 $Treat \times Post$ 的均值为 0.484,反映了样本中 48.4% 的观测值受到巡回法庭设立的影响。其他控制变量的统计特征与既有文献基本一致。

表 1 主要变量的描述性统计

变量	具体定义	N	Mean	SD	Median	Min	Max
r_{PEG}	权益资本成本,具体定义见公式(1)	4493	0.108	0.038	0.104	0.023	0.241
$Treat \times Post$	巡回法庭的设立	4493	0.484	0.500	0.000	0.000	1.000
<i>SIZE</i>	总资产的自然对数	4493	22.560	1.224	22.441	19.734	24.569
<i>LEV</i>	总负债/总资产	4493	0.426	0.206	0.420	0.051	0.953
<i>GROWTH</i>	营业收入的年度增长率	4493	0.225	0.477	0.136	-0.643	4.070
<i>CFO</i>	经营活动产生的现金流量净额/总资产	4493	0.052	0.065	0.050	-0.213	0.257
<i>ROA</i>	净利润/总资产	4493	0.046	0.028	0.042	0.005	0.089
<i>BM</i>	账面价值/市场价值	4493	0.564	0.266	0.542	0.078	1.167
<i>TAT</i>	营业收入/总资产	4493	0.659	0.474	0.537	0.046	2.618
<i>RISKT</i>	t 年至 $t+2$ 年经年度行业均值调整后的 <i>Roa</i> 的标准差	4493	0.026	0.035	0.016	0.002	0.253
<i>BALANCE</i>	第二至第五大股东持股比例之和/第一大股东持股比例	4493	0.727	0.561	0.581	0.062	2.000
<i>OCCUPATION</i>	超额雇员率	4493	-0.173	1.277	0.250	-5.920	0.900
<i>MHOLD</i>	董事、监事和高管持股总数/总股数	4493	0.131	0.192	0.008	0.000	0.694
<i>TOP1</i>	第一大股东持股数量/总股数	4493	35.095	15.235	33.100	8.500	74.890
<i>INDBOARD</i>	独董人数/董事会人数	4493	0.376	0.055	0.364	0.333	0.571

四、实证结果及分析

(一)基准回归

巡回法庭设立对企业权益资本成本的回归结果如表 2 所示。列(1)为单变量回归结果,列(2)和列(3)依次引入了企业特征变量和内部控制变量,结果显示核心变量的系数方向与显著性始终保持一致。在纳入全部控制变量的列(3)中, $Treat \times Post$ 的系数在 1% 的显著性水平下为负,表明巡回法庭设立显著降低了高寻租企业的权益资本成本,这一结果支持假说 H1b,即巡回法庭设立能通过提升司法威慑力改善企业的融资环境。

根据前文理论分析,若惩罚效应占主导,则巡回法庭的设立应通过强化司法处罚力度,提高企业面临的诉讼成本与合规压力,进而导致其融资成本上升。然而,实证结果表明,巡回法庭的设立显著降低了高寻租企业的权益资本成本,这与威慑效应的内在逻辑一致,即巡回法庭通过提升司法独立性与裁判一致性,增强了法律环境的稳定性和可预期性,进而引导企业主动加强内部治理、提升合规水平,从整体上改善了企业的经营质量与可持续性。巡回法庭设立后企业违规频率显著下降说明企业通过自我规范积极回应司法改善,企业违规行为的减少有助于增强投资者对其治理水平和经营稳定性的信心,从而降低其权益资本成本。因此,巡回法庭设立对企业权益资本成本的影响主要体现为威慑效应,而非惩罚效应。

(二)稳健性检验

1. 平行趋势检验

为了保证巡回法庭设立的外生性,需要满足实验组与控制组在巡回法庭设立前变化趋势平行的假设要求,即证明效应在巡回法庭设立之前并不存在。为此,本文构建模型(3)对实验组和控制组进行平行趋势检验。

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \sum_{n=2010}^{2019} \beta_n (Treat_i \times Post_t) + \beta_j X_{i,t} + Firm + Year + Pro + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

