DOI: 10.16538/j.cnki.fem.20241024.203

司法改善与年报披露相似性
——来自我国巡回法庭准自然实验的经验证据

周胜娣，蓝发钦
（华东师范大学 经济与管理学院，上海 200062）

摘　要：为提升地区司法质量，最高人民法院自2015年起分批设立地方巡回法庭。本文借助这一准自然实验，实证考察了地区司法水平提升对企业自愿披露的影响。研究结果表明，巡回法庭的设立显著降低了企业年报相似度，提高了信息含量和自愿披露质量。机制分析显示，巡回法庭通过破解地方保护主义，并发挥威慑和治理效应，促进企业提升自愿披露质量。进一步研究发现，这一效果在初始外部治理环境较差、信息质量较低、诉讼成本较高的企业中更为显著，且对改善企业披露的内部相似性和横向相似性均有积极影响。此外，巡回法庭的设立还有助于抑制企业的收益操纵行为。本研究不仅丰富了“法与金融”领域的文献，也为司法改革及其经济后果提供了新的视角和实证依据。

关键词：司法改善；自愿披露；年报相似度；收益操纵
中图分类号：F270　**文献标识码：**A　**文章编号：**1001-4950（2025）03-0053-17

一、引　言

法治环境，作为重要的外部治理机制，已被证实对微观企业发展与治理具有深远影响。完善的法律环境能够有效抑制金融市场上的机会主义行为（North，1990），有助于增强市场交易过程中的公平性和可预见性，改善契约和营商环境。改革开放以来，我国司法环境渐进式发展，但受限于人力、资本等因素，司法地方化问题依然存在。为了改善地方司法质量，2015年起，我国最高人民法院着手逐步设立地方巡回法庭，加强对地方的司法监督。与一般法庭不同，巡回法庭作为最高人民法院的派出机构，在审级上等同于最高法，其判决具有终审效力。巡回法庭的主要功能是对地方法院进行监督，实现审判下移，方便民众诉讼，缩短最高人民法院同人民群众的“距离”（刘贵祥和胡云腾，2015）。这种创新的司法机制被誉为“开在老百姓家门口的最高法”，不仅能提高司法效率，减轻当事人诉讼负担，还有助于统一法律适用标准，促进司法公

收稿日期：2024-03-29
基金项目：河南省哲学社会科学规划项目（2022CJJ161）
作者简介：周胜娣（1999—），女，华东师范大学经济与管理学院博士研究生（通信作者，sdzhou1227@stu.ecnu.edu.cn）；
蓝发钦（1968—），男，华东师范大学经济与管理学院教授，博士生导师。

正。截至2017年，巡回法庭已覆盖全国26个省、自治区、直辖市，相关制度逐步健全。

巡回法庭的设立对于改善地方司法环境、建设更加完善的司法制度具有重要意义，同时也为地方企业提供了更好的法律保障，有利于促进地方经济的健康发展。作为一种创新的司法机制，巡回法庭的运作模式、效果评估以及对地方经济社会发展的影响等方面都具有重要的研究价值。目前，已有文献从不同角度就设立巡回法庭的经济后果展开了研究，例如企业异地投资（黄俊等，2021）、企业社会责任脱耦（黄斯琪等，2024）、资本跨区域流动（宋小宁等，2023）、产业结构升级（袁淳等，2023）等。总体而言，巡回法庭的设立保证了法律的公正执行和效率提升，而法治环境作为一种重要的外部治理机制，可能也会影响管理层的披露决策。在没有市场缺陷或外部因素的情况下，企业有动力以最佳方式权衡自愿披露的成本和收益，有选择性地隐瞒部分有效的信息。在司法独立的环境中，公司更容易受到外部投资者、交易对手方、竞争者和股东的审查，有助于提高企业的透明度，使得管理层更加倾向于提供详尽、真实和准确的信息（Zeng等，2022；Liu，2023）。为了更加直观地考察司法改善与管理层信息披露行为之间的关系，本文重点探讨巡回法庭的设立如何影响年报披露的重要组成部分——管理层讨论与分析（MD&A）。

企业信息披露对于有效资本市场的运作至关重要。年度报告是投资者的主要信息来源，其内容的准确性和有效性对投资者的行为和决策具有重要影响。由于篇幅和专业度等原因，投资者可能更关注年报的管理层讨论与分析部分（Wang等，2023）。一方面，MD&A部分详细介绍了公司的经营状况、可能的风险以及管理层对未来发展的判断和预期。另一方面，以财务信息为主的定量数据不能充分反映未来现金流量的所有可用信息，MD&A可以有效地提供增量补充信息，发挥信息揭示作用（孟庆斌等，2023）。然而MD&A披露本质上属于自愿披露，内容不需要由审计师审计，这也为管理层的战略披露提供了机会。现有的关于企业MD&A披露的研究主要关注文本中复杂的词语和句子（Lo等，2017；王克敏等，2018），低异质性的风险信息（王雄元等，2018），异常积极的语调（王华杰和王克敏，2018）等，事实上，管理层可以通过更加隐蔽的方式，即披露高度相似的文本信息来减少信息传输，误导投资者，来掩盖其收益操纵行为，以增加薪酬或创建商业帝国（Jensen和Meckling，1994；Brown和Tucker，2011）。因此，本文考察司法改善对MD&A披露相似度的影响不仅有助于评估司法改革的效果，也为完善企业信息披露制度提供了新的视角和实证依据。

本文利用自然语言处理（NLP）技术，将MD&A文本转化为易于处理的规范形式，采用词频—逆文档频率（TF-IDF）文本向量化方法度量MD&A的文本相似度。MD&A部分存在大量反映管理层主观性和倾向性行为特征的内容（Lo等，2017），TF-IDF方法能够同时考虑词在文本中的局部重要性和在整个文本集中的全局重要性，在文本挖掘和信息检索中更好地捕捉关键信息。本文以我国巡回法庭设立为准自然实验，实证检验了司法改善对企业年报披露相似度的影响。研究结果显示，巡回法庭设立后，巡回区域内企业年报披露的相似度显著下降，这一影响集中于巡回法庭设立前企业外部治理环境差、信息质量差、诉讼成本高的企业。机制检验表明，以设立巡回法庭为代表的司法改革能够提高地方司法公正性，缓解地方保护主义，提升巡回区域内的营商环境。同时，巡回法庭能够产生震慑作用，缓解管理层机会主义来降低代理成本，由此缓解企业年报的重复披露。此外，巡回法庭的设立还对增加年报信息含量，降低横向相似性具有显著作用。最后，本文还发现当盈利操纵程度较高时，管理层倾向于在年报的MD&A部分披露与上一年高度相似的文本信息，而巡回法庭对于改善企业收益操纵引发的重复披露问题具有重要作用。

本文可能的研究贡献在于以下三个方面。首先，本文提供了管理层战略性MD&A披露的新证据。现有的针对MD&A信息的研究主要侧重于语调、可读性和风险信息等，本文尝试将TF-IDF文本向量化方法引入MD&A文本识别的研究中，发现管理层可以通过一种更加隐蔽的方式，即披露高度相似的文本信息来减少信息传输，丰富了管理层操纵和年度报告披露策略的研究。其次，本文拓展了司法改革及其经济后果的相关文献。现有研究主要聚焦于司法改革对企业发展、债务融资和产业结构等层面的影响，但鲜有关于司法质量提升如何影响企业信息披露行为的探讨。本研究创新性地从信息披露视角考察了司法改革与企业自愿披露的内在联系，发现司法改革确实有助于提升企业披露的信息含量。这一发现不仅揭示了正式制度对企业信息披露策略的重要作用，也为理解企业与外部制度环境的动态互动提供了新的理论视角，丰富了“法与金融”领域的研究文献。最后，本文的研究结论具有重要的政策含义。通过深入探讨司法改革对企业自愿披露的影响，本研究不仅揭示了这一关系对缓解管理层收益操纵的深远意义，还进一步分析了政策效果在不同企业外部治理环境、信息质量和诉讼成本条件下的异质性表现。这些发现强调了司法改革效果的情境依赖性，不仅为制定更有针对性和实效性的政策提供了重要参考，也为未来优化法律制度、完善市场机制和推动高质量经济发展提供了有价值的实证依据和政策指引。

