

司法改善与企业投资

——基于我国巡回法庭设立的经验研究

黄俊 赵宇 胡丹奇 陈信元*

摘要 司法系统对企业发展具有重要影响。为了抑制司法地方化,我国最高人民法院于 2015 年开始设立地方巡回法庭。本文研究发现,上市公司所在省份被巡回法庭覆盖后,投资规模显著增加,且非国有企业和法制环境较差地区企业更明显。进一步的分析显示,巡回法庭的设立提高了企业通过司法途径维护自身权益的意愿,并缓解了企业投资不足的问题。在动态效应上,巡回法庭对企业投资的促进作用逐渐加强。本文研究充实了“法与金融”领域的研究文献。

关键词 司法改善,企业投资,企业诉讼

DOI: 10.13821/j.cnki.ceq.2021.05.02

一、引言

法与金融学的研究指出法律制度对资本市场和公司发展有着重要作用 (La Porta *et al.*, 1998)。法制体系和水平影响公司融资 (La Porta *et al.*, 1997)、企业成长 (Demirgüç-Kunt and Maksimovic, 1998) 和公司价值 (Claessens *et al.*, 2002) 等,并与地区经济增长相关联 (Djankov *et al.*, 2003; Beck *et al.*, 2005)。作为一项重要的制度安排,司法决定了法律的执行效果,良性运作的司法部门能够提供有效的产权保护,保障市场交易中契约的签订和执行。因此,高质量的司法制度对国家经济和企业发展具有重要意义 (Hayek, 1960; North, 1990)。

我国司法系统自中华人民共和国成立以来取得了渐近式发展,但地方司法体系质量仍存在缺陷 (Gong, 2004)。地方政府在很大程度上拥有干预地方

* 黄俊、陈信元,上海财经大学会计与财务研究院;赵宇,复旦大学泛海国际金融学院、东方证券股份有限公司博士后工作站;胡丹奇,上海财经大学会计学院。通信作者及地址:黄俊,上海市杨浦区国定路 777 号上海财经大学会计与财务研究院,200433;电话:(021) 65904822;E-mail: huangjun@mail.shufe.edu.cn。本文得到国家自然科学基金(71632006、72072107、72172081)、教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(18JJD790010)、高等学校学科创新引智计划(B18033)、上海财经大学中央高校基本科研业务费专项资金和上海财经大学创新团队支持计划的资助。作者感谢匿名审稿人的建设性意见。

司法权的能力(龙宗智和李常青,1998)。司法地方化的后果是,司法与行政的“二合一”使得司法质量下降,影响经济的整体发展和企业的经营行为(沈德咏等,2015)。为了提高和改善地方司法质量,2015年我国最高人民法院着手设立地方巡回法庭。与以往不同的是,此次司法改革目标直指防范司法地方化和提高地方司法公正性,该项政策为我们观测司法质量提升对企业投资的影响提供了有利条件。

利用2013—2016年上市公司数据,基于倾向得分匹配方法并构建双重差分模型,我们研究发现,巡回法庭的设立促进了企业投资,且这一影响在非国有企业和法制环境较差地区企业中更明显。进一步的研究显示,巡回法庭设立提高了企业通过司法途径维护自身权益的意愿,表现为企业主动发起的诉讼增加,并且,巡回法庭的设立缓解了企业投资不足的问题。在动态效应上,随着时间的推移,巡回法庭对企业投资的促进作用逐步加强。在进行一系列的稳健性检验及渐进双重差分分析后,本文研究结论依然成立。

基于我国巡回法庭设立的制度变迁,通过考察司法质量改善对企业投资的影响,本文的研究贡献体现如下。第一,本文丰富了“法与金融”的研究文献,从企业投资的角度探讨了司法的作用和影响,证明了司法质量的改善能够带来企业投资的增加,提供了制度环境如何影响企业行为的经验证据。第二,本文研究进一步拓展了企业投资的已有文献。企业投资是公司金融领域的一个重要研究问题,学术界从多个角度探讨各种影响企业投资的因素,然而却少有文献考察司法如何对微观层面的企业投资产生影响,本文基于中国制度环境的研究充实了该方面的研究文献。第三,从政策意义上看,本文从促进企业投资这一角度,佐证了设立巡回法庭这一重要司法改革的积极作用,为我国司法改革的成效提供了理论支持。

文章后续安排如下:第二部分介绍制度背景并提出本文研究假设,第三部分是研究设计和实证结果,第四部分进行了稳健性检验,第五部分是进一步的分析,第六部分进行了渐进双重差分的检验,最后为结论与启示。

二、制度背景、文献回顾与研究假设

(一) 制度背景

改革开放以来,我国司法制度不断完善,取得了长足进步,但仍存在司法地方化倾向,地方政府对司法的不当干预是造成我国司法公信力不足的顽疾(陈卫东,2015)。依据我国现行人民法院组织法,地方各级人民法院院长由地方各级人民代表大会选举产生。然而,实践中地方法院院长由本院的上级法院党组和其所属地方的党委考核提名,否则人大无法启动选举任免程序。而且,地方各级人民法院的经费预算由同级人民政府提出,同级人民代表大

会审议，由政府部门划拨（陈卫东，2014）。在人财物均受制于地方的情况下，各级司法机关不能摆脱地方政府对司法工作的干预（陈光中和魏晓娜，2015）。近年来，虽然我国针对地方司法化问题采取了改进措施，如地方法院、检察院人财物统一管理的方案，但相应的问题依然存在。

为了解进一步解决司法地方化问题，提高地方司法质量，2014年10月中共十八届四中全会审议通过了《中共中央关于全面推进依法治国若干重大问题的决定》，其中提出一项优化司法资源配置的举措——最高人民法院设立巡回法庭。之后，第一巡回法庭于2015年1月28日在广东省深圳市挂牌成立，第二巡回法庭于2015年1月31日在辽宁省沈阳市挂牌成立，由此使得巡回法庭制度的设想在我国得到具体落实。2016年12月19日，最高人民法院审判委员会会议决定增设四个巡回法庭，我国巡回法庭制度进一步完善，覆盖了全国26个省份。表1为我国巡回法庭设立的详细时间表。由于第一和第二巡回法庭设立的时间比其他巡回法庭提前约两年，这为本文提供了宝贵的研究机会。利用这一时间差，我们可以构建较为纯净的实验组和对照组。

表1 我国巡回法庭设立时间表

法庭名称	驻地	设立时间	巡回区域
第一巡回法庭	广东省深圳市	2015.1.28	广东、广西、海南、湖南
第二巡回法庭	辽宁省沈阳市	2015.1.31	辽宁、吉林、黑龙江
第三巡回法庭	江苏省南京市	2016.12.28	江苏、上海、浙江、福建、江西
第四巡回法庭	河南省郑州市	2016.12.28	河南、山西、湖北、安徽
第五巡回法庭	重庆市	2016.12.29	重庆、四川、贵州、云南、西藏
第六巡回法庭	陕西省西安市	2016.12.29	陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆

