

金融法治建设如何支持实体经济

——基于长期债务融资的视角

李建军, 范志昊

[摘要] 长期债务是资本形成和实体经济健康发展的重要支撑。然而,中国企业的长期负债率明显偏低且普遍面临“短债长用”的问题,阻碍了企业健康发展。如何优化制度设计、改善企业的债务期限结构,进而支持实体经济高质量发展,是亟须回答的重要问题。本文以各地中级人民法院金融审判庭设立作为自然实验,结合2007—2022年中国A股上市公司数据,实证探究了金融法治建设对企业长期债务融资的影响。研究发现,金融审判庭设立能够提高企业长期负债率。机制分析表明,提升司法审判效率、增强司法执行效果和降低信息不对称是金融审判庭发挥作用的潜在机制。异质性分析表明,长期负债率上升主要来自长期借款的增加,并且这一效应在银行竞争更强的地区更显著。对比不同改革方式发现,金融审判庭的影响强于金融合议庭。进一步地,金融审判庭主要影响企业负债结构,对于企业负债规模和负债成本并无显著影响。经济后果分析表明,金融审判庭设立降低了企业“短债长用”水平,并最终扩大了企业长期投资规模。本文揭示了金融法治建设对于企业长期债务融资的重要影响,为完善中国金融法治体系、优化企业债务期限结构、促进金融更好地服务实体经济提供了重要的政策启示。

[关键词] 金融法治; 金融审判庭; 长期债务融资; 实体经济

[中图分类号] F260 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1006-480X(2024)12-0080-18

一、引言

债务对实体经济发展起着至关重要的作用。其中,长期债务直接与长期资本形成相关联,是资本积累与经济增长的动力源泉。然而,相比于其他国家和地区,中国企业长期负债率明显偏低(白云霞等,2016)。自2000年以来,中国上市公司长期负债率一直保持在较低水平,债务期限结构并未呈现明显改善趋势。^①长期负债不足不仅使得企业无法利用长期融资来支持长期投资,频繁的“抽贷”和“断贷”等问题还可能加剧企业经营风险(He and Xiong, 2012)。刘晓光和刘元春(2019)研

[收稿日期] 2024-07-30

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目“流量思维盈利模式、市场结构与货币政策传导机制研究”(批准号72473165)。

[作者简介] 李建军,中央财经大学金融学院教授,博士生导师,经济学博士;范志昊,中央财经大学金融学院博士研究生。通讯作者:范志昊,电子邮箱:zhihao.f@foxmail.com。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,文责自负。

^① 中国上市公司(长期)资产负债率变化趋势图参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

究发现,中国企业长期负债不足所导致的“短债长用”问题放大了债务的负面作用、削弱了债务的正面作用,既对企业绩效不利,同时又加大了企业财务风险。现实中,由“短债长用”问题引致的流动性风险逐渐成为企业破产清算的重要成因。由此可见,长期负债不足和“短债长用”问题已成为制约中国企业健康发展的关键因素,亟须畅通企业长期融资渠道。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》明确提出,要提高金融服务实体经济能力,健全实体经济中长期资金供给制度安排。在此背景下,理解中国企业长期负债率偏低的成因,进而优化制度设计、改善企业债务期限结构,对于中国经济高质量发展有着重要意义。

现有文献指出,中国企业长期负债率偏低主要是受供给端因素影响(白云霞等,2016;刘晓光和刘元春,2019),而非经典公司金融理论文献中所指出的需求端因素(Flannery,1986)。即企业本身对于长期负债有着较高需求,但中国以银行为主的金融体系由于各种制度或政策原因不愿意提供长期负债,进而造成企业只能通过不断滚动短期负债来为长期投资融资的情形。中国企业长期负债不足是一个长期现象,相较于短期政策的影响,其形成背后更加重要的原因是制度。因此,提高企业长期负债率更本质的解决方式在于金融领域基础性制度的改革,而其中的核心之一便是金融法治体系的完善。尽管现有文献注意到了金融法治建设不完善、投资者保护不足对于中国企业的债务期限结构可能存在着重要影响(孙铮等,2005;Fan et al.,2012),但鲜有文献通过实证分析评估金融法治建设对于企业债务期限结构的具体影响。金融法治建设是否影响,或者在多大程度上以及通过何种途径来影响企业长期负债率?这一问题依然有待研究。

事实上,中国在金融法治建设方面目前已有较多探索,包括金融立法、金融监管执法和金融司法。^①同时,随着2008年国际金融危机后金融领域风险逐步显现与金融案件增多,金融司法诉讼逐渐成为金融机构与金融投资者维护自身权益的主要途径,中国在金融司法领域也呈现出以设立金融审判庭为代表的专业化趋势。金融审判庭设立为探究金融法治建设对于实体经济的影响提供了一个理想的自然实验场景。从本质上讲,金融审判庭设立的初衷是通过专业化司法来更好地保护金融机构与金融投资者的权益。若金融审判庭设立能够通过增强债权人权益保护来提高金融机构与金融投资者的长期债务供给意愿,那么其就可以作为提高企业长期负债率的重要手段。因此,准确评估以金融审判庭设立为代表的金融法治建设对企业长期负债率的影响及其作用机制,对于未来中国金融法治体系完善、企业债务期限结构优化和金融更好地服务实体经济有着重要的理论与现实意义。

基于上述背景,本文以中国各地中级人民法院金融审判庭设立作为自然实验,结合2007—2022年中国A股上市公司数据,实证探究了金融审判庭设立对企业长期负债率的影响。研究发现,金融审判庭设立能够提升当地企业长期负债率。机制分析表明,金融审判庭设立通过提升金融案件的司法审判效率、增强司法执行效果以及降低企业与债权人之间信息不对称来影响企业长期负债率。分解长期负债的组成要素发现,长期负债率上升主要来自长期银行借款的上升,且该影响在银行竞争更强的地区更加显著。对比不同的改革方式发现,金融审判庭对企业长期负债率的影响要强于金融合议庭。此外,金融审判庭通过提高长期负债率影响了企业负债结构,但对于负债规模和负债成本并无显著影响。经济后果分析表明,金融审判庭设立降低了企业“短债长用”水平,提高

① 党的十八大以来,中国在金融法治建设领域取得了长足的进步:在金融立法方面,修订和制定了金融领域的重要法律,如《中华人民共和国证券法》的修订与《中华人民共和国期货和衍生品法》的制定等;在金融监管方面,进一步完善宏观审慎监管框架,实现债券市场的统一执法,成立国家金融监督管理总局等;在金融司法方面,优化金融司法专业化布局,建立金融纠纷多元化解机制等。

