

doi:10.19920/j.cnki.jmsc.2026.01.003

# 破产制度的估值效应和实体效应<sup>①</sup>

——基于清算与破产审判庭成立的准自然实验

王红建<sup>1,2</sup>, 胡雯倩<sup>1,2</sup>, 方玉明<sup>2</sup>, 肖峻<sup>1\*</sup>

(1. 江西财经大学金融学院, 南昌 330013; 2. 江西财经大学智慧金融创新实验室, 南昌 330013)

**摘要:** 基于实物期权理论, 本研究通过多期双重差分模型考察清算与破产审判庭的估值效应和实体效应, 以揭示破产制度发挥资源配置效应的新渠道。研究发现, 因债权人保护机制的强化, 破产审判庭的成立显著提高清算期权公司权益价值。机制检验发现: 破产审判庭显著加快清算期权的执行, 促使投资机会较差的公司及时缩减投资规模。拓展检验发现: 破产审判庭还通过市场竞争效应显著加快投资机会较好的公司扩大投资规模, 提高增长期权公司的权益价值。本文认为, 破产制度通过及时出清清算期权公司, 有助于提高资源配置效率。

**关键词:** 破产制度; 估值效应; 实体效应; 准自然实验

**中图分类号:** F272.3 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2026)01-0039-17

## 0 引言

准确对交易标的物进行估值是发挥市场在资源配置中的决定性作用的基石。习近平总书记在党的十八届三中全会上强调“市场配置资源是最有效率的形式, 市场决定资源配置是市场经济的一般规律。”在这一过程中, 准确合理的估值能够为资源配置提供方向和依据, 对资本市场稳定运行具有重要意义。同时, 良好的司法环境作为市场经济的制度保障, 通过规范市场行为、保障市场主体权益、优化营商环境, 能更好地引导市场发挥资源配置作用。当前, 我国资本市场估值基本是沿用西方成熟市场的估值理论, 但由于国内外市场在多方面存在差异, 直接套用其估值体系使得承担战略性任务的国有企业等主体的价值被低估。在中国式现代化进程中, 司法环境改善是建设中国特色现代资本市场的前提和基础, 只有在法治化的营商环境下, 市场配置资源才能更加高效和公平。因此, 在探索构建具有中国特色的估值体系时, 应高度重视司法环境的改善, 将国家战略、政

策导向等因素纳入考量, 提高估值体系与资本市场的适配度, 优化资本市场的资源配置功能, 从而高效服务于实体经济的高质量发展。

让不具有持续经营能力的企业及时进行破产是市场机制配置资源的重要方式之一。根据统计数据, 截至2023年12月31日, 2023年全国申请(被申请)破产重整的上市公司已达25家。党的二十大报告明确了全面依法治国的时代使命, 强调“必须更好发挥法治固根本、稳预期、利长远的保障作用”, 随着中国特色社会主义市场经济体制的发展深入, 破产制度体系逐步向法治化方向完善<sup>[1, 2]</sup>。为优化破产程序, 2016年6月最高人民法院经商中央编办同意后发布《关于在中级人民法院设立清算与破产审判庭的工作方案》, 在全国各地区的中级人民法院设立清算与破产审判庭, 集中管辖全市范围内中院受理的公司强制清算和破产案件等。

现有文献考察了破产制度对市场主体行为的广泛影响<sup>[3-5]</sup>, 但尚未深入探讨企业估值这一资

① 收稿日期: 2024-06-01; 修订日期: 2025-06-26。

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(72072079); 江西省研究生创新专项资金项目(YC2024-B153)。

通讯作者: 肖峻(1972—), 男, 江西泰和人, 博士, 教授, 博士生导师。Email: xiao\_jun913@163.com

源配置的核心环节. 企业价值本质上是其未来决策灵活性的现值体现, 而破产制度通过影响企业是否及何时执行清算的决策, 与企业估值形成内在关联. 基于此, 本文引入实物期权理论, 将破产审判制度融入实物期权估值的分析框架, 以揭示其优化资源配置的作用机理.

Burgstahler 和 Dichev<sup>[6]</sup>提出的实物期权理论为理解企业价值提供了新视角, 该理论将权益价值分解为增长期权价值和清算期权价值. 当给定净资产时, 对于盈利能力较强的公司, 权益价值与净利润的关系随着公司盈利能力的提高而增大, 体现的是增长期权的价值; 当给定净利润时, 对于盈利能力较弱的公司, 权益价值与净资产的关系随着公司盈利能力的提高而减小, 体现的是清算期权的价值. Zhang<sup>[7]</sup>将上述理论进行拓展, 形成了实物期权分析框架: 若公司面临较好的投资机会时, 管理层应扩大投资规模, 执行增长期权; 若投资机会较差时, 则应缩减投资规模, 执行清算期权.

本文研究结果表明, 在给定净利润的情况下, 对于盈利能力较弱的公司, 清算与破产审判庭的设立显著增强了其权益价值与净资产之间的凸增关系, 即清算与破产审判庭的设立使得公司清算期权的价值上升. 进一步分析表明, 清算与破产审判庭的设立会提高破产案件受理的效率, 并且对于投资机会较差的公司, 破产审判庭的设立显著提高了其投资与投资机会的敏感性, 促使公司执行清算期权. 从企业层面看, 破产审判庭的估值效应在债权人保护程度较低、资产可逆性较低的企业中更加显著; 从地区层面看, 破产审判庭对所在地区法治环境较差的企业清算期权的影响更加显著. 此外, 本文还发现由于破产审判庭的设立, 行业中盈利能力较弱的公司及时执行清算期权, 溢出效应使得盈利能力强的公司获得更多的市场份额, 这些公司会扩大投资规模, 执行增长期权, 公司的增长期权价值显著提升.

本文的边际贡献包括以下几个方面: 第一, 分别从估值效应和实体经济效应视角揭示了破产制度发挥资源配置效应的微观机理. 破产制度是市场经济的重要组成部分, 它为市场主体提供了一个法治化的退出通道. 现有文献主要是关于破产审判改革对企业财务行为的研究<sup>[3, 5]</sup>, 而对破产

制度的估值效应关注不足. 本文以清算与破产审判庭的设立作为研究场景, 借助于实物期权估值理论框架, 探究破产制度的估值效应和实体效应, 不仅有效补充了破产制度法治化在促进“僵尸企业”出清、激发市场活力方面的关键作用, 而且为中国特色的估值理论体系提供新的视角.

第二, 拓展和深化了实物期权估值理论在制度改革的经济效应评估中的重要作用. 目前文献主要从经济自由度、货币政策、税收征管以及审批制度改革等角度考察公司的投资决策以及权益价值<sup>[8-11]</sup>, 但未涉及法治层面因素的讨论. 因此, 本文聚焦破产制度中司法力量的改善, 将实物期权理论应用于破产审判改革的研究领域, 通过清算期权和增长期权的分析框架, 填补现有文献在司法维度研究的空白.

第三, 因果关系的识别是揭示变量之间相互作用的核心. 如既有文献所强调, 在评估政策影响的研究中, 识别和估计政策制度的因果效应是至关重要的<sup>[12, 13]</sup>. 地区中级人民法院是否设立清算与破产审判庭, 是基于《工作方案》的规定, 或者由地区高院和省级编制办共同商定的, 而非其他因素决定, 这种设置为本文考察破产制度法治化对公司估值效应的影响提供了独特场景. 因此, 本文不仅拓展了司法制度的经济效应研究, 同时也为科学识别破产制度与公司权益价值的关系提供了机会.

## 1 制度背景与文献回顾

### 1.1 制度背景

破产制度是社会主义市场经济的基础性制度, 对服务和保障供给侧结构性改革、构建新发展格局、助力高质量发展具有重要意义. 2006 年 8 月, 全国人大常委会颁布《中华人民共和国企业破产法》(简称《破产法》), 法院在破产流程中的角色日益突出. 但与一般案件相比, 破产案件涉及多方利益, 流程较为复杂, 在实施环节方面仍存在效率低、效果差等问题, 导致债权人的权益难以得到合理的保障.