巡回法庭制度最早起源于12世纪的英格兰，主要是为了改变英格兰各地法院被领主分割、法律不统一、司法不公的现象（Richardson and Sayles, 1963）。我国历史上也曾出现过巡回法院制度，如陕甘宁边区时期，中共中央组织巡回法院进行巡回审判，在当时对提高群众法制观念和便利人民诉讼起到了重要作用（杨永华和方克勤，1987）。

2015年，我国最高人民法院设立巡回法庭的主要目的是提高地方司法质量，实现司法去地方化。巡回法庭的主要功能是对地方法院进行监督，确保其不受地方政府的影响，同时，巡回法庭能够实现审判下移，方便民众诉讼。最高人民法院设想通过布局遍及全国的六大巡回法庭，完成对全国主要省市的覆盖，促使最高人民法院审判重心下移，缩短最高人民法院同人民群众的“距离”（刘贵祥，2015）。

巡回法庭对于司法地方化的抑制主要体现在以下几方面。首先，巡回法庭独立于覆盖区域的地方政府，人、财、物直接由最高人民法院统一管理，

巡回法庭的工作人员依旧保留最高人民法院的编制、工资计算方式等,保障了其独立性(刘贵祥和胡云腾,2015)。由于巡回法庭打破了司法区划与行政区划重叠的问题,从机制上防止了司法地方化。其次,巡回法庭的审级高于省高级人民法院的审级,能够对省级和省级以下的地方法院形成有效的监督。由于审判重心下移,巡回法庭更加贴近下级法院,能够有效指导下级法院的司法业务。《最高人民法院关于巡回法庭审理案件若干问题的规定》中明确指出,巡回法庭的审判效力与最高人民法院等同,属于最高人民法院派出的常设审判机构,巡回法庭作出的判决、裁定和决定,就是最高人民法院的判决、裁定和决定。最后,巡回法庭提高了法官的独立性,主审法官定期轮换,每两年轮换一次。巡回法庭实行主审法官、合议庭办案负责制,其审批原则是“让审理者裁判、由裁判者负责”,以当庭宣判作为主要裁判模式(刘贵祥和胡云腾,2015)。

(二) 文献回顾与假设发展

已有研究证实,司法系统的质量会对地区经济和企业经营产生影响。La Porta *et al.* (2004) 使用 71 个国家样本,研究发现司法公正促进了地区经济自由度的提高。Laeven and Woodruff (2007) 基于墨西哥企业的考察显示,司法质量与企业规模呈正相关关系,其原因是良好的司法制度降低了企业主和股东的个体风险。Chakraborty (2016) 以印度企业为样本,研究发现司法质量越高,企业出口和国内销售的业绩越好。

关于司法对企业经营决策的影响,我国学者也给予了关注。陈信元等(2010)利用最高人民法院颁布《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》的事件,考察发现存在虚假陈述或有虚假陈述嫌疑的公司市场反应显著为负。陈刚和李树(2013)以2008年省高院院长异地交流为背景,研究发现法官异地交流不仅降低了地区市场间的分割程度,而且促进了地区经济增长。Long (2010) 研究发现,产权保护的提高有利于企业创新和实施更复杂的交易。潘越等(2015)分析指出,司法地方保护主义会干扰公司诉讼结果,从而对企业创新活动产生负面影响。曹春方等(2017)发现2008年省高院院长异地交流增加了对上市公司违规的执法力度。

法与金融学的研究认为,法律环境是公司投资决策的核心考虑因素。公司在进行投资决策时,会综合考虑法制水平和司法保障等因素。司法环境的影响体现在产权制度和契约制度两方面(Acemoglu and Johnson, 2005)。产权制度是指保护企业财产不受侵占的法律安排,由此提高企业经营的安全性(余明桂等,2013)。契约制度是治理企业之间契约的法律与规则安排,帮助交易双方低成本签订和执行契约,从而降低经济活动的交易成本。

在完善产权制度方面,首先,巡回法庭设立带来的司法质量提高为企业产权提供了更有效保护,在利益受到侵占时能够诉诸司法保护,由此激励企

业实施长期性的经营安排与计划，如增加投资等（Kapeliushnikov *et al.*, 2013）。其次，当产权保护存在缺陷时，企业需要花费更多的非生产性投入（Krueger, 1974），这也会对企业投资产生负面影响。而当企业产权因司法改善而受到有效保护时，企业可以将更多资源投入生产性活动中，进而鼓励企业增加投资。最后，良好司法系统的构建可看作是政府部门向企业发出的信号。已有研究表明，有效运作的司法体系有助于维持政府政策的稳定性（Hanssen, 2004；Staats and Biglaiser, 2012），使企业对政府未来政策形成稳定预期，从而有助于鼓励企业增加投资。

在完善契约制度方面，司法改善能够降低违约风险和交易成本，监督和保障契约的执行。首先，对于企业与金融机构之间的债务契约，司法改善能够保障债权人利益，提高违约贷款的回收率，使银行提供资金的意愿增强，增加企业的信贷资金供给。张健华和王鹏（2012）等研究发现，法律保护水平越高，银行信贷规模越大，企业能够获得更多债务融资。其次，对于企业与投资者之间的股权契约，司法改善对股权契约的保护能够降低公司股东风险，提高股东的投资意愿，使企业募集到更多资金，并降低融资成本。Hail and Leuz（2006）研究显示，良好的法律体系及执行有利于降低公司权益资本成本。最后，对于企业与企业之间的契约，良好的司法系统降低了企业之间契约纠纷发生的可能性，减轻了违约风险，企业在出现经营纠纷时能够获得公正的受理和审判，这使得企业经营面临的不确定性降低，从而更愿意进行投资（Demirgüç-Kunt and Maksimovic, 1998）。

综合而言，巡回法庭设立作为一项制度安排，一方面，通过提高地方司法质量，改善法律的执行效果，能够完善产权制度，提高地方的产权保护程度。另一方面，巡回法庭设立能够改善契约制度，提高契约执行效率，促成企业之间交易的达成。这优化了企业投资环境，缓解了企业融资约束，提高了企业投资激励，从而促进了企业投资规模的增加。由此，我们提出本文研究假设1。

假设1：企业所在地被巡回法庭覆盖后，企业投资规模显著提高。

巡回法庭设立对不同所有权性质企业的投资可能会产生不同的影响。在我国当前的制度环境下民营企业受到的司法保护更弱，产权更容易受到侵占，并需要投入更多资源保护自身产权的完整性（罗党论和唐清泉，2009）。在债务和权益等契约上，民营企业面临的成本、风险和不确定性也更大，民营企业更加难以获得债务或权益资金（祝继高和陆正飞，2011）。这些因素提高了民营企业的融资约束，减少了民营企业的可投资资金，抑制了民营企业的投资动机，共同造成了民营企业投资规模的下降。

相反，国有企业由于与政府之间的紧密联系，得到产权制度和契约制度的更有效保护，在获取融资和投资标的等资源上具有优势（方军雄，2007），由此减少了对司法改善所带来的制度保障的需求。而且，借助与政府间的天