了企业长期投资规模,对实体经济有着显著的正向影响。

本文的边际贡献主要包括以下方面:①从金融司法的新视角拓展了现有法与金融研究的边界。目前,在法与金融的研究领域,破产司法对于实体经济的影响得到了广泛关注和深入研究(Iverson, 2018;王永钦和薛笑阳,2022;Müller,2022;Li and Ponticelli,2022;潘越等,2023)。然而,与破产司法发挥类似作用的金融司法却鲜有研究。事实上,中国的破产制度建设并未达到发达国家的水平,现实中破产案件数量不多、影响程度有限。相比之下,中国的金融类案件数量更多、牵涉主体更广,影响程度也更大。因此,在中国的背景下,金融司法对于金融机构与金融投资者权益保护起着更为重要的作用,探究金融司法对于实体经济影响的现实意义也更大。此外,世界范围内鲜有在非金融中心城市广泛开展专业化金融审判机构建设的先例,中国各地中级人民法院金融审判庭设立也是一次带有中国特色的有益尝试。在此背景下,本文将研究的焦点从破产司法转向金融司法这一新视角,拓展了现有法与金融文献的研究边界,深化了对于金融司法专业化这一问题的学术认知。②丰富了企业债务期限结构和“短债长用”影响因素的相关研究。现有文献从不同视角分析了中国企业债务期限结构偏短和“短债长用”程度较高问题的成因,宏观层面包括金融结构、利率期限结构、货币政策、利率市场化、经济政策不确定性、地方政府债务、金融监管政策等(白云霞等,2016;钟凯等,2016;王红建等,2018;李增福等,2022;刘贯春等,2022;刘冲等,2023),微观层面包括董事高管责任保险、银行金融科技(赖黎等,2019;李逸飞等,2022)。与现有文献大多从短期政策视角出发进行解释不同,本文从更加基础的法治角度探究企业长期负债率偏低的成因,并通过研究证实了金融法治建设能够显著提高企业长期负债率,这说明中国企业长期负债率偏低的重要成因之一是现有法治体系对金融机构与金融投资者权益司法保护不足。这既是理解中国企业长期负债不足问题成因的新视角,同时也是对现有企业债务期限结构和“短债长用”文献的重要补充和发展。③具有较强的政策含义。2023年召开的中央金融工作会议明确提出要“加强金融法治建设”。在金融法治建设中,金融司法起着重要的作用,然而关于如何完善中国的金融司法体系这一问题却缺乏有力的实证证据。现有文献大多从法学角度出发,分析金融司法专业化的国际比较、金融司法与金融监管的协同等问题(鲍彩慧和王珊,2020;鲁篱,2021),但尚未有文献通过实证研究定量评估金融司法专业化对于实体经济的具体影响。而本文利用中国地方中级人民法院金融审判庭设立作为自然实验,评估了金融司法专业化对于企业长期债务融资的影响程度及其作用机制,同时还比较了金融审判庭与金融合议庭在作用效果上的差异,充分回答了金融司法专业化该不该推进、如何推进、对实体经济有何影响等一系列重要问题,对于中国未来金融法治体系的完善以及金融更好地服务实体经济有着显著的政策含义。

二、制度背景与理论分析

1. 制度背景

改革开放以来,中国金融审判发展经历了不同阶段,大体上可以按照2008年国际金融危机的发生分为危机前和危机后两个阶段。国际金融危机发生前,中国金融司法并未呈现出专业化趋势,其发展背后主要的驱动力是法院自身组织体系的变革。国际金融危机发生后,金融风险不断显现、金融案件数量不断攀升,以往大民事审判格局已经逐渐无法适应更好地防范化解金融风险、促进金融发展的现实要求。在此背景下,金融审判开始进入专业化阶段。按照主导机构的不同,国际金融危机后中国金融审判专业化可以进一步分为基层探索阶段与顶层设计阶段。

(1)金融审判专业化基层探索阶段(2008—2016年)。作为金融机构聚集与金融交易活跃的地

区,上海市对于专业化金融司法的需求较高,中国最早的金融审判庭也于2008年设立于上海市浦东新区人民法院。随后,上海市于2009年建立了覆盖三级人民法院的专业化金融审判体系。此外,民间金融案件数量较多的河南省也于2011年宣布建立覆盖全省三级法院的专业化金融审判体系。2012年,中华人民共和国最高人民法院(简称最高人民法院)印发的《关于人民法院为防范化解金融风险 and 推进金融改革发展提供司法保障的指导意见》中提到“构建专业审判机制,拓展金融解纷资源”,随后浙江、广东、福建等省份的部分城市也逐步设立了专业化金融审判机构。这一阶段的金融审判专业化主要来自基层法院的探索,对于全国范围内金融审判的影响相对有限。

(2)金融审判专业化顶层设计阶段(2017年至今)。党的十九大召开后,防范化解重大风险成为三大攻坚战中的首要任务,防范化解金融风险受到了中央的高度重视,做好金融审判工作成为防范化解金融风险的重要抓手。2017年,最高人民法院印发《关于进一步加强金融审判工作的若干意见》中明确提出“探索建立专业化的金融审判机构”。2018年4月,第十三届全国人民代表大会常务委员会第二次会议通过了《关于设立上海金融法院的决定》,标志着金融审判专业化得到了国家层面支持与认可;随后,2021年和2022年又陆续通过并设立了北京和成渝金融法院。此外,在国家层面的支持下,江苏、山东和河北等省份的部分城市也成立了专业化金融审判机构。这一阶段的金融审判专业化主要由国家层面以金融法院的形式积极推动,对全国范围内的金融审判专业化体系建设产生了显著的影响。

在司法实践中,金融审判庭主要管辖两大类案件:①金融民商事案件,主要包括金融借款合同案件和证券案件;②金融行政案件,主要是以金融监管机构为被告的案件。金融审判庭设立的现实影响即体现在通过对上述金融案件审判和执行更好地保护金融机构与金融投资者合法权益。在中级人民法院金融审判庭层面,河南和江苏在省內普遍建立了金融审判庭,因此,其审判数据的变化能够较好反映金融审判庭设立对金融案件审判与执行质效的影响。根据河南省高级人民法院发布的《金融审判白皮书(2018—2021)》,全省金融案件平均审理天数从2018年的69天缩短到2021年的46天;根据江苏省高级人民法院发布的《金融审判白皮书(2021—2023)》,2021年1月至2023年10月,全省法院新收金融执行案件共233548件,执行到位金额共612.70亿元。在金融法院层面,以上海金融法院为例,根据其发布的《上海金融法院审判工作情况通报(2023年)》,2023年上海金融法院共收案7410件、结案7411件(含旧存),二审服判息诉率等审判质效核心指标均位居上海市法院第一。此外,根据《上海金融法院执行工作白皮书(2018—2023)》,截至2023年8月19日,上海金融法院共受理首次执行案件5447件,约占全市法院执行案件的7‰,结案5179件,执行到位金额697.78亿元,约占全市法院执行到位金额的1/4,执行效果和质量明显较高。

综上所述,中国的金融审判专业化发轫于2008年的国际金融危机时期,前期主要是来自基层法院设立金融审判庭的自主探索,2017年后受到国家层面的重视,并以金融法院的方式进一步扩大了金融司法在全国范围内的影响力,体现出“自下而上”与“自上而下”相结合的特征。同时,结合地方披露金融审判庭的运行情况可以看出,金融审判庭的确通过专业化司法更好地维护了金融机构与金融投资者的合法权益,对于营造良好金融法治环境、促进金融高质量发展起到了积极作用。截至2022年底,设立金融审判庭的城市数量有63个,占全国城市总数的比例为19%。^①这说明,全国大部分城市仍未建立专业化的金融审判机构,中国的金融法治建设依然方兴未艾。在此背景下,

① 金融审判庭的制度背景补充说明(包括金融审判庭的设立情况、案件管辖范围和现实影响)参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