为解决上述问题并优化破产程序, 2016 年 6 月, 最高人民法院经商中央编办同意后发布《关

于在中级人民法院设立清算与破产审判庭的工作方案》(简称《工作方案》),要求直辖市、省会城市、副省级城市所在地中级人民法院应设立清算与破产审判庭,其他城市中级人民法院由当地高级人民法院会同省级机构编制部门统筹设立清算与破产审判庭。这是自《破产法》实施以来,最高人民法院首次对破产审判平台的建设作出正式规划和安排,《工作方案》为各地区法院完善破产审判机构设置、提升破产审判专业化水平提供了关键的政策依据,取得显著成效。在《工作方案》下发后的四个月内,各级人民法院系统共接收破产案件超过8 000件,新受理破产案件数量为3 463件,较上年同期增加了29.8%。

根据《工作方案》规定,“法官原则上从本院或者下级法院具有公司强制清算与企业破产案件及相关案件审判经验的优秀法官中选任产生”,清算与破产审判庭通过定期开展培训、指导等方式提升破产审判队伍的专业性,加强对破产管理人的监督。以佛山市为例,根据《佛山市法院破产审判白皮书》数据统计,在清算与破产审判庭设立后,佛山全市法院办理破申案件的年结案量平均增速是50.6%。在2016年~2019年间,全市法院破产申请案件收案累计718件,审结679件,基本实现了快审快结的目标。据统计,佛山市对于国有“僵尸企业”处置率为81.9%,其中通过司法途径出清的处置率为70.2%,说明司法途径成为“僵尸企业”退出市场的最主要途径。此外,清算与破产审判庭在提升效率的同时,相较于普通破产清算程序,有力降低了企业的破产成本。依据沪0115破1号民事裁定书中关于悠宜公司破产清算案件的相关信息,该案件从申请到裁定受理、指定管理人以及管理人接管企业,整个过程仅耗时14 d,破产费用仅为12 902元,破产成本显著降低。因此,清算与破产审判庭的建立标志着中国破产审判走向专业化,更好地保障债务合约履行。

## 1.2 文献回顾

现有文献基于实物期权理论,主要从外部制度环境以及公司自身特征方面展开研究,其中外部制度环境包括经营环境、政策制度。在经营环境方面,市场化进程和行业竞争被证实能够影响公司期权的执行策略,体现“适者生存”的经济规律<sup>[14, 15]</sup>。在政策制度方面,学者们考察了货币政

策、卖空管制放开、审批制度改革以及税收征管强化等制度变化对公司权益价值的影响<sup>[9-11, 16]</sup>。研究表明,外部制度环境的变化会强化公司的资本逐利动机,促使公司及时执行增长期权或清算期权,从而影响权益价值。在公司自身特征方面,唐国平等<sup>[17]</sup>发现高资产质量的公司体现为增长期权价值,低资产质量的公司则体现为清算期权价值。王红建等<sup>[18]</sup>证实实体企业持股金融机构能促进增长期权执行,但对清算期权无显著影响。由上述分析可知,现有文献尚未将法律环境纳入实物期权的分析框架。

近年来,破产制度的完善及其法治化进程引发了学术界的关注,相关研究从宏观和微观两个层面展开。在宏观层面,Li和Ponticelli<sup>[1]</sup>发现专门的破产法院将案件审理时间缩短了36%,且设立了专门法院的城市,其当地企业进入速度更快。王永钦和薛笑阳<sup>[2]</sup>研究表明,破产法庭的成立显著降低了公司债券在二级市场上的利差。在微观层面,学者研究发现破产制度的完善也会影响公司的行为,包括促使公司加快资本结构调整<sup>[5]</sup>、增加创新投入<sup>[3]</sup>。

通过对现有文献的系统梳理,本文将破产制度中司法力量的改善融入实物期权估值体系,以深入探究破产审判庭设立对公司主体的影响。

## 2 理论分析与研究假设

首先,清算与破产审判庭的设立能够提升破产审判的专业化水平,提高破产案件受理的效率和质量,促使企业主动清算。一方面,在我国司法主导的破产模式中,法院处理破产案件的质效对破产程序的推进、裁定有重要影响<sup>[3]</sup>。清算与破产审判庭高效、专业化的管理能够规范清算程序,确保资产处置和债务清偿的合规合法,进而减少清算过程中的不确定性和延误。最高人民法院强调,“探索完善公司强制清算与企业破产案件快速审理机制,推动公司强制清算与企业破产案件审判方式改革。”为了实现破产案件的快速审理,以广州中院为代表,创设了“三优先”以及“四集中”的审理模式,提高“僵尸企业”的破产审判效率。例如,广东省的破产案件平均审理时间由

25个月缩短至12个月以内,简易案件基本在4个月内完成审结。

另一方面,清算与破产审判庭的设立增强了法律执行力,破除行政力量对公司破产清算的影响。参考 Li 和 Ponticelli<sup>[1]</sup>、王永钦和薛笑阳<sup>[2]</sup>的研究,地方官员出于保就业、避免社会动荡等动机推迟公司清算,导致资源错配和低效投资。最高人民法院强调,“推进审判权运行机制改革,落实司法责任制,加强审判管理和监督,确保公正廉洁司法。”清算与破产审判庭的设立使清算程序受到法律强制监督,公司难以拖延、逃避清算程序。随着审判工作进入信息化时代,2016年8月全国企业破产重整案件信息平台正式开通,增强了审判工作的公开性。并且,法院的裁决可能会对债务人的信用产生负面影响,使公司担负更高的声誉成本或违规成本,进一步迫使公司积极主动进行清算。因此,清算与破产审判庭的设立会提高破产案件受理的效率和质量,确保破产程序依法公正进行,从而促进公司清算并增加公司的清算期权价值。

其次,清算与破产审判庭的设立提高了公司投资与盈利能力之间的敏感性,促使公司快速执行清算期权,进而提升其价值。根据 Zhang<sup>[7]</sup>提出的实物期权分析框架,若增长期权或清算期权执行越快,其权益价值也越高。参考靳庆鲁等<sup>[16]</sup>研究,代理问题和调整成本是影响公司能否快速执行清算期权的决定因素。一方面,完善的法律监管能够提高公司治理的有效性,缓解代理问题,使得公司在经营不善时及时执行清算期权。另一方面,由于破产程序复杂且涉及多方利益,公司出于清算成本的考虑,维持“将破不破”的低效率状态。在清算与破产审判庭设立后,公司清算流程更加专业化,破产清算成本下降。根据数据统计,南京中院自设立清算与破产审判庭以来,破产成本占比从22%降至11%。在《工作方案》出台后的两年内,破产信息网共计召开了105场网络债权人会议,涉及112468名债权人,减少了债权人超过22万次的出行需求,节省了近5亿元的相关费用。

基于上述分析,本文提出研究假设:清算与破产审判庭的设立将促使公司在面临较差的投资机会时积极执行清算期权,进而显著提升公司的清

算期权价值。

### 3 样本选择与研究设计

#### 3.1 样本选择与数据来源

为避免金融危机和4万亿经济刺激政策对研究结论的影响,本文以2010年—2022年为原始样本区间。参考许年行等<sup>[3]</sup>、潘越等<sup>[19]</sup>的研究,考虑到疫情对数据的影响,选取2012年—2019年A股非金融类上市公司作为基准回归样本,即以破产制度改革前后四年为样本区间,确保事件窗口的对称性。同时,将利用2010年—2022年的样本进行稳健性检验。本文通过查阅各地级市中级人民法院网站,人工收集了清算与破产审判庭设立的地区和具体时间数据,其他公司层面数据来自于CSMAR数据库和Wind数据库。

首先,根据《中华人民共和国民法典》第六十三条规定及《中华人民共和国公司登记管理条例》第十二条规定,企业应将其主要办事机构所在地登记为住所。然而,由于部分企业未能及时履行将主要办事机构所在地登记或者变更登记为住所地的义务,本文对不一致的数据进行了剔除,数据量占比为2.6%。在稳健性检验部分,保留上述剔除的样本并再次进行检验。其次,剔除ST类、\*ST类公司样本以及相关变量缺失的样本,再按照以下标准进行处理:参照Burgstahler和Dichev<sup>[6]</sup>、彭牧泽和靳庆鲁<sup>[10]</sup>的研究,在衡量清算期权价值的模型(1)中剔除年度净利润为负的样本,获得13057个观测值。为降低极端值对研究结果的影响,本文对模型中所涉及连续变量进行上下1%水平缩尾处理。

#### 3.2 模型设计与变量定义

根据研究假设,本文参考Burgstahler和Dichev<sup>[6]</sup>、靳庆鲁等<sup>[16]</sup>、王红建等<sup>[18]</sup>的研究,采用模型(1)来衡量公司清算期权价值

$$\ln\left(\frac{MV_{it}}{E_{it}}\right) = \alpha_0 + \alpha_1 Pm + \alpha_2 Ph + \alpha_3 \left(\frac{BV_{it}}{E_{it}}\right) + \alpha_4 Pm \times \left(\frac{BV_{it}}{E_{it}}\right) + \alpha_5 Ph \times \left(\frac{BV_{it}}{E_{it}}\right) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

模型(1)中下标*i*代表公司,*t*代表时期,*MV*为公

司总市值,  $BV$  为公司净资产的账面价值,  $E$  为公司净利润, 按照  $BV/E$  的高低, 将样本等分为三组. 如果  $BV/E$  处于中间组, 则  $Pm$  取值为 1, 否则为 0; 如果  $BV/E$  处于最高组, 则  $Ph$  取值为 1, 否则为 0. 由于  $MV/E$  的值呈偏态分布, 本文对其进行自然对数变换, 以使数据更加接近正态分布并有效减少异方差性<sup>[20, 21]</sup>. ②在模型(1)中, 当  $Ph$  为 1 时代表公司的盈利能力较弱, 系数  $\alpha_5$  衡量清算期权价值.