然联系,国有企业在投资机会、投资资金可获得性上的约束相对较小,因而司法质量的提升对其投资的边际影响较弱。相对而言,民营企业从司法改善中获得的收益更大,能够形成保护民营企业产权和促进契约执行的新渠道。基于上述分析,我们提出本文的研究假设2。

假设2:相比国有企业,巡回法庭的覆盖对民营企业投资的促进作用更明显。

我国目前的司法质量地区差异较大,不同省份之间司法系统效率存在显著差距,不同地区对产权的保护也不均衡(Cull and Xu, 2005)。世界银行(2007)对中国120个城市的投资环境调查显示,各个城市之间的产权保护存在相当大的差异,各地区的执法水平参差不齐,契约执行效率上也显现出地区间差距。因此,不同法制环境下巡回法庭的司法改善作用可能有差别。

在法制环境落后地区,由于法制体系不完善,地方政府对司法的干预更普遍,企业产权受到保护的度更低,企业契约的实施状况与执行效率更加难以受到监督,巡回法庭设立的司法改善边际作用更显著。因此,在法制环境落后地区,司法质量的提高更能改善企业投资环境,提高企业投资激励。而对于法制环境较好地区,由于法制较为完善,能够形成对企业产权的有效保护,并为契约的执行提供保障。因此,在法制环境较好地区,巡回法庭设立所带来的司法改善增量效应较小,对企业投资的促进作用可能较弱。由此,我们提出本文的研究假设3。

假设3:相比法制环境较好地区的企业,巡回法庭的覆盖对法制环境较差地区企业投资的促进作用更明显。

三、研究设计与实证结果

(一) 样本选择与数据来源

根据最高人民法院的部署,第一巡回法庭于2015年1月28日设立,巡回区域包括广东、广西、海南和湖南,第二巡回法庭的设立时间为2015年1月31日,巡回区域包括辽宁、吉林和黑龙江,其他巡回法庭在2016年年底相继设立。为了建立有效的实验组和对照组,本文的数据期间为2013—2016年,以第一巡回法庭和第二巡回法庭管辖范围内的上市公司为实验组。根据倾向得分匹配(PSM)的方法,我们构建对照组样本,使实验组公司与对照组公司在资产规模 *Size*、资本结构 *Lev*、盈利能力 *ROA*、成长性 *TobinQ*、现金流 *CF*、企业年龄 *Age*、所在省份 *GDP* 以及 *GDP* 增长率上尽可能接近,从而控制其他可能影响企业投资的因素。具体的处理上,根据上市公司总部所在地,本文首先将2015年巡回法庭覆盖的七个省份内的公司定义为实验组,将总部在其他省份的上市公司定义为初始对照组。之后,使用倾向得分

匹配 (PSM) 的方法从初始对照组中匹配与实验组样本尽可能相似的公司, 而只在是否设立巡回法庭上有区别。在时期上我们以 2015 年和 2016 年为实验期, 2014 年和 2013 年为对照期, 剔除金融业上市公司、B 股上市公司和含有缺失变量的公司, 并使用了母公司报表数据, 最后得到 5 940 个样本观测值。本文使用的公司财务、GDP、企业诉讼等数据均来自国泰安数据库 (CS-MAR)。回归时我们对所有连续变量在 1% 和 99% 水平进行了缩尾处理。

(二) 变量定义与模型设计

为了检验本文假设, 我们建立了如下模型:

$$Invest_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Court_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 TobinQ_{i,t} + \beta_6 CF_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \beta_8 GDP_{i,t} + FIRM + YEAR + \epsilon_{i,t}, \quad (1)$$

其中, 因变量为 *Invest*, 即企业当年投资净增加额, 等于企业构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金与处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金之差除以年初总资产; 解释变量 *Court* 为巡回法庭虚拟变量, 若样本属于实验组省份, 并且处于实验期的 2015 年和 2016 年, 那么 *Court* 取值为 1, 否则为 0。控制变量包括企业规模 (*Size*)、资产负债率 (*Lev*)、盈利能力 (*ROA*)、成长性 (*TobinQ*)、经营性现金流 (*CF*)、企业年龄 (*Age*)、公司所在省份 GDP 增长率 (*GDP*)。具体变量定义见表 2。

表 2 变量定义

变量名	变量含义	变量说明
<i>Invest</i>	投资规模	企业构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金与处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金之差除以年初总资产
<i>Court</i>	巡回法庭	若观测值属于实验组省份, 且属于 2015 年和 2016 年, 取值为 1, 否则为 0
<i>Size</i>	企业规模	总资产的自然对数
<i>Lev</i>	资产负债率	总负债与总资产的比值
<i>ROA</i>	总资产收益率	净利润除以总资产
<i>TobinQ</i>	托宾 Q	公司股东权益的期末市场价值与债务期末账面价值之和除以总资产
<i>CF</i>	经营性现金流	经营活动产生的现金流量净额除以总资产
<i>Age</i>	企业年龄	上市年限的自然对数
<i>GDP</i>	国内生产总值增长率	公司所在省份国内生产总值的年增长率
<i>SOE</i>	所有权性质	国有企业取值为 1, 非国有企业取值为 0

(续表)

变量名	变量含义	变量说明
<i>Law</i>	法制环境	中国各省份市场化指数 (王小鲁等, 2017) 中的市场中介组织的发育和法律制度环境指数
<i>Industry</i>	行业虚拟变量	按照证监会 2012 年行业分类标准设立虚拟变量
<i>Year</i>	年度虚拟变量	样本对应年度取值为 1, 否则为 0

(三) 描述性统计

表 3 列示了主要变量的描述性统计。公司投资变量 *Invest* 的均值为 0.02, 但公司间差异显著, 标准差达到 0.03。*Court* 变量的统计显示, 巡回法庭覆盖的公司比例为 13%。平均而言, 样本公司负债占到总资产的 37%, 总资产收益率的均值为 0.04。公司成长性变量 *TobinQ* 的均值为 2.78, 公司平均的上市年限为 8.3 ($e^{2.12}$) 年。公司所处省份国内生产总值增长率的均值为 8%。样本中有 44% 的公司为国有企业。地区法制环境变量的统计显示, 我国各省的法制水平存在显著差异。

表 3 主要变量描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>Invest</i>	5 940	0.020	0.030	-0.050	0.010	0.160
<i>Court</i>	5 940	0.130	0.330	0.000	0.000	1.000
<i>Size</i>	5 940	22.030	1.150	19.180	21.870	25.280
<i>Lev</i>	5 940	0.370	0.210	0.000	0.350	0.920
<i>ROA</i>	5 940	0.040	0.050	-0.200	0.030	0.220
<i>TobinQ</i>	5 940	2.780	2.050	0.920	2.160	16.470
<i>CF</i>	5 940	0.030	0.070	-0.260	0.0300	0.250
<i>Age</i>	5 940	2.120	0.760	0.000	2.200	3.140
<i>GDP</i>	5 940	0.080	0.030	0.000	0.0900	0.130
<i>SOE</i>	5 940	0.440	0.500	0.000	0.000	1.000
<i>Law</i>	5 940	9.580	4.530	0.440	10.580	16.190