仔细评估金融审判庭对实体经济的影响,对于完善中国的金融法治体系、促进金融更好地支持实体经济发展有着显著的现实意义。

2. 理论分析与研究假说

金融审判庭设立对企业债务期限的影响,其本质还是司法保护对金融契约的影响。由于契约存在不完全性,有违约的可能,因此,需要外部履约机制(如司法途径)来保护债权人权益。对于债务契约来说,债权人在权益受损后在多大程度上能够通过司法途径来维护自己的权益,就决定了债权人愿意提供债务的成本高低或期限长短(Aghion and Bolton, 1992; Hart and Moore, 1994; Demirgüç-Kunt and Maksimovic, 1999)。司法保护程度越强,债权人提供长期债务的意愿越强(Diamond, 2004; 孙铮等, 2005; Fan et al., 2012)。金融审判庭作为加强金融机构和金融投资者司法保护的重要途径,其能够通过专业化金融司法来更好地保护债权人权益,从而提升债权人提供长期债务的意愿,进而导致企业长期负债率上升。从具体的影响机制看,金融审判庭管辖的债权类案件主要有三类,包括金融借款合同违约案件、债券违约案件以及证券虚假陈述案件。因此,金融审判庭设立主要通过对上述三类案件的审判和执行进而对企业债务期限产生影响。具体来说,金融审判庭影响企业长期负债率的机制有以下三方面:

(1)提升司法审判效率。司法审判效率提升是司法改革发挥作用的重要途径(Fabbri and Padula, 2004; Jappelli et al., 2005),其能够降低债权人维权的时间成本,同时还降低在既定时间内更多侵权事件发生的可能性。现有大多数文献也支持了专业化司法能够提升司法效率这一推断(Visaria, 2009; Müller, 2022; Li and Ponticelli, 2022)。金融审判庭作为专业化司法的一类,其能够有效提高金融案件(包括金融借款合同违约案件、债券违约案件以及证券虚假陈述案件)的审判效率。一方面,金融审判庭设立相当于为金融案件开辟了“绿色通道”,能够有效避免在民事审判庭主管金融案件的背景下,其他案件积压在金融案件之前的情况发生;另一方面,金融案件本身专业性较强,专业化审判庭有利于形成专业化审判模式,进而提升金融案件审判效率。同时,在中国的背景下,上级法院还承担着监督指导下级法院审判的功能。因此,中级人民法院金融审判庭设立能够通过监督指导所在地区其他基层法院的金融审判工作,进而提升整个地区金融案件的司法审判效率。金融案件审判效率提升能够降低债权人的诉讼成本,加强对债权人的权益保护,提升债权人的长期债务供给意愿,进而提升企业长期负债率。

(2)增强司法执行效果。在债务契约条款(期限、价格)的诸多影响因素中,信用风险是最为基础和重要的因素(Ericsson and Renault, 2006)。债务合约的信用风险主要由两部分构成:债务合约的违约概率、债务合约违约后的债权回收率。司法影响信用风险的核心是通过司法执行来提高债务违约后的债权回收率,进而降低信用风险,并最终影响债务期限。现有文献中也对司法执行机制进行了讨论和验证(Iverson, 2018; Müller, 2022)。金融审判庭设立后,金融案件(如金融借款合同违约案件与债券违约案件)的司法执行强度会显著提高。一方面,当债务人具备一定还本付息能力但因流动性问题陷入短期财务困境时,金融审判庭可以通过更加专业化的诉前调解方式来支持债务契约的重新谈判,通过债务展期、置换等方式来缓解债务人流动性风险,进而提升债权回收率;另一方面,当债务人不具备还本付息能力或是存在故意逃废债行为时,金融审判庭可以通过更加专业化的强制执行模式来对债务人的可执行财产进行查封、扣押、冻结并进行司法拍卖,进而提升金融案件的执行效果。因此,金融审判庭设立能够提高债权人对于债务违约后债权回收率的预期,提升债权人提供长期债务的意愿,进而导致企业长期负债率上升。

(3)降低信息不对称。信息不对称是影响金融契约条款(包括成本、期限)的重要因素(Stiglitz

and Weiss, 1981; Pagano and Jappelli, 1993)。信息不对称的存在使得投资者(债权人)很难全面准确地获取有关企业经营决策的信息,从而产生信息风险(Bhattacharya et al., 2012)。当信息不对称程度越高时,信息风险越大。因此,在信息不对称程度较高时,为更好地控制风险,债权人倾向于缩短债务期限(Bharath et al., 2011)。相反地,在信息不对称程度较低时,信息风险较小,债权人也更容易监督债务人,因此,债权人更倾向于延长债务期限(Armstrong et al., 2010)。金融审判庭设立通过证券虚假陈述案件的审判来提升企业的信息披露质量,降低企业与债权人之间的信息不对称程度。具体来说,在中国资本市场中,由于信息披露和投资者保护制度建设的不完善,市场中部分上市公司通过财务造假、披露虚假信息等方式来侵犯投资者(包括债权人)的权益。尽管中国证券监督管理委员会能够对虚假陈述行为进行相应的行政处罚,但是债权人却较难通过司法途径获取相应的民事赔偿(陈运森等, 2021),从而使得对上市公司虚假陈述行为的约束不足,进而导致市场整体信息披露环境较差,债权人与企业之间的信息不对称程度较高。金融审判庭设立后,对上述证券虚假陈述类案件的审判力度会得到加强。一方面,金融审判庭可以采用更加专业化的审判方式,如证券代表人诉讼,来降低债权人的维权成本;另一方面,金融审判庭可以更加科学有效地计算证券虚假陈述对于债权人造成的损失大小,通过民事赔偿来提高企业虚假陈述的成本,进而约束企业的虚假陈述行为、提高信息披露质量,降低企业和债权人之间的信息不对称程度。上述信息不对称程度的降低使得债权人所面临的信息风险减小,债权人提供长期债务的意愿随之增强,从而导致企业长期负债率上升。

基于以上分析,本文提出:

假说:金融审判庭设立能够提高企业长期负债率。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

本文选取2007—2022年中国A股上市公司作为回归样本,并对样本做以下处理:①剔除金融类公司;②剔除主要财务数据缺失的样本;③剔除ST、PT和退市的样本;④剔除样本期间内所在城市发生变更的样本;⑤对所有连续变量在1%和99%的水平做缩尾处理。最终得到4025家上市公司共33329个企业一年度观测值。上市公司的财务数据来源于CSMAR数据库。此外,本文还包括以下几方面数据:金融审判庭设立的数据从各级人民法院官方网站、公众号及百度搜索引擎手工收集获得;城市层面的宏观经济数据来自相关年份《中国城市统计年鉴》和CEIC数据库。

2. 模型设定与变量选择

由于金融审判庭设立是在不同城市和不同年份展开的,因此,本文采用如下所示的多时点双重差分模型来探究金融审判庭设立对企业长期负债率的影响:

$$LTD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FinCourt_{ct} + \gamma Z_{i,t} + \phi Z_{c,t} + FEs + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, i 表示企业, c 表示城市, t 表示年份。 LTD_{it} 表示企业 i 在 t 年的长期负债率(长期负债/总资产),是本文的核心被解释变量;企业长期负债包括长期借款、应付债券、长期应付款、独立账户负债、租赁负债、专项应付款。 $FinCourt_{ct}$ 表示企业 i 所在城市 c 在 t 年是否设立了金融审判庭,^①若设立

① 在现实中,金融审判庭自宣布成立到正式受理案件,再到产生经济影响往往存在着时滞。因此,根据现有文献常用做法,若金融审判庭在当年6月及之前设立,当年取值为1,若7月及之后设立,则下一年取值为1。此外,本文样本中,上海市在2009年就建立了覆盖三级法院的金融审判庭(而上海金融法院设立于2018年),因此,将上海市金融审判庭的设立时间记为2009年。