为深入探究清算与破产审判庭设立的估值效应, 本文构建实证模型(2)

$$\ln\left(\frac{MV_{it}}{E_{it}}\right) = \alpha_0 + \alpha_1 Pm + \alpha_2 Ph + \alpha_3 \left(\frac{BV_{it}}{E_{it}}\right) + \alpha_4 Pm \times \left(\frac{BV_{it}}{E_{it}}\right) + \alpha_5 Ph \times \left(\frac{BV_{it}}{E_{it}}\right) + \alpha_6 Court_{it} + \alpha_7 Court_{it} \times Pm + \alpha_8 Court_{it} \times Ph + \alpha_9 Court_{it} \times \left(\frac{BV_{it}}{E_{it}}\right) + \alpha_{10} Court_{it} \times Pm \times \left(\frac{BV_{it}}{E_{it}}\right) + \alpha_{11} Court_{it} \times$$

$$Ph \times \left(\frac{BV_{it}}{E_{it}}\right) + \gamma' X_{it} + FEs + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

参考许年行等<sup>[3]</sup>、潘越等<sup>[19]</sup>的研究, 由于本文的研究样本是上市公司, 且上市公司一般在市级及以上工商部门登记, 其破产案件由中级人民法院管辖, 故本文选择“公司所在地中院是否设立清算与破产审判庭”作为解释变量. 若  $t$  时期公司  $i$  的所在地中院已设立清算与破产审判庭, 则  $Court_{it}$  变量取 1, 否则取 0, 其他变量定义与模型(1)保持一致. 模型(2)的核心解释变量是  $Court_{it} \times Ph \times (BV_{it}/E_{it})$ , 其系数  $\alpha_{11}$  衡量在给定净利润的情况下, 清算与破产审判庭的设立会如何影响低盈利能力公司权益价值与净资产价值之间的凸增关系. 根据理论假设推断, 系数  $\alpha_{11}$  应显著为正.

控制变量  $X_{it}$  包括公司上市年龄 ( $Age$ )、公司规模 ( $Size$ )、财务杠杆 ( $Lev$ )、经营净现金流水平 ( $Cfo$ )、现金持有水平 ( $Cashholding$ )、公司系统风险 ( $Beta$ ).  $FEs$  代表固定效应, 包括年度、行业、城市固定效应,  $\varepsilon_{it}$  代表随机误差项.

表1 变量定义表

Table 1 Definition of key variables

变量符号	变量定义
$\ln(MV/E)$	公司权益市场价值与净利润比值的自然对数.
$BV/E$	公司净资产的账面价值与净利润的比值.
$Pm$	剔除年度净利润为负的样本后, 按 $BV/E$ 的高低将样本等分为三组, 如果 $BV/E$ 处于中间组, 则 $Pm$ 取值为 1, 否则为 0.
$Ph$	剔除年度净利润为负的样本后, 按 $BV/E$ 的高低将样本等分为三组, 如果 $BV/E$ 处于最高组, 则 $Ph$ 取值为 1, 否则为 0.
$Court$	若公司所在地中院已设立清算与破产审判庭, 则 $Court$ 变量取 1, 否则取 0.
$Age$	公司上市年龄, 用上市年数加一后取对数衡量.
$Size$	公司规模, 用总资产的自然对数衡量.
$Lev$	公司负债水平, 用资产负债率衡量.
$Cfo$	公司经营净现金流水平, 用经营活动产生的净现金流除以期末总资产衡量.
$Cashholding$	现金持有水平, 用货币资金与短期投资净额之和除以净资产衡量.
$Beta$	公司系统风险, 用贝塔系数衡量.

## 4 实证检验和结果分析

### 4.1 描述性统计

表 2 列出了主要变量的描述性统计结果.  $MV/E$  指标在取对数处理后, 其均值为 -3.112, 标准差为 1.072, 中位数为 -3.263, 呈现正态

分布.  $BV/E$  均值为 29.530, 最小值为 3.351, 最大值为 340.300, 说明不同公司之间存在较大的差异.  $Court$  均值为 0.231, 标准差为 0.421, 反映样本中约 23.1% 的公司其所在地中院已设立清算与破产审判庭. 控制变量中, 各变量分布与已有研究大致相同, 不存在异常分布情况.

② 本文检验了未取对数的清算期权价值模型和增长期权价值模型, 结果与主要结论保持一致.

表2 主要变量的描述性统计

Table 2 Descriptive statistics for the main variables

变量	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
$\ln(MV/E)$	13 057	-3.112	1.072	-6.154	-3.263	2.507
$BV/E$	13 057	29.530	48.990	3.351	14.089	340.300
$Court$	13 057	0.231	0.421	0	0	1
$Age$	13 057	2.117	0.775	0.693	2.197	3.258
$Size$	13 057	22.190	1.252	20.010	22.010	26.170
$Lev$	13 057	0.404	0.195	0.055	0.393	0.843
$Cfo$	13 057	0.052	0.064	-0.129	0.051	0.232
$Cashholding$	13 057	0.354	0.250	0.035	0.293	1.431
$Beta$	13 057	1.188	0.290	0.478	1.185	2.115

#### 4.2 基准回归

首先进行不考虑清算与破产审判庭设立的全样本回归,列(1)  $Ph \times BV/E$  系数是 0.000 2,在 1%的水平上显著为正,表明在给定净利润的情况下,盈利能力较弱的公司其权益价值与净资产之间的凸增关系更强,即盈利能力弱的公司体现更高的清算期权价值,与 Hao 等<sup>[22]</sup> 研究结果一致。

本文进一步检验清算与破产审判庭的设立是否会对公司的清算期权价值产生影响,实证结果见表 3 列(2) ~ 列(5)。表 3 列(2)中  $Court \times Ph \times$

$BV/E$  系数为 0.053,在 1%水平上显著为正,在加入控制变量后,表 3 列(3)中  $Court \times Ph \times BV/E$  系数仍显著为正。进一步控制年度、行业、城市固定效应后,表 3 列(4) ~ 列(5)中  $Court \times Ph \times BV/E$  系数均在 1%水平上显著为正,以上结果均经过公司层面的聚类标准误调整。<sup>③</sup>以表 3 列(5)为例,在清算与破产审判庭设立后,盈利能力较弱的公司其清算期权价值平均提高 5.3%,具有经济显著性。上述结果表明,对于盈利能力较弱的公司,清算与破产审判庭的设立显著提升其清算期权价值。

表3 清算与破产审判庭设立与公司清算期权价值

Table 3 Specialized bankruptcy courts and firm liquidation option value

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	因变量: 市场价值与净利润的比值				
$Pm$	-0.387 *** (-7.49)	0.059 (0.73)	-0.093 (-1.45)	0.110 (1.38)	-0.009 (-0.14)
$Ph$	1.056 *** (58.92)	1.986 *** (21.61)	1.663 *** (19.18)	1.997 *** (22.28)	1.728 *** (21.18)
$BV/E$	0.010 *** (48.87)	0.067 *** (8.98)	0.042 *** (6.78)	0.071 *** (9.40)	0.050 *** (8.64)
$Pm \times BV/E$	0.054 *** (15.54)	-0.005 (-0.55)	0.013 * (1.86)	-0.010 (-1.22)	0.003 (0.54)
$Ph \times BV/E$	0.0002 *** (5.71)	-0.065 *** (-8.64)	-0.040 *** (-6.36)	-0.069 *** (-9.06)	-0.048 *** (-8.14)
$Court$		0.418 *** (4.07)	0.393 *** (3.86)	0.465 *** (4.52)	0.454 *** (4.55)
$Court \times Pm$		-0.408 *** (-2.73)	-0.311 ** (-2.40)	-0.473 *** (-3.17)	-0.416 *** (-3.27)

③ 参考靳庆鲁等<sup>[16]</sup> 的研究,基础模型中  $Ph \times BV/E$  系数为正,而在检验清算与破产审判庭设立对清算期权价值的影响时  $Ph \times BV/E$  系数为负,进一步检验后发现,这是由于固定效应更好地考虑了未观测到的个体异质性。基础模型在加入固定效应后,  $Ph \times BV/E$  的系数为 -0.052 ( $t = -3.45$ )。