(四) 实证检验结果

本文在进行主回归之前首先进行了随机性检验, 比较实验期之前的 2011 年至 2014 年, 实验组与控制组之间各变量是否存在显著差异。表 4 列示了随机性检验的结果, 实验组与控制组样本的各主要变量的均值不存在显著差异, 且均值差异检验均不显著。

表 4 随机性检验

变量	实验组均值	控制组均值	均值差异
<i>Invest</i>	0.026	0.027	0.001
<i>Size</i>	21.540	21.510	0.135
<i>Lev</i>	0.367	0.359	0.008
<i>ROA</i>	0.037	0.038	-0.001
<i>TobinQ</i>	7.917	2.879	5.038
<i>CF</i>	0.019	0.020	-0.001
<i>Age</i>	2.043	2.037	0.006
<i>GDP</i>	0.113	0.112	0.006

之后，本文进行了平行趋势检验。若巡回法庭没有设立，那么在事件发生之前（2015 年之前），实验组和对照组的投资变化趋势应当没有显著差异。我们分别构建了四个新的变量 *Court2011* 至 *Court2014*。若年份等于 2011 年，并且样本属于实验组，则 *Court2011* 取值为 1。该变量的系数若显著，则表明 2011 年实验组与对照组之间的投资存在显著差异，平行趋势假设不成立。以此类推，其他变量的构造方法与之相同。表 5 的结果显示，变量 *Court2011* 至 *Court2014* 的回归系数均不显著，表明平行趋势假设成立，实验组与控制组之间在巡回法庭设立之前有着相同或相近的投资变化趋势。

表 5 平行趋势检验

变量	<i>Invest_{i,t}</i>
<i>Court2011_{i,t}</i>	0.0015 (0.634)
<i>Court2012_{i,t}</i>	0.0009 (0.358)
<i>Court2013_{i,t}</i>	-0.0013 (-0.531)
<i>Court2014_{i,t}</i>	-0.0029 (-1.101)
<i>Size_{i,t}</i>	-0.0050** (-2.171)
<i>Lev_{i,t}</i>	0.0059 (0.962)

(续表)

变量	$Invest_{i,t}$
$ROA_{i,t}$	-0.0007 (-0.057)
$TobinQ_{i,t}$	0.0000 (0.992)
$CF_{i,t}$	0.0156** (2.166)
$Age_{i,t}$	-0.0065*** (-3.155)
$GDP_{i,t}$	0.0375** (2.390)
Constant	0.1091** (0.025)
FIRM	是
YEAR	是
Observations	4 140
R-squared	0.664

注：***表示在1%水平上显著，**表示在5%水平上显著，*表示在10%水平上显著；括号内数字为经过稳健异方差处理后的t值。

表6报告了上文假设1的回归结果，第(1)列为控制了公司固定效应和年度固定效应的单变量回归， $Court$ 的系数显著为正。第(2)列进一步加入了相关控制变量， $Court$ 的回归系数为0.0034，在1%水平上显著。回归结果说明，巡回法庭设立后，巡回区域内的企业投资规模显著增加，该影响也具有较强的经济显著性。如第(2)列的回归结果表明，当企业所在地设立巡回法庭后，企业投资额提高了0.34%，相当于样本公司投资规模均值的17% (0.34%/2%)。我们也以行业固定效应和省份固定效应进行回归，结果列示在第(3)列， $Court$ 的回归系数仍显著为正。

表6 巡回法庭设立与企业投资

变量	$Invest_{i,t}$ (1)	$Invest_{i,t}$ (2)	$Invest_{i,t}$ (3)
$Court_{i,t}$	0.0024* (1.923)	0.0034*** (2.717)	0.0030* (1.666)
$Size_{i,t}$		-0.0019 (-1.464)	0.0007 (1.568)

(续表)

变量	$Invest_{i,t}$ (1)	$Invest_{i,t}$ (2)	$Invest_{i,t}$ (3)
$Lev_{i,t}$		0.0023 (0.601)	0.0102*** (4.333)
$ROA_{i,t}$		0.0076 (0.891)	0.0307*** (3.700)
$TobinQ_{i,t}$		-0.0005* (-1.747)	-0.0001 (-0.514)
$CF_{i,t}$		0.0148*** (3.065)	0.0721*** (13.341)
$Age_{i,t}$		-0.0238*** (-11.607)	-0.0091*** (-15.125)
GDP_t		0.0527** (2.425)	0.0362 (1.176)
<i>Constant</i>		0.1079*** (3.861)	0.0139 (1.273)
<i>FIRM</i>	是	是	否
<i>YEAR</i>	是	是	是
<i>INDUSTRY</i>	否	否	是
<i>PROVINCE</i>	否	否	是
<i>Observations</i>	5 940	5 940	5 940
<i>R-squared</i>	0.676	0.687	0.156

注：***表示在1%水平上显著，**表示在5%水平上显著，*表示在10%水平上显著；括号内数字为经过稳健异方差处理后的 t 值。

进一步的，我们考察了巡回法庭对企业投资的影响在不同所有权性质和法制环境地区的差异，结果如表 7 所示。其中，第 (1) 和 (2) 列为按照企业所有权性质分组的回归，*Court* 的系数在国有企业中不显著，而在非国有企业的回归中显著为正。回归分析说明，巡回法庭设立对企业投资的影响在非国有企业中更显著，由此验证了本文研究假设 2。第 (3) 和 (4) 列是以地区法制环境分组的回归结果。我们使用王小鲁等 (2017) 编制的中国各省份市场化指数 (2016) 中的市场中介组织的发育和法律制度环境指数作为法制环境的划分依据。回归结果显示，在法制环境好的地区，*Court* 的系数不显著，相反，在法制环境差的地区，*Court* 的系数显著为正。回归结果说明，巡回法

庭设立对企业投资的促进作用在法制环境较差地区更明显,由此验证了本文研究假设3。

表7 所有权性质与法制环境的分组回归

变量	国有企业 (1)	非国有企业 (2)	法制环境好 (3)	法制环境差 (4)
<i>Court_{i,t}</i>	0.0024 (1.427)	0.0050** (2.487)	0.0020 (1.289)	0.0045** (2.173)
<i>Size_{i,t}</i>	-0.0040** (-2.370)	0.0024 (0.992)	-0.0021 (-1.294)	-0.0019 (-0.900)
<i>Lev_{i,t}</i>	-0.0017 (-0.323)	0.0010 (0.168)	0.0063 (1.232)	-0.0028 (-0.489)
<i>ROA_{i,t}</i>	0.0121 (1.001)	-0.0029 (-0.224)	0.0080 (0.638)	0.0053 (0.443)
<i>TobinQ_{i,t}</i>	-0.0005 (-1.497)	-0.0001 (-0.115)	-0.0005 (-1.315)	-0.0004 (-0.980)
<i>CF_{i,t}</i>	0.0133** (1.962)	0.0181** (2.463)	0.0130** (2.070)	0.0170** (2.267)
<i>Age_{i,t}</i>	-0.0245*** (-8.749)	-0.0227*** (-4.802)	-0.0243*** (-9.200)	-0.0226*** (-6.847)
<i>GDP_t</i>	0.0916*** (2.628)	0.0195 (0.663)	0.1596*** (3.032)	0.0147 (0.436)
<i>Constant</i>	0.1443*** (3.963)	0.0220 (0.401)	0.0969*** (2.773)	0.1173** (2.491)
<i>FIRM</i>	是	是	是	是
<i>YEAR</i>	是	是	是	是
<i>Observations</i>	3 276	2 664	3 212	2 728
<i>R-squared</i>	0.678	0.697	0.674	0.700