则 t 年及之后该变量均取值 1, 否则取值 0。 $Z_{i,t}$ 表示公司层面的财务和公司治理相关的控制变量, 包括资产规模 ($Size$)、资产负债率 (Lev)、有形资产比例 (Tng)、经营现金流比例 (OCF)、企业年龄 (Age)、产权性质 (Soe)、利润率 (ROA)、非债务税盾 ($Ndts$)、前十大股东持股比例 ($Top10$)、董事会规模 ($BSize$)、独立董事占比 (IDR)、管理层持股比例 (MHR)、两职合一 ($Dual$)。 $Z_{c,t}$ 表示企业所在城市层面的相关控制变量, 包括城市经济发展水平 ($\ln GDP$)、产业结构 ($Second$)、金融发展水平 ($Finance$) 和财政收入情况 ($Fiscal$)。 FEs 表示一系列固定效应, 包括企业和省份一年份固定效应。 ε_{it} 表示模型的残差项。^①

四、实证分析

1. 基准回归

表 1 展示了金融审判庭设立对企业长期负债率影响的基准结果。其中, 第(1)列未加入任何控制变量, 第(2)、(3)列逐步加入企业和城市层面的控制变量, 所有回归中均控制了企业以及省份一年份固定效应。可以看出, 在不同模型设定下, 金融审判庭设立的回归系数均在 1% 的水平上显著为正。此外, 从回归系数的经济显著性上看, 以第(3)列回归系数作为基准, 已知样本企业的长期负债率 (LTD) 均值为 7.39%, 可以计算得出金融审判庭设立使得处理组企业的长期负债率 (相较于对照组企业) 上升了约 14.21% ($\approx 0.0105/0.0739 \times 100\%$), 具有较高的经济显著性。因此, 金融审判庭设立提高了企业长期负债率, 验证了本文所提出的假说。

表 1 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)
	LTD	LTD	LTD
$FinCourt$	0.0114*** (0.0035)	0.0111*** (0.0030)	0.0105*** (0.0030)
常数项	0.0710*** (0.0009)	-0.5478*** (0.0504)	-0.5789*** (0.0862)
企业控制变量	否	是	是
城市控制变量	否	否	是
企业固定效应	是	是	是
省份一年份固定效应	是	是	是
观测值	33329	33329	33329
调整 R^2	0.5954	0.6790	0.6792

注: 括号内是聚类到企业层面的稳健标准误, ***, **, * 分别代表在 1%、5%、10% 的水平上显著。以下各表同。

2. 内生性处理与稳健性检验^②

(1) 平行趋势检验。双重差分模型有效的重要前提是处理组和对照组在接受处理前的差异不发生显著变化, 即满足平行趋势假设。参照现有文献, 本文对这一前提进行假设检验。由于金融审判庭的设立是在不同城市和不同年份逐步开展的, 因此, 不存在统一的处理时间, 本文采用下式所

① 变量定义及描述性统计结果参见《中国工业经济》网站 (ciejournal.ajcass.com) 附件。

② 内生性处理与稳健性检验结果参见《中国工业经济》网站 (ciejournal.ajcass.com) 附件。

示的模型检验：

$$LTD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \sum_{i=-4}^{i=4} Post_t + \gamma Z_{i,t} + \phi Z_{c,t} + FEs + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

式(2)所示的模型与式(1)基本一致,其区别在于将处理变量 $FinCourt_{c,t}$ 替换为一系列的虚拟变量 $\sum_{i=-4}^{i=4} Post_t$,以探究处理组和对照组企业在金融审判庭设立前后4年长期负债率的相对变化。具体来说,将每个城市接受处理的当年视为第0年,处理的前 n 年记为 $-n$,处理的后 n 年记为 n ,从未接受处理的样本即为缺失值。然后,根据上述处理时间生成9个虚拟变量,即 $Post_{-1}$ 代表处理前1年、 $Post_0$ 代表处理当年、 $Post_1$ 代表处理后1年,以此类推(处理前4年之前的样本记为 $Post_{-4}$,处理后4年之后的样本记为 $Post_4$)。在回归中,本文以处理前1年($Post_{-1}$)作为基期。若满足平行趋势,则 $Post_{-4}$ 至 $Post_{-2}$ 的系数均应不显著,而 $Post_1$ 至 $Post_4$ 的系数均应显著为正。检验结果显示,在金融审判庭设立前,处理组和对照组企业的长期负债率并无显著差异;金融审判庭设立后,处理组企业相较于对照组企业来说,企业长期负债率出现了显著的上升。因此,本文的基准结果满足事前的平行趋势。

此外,现有文献指出,由于多时点双重差分模型各组接受处理的时间不一致,导致不同组别之间可能会互为对照组,由此估计出来的处理效应会有一些偏误。因此,为解决上述问题所导致的估计偏误,本文采用异质性处理效应模型来处理。具体来说,对不同组别的处理效应进行分解,并采用异质性处理效应模型对上述偏误进行处理,检验处理组和对照组之间是否仍然满足平行趋势。检验结果表明,不同组别之间的处理效应所带来的偏误对本文的回归结果影响有限,采用不同异质性处理效应模型修正估计偏误之后,金融审判庭对企业长期负债率的影响依然显著,并且通过了平行趋势检验。

(2)工具变量法。尽管上述平行趋势检验和异质性处理效应模型在一定程度上缓解了内生性问题对本文核心结果的影响,但由于金融审判庭并非由国家“随机地”选择城市设立,因此,由“内生地”设立金融审判庭所带来的内生性问题依然存在。借鉴现有文献的识别思路,并结合金融司法相关的制度背景,本文采用“最高人民法院2017年金融司法改革冲击”乘以“时任地方高院院长的经济(法)学背景”这一工具变量(IV1)来解决可能存在的内生性问题。从工具变量的外生性看,地方高级法院院长的经济(法)学背景是指高院院长在其本科和研究生阶段是否接受过上述专业的教育。由于这一变量是在其成为院长之前的许多年就已经被决定的,因此,外生于当地企业的负债决策。此外,最高人民法院在2017年颁布的《关于进一步加强金融审判工作的若干意见》这一文件是全国性的,因此也外生于某地的所有经济金融变量。从工具变量的相关性看,具有经济(法)学背景的高院院长对于经济和金融相关的知识具有较高的储备,对相关信息的反应也更为灵敏。因此,当最高人民法院颁布金融司法改革文件后,上述高院院长更有可能批准地方金融审判庭设立或者统筹全省建立金融审判庭,即该变量与金融审判庭的设立是相关的。从工具变量的排他性约束看,由于中国的司法系统和金融系统相互独立,高院院长很难通过法院之外的其他渠道影响到金融机构和金融投资者的决策,进而影响企业长期负债率。因此,该工具变量满足排他性约束的条件。综上,该工具变量具有较好的性质,可以用来识别金融审判庭对于企业长期负债率影响的因果效应。检验结果显示,在采用工具变量法解决内生性问题后,金融审判庭设立依然能够提高企业长期负债率。

进一步地,本文还采用以下方式对潜在的内生性问题进行处理:①为缓解处理组和对照组企业在可观测特征上的差异所带来的影响,采用倾向得分匹配为处理组样本匹配出最相似的对照组样本。②为控制同期其他司法改革对企业长期负债的潜在影响,选取影响较大的司法责任制改革、地