二、文献综述与理论分析

（一）制度背景

中国法院分为四个级别，不同级别法院法官由相应级别的人民代表大会（行使立法权的国家权力机关等）选举产生。最高人民法院是中国最高级别的司法机关，由全国人民代表大会选举或任命。初级人民法院、中级人民法院和高级人民法院统称为地方法院，分别由县级（区级）、市级和省级人民代表大会选举产生或任命。长期以来，最高人民法院主要从事二审，再审案件的审判，几乎不受理一审案件。此外，中国实行二审终审制，被告人不同意一审判决、裁定的，可以向上级人民法院提起上诉。而在中国绝大多数案件中，不能越级上诉，被告人只能向一审法院的上一级法院提出上诉。这导致大部分案件都是在地方法院的管辖范围内完成的。

尽管宪法规定司法系统独立于政府机构，强调“人民法院依法独立行使审判权，不受行政机关、社会团体和个人的干涉”，实践中，地方司法机构在一定程度上受制于地方行政当局。具体来说，地方各级法院院长的提名须经上级法院党组和所在地方党委考核，而经费预算则由同级人民政府提出，同级人民代表大会审议，最终由政府部门划拨（陈卫东，2014）。在资金、物质保障、任命和晋升等方面均受制于地方政府的情况下，各级司法机关难以摆脱地方政府对司法工作的干预（陈光中和魏晓娜，2015）。财政分权赋予了地方政府更多的财政自主权，使其能够自主决策和管理地方的财政资源，激发了地方政府的积极性，助推本地经济发展，以增加税收收入和提高本地的经济水平。因此，在当地企业面对诉讼威胁时，地方政府有很强的动机保护当地企业以维护本地的经济稳定和繁荣（Li和Zhou，2005）。更重要的是，原告需要在被告通常居住的地方提起一审案件，这使得原告更有可能遭受司法地方保护主义。

为实现司法去地方化，推进司法体制改革，最高人民法院于2015年1月分别在深圳、沈阳设立第一、第二巡回法庭，主要审理跨行政区域重大行政和民商案件。2016年底在南京、郑州、重庆、西安增设第三、第四、第五、第六巡回法庭（见表1）。北京、天津、河北、山东和内蒙古由最高人民法院北京总部管辖，剩余26个省份的某些类型案件则由6个巡回法庭覆盖，至此最高人民法院巡回法庭完成了总布局。

巡回法庭的设立极大限度改善了地方司法环境。首先，作为最高人民法院的派出机构，巡

表 1　巡回法庭的设立日期

巡回法庭	设立日期	驻地	管辖省份
第一巡回法庭	2015.1.28	深圳	湖南、广东、广西、海南
第二巡回法庭	2015.1.31	沈阳	辽宁、吉林、黑龙江
第三巡回法庭	2016.12.28	南京	江苏、上海、浙江、福建、江西
第四巡回法庭	2016.12.28	郑州	河南、山西、湖北、安徽
第五巡回法庭	2016.12.29	重庆	重庆、四川、贵州、云南、西藏
第六巡回法庭	2016.12.29	西安	陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆

回法庭直接受最高人民法院领导，免受地方政府和地方法院的掣肘，从而保障了司法独立性（刘贵祥和胡云腾，2015）。其次，巡回法庭是最高人民法院的常设审判机构，其审级等同于最高人民法院审级，能够对地方法院形成有效监督（黄俊等，2021）。Zhao等（2022）分析了最高人民法院审理的案件样本，发现设立巡回法庭后，当被告进一步申请巡回法庭再审时，胜诉概率从88%下降到54%，当原告申请巡回法庭重审时，胜诉概率从26%显著增加到72%，说明巡回法庭对于监督和纠正下级法院不当行为有重要意义。Liu（2023）研究了地方法院判决的案件，发现设立巡回法庭后受地方保护的案件所占比例降低，进一步证实巡回法庭改善了地方司法环境。

（二）管理层收益操纵与MD&A文本信息含量

财务报表虽然提供了公司在特定时间内的财务状况和经营表现，但其以货币为计量单位，难以反映人力资源、管理能力等难以计量的信息。同时财务报告的编制遵循历史成本原则，未来即将发生且对公司有重大影响的事件往往难以兼顾。为了弥补财务报表的局限性，从2005年12月起，证监会正式要求公司在其年度报告中包括管理层讨论与分析（MD&A）部分，作为对以财务信息为主的传统会计报表的补充。MD&A既包括管理层对过去业绩的总结和评价，也包含对未来重要事件的讨论以及风险和机遇的洞察，“着重于……公司未来经营成果与财务状况的重大事项和不确定因素”，是对定量信息的必要补充（Francis等，2003）。研究表明，MD&A有助于缓解公司与投资者之间的信息不对称（贺建刚，2013；Muslu等，2015），提高分析师预测的准确性（蒋艳辉和冯楚建，2014），降低股价崩盘风险（孟庆斌等，2017）。

近年来，随着监管制度和审计程序的不断完善，管理层利用财务报表操纵收益的空间不断缩小。这种监管环境的变化促使管理层寻求其他途径来实现其操纵收益的目标，其中之一就是通过非财务信息披露来影响投资者认知。管理层战略性披露行为是指管理层出于特定动机，如掩盖业绩不佳、隐瞒掏空行为或维持股价等，有选择性地披露或隐瞒某些信息，以影响投资者决策的行为（Brown和Tucker，2011）。在众多非财务信息披露中，MD&A作为一种自愿性披露，其内容不需要经过审计师审计，且监管机构对不合规的MD&A披露缺乏明确的处罚措施，因此企业在MD&A信息的表述方面拥有极大的酌定权，这为管理层的战略性披露行为提供了理想的操作空间。管理层的战略性披露行为直接影响MD&A的文本信息含量，可能导致信息不对称加剧，影响投资者的决策过程，从而损害投资者利益。现有研究发现，管理层通过多种途径操纵MD&A的文本信息含量，如增加复杂的词语和句子影响可读性（Lo等，2017；王克敏等，2018），低异质性的风险信息披露以影响审计师的风险感知（王雄元等，2018），异常积极的语调来掩盖业绩不佳和盈余管理行为（王华杰和王克敏，2018）等。

关于披露语调和可读性的研究已经相当丰富，然而相似性作为文本信息的另一个重要特征尚未引起学者的广泛关注。相似度相较于可读性和语调操纵更为隐蔽，且机构投资者通过高度相似的MD&A披露挖掘有效信息的难度更大，这为公司战略性披露提供了更多机会（Choi等，2021）。管理层倾向于重复使用先前报告中的通用描述，从而降低提供新的、可能揭示

潜在问题的具体信息的概率;或者保持风险因素描述的连贯性,以减弱投资者对新增风险的敏感度;以及维持业务描述和未来展望部分的高度一致性,以掩饰可能存在的经营状况变化。这些策略性的文本相似度管理可能会降低信息环境的透明度,增加投资者获取实质性信息的难度,从而达到管理层掩盖不利信息或维持市场预期的目的。Wang等(2023)的研究证实了管理层收益操纵与年报MD&A相似性之间存在显著相关性。他们发现,当收益操纵程度较高时,管理层倾向于在年度报告的MD&A部分披露与上一年高度相似的文本信息,以减少投资者获得有用信息的机会。这一发现不仅证实了年报披露相似度确实是管理层利益操纵的有效方式之一,也凸显了深入研究MD&A相似性披露的必要性和紧迫性。