续表 3

Table 3 Continues

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	因变量：市场价值与净利润的比值				
<i>Court</i> × <i>Ph</i>		-0.557 *** (-4.20)	-0.450 *** (-3.43)	-0.578 *** (-4.39)	-0.549 *** (-4.27)
<i>Court</i> × <i>BV/E</i>		-0.053 *** (-4.07)	-0.040 *** (-3.21)	-0.057 *** (-4.39)	-0.053 *** (-4.26)
<i>Court</i> × <i>Pm</i> × <i>BV/E</i>		0.049 *** (3.25)	0.037 *** (2.67)	0.055 *** (3.67)	0.050 *** (3.65)
<i>Court</i> × <i>Ph</i> × <i>BV/E</i>		0.053 *** (4.08)	0.041 *** (3.24)	0.057 *** (4.40)	0.053 *** (4.27)
<i>Constant</i>	-3.887 *** (-368.40)	-4.294 *** (-71.24)	4.072 *** (17.12)	-4.323 *** (-70.59)	4.032 *** (17.35)
Controls	No	No	Yes	No	Yes
Year	No	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	No	Yes	Yes	Yes	Yes
City	No	No	No	Yes	Yes
<i>Observations</i>	13 057	13 057	13 057	13 057	13 057
Adj- <i>R</i> <sup>2</sup>	0.582	0.622	0.743	0.653	0.760

注：\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著，括号内为经公司层面聚类标准误调整的 *t* 值。如无特殊说明，下同。

### 4.3 稳健性检验<sup>④</sup>

#### 4.3.1 事前趋势检验

本文建立模型 (3)，使用事件研究法进行事前趋势检验

$$\ln \left( \frac{MV_{it}}{E_{it}} \right) = \sum_{k=-7, k \neq -1}^3 \beta_k Court_{it}^k + \gamma' X_{it} + FEs + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中  $\beta_k$  反映清算与破产审判庭设立前后实验组和对照组清算期权价值的变化，本文以清算与破产审判庭设立前的第一期作为基期，结果显示，数据分析结果与平行趋势假设一致。

#### 4.3.2 异质性处理效应检验

在多期 DID 的估计方法中，若处理组个体接受处理的时间是交错的，且平均处理效应随着组别、时间发生变化时，估计结果可能存在偏误<sup>[23]</sup>。对此，本文使用不同的检验方法进行稳健性估计。首先，利用 De Chaisemartin 和 D' Haultfoeuille<sup>[24]</sup> 提出的 *twowayfweights* 命令进行检验，结果显示有 761 个正权重，122 个负权重。其次，参考 Callaway 和 Sant' Anna<sup>[25]</sup> 的研究，使用 *csdid* 代码进行估计，系数为 0.153，显著为正；参考 Gardner<sup>[26]</sup> 提出的两阶段双重差分方法，估计结果与上文一致。

#### 4.3.3 倾向得分匹配法检验

以控制变量作为协变量并选择卡尺匹配法估计倾向得分。匹配后，协变量的标准化偏差显著降低，表明匹配效果良好。基于匹配后的样本进行检验，本文的核心结论依然稳健。

#### 4.3.4 工具变量法检验

考虑到清算与破产审判庭的设立可能存在非随机选择问题，本文引入工具变量回归方法。

首先，方言差异不仅阻碍了区域内的交流和社会信任，还会造成非正式制度之间的冲突<sup>[27, 28]</sup>。方言差异较大的地区更依赖本地化司法解决机制，进而推动清算与破产审判庭设立。此外，方言多样性与公司的清算期权价值无直接关联，满足工具变量使用条件。借鉴董直庆和王辉<sup>[29]</sup> 研究，以方言多样性与时间趋势的交乘项构建 IV1。弱工具变量检验 Cragg-Donald Wald F 统计量大于 Stock 和 Yogo<sup>[30]</sup> 设定的临界值标准，拒绝了弱工具变量假设。其次，城市河流密度反映了地区间在地形、贸易枢纽和跨区域司法成本上的差异，这也会间接影响本地司法需求的形成<sup>[31]</sup>，从而促进清算

④ 因篇幅所限，稳健性检验部分的回归结果有需要者可向作者索要。

与破产审判庭设立. 城市河流密度作为地理特征, 与公司的清算决策无直接关联. 参考商玉萍等<sup>[32]</sup>研究, 本文以城市河流密度与时间趋势的交乘项构建 IV2. 回归结果显示, 核心变量系数显著为正, 验证了本文结论的稳健性.

#### 4.3.5 安慰剂检验

本文针对全样本随机分配实验组, 并向其随机分配政策时间, 重复进行 500 次. 检验表明, 清算与破产审判庭设立对公司清算期权价值的影响不是由其他政策或者随机因素推动的.

#### 4.3.6 保留剔除的样本

在基准分析中, 本文对主要办事机构所在地和登记注册地不一致的数据进行了剔除. 查阅了破产案件的地域管辖权规定, 并将其重新纳入分析. 结果显示, 在保留该部分样本后, 本文结论依然成立.<sup>⑤</sup>

#### 4.3.7 剔除直辖市样本

参考王永钦和薛笑阳<sup>[2]</sup>的研究, 剔除直辖市样本后进行稳健性检验. 结果表明, 本文的核心结论保持稳健.

#### 4.3.8 聚类城市 - 年度和行业 - 年度层面

进一步将标准误差聚类至城市 - 年度和行业 - 年度层面进行检验, 清算与破产审判庭设立提高公司清算期权价值的结论依然稳健.

#### 4.3.9 更换样本区间

将样本区间更换为 2010 年—2022 年, 结果

证明, 核心结论依然成立.

#### 4.3.10 排除其他可能性解释

考虑到样本期内存在其他政策冲击, 本文对相关政策进行控制. 首先, 控制巡回法庭政策的影响. 参考黄俊等<sup>[33]</sup>研究, 本文构建巡回法庭变量 (*Circuit\_Court*), 并在回归分析中加入该变量与清算期权估值模型的交互项. 其次, 鉴于部分城市设立了破产法庭, 借鉴王永钦和薛笑阳<sup>[2]</sup>的研究构建破产法庭变量 (*Bankruptcy\_Court*), 并同样纳入其与清算期权估值模型的交互项. 在控制了相关政策的影响后, 研究结论仍然保持稳健.

## 5 拓展性分析

### 5.1 机制分析

#### 5.1.1 破产案件审判效率

借鉴许年行等<sup>[3]</sup>研究, 本文收集自 2007 年《破产法》实施之后的破产重整上市公司数据来检验假设. 具体而言, 以破产案件被法院裁定受理到破产重整计划被法院批准间隔时长的自然对数 (*Process\_gap*)、提交破产重整申请到法院裁定受理间隔时长的自然对数 (*Wait\_gap*) 作为代理变量. 与许年行等<sup>[3]</sup>数据类似, 由于部分公司未披露申请破产重整的时间, 表 4 中列 (4) 样本数略低于列 (1).

表 4 机制分析: 破产案件审判效率

Table 4 Mechanism analysis: The efficiency of bankruptcy proceedings

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Process_gap</i>	<i>Process_gap</i>	<i>Process_gap</i>	<i>Wait_gap</i>	<i>Wait_gap</i>	<i>Wait_gap</i>
<i>Court</i>	-1.626 *** (-3.88)	-1.644 *** (-3.57)	-1.644 *** (-3.68)	-1.475 *** (-10.43)	-1.475 *** (-10.43)	-1.475 *** (-10.81)
<i>Applicant</i>		0.116 (0.19)			1.663 *** (5.57)	
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>City</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	71	71	67	57	57	53
<i>Adj- R<sup>2</sup></i>	0.978	0.978	0.974	0.987	0.987	0.977

值得注意的是, 由于破产申请的提出主体不同, 债务人或债权人提出的破产申请在受理期限、提交材料等方面存在差异, 这可能会对破产案件受理的时长产生影响. 本文对破产申请主体进行

了统计, 其中, 仅有 5.6% 的申请是由债务人提出的, 其余 94.4% 的申请则是由债权人提出的. 鉴于此, 本文通过设立申请主体的虚拟变量以及剔除由债务人提出破产申请的样本, 以控制申请主

⑤ 相应地, 本文针对这部分样本进行了一系列的稳健性检验, 结果支持主要研究结论.