如果实验组和对照组的变化趋势不平行,就难以评估巡回法庭设立的效果。图 1 为 90% 的置信区间下巡回法庭设立前和设立后企业的权益资本成本变化趋势的点估计结果。借鉴已有研究的做法^[27], *pre* 和 *post* 分别代表巡回法庭设立前和设立后的年份与实验组的交乘项。由图 1 可知,巡回法庭设立前的系数与零无显著差异,说明在巡回法庭设立之前,动态效应几乎不存在,满足了 DID 方法使用的前提条件。

2. 安慰剂检验

为检验巡回法庭设立产生的效应是否可能由随机因素驱动,本文进行安慰剂检验。具体而言,在保持样本规模不变的情况下,随机生成虚假的巡回法庭设立地区,并据此构造虚拟实验组与控制组,重复进行 1000 次回归估计。若本文的基准回归结果仅是由随机因素或样本结构差异导致的,则随机生成的虚假政策变量也可能得到显著估计结果。图 2 报告了 1000 次随机回归得到的系数分布情况,发现随机生成的估计系数主要集中在 0 附近,且绝大多数系数不具有统计显著性,明显偏离基准回归得到的真实估计系数,表明在随机设定政策试点地区的情况下,巡回法庭设立对企业权益资本成本并不会产生系统性影响,证明本文结论具有较好的稳健性。

3. 倾向得分匹配法

本文采用倾向得分匹配法(PSM)来构建更具可比性的对照组。借鉴黄俊等和袁淳等的研究^[8,11],以第一巡回法庭和第二巡回法庭设立为准自然实验,构建双重差分模型。在具体匹配过程中,本文使用最近邻匹配(1:2)法为处理组筛选对照组样本,匹配变量包括主模型中的所有控制变量。在 PSM 分析中进行单时点 DID 设计,主要考虑到首批巡回法庭的选址更具外生性,聚焦于此能更好地识别司法体制改革的净效应;此外,限定样本区间能确保在特征相近的样本池中进行匹配,从而提高匹配效果。匹配后协变量平衡性检验结果见表 3,处理组与对照组在主要变量上无显著差异,表明匹配结果满足平衡性假设。基于匹配后样本重新进行回归的结果见表 4 列(3),关键解释变量的系数依然在统计上显著为负,支持本文主检验结论。

表 2 基准回归结果

变量	r_{PEG}		
	(1)	(2)	(3)
<i>Treat × Post</i>	-0.006 *** (-3.577)	-0.005 *** (-2.911)	-0.005 *** (-2.926)
<i>SIZE</i>		0.009 *** (3.098)	0.009 *** (3.027)
<i>LEV</i>		0.018 ** (2.161)	0.017 * (1.956)
<i>GROWTH</i>		-0.002 (-1.446)	-0.002 (-1.156)
<i>CFO</i>		-0.008 (-0.807)	-0.009 (-0.881)
<i>ROA</i>		0.174 *** (7.469)	0.180 *** (7.107)
<i>BM</i>		0.047 *** (8.417)	0.048 *** (8.604)
<i>TAT</i>		0.004 (1.048)	0.004 (1.382)
<i>RISKT</i>		0.076 *** (6.822)	0.069 *** (5.864)
<i>BALANCE</i>			-0.007 ** (-2.342)
<i>OCCUPATION</i>			0.001 (0.478)
<i>MHOLD</i>			0.003 (0.356)
<i>TOP1</i>			-0.000 *** (-3.178)
<i>INDBOARD</i>			0.017 (0.742)
控制变量	0.111 *** (133.799)	-0.131 * (-2.023)	-0.114 (-1.705)
企业/年份/ 省份固定效应	是	是	是
观测值	4493	4493	4493
Adj-R ²	0.400	0.430	0.432

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平,括号内为t值,回归系数的标准误在公司层面进行了Cluster调整。下同。