方法院人财物省级统管、破产审判庭设立作为控制变量纳入回归。③为排除同期其他财政金融政策对企业长期负债的潜在影响,分别从货币政策(2013年放松金融机构贷款利率下限)、金融监管政策(2018年资管新规发布)和财政政策(2018年留抵退税政策出台)三个方面对影响企业长期负债的改革加以控制。④尽管上述处理方式能够在一定程度上缓解内生性问题,但是仍然存在不可观测的随机因素对结果产生干扰。因此,本文采用安慰剂检验的方式,通过随机生成处理组和处理时间来观测随机因素是否影响本文的结果。内生性处理结果显示,在采用不同方式克服潜在的内生性问题后,金融审判庭设立提升企业长期负债率这一结论依然成立。

(3)稳健性检验。为检验基准结果对于变量与模型设定的稳健性,本文从以下几方面做稳健性检验:①替换变量度量方式。因变量方面,为将更多的长期负债纳入考虑,采用非流动负债率作为企业长期负债的代理变量;自变量方面,直接使用金融审判庭设立的当年作为接受处理的年份。②改变样本城市。剔除未搜索到金融审判庭设立信息的样本城市、直辖市以及金融法院管辖的样本城市。③改变样本时间。剔除国际金融危机期间、股灾期间以及公共卫生事件期间的样本。④改变控制变量。在控制变量中剔除资产负债率、增加经营性风险和税率等影响企业长期负债的因素。⑤增加高维固定效应。加入行业、行业一年份、省份—行业一年份等高维固定效应来控制更多的遗漏变量。⑥改变聚类方式。考虑更多组间相关性,在城市、城市一年份和企业一年份的维度聚类标准误。稳健性检验结果显示,金融审判庭设立提升企业长期负债率这一结论在不同变量与模型的设定下依然稳健。

五、影响机理分析

1. 提升司法审判效率

前文的理论分析指出,金融审判庭设立能够提升金融案件审判效率,降低银行、债券持有人等债权人的司法维权成本,提升债权人供给长期债务的意愿,进而提升了企业长期负债率。因此,若上述机制成立,则相比于司法效率本身较高的地区,金融审判庭设立对于司法效率较低地区金融案件审判效率的提升作用应该更加显著。本文采取地市级民事和行政案件结案率来代表城市的司法审判效率。具体来说,本文从中国司法大数据研究院获取了2015—2022年中国所有法院的结案率信息。对于每个城市来说,若当年一审民事、行政案件结案率低于样本城市的中位数取值为1,否则取值为0。进一步地,本文也分别按照每年一审民事和行政结案率是否高于样本中位数区分民事(行政)司法审判效率低和民事(行政)司法审判效率高的城市,并将其纳入回归。

表2展示了司法审判效率渠道的回归结果。其中,第(1)列采用民事和行政案件一审结案率(*Clear1*),第(2)、(3)列分别采用民事案件一审结案率(*Clear2*)、行政案件一审结案率(*Clear3*)。第(1)列的结果显示,金融审判庭与司法审判效率的交乘项显著为正,表示金融审判庭对企业长期负债率的影响在司法审判效率更低的地区更显著,说明金融审判庭的确通过影响司法效率影响了企业长期负债率。此外,第(2)列中交乘项(民事案件结案率)系数同样也显著为正,但第(3)列中的交乘项(行政案件结案率)系数并不显著,说明金融审判庭设立主要是通过金融民事案件的审判来影响企业长期负债率。事实上,在司法实践中,金融民事案件数量要远多于金融行政案件数量。因此,这一结果与现实金融案件的数量分布相符。综合看,上述结果与前文的逻辑分析一致,说明提升司法审判效率是金融审判庭设立影响企业长期债务融资的潜在机制。

表 2 影响机理分析:提升司法审判效率

	(1)	(2)	(3)
	<i>LTD</i>	<i>LTD</i>	<i>LTD</i>
<i>FinCourt</i>	0.0051 (0.0047)	0.0048 (0.0047)	0.0071 (0.0045)
<i>Clear1</i>	-0.0007 (0.0024)		
<i>FinCourt</i> × <i>Clear1</i>	0.0075** (0.0036)		
<i>Clear2</i>		-0.0010 (0.0024)	
<i>FinCourt</i> × <i>Clear2</i>		0.0079** (0.0036)	
<i>Clear3</i>			-0.0006 (0.0019)
<i>FinCourt</i> × <i>Clear3</i>			0.0056 (0.0034)
常数项	-0.4883*** (0.1662)	-0.4885*** (0.1663)	-0.4880*** (0.1671)
企业控制变量	是	是	是
城市控制变量	是	是	是
企业固定效应	是	是	是
省份一年份固定效应	是	是	是
观测值	19736	19736	19736
调整 R ²	0.7243	0.7243	0.7243

2. 增强司法执行效果

根据前文的理论分析,金融审判庭设立后,金融借款合同违约案件和债券违约案件的执行效果会增强,从而提高了债权人在债务违约后的债权回收率。相较于短期债务,长期债务背后抵押品价值的变化更加不确定,也更加依赖于司法的有效执行。因此,随着司法执行效果的增强,债权人长期债务的供给意愿会增强,从而提高企业长期负债率。若上述机制成立,则金融案件执行效果的改善程度越大,金融审判庭设立对企业长期负债率的影响越强。

与司法审判效率不同的是,司法执行效果的相关指标很难获取,因此,也很难直接检验金融审判庭对于司法执行效果的影响。考虑到这一问题,本文从司法可执行性的角度来检验上述机制。从司法实践看,司法执行往往是对企业所拥有的固定资产、房地产等非流动资产进行执行,而对于无形资产等价值很难准确度量的资产较难执行。因此,相较于非流动资产占比较低的企业,那些非流动资产占比较高的企业在司法执行效果增强后,其财产能够被执行的比例更大,投资者预期的债权回收率上升更多,进而其愿意提供的长期债务也更多。基于这一分析,本文计算企业非流动资产比例(*iLiquidAsset*),当其高于当年样本均值取值为1,否则取值为0。此外,从地区司法执行效果的差异角度出发,《中国司法文明指数报告》通过主观问卷和客观指标结合的方式统计了省份层面司法文明发展情况,其中,子指标包含有关司法执行相关变量。因此,本文采用《中国司法文明指数报告》中“民事、行政诉讼裁判得到有效执行”的总得分作为度量省份层面司法执行效果的指标

(*Enforcement*),对于每个省份来说,若当年其司法执行效果得分低于样本省份的中位数取值为1,否则取值为0。

表3展示了增强司法执行效果机制的回归结果。其中,第(1)、(3)列分别展示了非流动资产比例(*iLiquidAsset*)和司法执行强度(*Enforcement*)的回归结果。与预期一致,金融审判庭设立对企业长期负债率的正向影响在可执行性方面更强,即非流动资产比例更高的企业更加显著;同时,在原先司法执行强度较低的地区更加显著。第(2)、(4)列在第(1)、(3)列的基础上进一步控制了城市层面的变量,结果依然保持一致。上述结果表明,增强司法执行效果是金融审判庭设立影响企业长期债务融资的潜在机制。