(三)理论分析与研究假设

司法环境改善增加了诉讼结果的不确定性,这可能增加了企业面临的诉讼风险。司法环境的改善缓解了覆盖区域的司法保护主义。首先,如果一家公司从事一些损害利益的活动,其签约方,如债务持有人、供应商、客户和员工等,可以很容易地对该公司提起诉讼并赢得诉讼(Liu,2023)。此外,在设立巡回法庭之前,原告不赞同高级人民法院的审判就必须在北京市的最高人民法院上诉再审。由于跨地区诉讼成本很高,即使他们有很大的获胜概率,他们也可能会选择停止上诉。相比之下,巡回法庭的建立鼓励企业通过管辖区的诉讼来捍卫自己的权利,显著降低了诉讼成本(Zhao等,2022;Cao等,2023),因此,这些企业很有可能继续上诉。

诉讼风险是影响公司披露政策的重要因素之一。调查显示,不充分和不准确的披露是导致诉讼的最常见问题之一。面临诉讼的公司股价可能会大幅下跌,因此管理人员有很强的动机改变自己的行为,以避免因披露不准确或不充分而引发的诉讼。然而,诉讼风险对企业自愿披露中信息含量的影响是不确定的。

一方面,高诉讼风险对企业存在威慑作用,可能使企业进行更高质量的信息披露。首先,当诉讼风险较高时,管理层可能会利用更积极的信息披露来缓解潜在的法律风险(Billings和Cedergren,2015),更倾向于提供准确、全面和及时的信息,以维护公司声誉和平息投资者的担忧。Nelson等(2007)发现公司会调整披露政策来降低预期的诉讼成本,面临更大诉讼风险的公司披露了更多的警示性语言,文本可读性也更强。Houston等(2019)使用固定效应双重差分,发现诉讼风险的变化会影响企业自愿披露,当公司预计法律事件发生后诉讼风险较低(较高)时,他们倾向于做出更少(更多)的管理层收益预测。其次,高诉讼风险对企业存在治理效应,降低了管理层机会主义行为(Aharony等,2015)。管理者原本可能倾向于在资本市场分享较少信息,以损害股东权益为代价追求私人利益(Fu和Liu,2007)。巡回法庭建立后,公司签约对手方的诉讼成本降低,议价能力提高,合同方更有能力要求更高质量的信息披露。这种更透明的信息环境不利于管理层隐藏信息或追求私利。因此,管理层被迫更加谨慎地对待信息披露,这改善了企业的治理环境,降低了企业的代理成本,减少了管理层战略性披露行为,增加MD&A文本信息含量。基于以上分析,本文作出以下假设。

Ha:司法环境改善与企业年报MD&A文本相似度呈负相关。

另一方面,也有经验证据表明,诉讼风险会降低企业自愿披露的信息含量。当企业面临较高诉讼威胁时,管理人可能会采取信息保守主义,不愿意披露更高信息含量的信息,因为过多的信息披露可能被对手或投资者滥用,用于对公司发起法律诉讼或其他对抗性行动。Bourveau等(2018)指出,诉讼风险对管理者事前披露信息的动机产生了不利影响,降低诉讼风险会鼓励管理人向股东披露更多、更高质量的信息。此外,巡回法庭是一种重要的外部治理机制,可能会替代其他监督机制。巡回法庭建立后,企业的对手方可以更多地依靠法律制度来保护自己的利益,这可能会减少他们对管理层披露的信息质量需求(Liu,2023)。Manchiraju等

(2021)证明了替代机制的存在,发现当股东通过诉讼来惩戒管理层的能力下降时,他们会要求公司更及时地披露业绩不佳的消息,以维护自身利益。基于以上分析,本文提出竞争假设。

Hb:司法环境改善与企业年报MD&A文本相似度呈正相关。

三、研究设计

(一)样本选择

第一和第二巡回法庭的设立时间较其他巡回法庭早约两年,这一时间差异为本研究提供了理想的准自然实验环境,使我们能够构建相对纯净的对照组和实验组,准确地评估巡回法庭设立的影响。本文的样本区间为2013—2016年。2012年,证监会大幅修订了管理层讨论与分析披露要求,对披露的内容和形式进行了新的规定,明确了管理层讨论与分析披露应具有信息性,该年报自2013年1月1日起施行,因此本文样本区间起始点为2013年。2016年为第三、四、五、六巡回法庭成立前一年,允许我们使用单期差分模型。剔除被最高人民法院覆盖的五个省份(直辖市)样本,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,第三至六巡回法庭覆盖范围内上市公司为对照组。剔除金融行业、ST和*ST企业,以及数据未知或缺失的样本。由于巡回法庭设立的试点城市可能不是随机选择的,实验组和对照组在其他特征方面可能存在很大差异,因此我们使用PSM-DID方法来匹配对照组与实验组。具体来说,我们采用概率模型来估计被巡回法庭覆盖的可能性,随后生成倾向评分,并使用最近邻一对二匹配来构建可比较的实验组和对照组。PSM匹配后的协变量标准差的绝对值大幅下降,且聚集在0值附近,因此,基于PSM的匹配样本满足平衡假设。参考Gipper(2021)和Liu(2023),为了确保巡回法庭成立前后的样本具有可比性,我们仅保留了在整个样本期间均有数据的企业,最终得到4 255条数据。数据均来自国泰安(CSMAR)数据库,我们对所有连续变量在1%和99%水平上进行缩尾处理。

(二)变量说明

MD&A相似性(*Similarity*)是我们模型中的关键解释变量之一。参考Wang等(2023)的做法,我们提取年报中的管理层讨论与分析章节,利用自然语言处理库jieba进行词汇分词、去除停用词以及词干提取等操作,将文本转化为易于处理的规范形式。随后,采用词频—逆文档频率(*TF-IDF*)算法计算每个词在文本中的重要性,生成文本的特征向量。*TF-IDF*算法是一种用于文本分析的统计方法,由词频(*TF*)和逆文档频率(*IDF*)组成。*TF*计通过算一个词在文本中出现的频率,衡量词在文本中的重要性,数学表达式为:

$$TF_{(t,d)} = \frac{\text{词}t\text{在文档}d\text{中出现的次数}}{\text{文档}d\text{中的总词数}} \tag{1}$$

但简单地使用词频可能会导致一些常见词在文本中的权重过高,因此需要结合*IDF*来平衡。*IDF*衡量一个词在整个文档集合中的重要性,数学表达式为:

$$IDF_{(t,D)} = log\left(\frac{\text{文档}D\text{的总文档数}}{\text{包含词}t\text{的文档数}+1}\right) \tag{2}$$

*IDF*的作用是降低常见词(在许多文档中出现)的权重,提高在较少文档中出现的词的权重。通过对数的引入,避免了在包含词的文档数为0时的除零错误。将*TF*和*IDF*结合起来,得到*TF-IDF*值,即:

$$TF-IDF_{(t,d,D)} = TF_{(t,d)} \times IDF_{(t,D)} \tag{3}$$

*TF-IDF*权重同时考虑了一个词在文本中的局部重要性(*TF*)和在整个文档集合中的全局重要性(*IDF*),使得在文本挖掘和信息检索中能够更好地捕捉关键信息。获得每个词的*TF-IDF*

值后，我们将其映射到高维向量空间，获得年报文本的*TF-IDF*向量。此时，任意两个年度报告中MD&A部分的相似性可以使用文本所对应的向量余弦值表达。具体公式为：

$$Similarity_{i,t} = \frac{\left(\overrightarrow{\mathrm{TEXT}_{i,t}} \times \overrightarrow{TEXT_{t-1}}\right)}{\left|\overrightarrow{TEXT_{i,t}}\right| \times \left|\overrightarrow{TEXT_{i,t-1}}\right|} \tag{4}$$