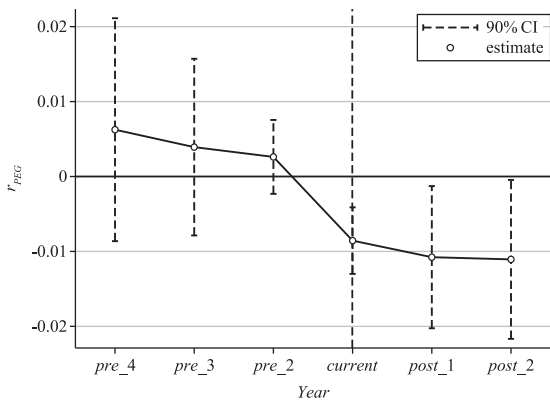


图 1 平行趋势检验图

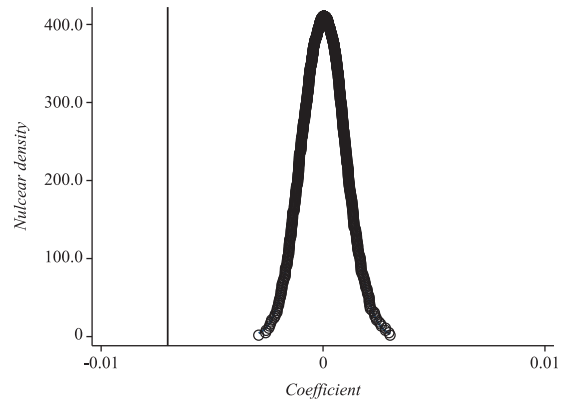


图 2 安慰剂检验图

4. 替换被解释变量的衡量方法

为了确保结果的稳健性,本文在 PEG 模型基础上,考虑股利因素的影响,即利用 MPEG 模型再次估算权益资本成本。计算方法如模型(4)所示:

$$r_{MPEG} = \frac{eps_{t+2} + r_{MPEG} \times dps_{t+1} - eps_{t+1}}{P} \quad (4)$$

其中, r_{MPEG} 为权益资本成本, eps_{t+1} 为分析师在第 $t+1$ 年的每股预期收益, eps_{t+2} 为第 $t+2$ 年的每股预期收益, P 为股票在年底的收盘价, dps_{t+1} 为未来一期的每股股利。接下来,借鉴已有研究^[26],本文使用 OJ 模型重新计算样本公司的权益资本成本。计算方法如模型(5)所示:

$$r_{OJ} = \frac{1}{2} \left[(\gamma - 1) + \frac{\delta \times eps_{t+1}}{P_0} \right] + \sqrt{\frac{1}{4} \left[(\gamma - 1) + \frac{\delta \times eps_{t+1}}{P_0} \right]^2 + \frac{eps_{t+1}}{P_0} \left[\frac{eps_{t+2} - eps_{t+1}}{eps_{t+1}} - (\gamma - 1) \right]} \quad (5)$$

其中, r_{OJ} 为股权成本, $\gamma - 1$ 为长期盈利增长率, δ 为过去 3 年平均股利支付率, P_0 为 $t-1$ 年末股票收盘价, eps_{t+1} 、 eps_{t+2} 的定义与模型(4)相同。

本文将利用 MPEG 模型和 OJ 模型计算得到的股权成本对 $Treat \times Post$ 进行回归,结果见表 4 列(1)和列(2)。

在替换被解释变量的衡量方法后, $Treat \times Post$ 的系数在 5% 水平下显著为负,这与设立巡回法庭具有威慑作用的主检验结果一致。

表 3 PSM 均衡性检验结果

变量	Unmatched/ Matched	Mean		t-test	
		Treated	Control	t	p > t
SIZE	U	22.306	22.368	-1.300	0.193
	M	22.304	22.311	-0.110	0.910
LEV	U	0.397	0.419	-2.680	0.007
	M	0.397	0.399	-0.240	0.809
GROWTH	U	0.251	0.211	2.090	0.036
	M	0.251	0.267	-0.600	0.550
CFO	U	0.047	0.049	-0.680	0.500
	M	0.047	0.044	0.970	0.332
ROA	U	0.044	0.043	0.220	0.824
	M	0.044	0.043	0.830	0.404
BM	U	0.504	0.528	-2.470	0.014
	M	0.503	0.500	0.330	0.739
TAT	U	0.593	0.649	-3.110	0.002
	M	0.591	0.584	0.380	0.703
RISKT	U	0.025	0.024	0.470	0.636
	M	0.025	0.024	0.640	0.522
BALANCE	U	0.747	0.679	3.190	0.001
	M	0.748	0.754	-0.220	0.823
OCCUPATION	U	0.062	-0.201	5.160	0.000
	M	0.070	0.058	0.260	0.797
MHOLD	U	0.163	0.136	3.460	0.001
	M	0.163	0.163	0.050	0.958
TOP1	U	34.403	35.992	-2.700	0.007
	M	34.372	34.423	-0.070	0.943
INDBOARD	U	0.382	0.372	4.690	0.000
	M	0.382	0.381	0.430	0.668