表3 影响机理分析:增强司法执行效果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>LTD</i>	<i>LTD</i>	<i>LTD</i>	<i>LTD</i>
<i>FinCourt</i>	0.0072** (0.0032)	0.0066** (0.0032)	0.0090** (0.0040)	0.0082** (0.0040)
<i>iLiquidAsset</i>	0.0175*** (0.0018)	0.0175*** (0.0018)		
<i>FinCourt</i> × <i>iLiquidAsset</i>	0.0080*** (0.0029)	0.0080*** (0.0029)		
<i>FinCourt</i> × <i>Enforcement</i>			0.0070* (0.0036)	0.0061* (0.0037)
常数项	-0.5262*** (0.0493)	-0.5550*** (0.0854)	-0.6465*** (0.0890)	-0.5315*** (0.1770)
企业控制变量	是	是	是	是
城市控制变量	否	是	否	是
企业固定效应	是	是	是	是
省份一年份固定效应	是	是	是	是
观测值	33329	33329	17353	17353
调整R ²	0.6832	0.6834	0.7324	0.7324

3. 降低信息不对称

前文的理论分析指出,金融审判庭设立后,其能够通过通过对证券虚假陈述类案件的审判来威慑市场中的企业,改善市场整体的信息披露环境,而信息不对称的降低会使得债权人更愿意供给长期债务,进而提升企业长期负债率。若上述机制成立,则金融审判庭对于企业长期负债率的作用在信息不对称程度更高的企业和财务信息披露质量更差的企业中会更显著。在信息不对称程度的度量指标方面,参照现有文献,采用分析师跟踪人数(*Analyst*)作为度量指标(姜付秀等,2019;蔡贵龙等,2022)。当企业的分析师跟踪人数越多时,其信息被解读越充分,信息不对称程度也相应越低。在具体回归中,本文根据企业的分析师跟踪人数是否低于每年样本中位数作为标准,若低于中位数取值1,否则取值0。在财务信息披露质量方面,本文选取企业是否有过(导致财务数据更正的)财务重述(*ReState*)作为度量指标。现有研究指出,财务重述往往与企业的财务信息操纵、财务造假等行为相关联,相比于常用的盈余管理指标更能够直接体现企业财务信息披露质量的结果(何慧华和方军雄,2021)。若企业当年有财务重述行为记为1,否则记为0。

表4展示了降低信息不对称机制的回归结果。其中,第(1)、(3)列分别展示了分析师跟踪人数与财务重述的回归结果。结果发现,当企业分析师跟踪人数较少或财务信息披露质量更差时,金融审判庭设立对企业长期负债率的影响更大。第(2)、(4)列进一步加入城市层面控制变量,结果保持一致。结果表明,降低信息不对称是金融审判庭设立影响企业长期债务融资的潜在机制。

表4 影响机理分析:降低信息不对称

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>LTD</i>	<i>LTD</i>	<i>LTD</i>	<i>LTD</i>
<i>FinCourt</i>	0.0081** (0.0032)	0.0076** (0.0032)	0.0102*** (0.0030)	0.0096*** (0.0030)
<i>Analyst</i>	-0.0020 (0.0013)	-0.0021 (0.0013)		
<i>FinCourt</i> × <i>Analyst</i>	0.0057** (0.0025)	0.0057** (0.0025)		
<i>ReState</i>			-0.0056*** (0.0019)	-0.0056*** (0.0019)
<i>FinCourt</i> × <i>ReState</i>			0.0138*** (0.0045)	0.0139*** (0.0045)
常数项	-0.5548*** (0.0518)	-0.5890*** (0.0880)	-0.5490*** (0.0503)	-0.5803*** (0.0861)
企业控制变量	是	是	是	是
城市控制变量	否	是	否	是
企业固定效应	是	是	是	是
省份一年份固定效应	是	是	是	是
观测值	32850	32850	33329	33329
调整 R ²	0.6797	0.6800	0.6792	0.6794

六、异质性分析与进一步讨论

1. 异质性分析^①

(1)融资来源异质性。从企业融资来源的角度看,金融审判庭设立对企业长期负债率的影响在不同融资来源方面可能存在异质性。具体来说,从资产负债表科目看,长期负债主要包括长期借款、应付债券科目。其中,长期借款主要是指企业从银行取得的期限在一年以上的借款,应付债券是指企业公开发行债券所得的融资。此外,长期负债还包括长期应付款、专项应付款、租赁负债等科目,本文将其统一归为其他长期负债。基于此,本文进一步将长期负债率分为长期借款率(*Loan*)、应付债券率(*Bond*)和其他长期负债率(*Other*),以探究金融审判庭对于不同融资来源的异质性影响。结果显示,金融审判庭设立提高企业长期负债率的主要驱动因素是企业长期借款的增加。

(2)地区环境异质性。前文回归结果表明,金融审判庭设立后企业长期负债率上升主要来源于长期借款的增加(即银行长期贷款的增加)。现有文献表明,银行竞争是影响银行贷款决策的重要因素(马君潞等,2013;刘莉亚等,2017)。具体来说,银行竞争度对于银行长期贷款有两方面的效

① 异质性分析结果参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

应。一方面是“客户争夺效应”,即银行竞争的加剧使得其对于客户的争夺更加激烈,银行更加倾向于发放长期贷款争夺客户。此时,银行竞争度的上升表现为银行贷款期限的延长。另一方面是“代理成本效应”,即银行竞争的加剧使得银行市场力量下降,从而降低贷款利率与银行绩效,而借款人融资成本下降,期望收益增加,从而增加了可支配现金流。当银行意识到代理成本上升时,便会用短期贷款代替长期贷款。此时,银行竞争度的上升表现为银行贷款期限的缩短。综合看,银行竞争对于银行贷款期限究竟是延长还是缩短取决于上述两种效应的大小。同时,在法律制度更好的地方,“客户争夺效应”越强、“代理成本效应”越弱(马君潞等,2013),即表现为银行竞争程度的上升会导致银行贷款期限的增加。金融审判庭设立即法律制度的优化,其设立后,银行竞争“客户争夺效应”会起主导作用,并且在银行竞争更大的地区,这种“客户争夺效应”也更强。因此,金融审判庭对于企业长期负债的促进作用应该在银行竞争程度越大的地方越强。关于地区层面银行竞争的度量指标,本文参照姜付秀等(2019)构建如下指标:①地区银行业赫芬达尔—赫希曼指数(*HHI*);②地区银行业集中度(*CR*)。结果显示,金融审判庭设立提高企业长期负债率的作用存在地区间的差异,地区银行竞争程度越强,金融审判庭的影响越大。

(3)改革方式异质性。金融审判庭是金融法治建设的一种重要模式,但并不是唯一的模式。事实上,部分法院在专业化审判机构建设的过程中会采用合议庭的方式推进,即金融合议庭也是一种可行的方式。金融审判庭设立往往要求配备独立编制、人员、办公场所等;金融合议庭基于现有审判资源,在金融案件审判时采用临时合议庭的方式审理,建设成本相对较低。因此,若金融合议庭能够发挥与金融审判庭类似的作用,那么金融合议庭显然是一种更优的选择。基于此逻辑,本文进一步对比金融审判庭和金融合议庭这两种改革方式的异质性影响。具体来说,为了更加干净地比较金融审判庭与金融合议庭的效果差异,本文将样本分为三类:①样本期内所在城市从未设立上述两种审判机构的企业(对照组);②样本期内所在城市设立了金融审判庭的企业(处理组1);③样本期内所在城市设立了金融合议庭的企业(处理组2)。之后,将两类处理组与对照组分别组成样本进行回归,保证金融审判庭与金融合议庭有相同对照组。结果显示,金融审判庭设立(*FinCourt1*)能够显著提升企业长期负债率,而金融合议庭设立(*FinCourt2*)对企业长期负债率没有显著影响。原因可能在于,专业化金融审判庭相比于合议庭更有可能形成金融案件审判和执行的专业化流程,从而更好地保护金融机构与金融投资者的合法权益,对实体经济的影响也更大。