注:***表示在1%水平上显著,**表示在5%水平上显著,*表示在10%水平上显著;括号内数字为经过稳健异方差处理后的*t*值。

四、稳健性检验

(一) 安慰剂检验

为了进一步验证文章结论,我们进行了安慰剂检验。如果实验组企业投

资增加确实是由巡回法庭设立引起的，那么在安慰剂检验中就不应当发现类似的结论。在具体做法上，本文将巡回法庭设立时间人为向前移动两年，即令 2013 年和 2014 年取值为 1，将 2011 年和 2012 年取值为 0。结果显示巡回法庭变量 *Court* 的回归系数在统计上不显著，由此进一步验证了本文结论。¹

（二）使用变化量回归

为了验证本文结论，我们也采用了变化量回归的方法。具体的，我们将 2014 年企业投资减去 2013 年企业投资得到 $\Delta Invest_0$ ，即巡回法庭设立前企业投资变化量，另将 2016 年企业投资减去 2015 年企业投资得到 $\Delta Invest_1$ ，即巡回法庭设立后企业投资变化量。然后，针对实验组样本我们对以下模型进行了回归。

$$\begin{aligned} \Delta Invest_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Post_{i,t} + \beta_2 \Delta Size_{i,t} + \beta_3 \Delta Lev_{i,t} + \beta_4 \Delta ROA_{i,t} \\ & + \beta_5 \Delta TobinQ_{i,t} + \beta_6 \Delta CF_{i,t} + \beta_7 \Delta Age_{i,t} + \beta_8 \Delta GDP_{i,t} + \epsilon, \end{aligned} \quad (2)$$

其中，*Post* 的定义为，对于巡回法庭设立前的时期，*Post* 取值为 0；对于巡回法庭设立后的时期，*Post* 取值为 1。其他变量均为对应期间的变化量。结果显示，*Post* 的回归系数显著为正，说明相对于巡回法庭设立前，实验组企业在巡回法庭设立后投资规模提高。

（三）企业投资变量调整

上文的分析中，我们使用了现金流量表数据构建企业投资变量。为了提高结论的稳健性，本文也使用了资产负债表数据重新构建了企业投资变量 *Invest2*，等于企业固定资产净额、无形资产净额、在建工程净额和投资性房地产净额的年度变化量加总除以总资产；构建了投资规模变量 *Invest3*，等于现金流量表数据计算的投资规模的自然对数。利用 *Invest2* 和 *Invest3* 重新进行回归，结果显示，巡回法庭变量 *Court* 的系数仍显著为正。

（四）企业投资的地域分布

上市公司的业务分布较为广泛，投资的范围也可能较广，未必完全集中于所在省份，为了缓解此问题，本文在研究中全部使用了上市公司母公司报表数据。此外，本文区分了对内投资和对外投资。对外投资指企业对其他经济实体的投资，这类投资包括金融资产投资和长期股权投资（潘越等，2009）。对外投资可能分布在全国其他各地区和省份。另一类投资则是对内投资，主要包括用于企业自身生产经营的长期性资产投资，包括固定资产、无形资产等。对内投资在地域上主要集中于企业自身，因此更可能在企业总部

¹ 限于篇幅，稳健性检验结果未列出，下文相同。

所在省份。本文回归结果表明,对内投资的回归中,*Court*的系数显著为正,而对外投资的回归,*Court*的系数不显著,由此进一步验证了本文结论。

(五) 固定资产加速折旧的影响

2014年,财政部和国家税务总局联合发布《关于完善固定资产加速折旧企业所得税政策的通知》,规定生物药品制造业,专用设备制造业等六大试点行业的企业,2014年1月1日后新购进的固定资产可缩短折旧年限或采取加速折旧的方法。这一同期政策有可能促进企业投资增加(刘行等,2018),从而影响本文结论。为了缓解此问题,本文将上述固定资产加速折旧行业的样本进行了删除处理。重新回归的结果显示,本文研究结论保持不变。

(六) 重大资产重组的影响

在样本期间内发生的上市公司重大资产重组也可能影响本文结论。重大资产重组不属于企业日常经营决策范畴,引发的企业投资规模增加或减少难以归因于司法改善所带来的作用。本文筛选并剔除了样本期间内发生过重大资产重组的公司,然后重新进行了回归。结果显示,巡回法庭变量*Court*的系数依然显著为正,进一步证实了本文结论。

五、进一步分析

(一) 巡回法庭提高企业投资的机制

本文认为巡回法庭的设立提高了覆盖区域内的司法质量,从而促进了企业投资。巡回法庭覆盖地区的司法效率提高使得企业的诉讼成本降低,诉讼公正性提高。司法资源触及范围扩大使得企业获得司法资源的途径增加,利用诉讼手段解决纠纷的成本降低。司法质量的提升总体上增强了企业投资决策所受到的法律保护,企业更有可能通过司法途径维护自身权益。为对此进行检验,本文分析巡回法庭设立后企业主动发起的诉讼情况,构造了如下模型。

$$Sue_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Court_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 TobinQ_{i,t} + \beta_6 CF_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \beta_8 GDP_{i,t} + FIRM + YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中,因变量*Sue*等于上市公司发起的起诉数量,解释变量*Court*为巡回法庭虚拟变量,其他变量的定义与前一一致。表8列出了上述模型(3)的回归结果。*Court*的系数在1%水平上显著为正。回归结果说明,巡回法庭设立后,由于司法效率的提高和司法资源可获得性的提升,企业主动发起的诉讼数量增加,证实巡回法庭设立后企业更愿意通过司法途径维护自身权益。

表 8 巡回法庭影响企业投资的机制检验

变量	$Sue_{i,t}$
$Court_{i,t}$	0.0832*** (4.004)
$Size_{i,t}$	0.0243** (2.271)
$Lev_{i,t}$	0.1487*** (3.088)
$ROA_{i,t}$	-1.0163*** (-5.665)
$TobinQ_{i,t}$	0.0082* (1.724)
$CF_{i,t}$	-0.2469** (-2.133)
$Age_{i,t}$	0.0425*** (3.578)
$GDP_{i,t}$	0.0972 (0.285)
Constant	-0.1612 (-0.661)
FIRM	是
YEAR	是
Observations	5 940
R-squared	0.513