表 4 稳健性检验结果

变量	r_{MPEG}	r_{OJ}	r_{PEG}						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
$Treat \times Post$	-0.006 ** (-2.436)	-0.006 ** (-2.694)	-0.005 *** (-2.926)	-0.005 ** (-2.156)	-0.005 * (-1.820)	-0.002 (-1.217)	-0.005 *** (-2.920)	-0.005 ** (-2.646)	-0.005 ** (-2.219)
$Treat \times Post \times Rent$						-0.003 ** (-2.152)			
$Rent$						-0.001 (-0.519)			
$POLICY$							-0.001 (-0.273)		
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.057 (-0.673)	-0.040 (-0.533)	-0.114 (-1.705)	-0.152 (-1.467)	-0.002 (-0.021)	-0.122 *** (-4.088)	-0.113 (-1.694)	-0.065 (-1.073)	-0.145 (-1.590)
企业/年份/省份 固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	否	否	否	否	否	否	否	是	否
观测值	4493	4493	4493	3177	1885	9629	4493	4493	2491
Adj-R ²	0.281	0.310	0.432	0.402	0.400	0.386	0.432	0.463	0.452

5. 更换寻租指标窗口期

在基准回归中,企业寻租水平以巡回法庭设立前两年的寻租程度均值与行业中位数进行分组检验。考虑到更长窗口期能更好地反映企业的持续特征,本文采用巡回法庭设立前连续三年的企业寻租程度均值重新构建分组指标进行检验。表 4 列(4)回归结果表明,在调整分组标准后,巡回法庭设立对高寻租企业权益资本成本的降低效应仍在统计上显著。

6. 采用单期双重差分模型

为缓解采用多时点双重差分模型可能会因政策交错实施而导致估计偏误,并构建更为干净可比的控制组,本文借鉴已有研究^[8,27],只选取第一巡回法庭和第二巡回法庭设立构建单期双重差分模型进行稳健性检验,样本期间为 2011—2016 年。表 4 列(5)的回归结果表明,巡回法庭设立对企业权益资本成本仍具有显著的降低作用,表明主要结论未受到政策时点设定差异的干扰。

7. 构建三重差分模型

借鉴徐悦等^[28]的研究,本文采用三重差分模型,通过引入企业寻租程度这一虚拟变量,构建更为严谨的识别策略,以检验基准回归结果的稳健性。根据巡回法庭设立前两年企业超额管理费用的均值与行业中位数,构建虚拟变量来衡量企业寻租程度(*Rent*)。表 4 列(6)报告了回归结果,*Treat* × *Post* × *Rent* 的系数在 5% 水平下显著为负,表明巡回法庭设立对企业权益资本成本的降低作用依然显著。

8. 排除竞争性政策的影响

为排除同期推行的省以下地方法院人财物省级统管改革可能带来的竞争性政策干扰,本文构建该政策实施的虚拟变量(*POLICY*),若企业受到这一改革的影响,取值为 1,否则为 0。表 4 列(7)的结果显示,核心解释变量(*Treat* × *Post*)的系数仍显著为负,表明巡回法庭降低高寻租企业权益资本成本的效应独立于此竞争性政策的影响。

9. 控制更严格的固定效应

为了更严格地控制潜在行业因素的影响,本文在基准回归模型的基础上,进一步控制行业与年份联合固定效应。不同行业随时间演变的发展趋势、面临的周期性冲击或监管环境变化,可能影响行业内企业的融资成本,在模型中纳入行业与年份联合固定效应能够有效吸收随行业与时间维度变动的潜在混杂因素,从而更干净地识别出巡回法庭设立对高寻租企业权益资本成本的净影响。表 4 列(8)的结果显示,在控制行业与年份联合固定效应后,核心解释变量(*Treat* × *Post*)的系数仍在 5% 的水平下显著为负,说明研究结论可靠。