体差异的潜在影响。

由表4列(1)和列(4)可知, *Court* 的系数显著为负, 表明清算与破产审判庭的设立显著降低了破产案件审理的时长。接下来, 通过加入 *Applicant* 以控制申请主体的差异, 由表4列(2)和列(5)结果可知, *Court* 系数仍显著为负。此外, 剔除了由债务人提出破产申请的样本, 表4列(3)和列(6) *Court* 系数在1%的水平上显著为负, 说明破产审判庭设立提高了破产案件审理效率的结论依然成立。

### 5.1.2 实物期权执行

为了探究清算与破产审判庭的设立是否会增强公司投资与投资机会的敏感性, 使得公司在面临较差投资机会或经营不善时, 能够及时执行清算期权, 进而提高公司的清算期权价值。本文借鉴靳庆鲁等<sup>[16]</sup>、彭牧泽和靳庆鲁<sup>[10]</sup>的研究, 构建如下模型

$$Investment_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ROE_{it} + \alpha_2 Court_{it} \times ROE_{it} + \alpha_3 Court_{it} + \gamma' X_{it} + FE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中参考陈信元等<sup>[15]</sup>、Cao等<sup>[34]</sup>的研究, *Investment<sub>it</sub>* 表示公司的投资规模, 计算方式 = (购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得

子公司及其他营业单位支付的现金净额 - 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 - 处置子公司及其他营业单位收到的现金净额) / 期初总资产, 并使用年度行业中位数进行调整, 从而增强结果的可比性和准确性。本文以 *ROE<sub>it</sub>* 表示公司的盈利能力, 并使用年度行业中位数进行调整。借鉴靳庆鲁等<sup>[16]</sup>、Wang和Yan<sup>[35]</sup>的研究, 以营业收入增长率 (*Growth<sub>it</sub>*) 作为衡量公司潜在投资机会的指标, 营业收入增长率不仅能够体现公司的成长潜力, 还可以揭示其业务经营和发展状态, 进而反映公司的投资机会。本文按照 *Growth<sub>it</sub>* 的高低将样本分为三组, 并以 *Growth<sub>it</sub>* 最高组为投资机会较高组, *Growth<sub>it</sub>* 最低组为投资机会较低组, 表5报告了上述检验结果。

从实证结果可知: 在表5列(3)中, 清算与破产审判庭设立与投资机会的交互项 (*Court* × *ROE*) 的系数为0.088, 在5%置信水平上显著为正, 这表明对于投资机会较差的公司, 清算与破产审判庭的设立显著提高了投资与投资机会的敏感性, 促使投资机会较差的公司及时缩减投资规模, 提高公司清算期权价值, 从而证实本文理论假设的逻辑机理。

表5 机制分析: 实物期权执行

Table 5 Mechanism analysis: Real option exercise

变量	(1)	(2)	(3)
	投资机会高	投资机会一般	投资机会低
<i>ROE</i>	0.004 (0.14)	0.013 (0.60)	-0.079** (-1.98)
<i>Court</i>	0.002 (0.47)	0.003 (0.60)	0.002 (0.30)
<i>Court</i> × <i>ROE</i>	-0.014 (-0.36)	-0.022 (-0.60)	<b>0.088**</b> <b>(2.04)</b>
<i>Constant</i>	-0.047 (-1.64)	-0.094*** (-3.23)	-0.102*** (-2.72)
Controls	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes
City	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	4 282	4 294	4 300
Adj- <i>R</i> <sup>2</sup>	0.139	0.166	0.169

### 5.2 异质性分析

第一, 公司债权人保护程度的异质性分析。中国的上市公司常常面临大股东控制的问题, 且在债权人法律保护不足的背景下, 大股东可能会出

于个人利益而损害公司的整体利益, 即所谓的“掏空”现象<sup>[36]</sup>。借鉴 Wang和Xiao<sup>[37]</sup>、苏冬蔚和熊家财<sup>[38]</sup>、贾凡胜和李广众<sup>[39]</sup>的研究, 本文用其他应收款余额与总资产的比值衡量大股东掏空行

为,以此来比较公司债权人保护程度的不同.其中,考虑到公司的正常交易可能会引起应收款上升,本文使用全样本估计如下回归方程,并使用残差  $\varepsilon_{i,t}$  (异常应收款)衡量大股东掏空程度

$$\begin{aligned}
 ORECTA_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Size_{i,t} + \alpha_2 Lev_{i,t} + \\
 & \alpha_3 Roa_{i,t} + \alpha_4 Top1_{i,t} + \\
 & \alpha_5 Top2\_5_{i,t} + \alpha_6 Dual_{i,t} + \\
 & \alpha_7 Board_{i,t} + \alpha_8 Ind_{i,t} + \\
 & \alpha_9 Mkt_{i,t} + \sum Industry + \\
 & \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (5)
 \end{aligned}$$

其中  $ORECTA_{i,t}$  为其他应收款/期末总资产,  $Size_{i,t}$  为公司规模,  $Lev_{i,t}$  为资产负债率,  $Roa_{i,t}$  为

总资产收益率,  $Top1_{i,t}$  为第一大股东持股比例,  $Top2\_5_{i,t}$  为第二至第五大股东持股比例,  $Dual_{i,t}$  为两职合一,  $Board_{i,t}$  为董事会规模,  $Ind_{i,t}$  为独立董事比例,  $Mkt_{i,t}$  为市场化指数.若大股东掏空程度高于年中位数,则代表债权人利益受侵害较严重,公司对债权人的保护程度较低.

表 6 中  $Court \times Ph \times BV/E$  的系数在债权人保护程度较低的样本中显著为正,但在债权人保护程度较高的样本中并未通过显著性检验,且组间系数差异显著.结果说明,若债权人保护程度较低时,破产审判庭的设立能够增加对债权人的保护,使得公司及时进行破产清算,提高清算期权价值.

表 6 异质性分析: 债权人保护程度

Table 6 Heterogeneity analysis: Degree of creditor protection

变量	(1)	(2)
	债权人保护程度高	债权人保护程度低
	因变量: 市场价值与净利润的比值	
$Pm$	-0.047 (-0.53)	0.095 (1.21)
$Ph$	1.548 *** (19.23)	1.890 *** (25.66)
$BV/E$	0.046 *** (5.19)	0.063 *** (8.85)
$Pm \times BV/E$	0.009 (0.94)	-0.009 (-1.07)
$Ph \times BV/E$	-0.042 *** (-4.73)	-0.062 *** (-8.65)
$Court$	0.284 * (1.96)	0.553 *** (4.58)
$Court \times Pm$	-0.195 (-1.03)	-0.586 *** (-3.74)
$Court \times Ph$	-0.189 (-1.19)	-0.761 *** (-5.17)
$Court \times BV/E$	-0.030 * (-1.65)	-0.069 *** (-4.62)
$Court \times Pm \times BV/E$	0.023 (1.16)	0.069 *** (4.17)
<b><math>Court \times Ph \times BV/E</math></b>	<b>0.028</b> <b>(1.54)</b>	<b>0.071 ***</b> <b>(4.72)</b>
$Constant$	4.964 *** (15.83)	3.160 *** (11.74)
Controls	Yes	Yes
Year	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes
City	Yes	Yes
$Observations$	6 513	6 503
Adj- $R^2$	0.797	0.765
$P$ 值	0.000	

第二,基于资产可逆性分析.借鉴 Kim 和 Kung<sup>[40]</sup>、Antill 和 Clayton<sup>[41]</sup>的研究,鉴于资产专用性程度不同,公司在进行资产清算过程中可能遇到的潜在交易者也会有所差异.当公司的资产可逆性较低时,若公司面临清算,资产不容易变现,清算期权价值较低<sup>[42]</sup>.借鉴 Gulen 和 Ion<sup>[43]</sup>、谭小芬和张文婧<sup>[44]</sup>研究,采用固定资产净额占资产总额的比重来度量公司的资产可逆性,若该比重越大,资产可逆性越低.参考刘贯春和叶永卫<sup>[45]</sup>的研究,本文将资产可逆性在前 1/4 的样本定义为资产可逆性较高组样本,在后 1/4 的样本

定义为资产可逆性较低组样本.<sup>⑥</sup>

表 7 中  $Court \times Ph \times BV/E$  的系数在资产可逆性较低组样本中显著,但在资产可逆性较高组样本中未通过显著性检验.具体而言,资产可逆性较高的样本公司,其清算期权价值也较高,边际效应提升有限;而资产可逆性较低的样本公司,由于资产难以用于其他用途,清算成本较高,在面临投资时会更加谨慎,缩减投资的幅度更大.并且,破产审判庭的设立使得公司及时进行清算,因此在该类样本中清算期权价值提高的程度更加显著.