2. 进一步讨论^①

(1)对企业负债规模、结构和成本的影响。前文分析中的核心指标是企业长期负债率。然而,金融审判庭除了会影响企业长期负债率之外,还可能对企业负债规模、结构和成本产生影响。理论上讲,金融审判庭增强了对债权人的保护,增加了长期负债的供给,但这一效应也可能会对其他负债供给产生影响。例如,作为替代性融资的重要组成部分,长期负债增加可能会导致经营性负债等短期无息负债减少。此外,长期负债的增加还可能对企业的短期借款产生影响,进而引发企业负债规模和结构的变化。因此,金融审判庭设立对于企业负债规模和结构的影响需要进一步实证检验。在负债成本方面,金融审判庭设立所带来的债权人保护增强会降低信用风险溢价,从而降低债务成本,但债务期限的延长会提高信用风险溢价,从而提高债务成本。在上述两种机制的作用下,金融审判庭设立对于负债成本的影响并不确定,需要进一步实证检验。具体来说,本文采用资产负债率(*Lev*)度量企业负债规模;采用有息负债率(*ILev*)和非流动负债率(*iLiquidLev*)度量企业负债结构;采

^① 进一步讨论结果参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

用利息支出和有息负债的比例(*Cost*)度量企业负债成本,其中,有息负债包括短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券以及长期应付款。结果显示,金融审判庭设立后企业的负债规模和成本并未发生显著变化,但负债结构发生明显变化,表现为企业有息负债率显著上升(相应地,无息负债率下降)、非流动负债率显著上升(相应地,流动负债率下降)。

(2)对企业“短债长用”的影响。前文分析中指出,中国企业的“短债长用”(投融资期限错配)并非企业自身的主动选择,而是与金融体系的长期债务供给短缺有关。金融审判庭设立后,债权人保护增强,提高了债权人供给长期债务的意愿,也提高了企业长期负债率,进而会显著缓解企业的“短债长用”水平。为验证这一逻辑,参照现有文献,本文采用两种方式度量企业“短债长用”水平:①参照刘晓光和刘元春(2019),采用企业短期负债比例(短期负债/总负债)与短期资产比例(短期资产/总资产)之差(*SDLA*)度量企业的“短债长用”水平;②参照Bleakley and Cowan(2010),采用投资—流动负债敞口敏感度框架度量企业的“短债长用”水平,其中,投资的度量方式为企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金占总资产的比例,流动负债敞口为流动负债与流动资产之差占总资产的比例(*Exposure*)。上述敏感度框架的直观含义为,企业的“短债长用”水平越高,企业的投资越依赖于流动负债,投资与流动负债敞口的敏感性(正向关系)越强,企业“短债长用”水平的下降即表现为投资—流动负债敞口敏感性的减弱。结果显示,金融审判庭设立降低了企业“短债长用”水平。

(3)对企业长期投资的影响。在财务期限匹配的原则下,债务期限长期化应该会引致投资期限长期化,即长期投资规模的增加。具体来说,当金融体系中的长期债务供给不足时,部分长期投资项目会因为无法获取期限与之匹配的长期债务而被放弃,从而导致企业长期投资不足。因此,理论上讲,长期债务的增加能够弥补上述长期融资的缺口,进而提高企业的长期投资规模。本文采用企业总长期投资规模(*Invest*,企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金除以总资产)、企业新增长期投资规模(*InvestN*,企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减去处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金除以总资产)度量企业的长期投资规模。结果表明,金融审判庭设立的确通过影响企业长期负债促进了企业长期投资的增加,对实体经济有着显著的正向影响。

七、结论与政策启示

债务是经济发展的重要动力,长期债务的充分供给保证了企业有稳定的长期融资来源,对企业成长和实体经济健康发展尤为重要。然而,中国企业长期负债率偏低、“短债长用”问题长期且普遍存在,不仅阻碍了企业的长期投资,而且也使得企业面临较高的财务风险。如何提高长期债务供给、促进经济高质量发展是亟须回答的重要问题。本文从金融法治的视角出发,借助各地中级人民法院金融审判庭设立的自然实验,对这一问题进行了充分回答。研究发现,金融审判庭设立提高了企业长期负债率,且这一结论在经过一系列的内生性和稳健性检验后依然成立。影响机制分析表明,金融审判庭设立可以通过提升金融司法审判效率来降低债权人的维权成本,还可以通过增强金融司法执行效果来提高债权回收率,进而提高债权人的长期债务供给意愿、提升企业长期负债率。除了上述司法途径外,金融审判庭还可以通过对金融案件的审判来改善市场的信息披露环境、降低企业和债权人之间的信息不对称,进而提升企业长期负债率。异质性分析发现,企业长期负债率的提升主要来自长期借款的增加,金融审判庭设立对企业长期负债率的影响在银行竞争程度更强的

地区更大。从改革方式异质性看,金融审判庭设立对长期负债率的影响要显著强于金融合议庭。进一步,金融审判庭设立对企业负债端的影响主要体现在负债结构上,对负债规模和成本并无显著影响。经济后果分析发现,金融审判庭设立降低了企业“短债长用”水平,并最终提高了企业长期投资规模,对实体经济产生了正向影响。

本文的研究揭示了金融法治建设在支持实体经济发展方面的重要作用,其核心逻辑为:金融审判庭设立通过加强债权人保护,提升债权人供给长期债务的意愿,进而提升企业长期负债率,缓解了企业“短债长用”问题,最终提高企业长期投资规模。本文的研究结论增进了对中国企业长期负债水平偏低这一现象形成背后制度成因的理解,同时对中国未来金融法治体系完善、企业债务期限结构优化和金融更好地支持实体经济具有重要的政策启示。具体来说,政策启示如下:

(1)进一步推广金融审判庭,助力金融支持实体经济。2023年中央金融工作会议提出要加强金融法治建设,但在司法领域,关于是否有必要、有多大必要推进金融审判专业化建设并无充分的研究证据来支持。本文的研究结果表明,金融审判庭设立显著提高了企业长期债务融资水平,对实体经济的发展提供了很好的支持作用。因此,各地法院未来可以通过设立专业化金融审判机构来提高金融体系对于当地企业和实体经济的支持程度,促进实体经济高质量发展。此外,关于如何推进金融审判专业化建设这一问题目前并无定论。本文对比了不同专业化金融司法模式——金融审判庭与金融合议庭的效果差异,结果发现,从成本收益角度看,金融合议庭建设虽成本较低,但未发现其能够产生显著经济影响;相比之下,金融审判庭建设成本虽高于金融合议庭,但其能对企业产生显著经济影响,综合看是当前更优的选择。因此,从改革方式看,可以将金融审判庭作为今后一段时间完善金融法治体系主要的推进方式。此外,在金融审判庭推进的次序上,需要结合现实需求,先在金融案件较多和金融业较为发达的地区推广金融审判庭,再逐步推广至全国其他地区。