其中，$\overrightarrow{TEXT_{i,t}}$和$\overrightarrow{TEXT_{i,t-1}}$分别为企业$i$在$t$年和$t-1$年的MD&A文本主题所构成的特征文本向量，$Similarity_{i,t}$表示企业$i$在$t$年的年报MD&A文本披露相较于上一年的相似程度，取值范围为[0，1]。$Similarity_{i,t}$数值越大表明企业在该年的年报披露相似性越高，管理层操纵可能性越大。

为了使结果更加准确，我们控制了其他因素。参照Bourveau等（2018），公司的规模和业绩是诉讼风险的重要决定因素，因此本文控制资产报酬率（*ROA*）、资产负债率（*Lev*）、股票回报率（*Ret*）、企业是否亏损（*Loss*）以及企业规模（*Size*）。公司层面的治理机制和监督机制也可以有效监控内部人扭曲最佳披露政策的动机，提升企业自愿披露的数量和质量（Wang等，2023）。因此控制独立董事占比（*Indep*）、机构投资者占比（*Insti*）、管理层持股比例（*Manahold*）、分析师覆盖度（*Analyst*），同时控制企业所在地的经济发展水平（*GDP*）。最后，我们还控制了MD&A中的词汇总数（*Words*），以减少MD&A文本长度的影响。

（三）模型设计

为了估计巡回法庭实施的效果，本文采用了双重差分模型，

$$Similarity_{i,t+1} = \alpha + \theta Circuit_{i,t} + \beta Control_{i,t} + \sum firm + \sum year + \varepsilon_{i,t} \tag{5}$$

$Circuit_{i,t}$表示因个体而异的处理期虚拟变量。对于公司总部所在地在第一和第二巡回法庭（均于2015年1月成立）覆盖的省份，$Circuit_{i,t}$在2015年至2016年期间等于1。$Control_{i,t}$代表一系列控制变量。为了避免减缓反向因果带来的内生性问题，关键解释变量和控制变量均做滞后一期处理。最后，我们控制企业和年份固定效应，并将标准误聚类到省份层面。在稳健性检验中，我们将样本区间扩大至2021年，采用Stacked DID模型检验多期试点效果。

四、实证分析

（一）描述性统计

表2报告了主要变量的描述性统计。*Similarity*的均值和中位数分别为0.761和0.788，标准差为0.134，说明企业年报相似度较高，且各企业之间年报相似度水平存在较大差异。*Circuit*的均

表 2　变量描述性统计

Variables	N	Mean	SD	Min	P50	Max
Similarity	4255	0.761	0.134	0.267	0.788	0.958
Circuit	4255	0.231	0.422	0.000	0.000	1.000
Analyst	4255	0.062	0.075	0.000	0.030	0.340
Words	4255	8.557	0.424	7.477	8.559	9.523
Indep	4255	0.377	0.055	0.333	0.364	0.571
Insti	4255	4.438	2.377	0.050	4.608	9.034
Size	4255	1.389	2.034	0.117	0.750	13.409
ROA	4255	0.048	0.055	−0.179	0.045	0.215
Lev	4255	0.436	0.212	0.052	0.419	0.945
Loss	4255	0.109	0.311	0.000	0.000	1.000
Ret	4255	0.366	0.596	−0.461	0.243	2.705
Manahold	4255	0.121	0.189	0.000	0.002	0.656
GDP	4255	4.233	2.338	0.257	3.494	8.085

值为0.231，表明在样本期间内，有23.1%的样本被第一和第二巡回法庭巡回区所覆盖。其他控制变量的分布均在合理范围内。

（二）基准回归结果

表3报告了基准回归结果。由（1）和（2）列可知，无论是否加入控制变量，*Circuit*的系数均在1%水平上显著为负，说明巡回法庭设立后，巡回区域内企业的年相似度下降，证实了假设Ha。从经济意义上来看，以第（2）列结果为例，当某省被巡回法庭覆盖后，企业的年报相似度下降1.5%，相当于样本公司年报相似度均值的1.97%。也就是说，无论是统计意义还是经济意义上，巡回法庭对巡回区内企业年报相似度的抑制效果都是显著的。可能的原因在于随着司法环境的逐步改善，企业对潜在的合规风险越发重视。在信息化和市场化的时代背景下，遮掩信息以避免竞争对手模仿的策略收益较低，推动企业提升披露的质量与细节。此外，尽管巡回法庭能够有效替代外部监督，促使企业自发披露高质量信息，但由于诉诸法律成本较高，外部人更倾向于通过要求企业披露更详尽和高质量的年报来获取信息。

表 3　巡回法庭设立对年报相似度的影响

变量	*Similarity*	
	（1）	（2）
Circuit	−0.017***	−0.015***
	（−3.202）	（−2.848）
Analyst		0.027
		（0.671）
Words		−0.029
		（−1.701）
Indep		0.006
		（0.063）
Insti		0.005
		（1.378）
Size		0.011**
		（2.708）
ROA		0.152
		（0.956）
Lev		0.028
		（0.825）
Loss		0.002
		（0.147）
Ret		−0.012***
		（−3.284）
Manahold		0.074
		（1.241）
GDP		−0.009**
		（−2.646）
Constant	0.766***	0.983***
	（585.802）	（6.530）
固定效应	YES	YES
N	4255	4255
Adj.R^2	0.296	0.304

注：***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平。括号内为标准误在省份层面聚类调整后的*t*值。

（三）稳健性检验

1.双重差分有效性检验

为确保在引入巡回法庭之前，实验组和对照组满足平行趋势假设，本节进行动态效应检验。具体而言，构建政策冲击前后年份虚拟变量$Circuit^{-2}$、$Circuit^{-1}$、$Circuit^{0}$、$Circuit^{1}$，分别代表政策实施前两年、政策实施前一年、政策实施当年、政策实施后一年。以政策实施前1年即2014年度作为基准年度，利用除$Circuit^{-1}$以外的三个虚拟变量与*treat*虚拟变量的交乘项构建政策前（*pre_2*）、政策当年（*current*）和政策后（*post*）三个变量加入回归模型（5）中进行检验。图1显示，在90%的置信区间上，实验组与对照组之间在巡回法庭设立之前有着相同或相近的趋势。

2.安慰剂检验

采用计算机模拟随机选取试点省份，构成实验组，并进行循环500次的自抽样回归以验证基准回归结论的稳健性。图2比较了真实回归系数与安慰剂检验伪样本回归系数分布，结果显示，基于随机生成实验组所得到的估计系数集中在0附近，基本服从正态分布，远小于估计系数的真实值的绝对值，这说明本文估计结果不太可能纯粹是偶然的，不是由巡回地区相关的随机因素导致，进一步支撑了设立巡回法庭对改善企业年报重复披露问题的基准结论。