注：***表示在 1%水平上显著，**表示在 5%水平上显著，*表示在 10%水平上显著；括号内数字为经过稳健标准误处理后的 t 值。

(二) 司法改善缓解了企业投资不足吗？

上文分析指出，地方巡回法庭设立后企业投资规模增加，巡回法庭设立后司法质量的改善是加重企业过度投资，还是缓解了企业投资不足？我们对此予以了分析。参考已有文献 (Biddle *et al.*, 2009)，我们使用如下模型估计企业正常的投资水平。

$$Invest_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{i,t-1} + INDUSTRY + YEAR + \epsilon_{i,t}, \quad (4)$$

其中, $Growth$ 为公司主营业务收入增长率, $INDUSTRY$ 和 $YEAR$ 是行业和年份虚拟变量。上式回归得到残差项 $\epsilon_{i,t}$, 若其大于零代表投资过度, 反之, 若其小于零则表示投资不足。我们对 $\epsilon_{i,t}$ 取绝对值, 将其定义为公司投资效率变量 $InvEff$, 然后依据下列模型分别对投资不足和投资过度进行回归。

$$\begin{aligned} InvEff_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Court_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} \\ & + \beta_5 TobinQ_{i,t} + \beta_6 CF_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \beta_8 Mfee_{i,t} \\ & + \beta_9 Salary_{i,t} + \beta_{10} Board_{i,t} + \beta_{11} GDP_{i,t} \\ & + FIRM + YEAR + \epsilon_{i,t}, \end{aligned} \quad (5)$$

其中, $Mfee$ 为公司管理费用占营业收入的比重, $Salary$ 为董事、监事及高管年薪总额的自然对数, $Board$ 为公司董事会人数的自然对数, 其他变量的定义与上文一致。表 9 报告了上述模型 (5) 的回归结果。第 (1) 列为投资不足的回归, $Court$ 的系数在 1% 水平上显著为负, 说明巡回法庭的设立缓解了企业投资不足问题。第 (2) 列为过度投资的回归, $Court$ 的系数不显著, 表明巡回法庭设立没有造成企业投资过度。

表 9 巡回法庭设立与企业投资效率的回归

变量	投资不足 (1)	投资过度 (2)
$Court_{i,t}$	-0.0032*** (-2.910)	0.0031 (0.796)
$Size_{i,t}$	-0.0011 (-0.941)	-0.0064 (-1.080)
$Lev_{i,t}$	-0.0001 (-0.026)	-0.0266* (-1.875)
$ROA_{i,t}$	-0.0172** (-2.524)	0.0351 (1.088)
$TobinQ_{i,t}$	0.0002 (0.785)	0.0000 (0.050)
$CF_{i,t}$	0.0065 (1.601)	0.0326* (1.827)
$Age_{i,t}$	0.0089*** (3.843)	0.0007 (0.081)
$Mfee_{i,t}$	0.0000 (0.978)	0.0000 (0.057)

(续表)

变量	投资不足 (1)	投资过度 (2)
<i>Salary_{i,t}</i>	0.0019 (1.615)	0.0033 (0.762)
<i>Board_{i,t}</i>	0.0038 (1.286)	-0.0045 (-0.380)
<i>GDP_{i,t}</i>	0.0119 (0.637)	-0.0058 (-0.083)
<i>Constant</i>	-0.0429 (-1.576)	0.1275 (0.939)
<i>FIRM</i>	是	是
<i>YEAR</i>	是	是
<i>Observations</i>	3 376	1 963
<i>R-squared</i>	0.425	0.395

注：***表示在 1%水平上显著，**表示在 5%水平上显著，*表示在 10%水平上显著；括号内数字为经过稳健异方差处理后的 *t* 值。

(三) 不同行业的分析

本文接下来分析哪些行业的企业从此次司法改革中获益较多，在巡回法庭设立后投资增加更明显。我们将行业进行了划分：按照生产周期区分了长周期行业与短周期行业，按照资本密集程度区分了资本密集度高的行业与资本密集度低的行业。此外，我们进一步分析巡回法庭设立后投资增加是否主要源于房地产投资。具体的，我们剔除了样本中的房地产业和建筑业企业，重新进行回归。

表 10 列出了相关的回归结果。第 (1) 和第 (2) 列的结果显示，巡回法庭对企业投资的提升在生产经营周期长的行业中更显著。长周期性质的行业企业在投资决策上更加谨慎，需要较为稳定可预期的司法制度环境对冲长周期经营下的风险。第 (3) 和第 (4) 列的回归中，巡回法庭对企业投资的影响在资本密集的行业更显著。对于资本密集的行业，驱动一单位收入的增加需要的投资更多，资金周转更慢，企业投资决策需要一个更加良好的法律制度环境，否则投资的不确定性更高。最后，第 (5) 列的回归结果显示，在剔除房地产行业后，巡回法庭变量的系数仍显著为正。

表10 不同行业的分析

变量	生产 周期长 (1)	生产 周期短 (2)	资本 密集度高 (3)	资本 密集度低 (4)	剔除 房地产业 (5)
<i>Court_{i,t}</i>	0.0084*** (3.214)	0.0019 (0.693)	0.0074*** (3.471)	-0.0042 (-0.986)	0.0036*** (2.737)
<i>Size_{i,t}</i>	-0.0035 (-0.957)	0.0002 (0.045)	-0.0010 (-0.360)	-0.0034 (-0.657)	-0.0018 (-1.308)
<i>Lev_{i,t}</i>	0.0087 (0.862)	-0.0021 (-0.231)	0.0050 (0.621)	0.0011 (0.080)	0.0032 (0.769)
<i>ROA_{i,t}</i>	0.0374* (1.652)	0.0142 (0.629)	0.0320* (1.713)	-0.0010 (-0.034)	0.0091 (0.993)
<i>TobinQ_{i,t}</i>	-0.0011 (-1.336)	0.0008 (1.046)	-0.0002 (-0.272)	0.0015 (1.315)	-0.0004 (-1.545)
<i>CF_{i,t}</i>	0.0246** (2.298)	0.0078 (0.652)	0.0202** (2.193)	0.0165 (1.007)	0.0149*** (2.832)
<i>Age_{i,t}</i>	-0.0270*** (-5.590)	-0.0272*** (-5.337)	-0.0270*** (-6.927)	-0.0344*** (-4.293)	-0.0234*** (-10.785)
<i>GDP_{i,t}</i>	-0.0477** (-2.099)	0.0040 (0.228)	-0.0340** (-2.073)	0.0056 (0.194)	0.0490** (2.115)
<i>Constant</i>	0.1553** (1.985)	0.0727 (0.921)	0.1005 (1.612)	0.1641 (1.435)	0.1064*** (3.558)
<i>FIRM</i>	是	是	是	是	是
<i>YEAR</i>	是	是	是	是	是
<i>Observations</i>	2 968	2 972	2 970	2 970	5 544
<i>R-squared</i>	0.666	0.730	0.674	0.757	0.682