表 7 异质性分析:资产可逆性程度

Table 7 Heterogeneity analysis: Degree of asset reversibility

变量	(1)	(2)
	资产可逆性高	资产可逆性低
	因变量: 市场价值与净利润的比值	
$P_m$	0.214 * (1.67)	-0.088 (-0.78)
$Ph$	1.682 *** (16.26)	1.677 *** (16.66)
$BV/E$	0.068 *** (6.04)	0.060 *** (6.03)
$P_m \times BV/E$	-0.018 (-1.39)	0.006 (0.54)
$Ph \times BV/E$	-0.063 *** (-5.59)	-0.057 *** (-5.67)
$Court$	0.416 * (1.77)	0.810 *** (5.06)
$Court \times P_m$	-0.348 (-1.14)	-0.605 *** (-2.91)
$Court \times Ph$	-0.501 ** (-2.03)	-0.645 *** (-3.54)
$Court \times BV/E$	-0.041 (-1.41)	-0.095 *** (-4.90)
$Court \times P_m \times BV/E$	0.032 (0.99)	0.080 *** (3.73)
<b><math>Court \times Ph \times BV/E</math></b>	<b>0.041</b> <b>(1.42)</b>	<b>0.094 ***</b> <b>(4.81)</b>
$Constant$	4.955 *** (12.58)	4.006 *** (9.62)
Controls	Yes	Yes
Year	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes
City	Yes	Yes
Observations	3 093	3 365
Adj- $R^2$	0.838	0.788
P 值	0.018	

⑥ 本文将资产可逆性按照中位数分组后进行检验,结果与研究结论一致.

第三,基于法治环境的异质性分析.同一项政策的执行效果可能会由于地区法治环境的区别而产生不同的影响,本文通过计算王小鲁等<sup>[46]</sup>构建的“市场中介组织的发育和法治环境”指数的各地区年中位数进行分组.表 8 中  $Court \times Ph \times BV/E$  的系数在法治环境较差地区的样本中显著为正,但在法治环

境较好地区的样本中没有通过显著性检验,且回归系数的组间差异显著.结果说明,若公司所在地区的法治环境较差时,清算与破产审判庭的设立会增加对债权人的保护,使得公司破产清算的流程正规、高效,公司及时进行清算,故清算与破产审判庭设立的估值效应更加显著,与上文分析一致.

表 8 异质性分析:法治环境

Table 8 Heterogeneity analysis: Legal environment

变量	(1)	(2)
	法治环境好	法治环境差
	因变量: 市场价值与净利润的比值	
$P_m$	-0.169* (-1.87)	-0.024 (-0.28)
$Ph$	1.420*** (16.32)	1.795*** (22.53)
$BV/E$	0.032*** (3.57)	0.051*** (6.82)
$P_m \times BV/E$	0.021** (2.11)	0.005 (0.59)
$Ph \times BV/E$	-0.028*** (-3.12)	-0.050*** (-6.64)
$Court$	0.310* (1.90)	0.428*** (3.57)
$Court \times P_m$	-0.475** (-2.34)	-0.226 (-1.43)
$Court \times Ph$	-0.271 (-1.48)	-0.510*** (-3.64)
$Court \times BV/E$	-0.032 (-1.57)	-0.045*** (-3.06)
$Court \times P_m \times BV/E$	0.044** (1.97)	0.033** (2.00)
<b><math>Court \times Ph \times BV/E</math></b>	<b>0.031</b> <b>(1.51)</b>	<b>0.046***</b> <b>(3.11)</b>
$Constant$	4.848*** (14.26)	3.517*** (12.99)
Controls	Yes	Yes
Year	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes
Observations	6 567	6 485
Adj- $R^2$	0.779	0.741
P 值	0.060	

5.3 竞争效应:基于增长期权的视角

Li 等<sup>[47]</sup>研究表明,增长期权价值会随着公司的发展阶段而动态变化.当清算与破产审判庭设立致使投资机会较差的公司及时清算后,投资机会较好的公司是否通过竞争效应提高增长期权价值.鉴于此,本文对该问题展开研究,构建模型(6)来衡量增长期权价值

$$\ln \left( \frac{MV_{it}}{BV_{it}} \right) = \alpha_0 + \alpha_1 Gm + \alpha_2 Gh + \alpha_3 \left( \frac{E_{it}}{BV_{it}} \right) + \alpha_4 Gm \times \left( \frac{E_{it}}{BV_{it}} \right) + \alpha_5 Gh \times \left( \frac{E_{it}}{BV_{it}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

本文按照  $E/BV$  的高低,将样本等分为三组.

如果  $E/BV$  处于中间组, 则  $Gm$  取值为 1, 否则为 0; 如果  $E/BV$  处于最高组, 则  $Gh$  取值为 1, 否则为 0. 当  $Gh$  为 1 时则代表公司的盈利能力较强, 系数  $\alpha_5$  衡量增长期权价值.

为了进一步研究在清算与破产审判庭设立的制度背景下, 增长期权价值会受到何种影响, 本文构建模型 (7)

$$\ln \left( \frac{MV_{it}}{BV_{it}} \right) = \alpha_0 + \alpha_1 Gm + \alpha_2 Gh + \alpha_3 \left( \frac{E_{it}}{BV_{it}} \right) + \alpha_4 Gm \times \left( \frac{E_{it}}{BV_{it}} \right) + \alpha_5 Gh \times \left( \frac{E_{it}}{BV_{it}} \right) + \alpha_6 Court_{it} + \alpha_7 Court_{it} \times Gm + \alpha_8 Court_{it} \times Gh + \alpha_9 Court_{it} \times \left( \frac{E_{it}}{BV_{it}} \right) + \alpha_{10} Court_{it} \times Gm \times \left( \frac{E_{it}}{BV_{it}} \right) + \alpha_{11} Court_{it} \times Gh \times \left( \frac{E_{it}}{BV_{it}} \right) + \gamma' X_{it} + FE_s + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

模型 (7) 中核心解释变量是  $Court_{it} \times Gh \times (E_{it}/BV_{it})$ , 系数  $\alpha_{11}$  衡量在给定净资产的情况下, 清算与破产审判庭的设立会如何影响高盈利能力公司权益价值与净利润之间的凸增关系. 表 9 的列 (1) 是不考虑清算与破产审判庭设立的全样本回归结果,  $Gh \times E/BV$  系数在 1% 的水平上显著为正, 表明盈利能力强的公司体现出更高的增长期权价值. 表 9 的列 (2) 衡量了清算与破产审判庭

设立对增长期权价值的影响,  $Court \times Gh \times E/BV$  系数为 1.699, 显著为正. 由此可见, 对于盈利能力较强的公司, 清算与破产审判庭的设立使得公司的增长期权价值上升.

为了验证上述分析, 按照行业内清算期权执行占比的高低将样本进行分组. 具体而言, 本文对清算与破产审判庭成立后的时间范围内上市公司破产重整案件进行了收集分析. 其中, 法院受理的破产重整案件涉及的上市公司主要分布在化学原料和化学制品制造业 (C26), 铁路、船舶、航空航天和其它运输设备制造业 (C37), 商务服务业 (L72) 以及专业技术服务业 (M74) 这四个行业. 鉴于在清算与破产审判庭设立后的样本时期内, 仅有上述四类行业的上市公司执行清算期权, 本文将这些行业定义为清算期权执行占比较高行业.

表 9 的列 (3) 和列 (4) 显示, 在清算期权执行占比较低的行业中,  $Court \times Gh \times E/BV$  的系数为 1.284, 而在清算期权执行占比较高的行业中,  $Court \times Gh \times E/BV$  的系数为 5.318, 且回归系数的组间差异显著, 说明清算与破产审判庭设立对增长期权价值的提升作用在清算期权执行占比较高的行业中更加显著. 结果表明, 由于清算与破产审判庭设立, 溢出效应使得盈利能力强的公司获得更多市场份额, 这些公司会选择扩大投资规模, 执行增长期权, 故公司的增长期权价值显著提升.

表 9 清算与破产审判庭设立与公司增长期权价值

Table 9 Specialized bankruptcy courts and firm growth option value

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	增长期权基础模型	设立清算与破产审判庭回归模型	清算期权执行占比较高行业	清算期权执行占比较低行业
	因变量: 市场价值与净资产的比值			
$Gm$	-0.152 *** (-3.63)	-0.134 *** (-4.42)	-0.117 (-1.47)	-0.135 *** (-4.25)
$Gh$	-0.293 *** (-8.16)	-0.119 *** (-3.52)	0.020 (0.22)	-0.121 *** (-3.18)
$E/BV$	-0.060 *** (-2.87)	-0.038 ** (-2.51)	-0.012 *** (-5.51)	-0.100 *** (-6.16)
$Gm \times E/BV$	1.452 ** (2.45)	2.900 *** (6.65)	2.901 ** (2.35)	3.071 *** (6.73)
$Gh \times E/BV$	3.336 *** (14.57)	3.336 *** (14.28)	2.257 *** (3.76)	3.440 *** (12.96)
$Court$		-0.058 *** (-2.72)	0.006 (0.10)	-0.054 ** (-2.45)