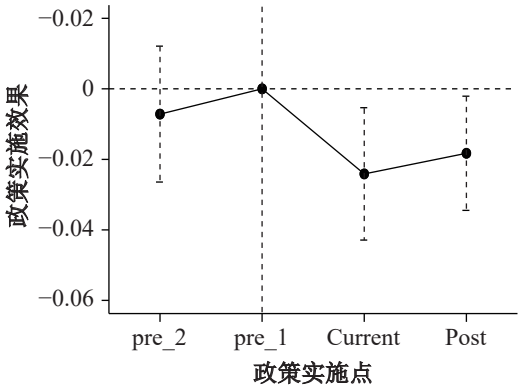

图 1　平行趋势结果

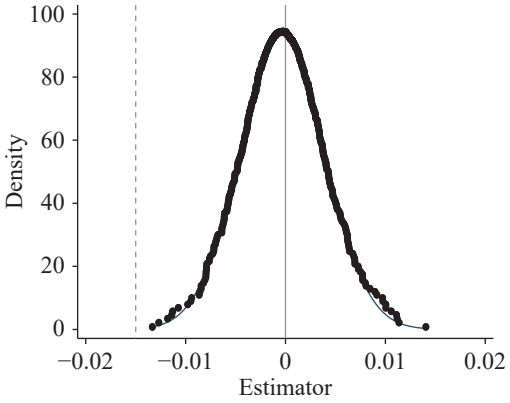

图 2　安慰剂结果

3.其他稳健性检验

(1)更换被解释变量

本文替换刻画企业年报文本相似度的指标,使用潜在语义索引(LSI)余弦相似度计算法,计算得出MD&A文本相似度(*Similarity_LSI*)。LSI算法不仅仅依赖于词汇的相似性,更侧重于通过对语义的隐含结构建模,来处理一些同义词或词汇变体,这种方法能更好地保留文本主题信息。估计结果如表4第(1)列所示,结果依然存在。

表 4　稳健性检验(1)

变量	*Similarity_LSI*	*Similarity*		
	更换被解释变量	企业聚类	地理分布	潜在遗漏变量
	(1)	(2)	(3)	(4)
Circuit	−0.465**	−0.015*	−0.012*	−0.017***
	(−2.308)	(−1.961)	(−1.745)	(−2.856)
潜在遗漏变量	NO	NO	NO	YES
控制变量	YES	YES	YES	YES
固定效应	YES	YES	YES	YES
N	4255	4255	4414	4183
Adj.R^2	0.414	0.304	0.331	0.307

(2)替换企业聚类

考虑到MD&A文本相似度可能会随着时间的推移而自相关,因此按企业对标准误差进行聚类,以避免夸大*t*统计量。表4第(2)列汇报了控制企业层面聚类的估计结果。研究表明,*Circuit*的影响系数仍显著为负,说明巡回法庭设立显著改善了企业年报重叠度高的现状,结果保持稳健。

(3)地理分布:不删除最高法本部管辖样本

在基础回归中,我们删除了来自北京、天津、山东、河北和内蒙古的企业,因为这五个省份的企业始终被最高法本部管辖。环渤海圈是三大经济中心之一,排除该部分样本可能会带来结论的有偏性。因此本节我们将该部分样本加入回归,结果如表4第(3)列所示。*Circuit*的系数为−0.012,在10%统计水平上显著为负,证明本文结论不受对照组样本选择的影响。

(4)潜在遗漏变量

考虑到存在遗落变量可能影响巡回法庭设立和企业年报披露相似度的关系,本文进一步控制企业管理层流动、媒体关注度和股票流动性等变量。其中,企业管理层流动用管理层的离

职率（*ManaMobility*）表示，媒体关注度用标题出现该公司的新闻总数的自然对数（*MediaConcern*）衡量，股票流动性用日均换手率流通股数（*StockLiquidity*）度量。结果如表4第（4）列所示，*Circuit*的系数为−0.017，在1%统计水平上显著为负，证明本文结论稳健。

（5）排除其他政策干扰

巡回法庭政策实施的样本期内，其他政策会可能会影响企业自愿披露行为，造成基准估计结果的偏误。例如，证监会分别于2013年、2014年对公司法与证券法对信息披露要求做出了修订，这可能会影响企业自愿披露决策。有经验证据表明，年报重述行为标志着低质量的会计信息，干扰投资者对年报信息的阅读和理解（魏志华等，2024），合理推断这类企业受到证监会信息披露要求的影响更大。本文分别设置*Ann2013*和*Ann2014*两个哑变量，若企业当年发生年报重述，且年份为政策年份之后，则取值为1，否则为0。2014年11月“沪港通”开通是我国资本市场开放的重要举措之一，改善了公司的信息环境，从而提高公开信息披露质量（阮睿等，2021）。因此为避免样本期内“沪港通”政策的干扰，设置“沪港通”政策实施哑变量（*SH-HK*），若企业被纳入“沪港通”机制的当年及之后年份，则*SH-HK*取值为1，否则为0。2016年初，对同时在A股和H股上市的企业试点审计事项改革，提供了显著的增量信息（王艳艳等，2018）。因此我们控制“审计事项改革”政策的影响，若某企业为试点企业，且年份为2016年，则哑变量*Audit*为1，否则为0。分别控制以上政策的虚拟变量，表5第（1）至（3）列结果显示，*Circuit*的系数至少在5%水平上显著为负，说明本文研究结论不受其他政策干扰的影响。

表5　稳健性检验（2）

变量	*Similarity*			
	排除其他政策解释			Stacked DID
	（1）	（2）	（3）	（4）
Circuit	−0.015***	−0.015***	−0.014**	−0.008***
	（−2.909）	（−2.853）	（−2.573）	（−2.914）
Ann2013	0.010			
	（0.680）			
Ann2014	−0.017			
	（−1.124）			
Audit		0.027		
		（1.687）		
SH-HK			0.012	
			（1.361）	
控制变量	YES	YES	YES	YES
固定效应	YES	YES	YES	YES
N	4255	4255	4255	65008
Adj.R^2	0.304	0.304	0.304	0.348

（6）扩大样本区间

在基准回归中，为了构建对照组和实验组，将样本区间结束点设置为2016年，忽视了巡回法庭设立的长期效应和第三至五巡回法庭的政策效果。由于巡回法庭的设立为分批次的全国性覆盖政策，因此我们将样本期扩展至2021年，采用Stacked DID进一步检验。实证结果如表5第（4）列所示，*Circuit*的系数在1%水平上显著为负，说明本文研究结论不受样本区间影响，巡回法庭设立对改善企业年报披露质量有长期效应。

（四）机制分析

前文的主要回归结果显示，巡回法庭设立增加了企业面临的诉讼风险，压缩了企业隐藏信息的空间，企业管理人员倾向于提升企业自愿披露的信息含量，以降低潜在法律风险，从而导

致企业年报相似度降低。而巡回法庭的设立如何影响企业诉讼风险?诉讼风险又是通过哪些渠道降低年报披露相似度呢?接下来,本文将结合理论分析从逻辑机制和微观机制对上述效应的机制进一步探讨。

1.逻辑机制检验

结合理论分析部分的微观经济环境,巡回法庭设立之所以能够降低企业年报披露相似度,是因为其通过规制政府在市场竞争中的不当干预行为,有效破解了司法地方保护主义,这一变化直接增加了企业面临的诉讼风险。因此,巡回法庭设立对地方保护主义的破解效应是本文逻辑链条成立的关键环节之一。

地方保护主义实质上反映了一个地区的营商环境状况。首先,地方保护主义的存在往往导致市场竞争失衡,阻碍资源的自由流动和优化配置,从而降低经济运行效率。随着地方保护主义的逐步消除,市场机制得以更充分地发挥作用,营商环境随之得到改善。其次,地方保护主义常常与法治环境不佳相伴生。在法治建设相对滞后的地区,地方保护主义更易滋生和蔓延。反之,法治环境的持续优化有助于遏制地方保护主义,促进公平竞争。因此,地方保护主义的破除通常伴随着区域营商环境水平的改善。基于以上分析,本文预期对于原本营商环境较差的地区,巡回法院的实施对年报披露相似度的影响应该更为显著。我们以巡回法庭设立前(2014年)各省份的市场化指数综合指标(*Market*)作为营商环境的代理变量,构造交乘项*Circuit*×*Market*放入模型中检验。表6第(1)列报告了回归结果,*Circuit*系数在1%统计水平下显著为负,交乘项系数在5%水平上显著为正,表明巡回法庭设立前营商环境较差的地区所受影响更为显著,符合预期。