注：***表示在1%水平上显著，**表示在5%水平上显著，*表示在10%水平上显著；括号内数字为经过稳健异方差处理后的t值。

(四) 巡回法庭设立的动态效应

上文的研究结果表明，巡回法庭的设立促进了企业投资的增加，本文接下来分析巡回法庭的动态效应如何，即巡回法庭对企业投资的影响是否随着时间推移减弱，或者，随着巡回法庭制度的成熟，巡回法庭对企业投资的促进作用逐步显现，影响不断增强。本文构造了变量 *Court2015* 和变量 *Court2016*。

若年份为 2015 年时，且当样本为实验组时，*Court*2015 取值为 1。*Court*2016 的构造同理。表 11 报告了回归结果。其中显示，*Court*2015 和 *Court*2016 的回归系数均显著为正，但 *Court*2016 的系数值要大于 *Court*2015，且显著性水平也更高，由此证实巡回法庭设立对企业投资的影响随着时间的推移逐步显现。

表 11 巡回法庭对企业投资影响的动态效应

变量	<i>Invest_{i,t}</i>
<i>Court</i> 2015	0.0038* (1.731)
<i>Court</i> 2016	0.0072*** (3.231)
<i>Size_{i,t}</i>	-0.0015 (-0.692)
<i>Lev_{i,t}</i>	0.0049 (0.773)
<i>ROA_{i,t}</i>	0.0242 (1.628)
<i>TobinQ_{i,t}</i>	0.0000 (0.093)
<i>CF_{i,t}</i>	0.0193** (2.548)
<i>Age_{i,t}</i>	-0.0264*** (-8.083)
<i>GDP_{i,t}</i>	-0.0095 (-0.726)
<i>Constant</i>	0.1083** (2.230)
<i>FIRM</i>	是
<i>YEAR</i>	是
<i>Observations</i>	5 940
<i>R-squared</i>	0.670

注：***表示在 1%水平上显著，**表示在 5%水平上显著，*表示在 10%水平上显著；括号内数字为经过稳健异方差处理后的 *t* 值。

六、渐进双重差分分析

我国巡回法庭的设立遵循了循序渐进的原则,逐步覆盖各个省份。为了进一步对巡回法庭的效果做出全面评估,我们参考郭峰和熊瑞祥(2017)的研究,基于2013—2018年的上市公司样本,构建了渐进双重差分模型进行回归。具体的,我们构造了新的解释变量 $Court$,若公司 i 所在省份 t 年被巡回法院覆盖,则 $Court$ 在当年及以后年度取值为1,否则为0。其他变量的定义及选择与前文一致。

表12显示了使用渐进双重差分进行主回归与分组回归的结果。第(1)列为使用渐进双重差分的主回归结果, $Court$ 的系数为0.0020,在5%水平上显著,表明巡回法庭的设立促进了企业投资。第(2)和(3)列为按照企业所有权性质分组的回归。 $Court$ 的系数在国有企业中不显著,而在非国有企业中显著为正。第(4)和(5)列是以地区法制环境分组的回归结果。在法制环境好的地区, $Court$ 的系数不显著,相反,在法制环境差的地区, $Court$ 的系数在5%水平上显著为正。上述回归结果进一步验证了本文假说1至假说3。

表12 渐进双重差分主回归与分组回归

	$Invest_{i,t}$	$Invest_{i,t}$		$Invest_{i,t}$	
		国有企业	非国有企业	法制环境好	法制环境差
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$Court_{i,t}$	0.0020**	0.0024	0.0020*	-0.0003	0.0031**
	(2.098)	(1.553)	(1.752)	(-0.241)	(2.203)
CONTROLS	是	是	是	是	是
YEAR	是	是	是	是	是
INDUSTRY	是	是	是	是	是
PROVINCE	是	是	是	是	是
Observations	12 586	4 493	8 093	7 116	5 470
R-squared	0.158	0.147	0.160	0.194	0.150

注:***表示在1%水平上显著,**表示在5%水平上显著,*表示在10%水平上显著;括号内数字为经过稳健异方差处理后的 t 值。

为了进一步验证渐进双重差分回归的稳健性,本文进行了一系列稳健性检验。一是安慰剂检验,将巡回法庭设立时间人为向前移动两年, $Court$ 的系数不再显著;二是重新构建投资变量,使用公司投资金额的自然对数构建企

业投资变量, *Court* 的系数显著为正; 三是排除了加速折旧政策及重大资产重组的影响后, *Court* 的系数仍显著为正; 四是变化量回归, 对被解释变量和控制变量进行了一阶差分处理, 证实 *Court* 的回归系数显著为正。上述分析进一步验证了本文渐进双重差分回归结果的稳健性。

七、结论与启示

借助我国巡回法庭设立的自然实验, 利用倾向得分匹配方法并构建双重差分模型, 本文考察了司法改善对企业投资的影响。研究发现, 地方巡回法庭设立后, 覆盖省份的公司投资规模显著增加, 并且, 该现象对于非国有企业和法制环境较差地区企业更显著。进一步的分析显示, 巡回法庭的设立提高了企业通过司法途径维护自身权益的意愿, 且缓解了企业投资不足问题。最后, 动态效应的分析显示, 随着巡回法庭制度的成熟, 巡回法庭对企业投资的促进作用逐渐加强。

目前, 我国经济正经历着转型的阵痛, 经济增长进入了新常态。我国的法律制度建设仍需完善, 司法地方化的问题还存在。本文研究显示, 提高地区司法质量能够带来企业投资的增长。因此, 本文研究的启示是, 司法的改善能够优化企业经营环境, 引导企业增加实体投资, 这对于我国经济今后的持续、健康发展大有裨益。

参考文献

- [1] Acemoglu, D., and S. Johnson, "Unbundling Institutions", *Journal of Political Economy*, 2005, 113 (5), 949-995.
- [2] Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, and V. Maksimovic, "Financial and Legal Constraints to Growth: Does Firm Size Matter?", *Journal of Finance*, 2005, 60 (1), 137-177.
- [3] Biddle, G. C., G. Hilary, and R. S. Verdi, "How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?", *Journal of Accounting and Economics*, 2009, 48 (2-3), 112-131.
- [4] 曹春方、陈露兰、张婷婷, "'法律的名义': 司法独立性提升与公司违规", 《金融研究》, 2017年第5期, 第191—206页。
- [5] Chakraborty, P., "Judicial Quality and Regional Firm Performance: The Case of Indian States", *Journal of Comparative Economics*, 2016, 44 (4), 902-918.
- [6] 陈刚、李树, "司法独立与市场分割——以法官异地交流为实验的研究", 《经济研究》, 2013年第9期, 第30—42页。
- [7] 陈光中、魏晓娜, "论我国司法体制的现代化改革", 《中国法学》, 2015年第1期, 第101—116页。
- [8] Claessens, S., S. Djankov, J. P. H. Fan, and L. H. P. Lang, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Finance*, 2002, 57 (6), 2741-2771.