10. 更换寻租程度的衡量方法

借鉴万华林和陈信元^[29]的做法,本文采用非生产性支出占比作为寻租程度的替代衡量指标,并依据行业中位数构建虚拟变量,基于筛选出的高寻租企业样本重新进行回归估计。表 4 列(9)的结果显示,核心解释变量(*Treat* × *Post*)的系数仍显著为负,这表明巡回法庭设立降低高寻租企业权益资本成本的结论仍然成立。

五、进一步分析

(一) 影响机制分析

1. 优化契约信任环境

巡回法庭设立有效抑制了司法地方保护主义,优化了契约环境,其核心机制在于阻断地方不当干预,使契约的法律约束与执行效力得到强化。这一司法体制改革既提高了市场交易中的契约可信用度与当事人履约意愿,也向投资者传递了权益将获得公平公正保护的积极信号。契约环境改善能有效减少企业寻租行为,并有助于降低企业的融资成本。

本文借鉴袁淳等^[11]的研究,运用地区信任水平刻画地区契约环境,数据来源于中国综合社会调查(CGSS)。依据受访者对问题“社会上大多数人是否值得信任”(a33)的回答,构建上市公司所在省份的社会信任水平指标^[30],具体以某省份中回答“非常同意”和“比较同意”的受访者占该省总受访人数的比例(*TRUST1*)进行衡量,并对该问题的五种选项“非常不同意”至“非常同意”分别赋值为 -2 ~ 2,以各省受访者评分的平均值(*TRUST2*)作为信任水平的第二种测度方法。表 5 列(1)和列(2)的结果显示,*Treat* × *Post* 的系数分别在 5% 和 1% 的显著性水平下为正,表明巡回法庭的设立优化了管辖区域的契约信任环境。

表 5 机制检验结果

变量	地区信任		市场分割
	(1) <i>TRUST1</i>	(2) <i>TRUST2</i>	(3) <i>SEG</i>
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	0.014 ** (2.264)	0.013 *** (4.381)	-0.000 *** (-13.898)
控制变量	控制	控制	控制
常数项	0.529 *** (3.954)	0.560 *** (7.559)	-0.000 (-0.185)
企业/年份/省份 固定效应	是	是	是
观测值	4493	4493	4493
Adj-R ²	0.732	0.727	0.418

2. 打破市场分割

巡回法庭设立通过推动裁判尺度的统一和司法程序的标准化,有效降低了市场分割程度。在司法地方化的背景下,市场要素跨区域流动面临较高的制度性交易成本,资本配置效率受到明显抑制。巡回法庭设立通过跨区域受理案件和形成具有广泛参照意义的判例,增强了司法的一致性和透明度,从而为要素在更大市场范围内的自由流动与有效配置创造了条件。市场整合程度的提高有助于分散区域特异性风险、增强市场流动性,从而缓解企业的融资约束,最终引致权益资本成本的下降。

本文借鉴宋常等^[10]的研究,采用市场分割程度作为衡量指标,通过剔除商品自身特性带来的价格波动来计算省份间相对价格波动的方差平均值。表5列(3)的结果显示, $Treat \times Post$ 的系数在1%的显著性水平下为负,表明巡回法庭的设立降低了市场分割程度。

(二) 异质性分析

1. 异地子公司数量

对于在多个省份设立子公司的企业而言,其经营活动天然面临不同司法辖区的标准差异与潜在的地方保护主义风险,这类企业在合同执行、产权保护、纠纷解决等方面更依赖统一、公正的司法环境,巡回法庭设立恰好通过提供跨区域的司法协调机制,能够有效降低此类企业的制度性交易成本与经营不确定性。本文借鉴陈俊华等^[31]的研究,以异地子公司数量作为

企业跨区域经营程度的衡量指标并依据行业中位数进行分组。表6列(1)和列(2)报告了基于异地子公司数量的异质性检验结果,列(1)中,主要观测变量的系数在5%水平下显著为负,表明与异地子公司数量较少的企业相比,巡回法庭设立对权益资本成本的降低作用在异地子公司数量较多的企业中更为明显。