表 6　机制检验结果

变量	*Similarity*				
	逻辑机制检验			微观机制检验	
	营商环境	市场化	法治化	震慑效应	治理效应
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Circuit	−0.051**	−0.045***	−0.042**	−0.015***	−0.022***
	(−2.552)	(−3.262)	(−2.541)	(−2.852)	(−3.750)
Circuit×*Market*	0.002**				
	(2.105)				
Circuit×*Gov*		0.002***			
		(2.807)			
Circuit×*Law*			0.002*		
			(2.020)		
Circuit×*Lit*				−0.007**	
				(−2.396)	
Circuit×*Agent*					0.317**
					(2.297)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES
固定效应	YES	YES	YES	YES	YES
N	4255	4255	4255	4255	4255
Adj.R^2	0.304	0.304	0.304	0.304	0.304

进一步回溯,巡回法庭主要通过两方面实现诉讼风险的增加。一方面,原本受地方保护的企业失去了“保护伞”,政府干预司法行为减少,市场机制得以更充分地发挥作用,企业更容易面临公平的法律诉讼。另一方面,司法环境的改善鼓励了投资者和其他利益相关者更积极地维护自身权益,提高了他们提起诉讼的可能性。在这两条细分逻辑下,巡回法庭设立之后,地方保

护主义的破除通常伴随着区域营商环境水平的改善，特别是市场化和法治化程度的提高。因此，本文分别从政府行政干预市场的减少与法治化水平的提升这两条细分逻辑来检验巡回法庭对年报披露相似度的改善作用。我们进一步用巡回法院设立前各省份的政府与市场的关系指数（*Gov*）和市场中介组织的发育和法律制度环境（*Law*）两个营商环境分指标来衡量地区营商环境市场化和法治化的水平。我们构造交乘项*Circuit*×*Gov*和*Circuit*×*Law*，并分别将其放入模型中检验，表6第（2）（3）列报告了回归结果。*Circuit*系数至少在5%统计水平下显著为负，交乘项系数显著为正，巡回法庭设立前市场化和法治化较差的地区所受影响更为显著。

总的来说，巡回法庭的设立通过破解地方保护主义，提升了地方司法的质量，改善了地区营商环境。这一制度变革增加了企业面临的诉讼风险，从而提升企业管理层披露的信息含量，最终导致企业年报相似披露程度的降低，符合我们的理论预期。

2.微观渠道检验

在阐述了巡回法庭设立如何通过破解地方保护主义增加企业诉讼风险后，我们需要进一步探讨这种诉讼风险的增加如何具体影响企业的年报披露行为。这一微观机制的分析有助于我们理解司法改革的经济效应如何最终体现在企业的具体行为上。因此本节从微观企业层面展开，从震慑效应和治理效应两个角度解释诉讼风险的增加如何降低年报披露相似度。

（1）震慑效应

巡回法庭的建立对企业存在威慑作用。巡回法庭设立后，潜在的原告方启动诉讼的门槛降低，主要原因在于法庭的便利性提高和诉讼成本的相对降低。这使得利益相关者更倾向于通过法律途径解决纠纷，直接导致企业面临的诉讼威胁增加。面对这种诉讼风险的上升，企业倾向于向外部利益相关者提供更透明、更具差异化的信息，以增强与投资者、消费者、合作伙伴之间的信任，降低潜在的诉讼纠纷，维护企业的声誉和经营稳定性（Billings和Cedergren，2015）。因此，如果巡回法庭能够产生震慑效应，则预期巡回法庭设立与企业年报披露相似度的负相关关系在诉讼风险较高的样本中将更加显著。参考Adhikari等（2019），本文采用巡回法院设立前企业被起诉的数量作为企业面临的诉讼风险的代理变量（*Lit*），企业被起诉的次数越多，诉讼风险越大。将*Lit*和交乘项*Circuit*×*Lit*放入模型中检验，表6第（4）列报告了回归结果。*Circuit*系数为−0.015，在1%统计水平上显著为负，交乘项系数在5%水平上显著为负，表明巡回法庭设立前诉讼风险更高的企业受影响更大，符合预期。

（2）治理效应

巡回法庭的设立降低了企业代理成本。首先，诉讼风险的增加可能降低管理层的机会主义行为。当管理层意识到不当行为可能面临更高的法律风险时，他们更倾向于提供真实、全面的信息，而非选择性披露或操纵信息。这种行为变化直接导致年报内容更加个性化和真实，降低了年报相似度。其次，高诉讼风险环境下，外部监督机制的作用得到加强。这些外部利益相关者更有可能通过法律手段追究企业责任，因此企业管理层有更强的动机提供差异化和高质量的信息披露，以满足这些外部监督者的需求。总的来说，巡回法庭作为有效的正式规制，加强了企业外部的法律监督和问责机制，改善了企业的治理环境，减少了管理层战略披露行为。因此我们推测，巡回法庭设立与企业年报披露相似性的负相关关系在代理成本高的样本中更显著。管理层的机会主义会带来资产使用的低效率，参照王亮亮等（2021），用总资产周转率衡量企业代理成本（*Agent*），总资产周转率越高，管理层和股东之间的代理成本越低。将*Agent*和交乘项*Circuit*×*Agent*放入模型中检验，表6第（5）列报告了回归结果。*Circuit*系数为−0.022，在1%统计水平下显著为负，交乘项系数在5%水平上显著为正，这一结果表明，巡回法庭作为一种替代的公司治理机制，能够缓解由于代理成本带来的信息重复披露的问题，降低了年报文本相似度。

五、进一步分析

（一）内部相似性与横向相似性

本文的基准回归中主要关注企业年报的纵向相似性，事实上，文本相似度的研究还包含横向相似性和文本本身内容的信息含量和冗余程度（内部相似性）。本节进一步分析巡回法庭设立对企业年报披露的内部相似性和横向相似性的影响。

1.内部相似性

本文采用信息熵衡量企业年报的内部相似性（*Similarity_Internal*）。信息熵是通过计算文本中某个词或短语出现的概率来衡量文本信息含量和信息冗余度，信息熵越高，表示文本中的信息更为丰富且不同信息的分布更均匀，反之则表明文本中存在较多冗余信息，内部相似性较高。具体公式为：

$$Similarity_Internal = -\sum_{i=1}^{n} p(x_i) log_2 p(x_i) \quad (6)$$

其中，$p(x_i)$为词x_i出现的概率，n为不同词的数量。选择对数底数为2，使得熵的单位为比特，方便度量信息的量化值。表7第（1）列报告了回归结果。*Circuit*系数为0.002，在10%统计水平下显著为正，说明巡回法庭的设立显著提升了企业年报的信息含量，降低了内部相似性。

表 7　内部相似性与横向相似性

变量	*Similarity_Internal*	*Similarity_Horizontal*	
	（1）	（2）	（3）
Circuit	0.002*	−0.010	−0.274
	（2.737）	（−0.033）	（−0.860）
HHI			0.078
			（0.235）
Circuit×HHI			0.874*
			（1.825）
控制变量	YES	YES	YES
固定效应	YES	YES	YES
N	4255	4255	4255
Adj.R^2	0.539	0.687	0.688

2.横向相似性

横向相似性是指与市场或同行业其他企业披露的年报文本的相似度。借鉴孟庆斌等（2017），将企业*i*在*t*年的*TF-IDF*向量与其所在行业当年其他所有企业的*TF-IDF*向量分别计算相似度，最后对其求均值获得企业*i*在*t*年的年报横向相似性（*Similarity_Horizontal*）。表7第（2）列报告了回归结果。*Circuit*系数为−0.010，在统计意义上并不显著，巡回法庭的设立降低了企业横向相似性的效果并不明显。