- [9] 陈卫东, “司法机关依法独立行使职权研究”, 《中国法学》, 2014年第2期, 第20—49页。
- [10] 陈卫东, “新一轮司法改革的重点与展望”, 《中国法律: 中英文版》, 2015年第1期, 第14—22页。
- [11] Cull, R., and L. C. Xu, “Institutions, Ownership, and Finance: The Determinants of Profit Reinvestment among Chinese Firms”, *Journal of Financial Economics*, 2005, 77 (1), 117-146.
- [12] 陈信元、李莫愁、芮萌、夏立军, “司法独立性与投资者保护法律实施——最高人民法院‘1/15通知’的市场反应”, 《经济学》(季刊), 2010年第9卷第1期, 第1—28页。
- [13] Demirgüç-Kunt, A., and V. Maksimovic, “Law, Finance, and Firm Growth”, *Journal of Finance*, 1998, 53 (6), 2107-2137.
- [14] Djankov, S., E. Glaeser, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, “The New Comparative Economics”, *Journal of Comparative Economics*, 2003, 31 (4), 595-619.
- [15] 方军雄, “所有制、制度环境与信贷资金配置”, 《经济研究》, 2007年第12期, 第82—92页。
- [16] 郭峰、熊瑞祥, “地方金融机构与地区经济增长——来自城商行设立的准自然实验”, 《经济学》(季刊), 2017年第17卷第1期, 第221—246页。
- [17] Gong, T., “Dependent Judiciary and Unaccountable Judges: Judicial Corruption in Contemporary China”, *China Review*, 2004, 4 (2), 33-54.
- [18] Hail, L., and C. Leuz, “International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter?”, *Journal of Accounting Research*, 2006, 44 (3), 485-531.
- [19] Hanssen, F. A., “Is There a Politically Optimal Level of Judicial Independence?”, *American Economic Review*, 2004, 94 (3), 712-729.
- [20] Hayek, F., *The Constitution of Liberty*. Chicago: The University of Chicago Press, 1960.
- [21] Kapeliushnikov, R., A. Kuznetsov, N. Demina, and O. Kuznetsova, “Threats to Security of Property Rights in a Transition Economy: An Empirical Perspective”, *Journal of Comparative Economics*, 2013, 41 (1), 245-264.
- [22] Krueger, A., “The Political Economy of the Rent-Seeking Society”, *American Economic Review*, 1974, 64 (3), 291-303.
- [23] Laeven, L., and C. Woodruff, “The Quality of the Legal System, Firm Ownership, and Firm Size”, *Review of Economics and Statistics*, 2007, 89 (4), 601-614.
- [24] La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny, “Legal Determinants of External Finance”, *Journal of Finance*, 1997, 52 (3), 1131-1150.
- [25] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny, “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 1998, 106 (6), 1113-1155.
- [26] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, C. Pop-Eleches, and A. Shleifer, “Judicial Checks and Balances”, *Journal of Political Economy*, 2004, 112 (2), 445-470.
- [27] 刘贵祥, “巡回法庭改革的理念与实践”, 《法律适用》, 2015年第7期, 第35—41页。
- [28] 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”, 《中国法律评论》, 2015年第1期, 第1—8页。
- [29] 刘行、叶康涛、陆正飞, “加速折旧政策与企业投资——基于‘准自然实验’的经验证据”, 《经济学》(季刊), 2018年第18卷第1期, 第213—234页。
- [30] Long, C. X., “Does the Rights Hypothesis Apply to China?”, *Journal of Law and Economics*,

- 2010, 53 (4), 629-650.
- [31] 龙宗智、李常青, “论司法独立与司法受制”, 《法学》, 1998 年第 12 期, 第 35—39 页。
- [32] 罗党论、唐清泉, “中国民营上市公司制度环境与绩效问题研究”, 《经济研究》, 2009 年第 2 期, 第 106—118 页。
- [33] North, D. C., *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.
- [34] 潘越、戴亦一、吴超鹏、刘建亮, “社会资本、政治关系与公司投资决策”, 《经济研究》, 2009 年第 11 期, 第 82—94 页。
- [35] 潘越、潘健平、戴亦一, “公司诉讼风险、司法地方保护主义与企业创新”, 《经济研究》, 2015 年第 3 期, 第 131—145 页。
- [36] Richardson, H. G., and G. O. Sayles, *The Governance of Mediaeval England from the Conquest to Magna Carta*. Edinburgh: Edinburgh University Press, 1963.
- [37] Staats, J. L., and G. Biglaiser, “Foreign Direct Investment in Latin America: The Importance of Judicial Strength and Rule of Law”, *International Studies Quarterly*, 2012, 56 (1), 193-202.
- [38] 沈德咏、曹士兵、施新州, “国家治理视野下的中国司法权构建”, 《中国社会科学》, 2015 年第 3 期, 第 39—57+206 页。
- [39] 世界银行, 《政府治理、投资环境与和谐社会：中国 120 个城市竞争力的提升》。北京：中国财政经济出版社, 2007 年。
- [40] 王小鲁、樊纲、余静文, 《中国分省份市场化指数报告 (2016) 》。北京：社会科学文献出版社, 2017 年。
- [41] 杨永华、方克勤, 《陕甘宁边区法制史稿〈诉讼狱改篇〉》。北京：法律出版社, 1987 年。
- [42] 余明桂、李文贵、潘红波, “民营化、产权保护与企业风险承担”, 《经济研究》, 2013 年第 9 期, 第 112—124 页。
- [43] 张健华、王鹏, “银行风险、贷款规模与法律保护水平”, 《经济研究》, 2012 年第 5 期, 第 18—30 页。
- [44] 祝继高、陆正飞, “产权性质、股权再融资与资源配置效率”, 《金融研究》, 2011 年第 1 期, 第 131—148 页。

Judicial Improvement and Corporate Investment —Empirical Analysis on the Establishment of Circuit Court

JUN HUANG* DANQI HU XINYUAN CHEN

(Shanghai University of Finance and Economics)

YU ZHAO

(Fudan University, Orient Securities Postdoctoral Workstation)

Abstract The judicial system has a significant impact on firm development. In order to improve the quality of justice, the Supreme People's Court began to establish local circuit courts in 2015. Our research finds that the investment of listed companies increased after the provinces being covered by the circuit courts. This impact is more significant for private firms and firms in the regions with a poor legal system. The establishment of the circuit court increases the willingness of firms to protect their interests through lawsuit and alleviates the problem of underinvestment. Dynamically, the circuit courts gradually promoted corporate investment.

Keywords judicial improvement, corporate investment, firm lawsuit

JEL Classification G31, K11, M41

* Corresponding Author: Jun Huang, Institute of Accounting and Finance, Shanghai University of Finance and Economics, 777 Guoding Road, Yangpu District, Shanghai, 200433, China; Tel: 86-21-65904822; E-mail: huangjun@mail.shufe.edu.cn.