2. 外源融资依赖性

外部融资依赖度较高的企业在生产经营和投资活动中更加依赖于外部资金支持,因此对保障投资者权益的司法制度环境具有更强的敏感性。巡回法庭设立通过优化契约执行环境、提升司法公正水平,能够为外部投资者提供更有力的制度保障,增强其投资信心,从而更有效地降低外部融资依赖度较高企业的融资成本。本文采用企业资本支出与经营性现金流量净额之差再除以资本支出得到的比值来度量外部融资依赖度,该指标反映了企业投资活动对外部融资的依赖程度,并按照该指标的中位数将样本进行分组检验。表6列(3)和列(4)结果显示,列(3)中主要观测变量的系数显著为负,表明与外部融资依赖度较低的企业相比,巡回法庭设立对权益资本成本的降低作用在外部融资依赖度较高的企业中更为明显。

3. 资产专用性

根据交易成本经济学理论^[32],资产专用性会显著影响企业的契约安排和治理结构选择。由于专用性资产在重新配置时面临明显的价值折损问题^[33],因此投资方容易暴露于被交易对手套牢的风险之中,在此情形下,可靠的司法保护成为保障专用性投资安全、确保复杂契约得以有效执行的重要制度基础。Nunn^[34]的实证研究进一步表明,契约制度质量对专用性资产投资具有系统性影响,这为理解司法保护与资产专用性之间的关系提供了证据。本文借鉴袁淳等^[35]的研究,采用无形资产与总资产的比值度量企业资产专用性水平,并按照中位数将样本划分为资产专用性程度高、低两组。表6列(5)和列(6)的结果显示,巡回法庭的设立对资产专用性水平较高企业的权益资本成本具有更为显著的降低作用。

(三) 企业合规性的进一步检验

本文进一步考察巡回法庭设立对企业合规行为的影响。作为司法体制内一项重要的制度改革,巡回法庭设立凭借统一法律适用标准和增强司法独立性,为市场主体营造了更为稳定透明的法治环境。在这种法律威慑环境下,企业违规行为被发现并受到惩处的概率明显上升,且能引导企业重新评估违规行为的潜在成本。因此,为

表6 异质性检验结果

变量	T_{PEG}					
	异地子公司数量		外源融资依赖度		资产专用性	
	(1) 大	(2) 小	(3) 高	(4) 低	(5) 高	(6) 低
$Treat \times Post$	-0.008 ** (-2.140)	-0.004 (-1.041)	-0.007 ** (-2.389)	-0.000 (-0.130)	-0.006 ** (-2.344)	-0.004 (-0.979)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.124 * (-1.774)	-0.024 (-0.251)	-0.156 ** (-2.091)	-0.104 (-1.023)	-0.102 (-1.336)	-0.076 (-0.918)
企业/年份/省份 固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	2466	1833	2009	2206	2265	2036
Adj-R ²	0.426	0.457	0.406	0.445	0.402	0.425

了有效规避可能面临的法律制裁与声誉损失,完善自身的内部合规性便成为企业的一种理性策略选择。本文参考吴雅倩等^[36]的度量方法,选用企业年度违规频率作为合规水平的代理变量,表 7 的回归结果显示,主要观测变量的系数显著为负,表明巡回法庭的设立显著降低了管辖区域内企业的违规频率。

六、研究结论与政策建议

本文以我国巡回法庭的设立作为一项准自然实验,系统考察了司法体制改革对高寻租企业权益资本成本的影响,研究发现巡回法庭的设立显著降低了高寻租企业的权益资本成本。机制检验结果揭示,巡回法庭设立主要通过改善契约环境和打破市场分割,从而对权益融资成本产生抑制效应。异质性分析发现,在异地子公司数量多、外源融资依赖性强以及资产专用性水平高的企业中,巡回法庭设立对高寻租企业权益资本成本的降低效应尤为明显。进一步分析发现,巡回法庭的设立减少了企业的违规行为。

基于所得研究结论,本文提出如下政策建议:第一,强化契约执行与产权保护,引导企业从关系依赖转向规则依赖。司法体制改革应通过提升裁判一致性,塑造稳定、可预期的契约环境,尤其应注重降低高寻租企业对非正式制度的路径依赖,引导其将资源更多地投入合规经营与实质性创新中,从而改善融资条件。第二,持续推动区域市场整合,以压缩制度性套利的空间。本文研究发现,巡回法庭通过打破市场分割有效提升了资本配置效率,为此应进一步强化巡回法庭在跨区域司法协同中的作用,削弱地方保护主义对资源配置的扭曲,形成统一且充满竞争活力的全国性市场,这有助于压缩依赖制度套利获取非竞争性优势的寻租企业的生存空间,驱动其将竞争焦点转向效率提升与技术创新,从而提升整体资本配置效率。第三,推行差异化的司法服务与融资引导政策。对于跨区域经营的企业,重点是构建高效的司法协作机制,以降低其制度性交易成本;对于高度依赖外部融资的企业,通过提高司法透明度来优化其融资环境;对于资产专用性水平较高的企业,则应强化知识产权及专用性投资的法律保障。通过这种因企施策的司法供给,司法资源可以更准确地对接不同类型企业的核心诉求,能更切实、更有效地传导至实体经济的运行之中。