由于横向相似度更多地传递反映企业与行业内其他企业不同的个体特征的信息，预期行业竞争度会对其有较强的调节作用。在竞争激烈的行业，企业更需要披露特质信息以吸引投资者的注意，因此使用行业集中度（*HHI*）作为行业竞争的代理变量，*HHI*越低，代表行业竞争越激烈。将*HHI*和交乘项*Circuit×HHI*放入模型中检验，表7第（3）列报告了回归结果。交乘项系数在10%水平上显著为正，说明行业竞争较高的企业样本中，巡回法庭设立更有可能降低其横向相似度。

（二）异质性分析

1.治理环境

企业的治理环境对信息披露产生重大影响，外部治理环境的异质性可能会带来实证结果的差异。我们使用机构投资者占比作为公司外部治理的代理变量，研究了巡回法庭的设立在多大程度上影响了具有不同外部治理环境的公司年报披露相似度。与个人投资者相比，机构股东具有更强的信息收集和分析能力，往往在限制管理层的机会主义行为方面发挥积极作用。此外，机构投资者可以降低信息不对称，加强对管理层的监控，减少收益操纵。我们根据巡回法庭设立前企业机构投资者占比均值将样本划分为两部分。分组回归结果如表8所示。第（1）（2）列

结果显示，巡回法庭对机构投资者占比较低的企业的影响负且显著，对机构投资者占比较高的企业的影响不显著。这一结果表明，治理不善的公司更有可能增加年报披露的相似度，巡回法庭的设立更有可能影响外部治理较弱的企业。

表 8　异质性分析

变量	*Similarity*					
	机构投资者占比高	机构投资者占比低	信息透明度高	信息透明度低	诉讼成本高	诉讼成本低
	（1）	（2）	（3）	（4）	（5）	（6）
Circuit	−0.016	−0.035***	0.003	−0.039***	−0.025***	−0.008
	（−1.541）	（−4.261）	（0.458）	（−3.320）	（−3.333）	（−0.484）
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	2125	2130	2600	1655	2002	2249
$Adj.R^2$	0.287	0.324	0.285	0.351	0.274	0.341

2.信息质量

企业信息的透明度限制了管理者的决策。当企业信息透明度高时，外部利益相关者更容易获知企业的运营情况和决策过程，有助于减少企业管理者的机会主义行为。预期信息质量差的企业往往有更多的利益操纵空间，更有可能增加年报披露的相似度。我们使用深交所和沪交所披露的上市公司信息透明度等级，将信息透明度为A（优秀）和B（良好）的企业划分为信息透明度较高的分组，将信息透明度为C（及格）和D（不及格）划分为信息透明度较低。分组回归结果见表8第（3）（4）列，只有在信息透明度较低的样本中，*Circuit*系数在1%水平上显著为负，表明巡回法院的设立对信息质量较差的企业具有显著的负向影响。

3.诉讼成本

巡回法庭的设立使诉讼当事人申请重审更加方便，从而降低了诉讼成本，改善了地区司法环境（Liu，2023）。因此我们利用空间距离作为代理变量研究了巡回法庭的效果。首先，我们根据各省省会到北京市（最高人民法院所在地）之间的距离对样本进行划分，若企业位于省会与最高人民法院之间的距离高于样本均值的省份，则该企业的诉讼成本较高，否则诉讼成本较低。表8第（5）（6）列结果显示，位于距离北京较远的省份的企业受此次巡回法庭设立的影响更大，而离北京较近的企业则不显著。

（三）管理层利益操纵、巡回法庭与年报披露相似性

管理层可能会通过披露与上一年相似的管理层讨论与分析信息来掩盖其收益操纵行为。DD模型（Dechow和Dichev，2002）用来计算短期营运资金的应计利润，可以更有效地观察MD&A战略披露和当前的收益操纵。同时，基于McNichols（2002），通过增加基于DD模型的*REV*和*PPE*变量，可以进一步提高管理层收益操纵的估计精度。因此，我们利用DD模型和McNichols模型来计算上市公司的收益操纵，分别如模型（7）和（8）所示。

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}}=\beta_0\frac{1}{A_{i,t-1}}+\beta_1\frac{CFO_{i,t-1}}{A_{i,t-1}}+\beta_2\frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}}+\beta_3\frac{CFO_{i,t+1}}{A_{i,t-1}}+\varepsilon_{i,t} \tag{7}$$

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}}=\beta_0\frac{1}{A_{i,t-1}}+\beta_1\frac{\Delta REV_{i,t}-\Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}}+\beta_2\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}}+\beta_3\frac{CFO_{i,t-1}}{A_{i,t-1}}+\beta_4\frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}}+\beta_5\frac{CFO_{i,t+1}}{A_{i,t-1}}+\varepsilon_{i,t} \tag{8}$$

其中，$TA_{i,t}$是公司i在t年的总利润，$A_{i,t-1}$是i公司t-1年末的总资产，$\Delta REV_{i,t}$是i公司在t年营业收入的增加，$\Delta REC_{i,t}$是i公司t年应收账款的增加，$PPE_{i,t}$是i公司t年的固定资产，$CFO_{i,t-1}$、$CFO_{i,t}$和$CFO_{i,t+1}$是i公司在$t-1$、t和$t+1$年经营活动产生的现金流量净额。$\varepsilon_{i,t}$衡量上市公司管理层利用MD&A操纵收益的程度，其中$\varepsilon_{i,t}$越高，管理层的收益操纵程度越高。我们利用模型（7）和模型

(8)分别计算两种收益操纵指标,即e和E,利用e和E探讨巡回法庭建立、收益操纵和年报披露相似度之间的关系。

表9第(1)(2)列结果显示,两种收益操纵指标(e和E)均与年报披露相似度正相关,且至少在5%统计水平上显著,说明当盈利操纵程度较高时,管理层倾向于在年报的MD&A部分披露与上一年高度相似的文本信息,以减少投资者获得有用信息的机会。第(3)(4)列结果显示,加入巡回法庭变量之后,*Circuit*的系数显著为负,降低了企业年报相似度,说明巡回法庭对于改善企业收益操纵引发的披露问题具有重要作用。

表 9　巡回法庭、管理层利益操纵与年报相似度

变量	*Similarity*			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Circuit			−0.015**	−0.016**
			(−1.980)	(−2.018)
e	0.004***		0.004***	
	(2.790)		(2.779)	
E		0.006**		0.006**
		(2.331)		(2.316)
控制变量	YES	YES	YES	YES
固定效应	YES	YES	YES	YES
N	4254	4250	4254	4250
$Adj.R^2$	0.304	0.303	0.305	0.304

六、结　论

高度相似的管理层讨论与分析披露可能会减少投资者获得有关公司的有效信息的机会,从而增加公司与投资者之间的信息不对称性。这可能导致投资者的决策偏差,影响市场的有效运作。巡回法庭的设立是现行体制下畅通资本内循环,推进高质量发展、构建新发展格局的一条可行法治路径。本文借助我国设立巡回法庭这一自然实验,选取A股上市公司为研究对象,利用倾向得分匹配方法并构建双重差分模型,考察了司法改善对企业年报披露相似度的影响及其机制、经济后果等。实证结果显示,巡回法庭设立后,巡回区域内企业年报披露的相似度显著下降,机制检验表明,以设立巡回法庭为代表的司法改革能够提高地方司法公正性,缓解地方保护主义,改善巡回区域内的营商环境;同时巡回法庭能够产生震慑作用,缓解管理层机会主义降低代理成本,由此实现对年报重复披露的缓解效果。进一步研究指出,巡回法庭有助于改善内部相似性和横向相似性,对于外部治理环境差、信息质量差和诉讼成本高的企业,巡回法庭的效果更为明显。最后,本文还验证了当盈利操纵程度较高时,管理层倾向于在年报的MD&A部分披露与上一年高度相似的文本信息,并发现巡回法庭的设立对于改善企业收益操纵引发的重复披露问题具有重要作用。