续表9  
Table 9 Continues

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	增长期权 基础模型	设立清算与破产 审判庭回归模型	清算期权执行 占比较高行业	清算期权执行 占比较低行业
	因变量: 市场价值与净资产的比值			
<i>Court × Gm</i>		0.013 (0.19)	-0.093 (-0.49)	0.012 (0.17)
<i>Court × Gh</i>		-0.140 (-1.52)	-0.720*** (-2.98)	-0.086 (-0.87)
<i>Court × E/BV</i>		-0.037* (-1.93)	-0.214* (-1.76)	0.024 (1.19)
<i>Court × Gm × E/BV</i>		0.310 (0.33)	1.687 (0.57)	0.205 (0.20)
<b><i>Court × Gh × E/BV</i></b>		<b>1.699***</b> <b>(2.64)</b>	<b>5.318***</b> <b>(2.99)</b>	<b>1.284*</b> <b>(1.87)</b>
<i>Constant</i>	-5.960*** (-533.70)	2.599*** (11.89)	2.567*** (4.95)	2.524*** (11.00)
Controls	No	Yes	Yes	Yes
Year	No	Yes	Yes	Yes
Industry	No	Yes	Yes	Yes
City	No	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	14 558	14 558	1 519	13 036
Adj- $R^2$	0.065 5	0.681	0.757	0.690
<i>P</i> 值				0.000

## 6 结束语

随着中国特色社会主义市场经济体制的发展深入,破产制度体系也逐步向法治化方向完善,本文以清算与破产审判庭的设立作为研究场景,探索中国制度在企业估值中的影响,为中国特色估值理论体系提供了新的研究框架.研究发现:第一,在给定净利润的情况下,对于盈利能力较弱的公司,清算与破产审判庭的设立显著增强了其权益价值与净资产之间的凸增关系,即清算与破产审判庭的设立使得公司清算期权的价值上升;第二,清算与破产审判庭的设立会提高破产案件受理的效率,并且对于投资机会较差的公司,破产审判庭的设立显著提高了其投资与投资机会的敏感性,促使公司执行清算期权;第三,清算与破产审判庭的估值效应在债权人保护程度低的企业、资产可逆性低的企业以及所在地区法治环境差的企业中更加显著.第四,由于破产审判庭的设立,盈利能力较弱的公司执行清算期权,溢出效应使得

盈利能力强的公司获得更多的市场份额,进而扩大投资规模,执行增长期权,增长期权价值显著提升.

本文的研究发现也具有如下政策启示:第一,应进一步完善破产制度体系,深化破产改革创新.清算与破产审判庭的设立在促进资本市场发展方面发挥了积极作用,但我国上市公司退市制度仍存在不完善之处,各级政府应创新破产改革中的举措,加快僵尸企业退出市场,更好地保障债权人利益;第二,健全法治建设,促进市场信息公开,营造更好的市场环境.坚持全面依法治国的时代使命,不断完善公正、公平的司法体系,加强法律执行力度,确保法律得到有效执行;第三,加快探索具有中国特色的估值体系,提高估值体系与我国资本市场的适配程度.估值体系的适配程度与资本市场的发展密切相关;准确合理地评估企业的价值,可以提升资源配置效率,增强市场的有效性和稳定性,吸引更多投资者参与,从而推动市场的发展和壮大,高效服务于实体经济的高质量发展.

## 参考文献：

- [1] Li B, Ponticelli J. Going bankrupt in China[J]. *Review of Finance*, 2022, 26(3): 449–486.
- [2] 王永钦, 薛笑阳. 法治建设与金融高质量发展——来自中国债券市场的证据[J]. *经济研究*, 2022, 57(10): 173–190.  
Wang Yongqin, Xue Xiaoyang. Law and high-quality financial development: Evidence from bond markets in China[J]. *Economic Research Journal*, 2022, 57(10): 173–190. (in Chinese)
- [3] 许年行, 王崇骏, 章纪超. 破产审判改革、债权人司法保护与企业创新——基于清算与破产审判庭设立的准自然实验[J]. *金融研究*, 2023, (6): 150–168.  
Xu Nianhang, Wang Chongjun, Zhang Jichao. Judicial reform, creditor rights, and innovation: A quasi-random experiment of China's specialized court reform[J]. *Journal of Financial Research*, 2023, (6): 150–168. (in Chinese)
- [4] 胡诗阳, 尹亮, 祝继高. 破产法庭设立、债权人保护与地方性商业银行风险[J]. *经济研究*, 2023, 58(12): 95–112.  
Hu Shiyang, Yin Liang, Zhu Jigao. Bankruptcy court establishment, creditor protection and local commercial bank risks[J]. *Economic Research Journal*, 2023, 58(12): 95–112. (in Chinese)
- [5] 李晓溪, 饶品贵. 破产制度、去杠杆与资本结构动态调整——基于破产法庭设立的研究证据[J]. *经济科学*, 2022, (3): 95–111.  
Li Xiaoxi, Rao Pingui. Insolvency regimes, deleveraging and capital structure dynamic adjustment: Evidence from the establishment of bankruptcy courts[J]. *Economic Science*, 2022, (3): 95–111. (in Chinese)
- [6] Burgstahler D C, Dichev I D. Earnings, adaptation and equity value[J]. *The Accounting Review*, 1997, 72(2): 187–215.
- [7] Zhang G. Accounting information, capital investment decisions, and equity valuation: Theory and empirical implications[J]. *Journal of Accounting Research*, 2000, 38(2): 271–295.
- [8] Chen C Y, Chen P F, Jin Q. Economic freedom, investment flexibility, and equity value: A cross-country study[J]. *The Accounting Review*, 2015, 90(5): 1839–1870.
- [9] 靳庆鲁, 孔祥, 侯青川. 货币政策、民营企业投资效率与公司期权价值[J]. *经济研究*, 2012, 47(5): 96–106.  
Jin Qinglu, Kong Xiang, Hou Qingchuan. Monetary policy, investment efficiency and equity value[J]. *Economic Research Journal*, 2012, 47(5): 96–106. (in Chinese)
- [10] 彭牧泽, 靳庆鲁. 税收征管、公司投资决策与期权价值[J]. *南开管理评论*, 2023, 26(1): 18–30.  
Peng Muze, Jin Qinglu. Tax enforcement, corporate investment and equity value[J]. *Nankai Business Review*, 2023, 26(1): 18–30. (in Chinese)
- [11] 傅文雯, 桂荷发, 王红建. 审批制度改革与公司权益价值[J]. *当代财经*, 2023, (7): 69–81.  
Fu Wenwen, Gui Hefa, Wang Hongjian. Approval system reform and corporate equity value[J]. *Contemporary Finance & Economics*, 2023, (7): 69–81. (in Chinese)
- [12] Heckman J J. The scientific model of causality[J]. *Sociological Methodology*, 2005, 35(1): 1–97.
- [13] Athey S, Imbens G W. The state of applied econometrics: Causality and policy evaluation[J]. *Journal of Economic Perspectives*, 2017, 31(2): 3–32.
- [14] 靳庆鲁, 薛爽, 郭春生. 市场化进程影响公司的增长与清算价值吗? [J]. *经济学(季刊)*, 2010, 9(4): 1485–1504.  
Jin Qinglu, Xue Shuang, Guo Chunsheng. Does market liberalization influence companies' growth and liquidation values? [J]. *China Economic Quarterly*, 2010, 9(4): 1485–1504. (in Chinese)
- [15] 陈信元, 靳庆鲁, 肖土盛, 等. 行业竞争、管理层投资决策与公司增长/清算期权价值[J]. *经济学(季刊)*, 2013, 13(1): 305–332.  
Chen Xinyuan, Jin Qinglu, Xiao Tusheng, et al. Industry competition, managerial investment, and equity value of growth/put options[J]. *China Economic Quarterly*, 2013, 13(1): 305–332. (in Chinese)
- [16] 靳庆鲁, 侯青川, 李刚, 等. 放松卖空管制、公司投资决策与期权价值[J]. *经济研究*, 2015, 50(10): 76–88.  
Jin Qinglu, Hou Qingchuan, Li Gang, et al. Deregulation on short sale constraint, corporate investment and option valuation[J]. *Economic Research Journal*, 2015, 50(10): 76–88. (in Chinese)
- [17] 唐国平, 郭俊, 吴德军. 资产质量、实物期权与价值体现[J]. *管理科学*, 2015, 28(1): 83–95.  
Tang Guoping, Guo Jun, Wu Dejun. Asset quality, real option and value embodiment[J]. *Journal of Management Sci-*