参考文献:

- [1] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. The economic consequences of legal origins[J]. Journal of Economic Literature, 2008, 46(2): 285-332.
- [2] Djankov S, La Porta R, Lopez-de-Silanes F, et al. The law and economics of self-dealing[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88(3): 430-465.
- [3] Leuz C, Nanda D, Wysocki P D. Earnings management and investor protection: An international comparison[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 69(3): 505-527.
- [4] 肖珉. 法的建立、法的实施与权益资本成本[J]. 中国工业经济, 2008(3): 40-48.
- [5] Laeven L, Levine R. Bank governance, regulation and risk taking[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 93(2): 259-275.
- [6] Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance[J]. The Journal of Finance, 1997, 52(2): 737-783.
- [7] Djankov S, Porta R L, Lopez-De-Silanes F. The regulation of entry[J]. Quarterly Journal of Economics, 2002, 117(1): 1-37.
- [8] 黄俊, 陈信元, 赵宇, 等. 司法改善与企业投资——基于我国巡回法庭设立的经验研究[J]. 经济学(季刊), 2021(5): 1521-1544.
- [9] 齐保垒, 曹兆英, 杜英. 司法管理体制垂直化改革与企业投融资期限错配——来自巡回法庭设立的经验证据[J]. 会计研究, 2025(1): 146-159.
- [10] 宋常, 何颖, 毕功兵, 等. 司法“去地方化”与企业全要素生产率: 来自最高人民法院设立巡回法庭的证据[J]. 经济理论与经济管理, 2024(7): 1-14.
- [11] 袁淳, 王浩宇, 耿春晓, 等. 地区司法水平与分工深化——来自巡回法庭设立的经验证据[J]. 南开经济研究, 2024(4): 88-106.
- [12] 黄韬. “全国”金融市场与“地方”法院——中国金融司法的央、地关系视角[J]. 法学评论, 2016(3): 26-40.
- [13] Zhang Q, Yu Z, Kong D. The real effect of legal institutions: Environmental courts and firm environmental protection expenditure[J]. Journal of Environmental Economics and Management, 2019, 98: 102254.
- [14] 秦汉. 宪法视域下巡回法庭的“去地方化”功能[J]. 政治与法律, 2017(3): 104-114.
- [15] Bushman R M, Piotroski J D, Smith A J. What determines corporate transparency? [J]. Journal of Accounting Research, 2004(42)2: 207-252.
- [16] 刘贵祥, 胡云腾. 巡回法庭: 司法改革的“排头兵”——专访最高人民法院第一、第二巡回法庭庭长[J]. 中国法律评论, 2015(1): 1-8.
- [17] Leuz C, Oberholzer-Gee F. Political relationships, global financing, and corporate transparency: Evidence from Indonesia[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 81(2): 411-439.

表 7 合规性检验结果

变量	(1) 违规次数
<i>Treat × Post</i>	-0.039** (-2.216)
控制变量	控制
常数项	-2.830*** (-3.470)
企业/年份/省份固定效应	是
观测值	4493
Adj-R ²	0.289