针对以上研究结论,本文提出以下建议。第一,监管机构应进一步细化并严格执行关于企业年报披露的规范,在年报披露指南中加强对信息真实性和独创性的要求。在监管方面,可以通过利用现代信息技术,如人工智能和大数据分析工具,对企业披露的内容进行定期审核,确保信息的真实性、准确性和完整性。第二,政府部门应针对特定企业群体实施定制化法律服务。鉴于巡回法庭对信息质量差和诉讼成本高的企业尤为有效,政府应考虑为这些企业提供更多的法律支持和资源,例如通过巡回法庭在这些企业较多的区域增设服务点。此外,还要增强中央政府对地方法律实践的监管和指导,确保法律的一致执行,从而提升全国范围内的营商环境质量。第三,企业应建立健全内部控制机制,确保年报等公开信息的准确性和时效性。同时,企

业管理层应培养高度的责任感和职业道德，主动减少信息披露中的模糊性和重复性，避免因信息质量问题而对投资者决策造成误导。第四，投资者应增强对企业信息的甄别能力，特别是对年报等重要文件的理解和分析能力，同时利用各种信息资源，如独立第三方的分析报告和专业投资顾问的意见，来辅助对企业情况的判断。此外，投资者也应积极参与企业治理，通过股东大会等渠道对企业的信息披露政策和实践提出建议和要求，以促进企业治理结构的完善和透明度的提升。

主要参考文献

[1]陈卫东. 司法机关依法独立行使职权研究[J]. 中国法学, 2014, (2): 20-49.

[2]贺建刚, 孙铮, 周友梅. 金字塔结构、审计质量和管理层讨论与分析-基于会计重述视角[J]. 审计研究, 2013, (6): 68-75,112.

[3]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.

[4]黄斯琪, 麦勇, 晏景瑞. 司法质量提升能改善企业社会责任脱耦吗?——基于巡回法庭设立的准自然实验[J]. 外国经济与管理, 2024, 46(1): 33-47.

[5]蒋艳辉, 冯楚建. MD&A语言特征、管理层预期与未来财务业绩——来自中国创业板上市公司的经验证据[J]. 中国软科学, 2014, (11): 115-130.

[6]孟庆斌, 杨俊华, 鲁冰. 管理层讨论与分析披露的信息含量与股价崩盘风险——基于文本向量化方法的研究[J]. 中国工业经济, 2017, (12): 132-150.

[7]阮睿, 孙宇辰, 唐悦, 等. 资本市场开放能否提高企业信息披露质量?——基于“沪港通”和年报文本挖掘的分析[J]. 金融研究, 2021, (2): 188-206.

[8]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, 23(5): 1793-1809.

[9]王华杰, 王克敏. 应计操纵与年报文本信息语气操纵研究[J]. 会计研究, 2018, (4): 45-51.

[10]王克敏, 王华杰, 李栋栋, 等. 年报文本信息复杂性与管理者自利——来自中国上市公司的证据[J]. 管理世界, 2018, 34(12): 120-132.

[11]王亮亮, 张海洋, 张路, 等. 子公司利润分回与企业集团的代理成本——基于中国资本市场“双重披露制”的检验[J]. 会计研究, 2021, (11): 114-130.

[12]王雄元, 高曦, 何捷. 年报风险信息披露与审计费用——基于文本余弦相似度视角[J]. 审计研究, 2018, (5): 98-104.

[13]王艳艳, 许锐, 王成龙, 等. 关键审计事项段能够提高审计报告的沟通价值吗?[J]. 会计研究, 2018, (6): 86-93.

[14]魏志华, 向雪漫, 肖曼丽. 避税天堂直接投资与企业信息披露质量——基于年报重述视角的实证研究[J]. 外国经济与管理, 2024, 46(3): 88-105.

[15]袁淳, 耿春晓, 从阛匀, 等. 地区司法水平与产业结构升级——来自巡回法庭设立的证据[J]. 经济研究, 2023, 58(9): 171-189.

[16]Aharony J, Liu C, Yawson A. Corporate litigation and executive turnover[J]. Journal of Corporate Finance, 2015, 34: 268-292.

[17]Billings M B, Cedergren M C. Strategic silence, insider selling and litigation risk[J]. Journal of Accounting and Economics, 2015, 59(2-3): 119-142.

[18]Bourveau T, Lou Y, Wang R C. Shareholder litigation and corporate disclosure: Evidence from derivative lawsuits[J]. Journal of Accounting Research, 2018, 56(3): 797-842.

[19]Brown S V, Tucker J W. Large-sample evidence on firms' year-over-year MD&A modifications[J]. Journal of Accounting Research, 2011, 49(2): 309-346.

[20]Cao Y Q, Zhang Z, Peng K, et al. The establishment of circuit courts and corporate fraud[J]. Emerging Markets Finance and Trade, 2023, 59(8): 2600-2616.

[21]Gipper B. The economic effects of expanded compensation disclosures[J]. Journal of Accounting and Economics, 2021, 71(1): 101338.

[22]Houston J F, Lin C, Lin S B, et al. Litigation risk and voluntary disclosure: Evidence from legal changes[J]. The Accounting Review, 2019, 94(5): 247-272.

[23]Liu Y R. Judicial independence and crash risk: Evidence from a natural experiment in China[J]. Journal of Corporate Finance, 2023, 83: 102490.

[24]Lo K, Ramos F, Rogo R. Earnings management and annual report readability[J]. Journal of Accounting and Economics, 2017, 63(1): 1-25.

[25]Manchiraju H, Pandey V, Subramanyam K R. Shareholder litigation and conservative accounting: Evidence from universal demand laws[J]. The Accounting Review, 2021, 96(2): 391-412.

[26]Muslu V, Radhakrishnan S, Subramanyam K R, et al. Forward-looking MD&A disclosures and the information environment[J]. Management Science, 2015, 61(5): 931-948.

[27]Wang Y H, Ye Q Y, Wang J J, et al. Earnings manipulation and similarity of annual report disclosure: Evidence from China[J]. Accounting & Finance, 2023, 63(S1): 1137-1156.

[28]Zeng H X, Li X M, Zhou Q, et al. Local government environmental regulatory pressures and corporate environmental strategies: Evidence from natural resource accountability audits in China[J]. Business Strategy and the Environment, 2022, 31(7): 3060-3082.

[29]Zhao D, Yu A, Guo J Y. Judicial institutions, local protection and market segmentation: Evidence from the establishment of interprovincial circuit tribunals in China[J]. China Economic Review, 2022, 75: 101829.

Judicial Improvement and Similarity of Annual Report Disclosure: Empirical Evidence from the Quasi-natural Experiment of Circuit Courts in China

Zhou Shengdi, Lan Faqin

(*School of Economics and Management*, *East China Normal University*, *Shanghai* 200062, *China*)

Summary: To enhance regional judicial quality, the Supreme People's Court of China has been establishing local circuit courts in phases since 2015. This paper utilizes the quasi-natural experiment to empirically examine the impact of improved regional judicial standards on corporate voluntary disclosure. The findings indicate that the establishment of circuit courts significantly reduces the similarity of corporate annual reports, thereby increasing information content and improving the quality of voluntary disclosure. Mechanism testing reveals that circuit courts promote enterprises to improve the quality of voluntary disclosure by addressing local protectionism and exerting deterrent and governance effects. Further investigation shows that this effect is more pronounced in enterprises with initially poorer external governance environments, lower information quality, and higher litigation costs, and positively affects both internal and horizontal similarities in corporate disclosure. Additionally, the establishment of circuit courts helps to mitigate corporate earnings manipulation. This paper not only enriches the literature in the field of "law and finance", but also provides new perspectives and empirical evidence on judicial reform and its economic consequences.

Key words: judicial improvement; voluntary disclosure; similarity of annual reports; earnings manipulation

(责任编辑:王　孜)