- ence, 2015, 28(1): 83–95. (in Chinese)
- [18] 王红建, 张丽敏, 曹瑜强, 等. 持股金融机构、资本逐利规律与实体企业竞争力——基于实物期权理论框架的实证研究[J]. 财经研究, 2020, 46(10): 109–122.  
Wang Hongjian, Zhang Limin, Cao Yuqiang, et al. Financial institutions with shareholdings, capital profit seeking law and competitiveness of entity enterprises: An empirical study based on the theoretical framework of real options[J]. Journal of Finance and Economics, 2020, 46(10): 109–122. (in Chinese)
- [19] 潘越, 纪翔阁, 宁博, 等. 破产审判改革、财政减负与企业降税[J]. 世界经济, 2023, 46(1): 192–215.  
Pan Yue, Ji Xiangge, Ning Bo, et al. Bankruptcy trial reform, fiscal pressure relief and corporate tax burden alleviation[J]. The Journal of World Economy, 2023, 46(1): 192–215. (in Chinese)
- [20] Wooldridge J M. Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data[M]. Cambridge: The MIT Press, 2010.
- [21] Fox J. Applied Regression Analysis and Generalized Linear Models[M]. Thousand Oaks: Sage Publications, 2015.
- [22] Hao S, Jin Q, Zhang G. Investment growth and the relation between equity value, earnings, and equity book value[J]. The Accounting Review, 2011, 86(2): 605–635.
- [23] Goodman-Bacon A. Difference-in-differences with variation in treatment timing[J]. Journal of Econometrics, 2021, 225(2): 254–277.
- [24] De Chaisemartin C, D’Haultfoeuille X. Two-way fixed effects estimators with heterogeneous treatment effects[J]. American Economic Review, 2020, 110(9): 2964–2996.
- [25] Callaway B, Sant’Anna P H C. Difference-in-differences with multiple time periods[J]. Journal of Econometrics, 2021, 225(2): 200–230.
- [26] Gardner J. Two-Stage Differences in Differences[R]. Oxford: University of Mississippi, 2021.
- [27] 蓝紫文, 李增泉, 胡智渊. 社会资本的公司治理效应——来自公司高管本土化与会计信息质量关系的经验证据[J]. 管理科学学报, 2023, 26(2): 130–158.  
Lan Ziwen, Li Zengquan, Hu Zhiyuan. Corporate governance effect of social capital: Empirical evidence from the relationship between localization of corporate executives and accounting information quality[J]. Journal of Management Sciences in China, 2023, 26(2): 130–158. (in Chinese)
- [28] 刘春, 孙亮, 杨梦婕. 组织内部非正式关系与盈余管理[J]. 管理科学学报, 2024, 27(8): 126–147.  
Liu Chun, Sun Liang, Yang Mengjie. Intra-organizational informal relationships and earnings management[J]. Journal of Management Sciences in China, 2024, 27(8): 126–147. (in Chinese)
- [29] 董直庆, 王辉. 城市财富与绿色技术选择[J]. 经济研究, 2021, 56(4): 143–159.  
Dong Zhiqing, Wang Hui. Urban wealth and green technology choice[J]. Economic Research Journal, 2021, 56(4): 143–159. (in Chinese)
- [30] Stock J H, Yogo M. Testing for Weak Instruments in Linear IV Regression[R]. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2002.
- [31] 石磊, 程金华. 超越“东西”之分: 中国司法需求的时空演变与类型化[J]. 学术月刊, 2025, 57(1): 99–113.  
Shi Lei, Cheng Jinhua. Transcend east-west dichotomy: Spatial evolution and typology of judicial demand in China[J]. Academic Monthly, 2025, 57(1): 99–113. (in Chinese)
- [32] 商玉萍, 潘洲, 孟美侠. 中国城市多中心空间战略的创新绩效研究——基于集聚经济与舒适度的视角[J]. 经济学(季刊), 2023, 23(3): 965–982.  
Shang Yuping, Pan Zhou, Meng Meixia. Research on the innovation performance of Chinese urban polycentric spatial strategy: From the perspective of agglomeration economies and amenity[J]. China Economic Quarterly, 2023, 23(3): 965–982. (in Chinese)
- [33] 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, 21(5): 1521–1544.  
Huang Jun, Chen Xinyuan, Zhao Yu, et al. Judicial improvement and corporate investment: Empirical analysis on the establishment of circuit court[J]. China Economic Quarterly, 2021, 21(5): 1521–1544. (in Chinese)
- [34] Cao S S, Gong G, Kim Y, et al. Site visits and corporate investment efficiency[J]. Management Science, 2025, 71(1): 635–658.
- [35] Wang Z X, Yan X W. Does administrative monopoly regulation restrain enterprise over-financialization? Evidence from China’s fair competition review system[J]. Journal of Management Science and Engineering, 2025, 10(2): 158–174.
- [36] Luo M, Zhang F, Zhang X. Earnings management via not-wholly-owned subsidiaries[J]. Management Science, 2025, 71

(1): 917–941.

- [37] Wang K, Xiao X. Controlling shareholders' tunneling and executive compensation: Evidence from China[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2011, 30(1): 89–100.
- [38] 苏冬蔚, 熊家财. 大股东掏空与 CEO 薪酬契约[J]. *金融研究*, 2013, (12): 167–180.  
Su Dongwei, Xiong Jiakai. Tunneling and CEO incentive contract[J]. *Journal of Financial Research*, 2013, (12): 167–180. (in Chinese)
- [39] 贾凡胜, 李广众. 第一大股东干预分红就是“掏空”吗?[J]. *管理科学学报*, 2023, 26(4): 209–226.  
Jia Fansheng, Li Guangzhong. Is the largest shareholder's intervention in payout policy tunneling?[J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2023, 26(4): 209–226. (in Chinese)
- [40] Kim H, Kung H. The asset redeployability channel: How uncertainty affects corporate investment[J]. *The Review of Financial Studies*, 2017, 30(1): 245–280.
- [41] Antill S, Clayton C. Crisis interventions in corporate insolvency[J]. *The Journal of Finance*, 2025, 80(2): 875–910.
- [42] 刘贯春, 段玉柱, 刘媛媛. 经济政策不确定性、资产可逆性与固定资产投资[J]. *经济研究*, 2019, 54(8): 53–70.  
Liu Guanchun, Duan Yuzhu, Liu Yuanyuan. Economic policy uncertainty, asset reversibility, and real investment: Evidence from China[J]. *Economic Research Journal*, 2019, 54(8): 53–70. (in Chinese)
- [43] Gulen H, Ion M. Policy uncertainty and corporate investment[J]. *The Review of Financial Studies*, 2016, 29(3): 523–564.
- [44] 谭小芬, 张文婧. 经济政策不确定性影响企业投资的渠道分析[J]. *世界经济*, 2017, 40(12): 3–26.  
Tan Xiaofen, Zhang Wenjing. The transmission mechanism analysis of the impact of economic policy uncertainty on corporate investment[J]. *The Journal of World Economy*, 2017, 40(12): 3–26. (in Chinese)
- [45] 刘贯春, 叶永卫. 经济政策不确定性与实体企业“短贷长投”[J]. *统计研究*, 2022, 39(3): 69–82.  
Liu Guanchun, Ye Yongwei. Economic policy uncertainty and corporate “short-term borrowing for long-term investment”[J]. *Statistical Research*, 2022, 39(3): 69–82. (in Chinese)
- [46] 王小鲁, 胡李鹏, 樊纲. 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.  
Wang Xiaolu, Hu Lipeng, Fan Gang. Report on China's Provincial Marketization Index(2021)[M]. Beijing: Social Sciences Literature Press, 2021. (in Chinese)
- [47] Li Q, Liu H, Zeng Y. Size effect and growth options over firm lifecycle[J]. *Journal of Management Science and Engineering*, 2022, 7(2): 197–212.

## Valuation and real effects of insolvency regimes: A quasi-natural experiment on the establishment of specialized bankruptcy courts

WANG Hong-jian<sup>1, 2</sup>, HU Wen-qian<sup>1, 2</sup>, FANG Yu-ming<sup>2</sup>, XIAO Jun<sup>1\*</sup>

1. School of Finance, Jiangxi University of Finance and Economics, Nanchang 330013, China;

2. Intelligent Finance Innovation Lab, Jiangxi University of Finance and Economics, Nanchang 330013, China

**Abstract:** Building upon the real options theory, this study investigates the valuation and real effects of specialized bankruptcy courts using a multi-period difference-in-differences model, aiming to reveal a new channel through which insolvency regimes can allocate resources more efficiently. The research findings indicate that the establishment of bankruptcy courts significantly enhances the equity value of liquidation-option firms due to strengthened creditor protection. Mechanism tests reveal that bankruptcy courts notably expedite the execution of liquidation options, prompting under-performing firms to reduce their investment scale in a timely manner. Further tests reveal that bankruptcy courts also accelerate the expansion of investment scale for well-performing firms through market competition effects, thereby boosting the equity value of their growth options. Our findings highlight that the bankruptcy system, by facilitating the timely exit of distressed firms, contributes to improving resource allocation efficiency.

**Key words:** insolvency regimes; valuation effects; real effects; quasi-natural experiment