- [18] Girma S, Shortland A. The political economy of financial development[J]. *Oxford Economic Papers*, 2008, 60(4): 567-596.
- [19] 高昊宇, 温慧愉. 生态法治对债券融资成本的影响——基于我国环保法庭设立的准自然实验[J]. *金融研究*, 2021(12): 133-151.
- [20] Karpoff J M, Lee D S, Martin G S. The cost to firms of cooking the books[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2008, 43(3): 581-611.
- [21] Nagin D S. Deterrence: A review of the evidence by a criminologist for economists[J]. *Annual Review of Economics*, 2013, 5(1): 83-105.
- [22] Ferreira M A, Matos P. The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88(3): 499-533.
- [23] 陈骏, 徐捍军, 林婧华. 企业寻租如何影响审计意见购买? [J]. *会计研究*, 2021(7): 180-192.
- [24] Easton P D. PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital[J]. *The Accounting Review*, 2004, 79(1): 73-95.
- [25] 毛新述, 叶康涛, 张頔. 上市公司权益资本成本的测度与评价——基于我国证券市场的经验检验[J]. *会计研究*, 2012(11): 12-22.
- [26] Ohlson J A, Juettner-Nauroth B E. Expected EPS and EPS growth as determinants of value[J]. *Review of Accounting Studies*, 2005, 10(2): 349-365.
- [27] 宋小宁, 曹慧娟, 马光荣. 国家巡回法庭与资本跨区流动: 央地司法关系视角[J]. *经济学(季刊)*, 2023(5): 1793-1809.
- [28] 徐悦, 张亚楠, 卢锐, 等. 环境法治与上市公司权益资本成本——基于环保法庭设立的准自然实验[J]. *会计研究*, 2024(1): 4-20.
- [29] 万华林, 陈信元. 治理环境、企业寻租与交易成本——基于中国上市公司非生产性支出的经验证据[J]. *经济学(季刊)*, 2010(2): 553-570.
- [30] 刘笑霞, 李明辉. 社会信任水平对审计定价的影响——基于 CGSS 数据的经验证据[J]. *经济管理*, 2019(10): 143-161.
- [31] 陈俊华, 刘娜, 吴莹. 地方政府偿债压力、企业异地投资与资本要素市场一体化[J]. *中国工业经济*, 2024(7): 162-180.
- [32] Williamson O E. *The economic institutions of capitalism*[M]. New York: Free Press, 1985.
- [33] 曾雅婷, 徐新月, 赵育瑶, 等. 资产专用性是否抑制了企业数字化转型? ——基于中国制造业上市公司的经验证据[J]. *审计与经济研究*, 2023(5): 66-75.
- [34] Nunn N. Relationship-specificity, incomplete contracts, and the pattern of trade[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2007, 122(2): 569-600.
- [35] 袁淳, 肖土盛, 耿春晓, 等. 数字化转型与企业分工: 专业化还是纵向一体化[J]. *中国工业经济*, 2021(9): 137-155.
- [36] 吴雅倩, 李吉园, 王成方. 克己复礼: 董事长本地任职与企业违规[J]. *会计研究*, 2024(4): 63-79.

[责任编辑: 王丽爱]

Judicial Independence and the Rule of Law Premium in Corporate Equity Financing: Evidence from the Establishment of Circuit Courts

LIU Hua¹, SUN Guangguo^{1,2}

(1. School of Accounting, Dongbei University of Finance and Economics, Dalian 116025, China;

2. The College of Economics and Management, Shenyang Agricultural University, Shenyang 110866, China)

Abstract: With the deepening of judicial system reform in China, the influence exerted by the “de-localization” of judicial adjudication power on the financing behaviors of market entities has become increasingly prominent. For firms characterized by high rent-seeking, which typically depend on non-market arbitrage channels, structural shifts in their financing costs offer a clearer lens through which the constraining effect of enhanced judicial independence on covert institutional arbitrage can be observed. Leveraging the quasi-natural experiment presented by the establishment of circuit courts in China, this study investigates the impact of this institutional innovation on the cost of equity capital for high rent-seeking firms. It is found that the establishment of circuit courts leads to a significant reduction in their cost of equity. Analysis of the underlying channels indicates that this reduction is achieved through the optimization of the contractual trust environment and a decrease in market segmentation. Furthermore, heterogeneity tests reveal that the effect is more pronounced for firms with extensive non-local subsidiaries, greater reliance on external financing, and higher asset specificity. Additional analysis demonstrates that the establishment of circuit courts is associated with a decrease in corporate misconduct. This study provides empirical evidence supporting the specific channel through which judicial reform influences capital markets, namely legal deterrence, while also offering practical insights for firms navigating evolving legal landscapes in their financial decision-making.

Key Words: circuit courts; cost of equity capital; contractual environment; market segmentation; high rent-seeking firms; asset specificity