(2)提升重点金融案件审判执行质效,加强金融机构与金融投资者司法保护。从影响机理分析的结果可以看出,金融审判庭主要通过影响金融案件的审判效率与执行效果来产生经济影响。因此,在设立金融审判庭的基础上,更要重视金融案件审判与执行质效的提升。具体来说,与金融机构和金融投资者权益保护最为相关的案件类型包括金融借款合同违约、债券违约和证券虚假陈述三类诉讼。对于上述三类诉讼,重点是提升其审判效率。进一步探索金融案件“繁简分流、轻重分离、快慢分道”的工作模式,完善小额诉讼与简易程序,加快金融案件审理速度。此外,在金融审判中进一步引入数字技术,通过类案批量智能审理等方式降低金融机构与金融投资者维权的时间成本。对于金融借款合同违约案件和债券违约类案件,加大对相关财产的执行力度。进一步完善法院执行查控系统建设,结合第三方系统查询被执行人的工商、税务、不动产等执行信息,拓展执行线索信息集。加强网络司法拍卖的平台建设、完善司法执行资产评估体系,最大程度提升债权的回收率。对于证券虚假陈述类案件,加强对于虚假陈述企业和相关市场中介机构的审判力度。推动金融审判庭与金融机构、高校和科研院所等合作开发科学计算投资者损失的模型,并在此基础上合理确定虚假陈述行为的民事赔偿金额,提高企业与市场中介机构通过欺诈发行和财务造假等行为侵犯债权人的成本,进一步优化资本市场的信息披露环境。

(3)优化金融环境与金融结构,更好发挥金融司法功能。从异质性分析的结果可以看出,金融审判庭的作用在银行竞争更强的地区更显著,表明金融业竞争环境有利于金融司法功能更好地发挥作用。因此,要重视金融业公平竞争环境建设。对于商业银行来说,进一步推进银行业市场化改革,通过降低银行业准入门槛、放宽银行分支机构设置限制、扩大银行业对外开放等方式

提升银行业整体良性竞争水平。同时,通过引入战略投资者、补充资本金等方式强化地方性商业银行竞争力,优化全国性银行和地方性银行的竞争结构,使其分别发挥自身优势、服务各自具有比较优势的客户群体,进而提升各类企业的长期负债水平。此外,本文研究结果表明,企业长期负债率上升主要来自长期借款的增加,而公司债券作为一种更加依赖于司法保护的长期融资工具却并未增加,这也从侧面反映了中国债券市场发展不充分。因此,要进一步深化债券注册制改革,强化债券发行人信息披露要求,提升债券投资者保护水平,完善债券违约风险处置机制,从投资和融资两端共同促进债券市场发展壮大,提升企业债券融资的可得性和便利性,实现金融法治体系和金融结构的同步优化,从而更好地发挥金融司法对于企业融资和实体经济高质量发展的支持作用。

需要说明的是,尽管本文通过较为丰富的实证研究揭示了金融审判庭对于企业长期债务融资的影响,但由于司法案件层面数据获取困难,本文尚未提供关于金融审判庭影响金融案件审判与执行的直接证据。后续研究可以进一步挖掘裁判文书数据来提供更加微观和细致的经验证据。此外,除债权类案件外,金融审判庭还管辖股权类相关案件。因此,未来可进一步拓展研究视角,探究金融审判庭对于企业股权融资等其他方面的经济影响。

〔参考文献〕

- [1]白云霞,邱穆青,李伟.投融资期限错配及其制度解释——来自中美两国金融市场的比较[J].中国工业经济,2016,(7):23-39.
- [2]鲍彩慧,王珊.金融司法专门化的证成与推进[A].赵红.金融审判前沿(第1辑)[C].北京:法律出版社,2020.
- [3]蔡贵龙,张亚楠,徐悦,卢锐.投资者—上市公司互动与资本市场资源配置效率——基于权益资本成本的经验证据[J].管理世界,2022,(8):199-217.
- [4]陈运森,袁薇,李哲.监管型小股东行权的有效性研究:基于投服中心的经验证据[J].管理世界,2021,(6):142-158.
- [5]何慧华,方军雄.监管型小股东的治理效应:基于财务重述的证据[J].管理世界,2021,(12):176-195.
- [6]姜付秀,蔡文婧,蔡欣妮,李行天.银行竞争的微观效应:来自融资约束的经验证据[J].经济研究,2019,(6):72-88.
- [7]赖黎,唐芸茜,夏晓兰,马永强.董事高管责任保险降低了企业风险吗?——基于短贷长投和信贷获取的视角[J].管理世界,2019,(10):160-171.
- [8]李逸飞,李茂林,李静.银行金融科技、信贷配置与企业短债长用[J].中国工业经济,2022,(10):137-154.
- [9]李增福,陈俊杰,连玉君,李铭杰.经济政策不确定性与企业短债长用[J].管理世界,2022,(1):77-89.
- [10]刘冲,曾琪,刘莉亚.金融强监管、存贷长期化与企业短债长用[J].经济研究,2023,(10):75-92.
- [11]刘贯春,程飞阳,姚守宇,张军.地方政府债务治理与企业投融资期限错配改善[J].管理世界,2022,(11):71-89.
- [12]刘莉亚,余晶晶,杨金强,朱小能.竞争之于银行信贷结构调整是双刃剑吗?——中国利率市场化进程的微观证据[J].经济研究,2017,(5):131-145.
- [13]刘晓光,刘元春.杠杆率、短债长用与企业表现[J].经济研究,2019,(7):127-141.
- [14]鲁篱.论金融司法与金融监管协同治理机制[J].中国法学,2021,(2):189-206.
- [15]马君潞,郭牧炫,李泽广.银行竞争、代理成本与借款期限结构——来自中国上市公司的经验证据[J].金融研究,2013,(4):71-84.
- [16]潘越,纪翔阁,宁博,陈怡萍.破产审判改革、财政减负与企业降税[J].世界经济,2023,(1):192-215.
- [17]孙铮,刘凤委,李增泉.市场化程度、政府干预与企业债务期限结构——来自我国上市公司的经验证据[J].经

- 济研究, 2005, (5): 52-63.
- [18]王红建, 杨笋, 阮刚铭, 曹瑜强. 放松利率管制、过度负债与债务期限结构[J]. 金融研究, 2018, (2): 100-117.
- [19]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, (10): 173-190.
- [20]钟凯, 程小可, 张伟华. 货币政策适度水平与企业“短贷长投”之谜[J]. 管理世界, 2016, (3): 87-98.
- [21]Aghion, P., and P. Bolton. An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting[J]. *Review of Economic Studies*, 1992, 59(3): 473-494.
- [22]Armstrong, C. S., W. R. Guay, and J. P. Weber. The Role of Information and Financial Reporting in Corporate Governance and Debt Contracting[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 50(2-3): 179-234.
- [23]Bharath, S. T., S. Dahiya, A. Saunders, and A. Srinivasan. Lending Relationships and Loan Contract Terms[J]. *Review of Financial Studies*, 2011, 24(4): 1141-1203.
- [24]Bhattacharya, N., F. Ecker, P. M. Olsson, and K. Schipper. Direct and Mediated Associations Among Earnings Quality, Information Asymmetry, and the Cost of Equity[J]. *Accounting Review*, 2012, 87(2): 449-482.
- [25]Bleakley, H., and K. Cowan. Maturity Mismatch and Financial Crises: Evidence from Emerging Market Corporations[J]. *Journal of Development Economics*, 2010, 93(2): 189-205.
- [26]Demirgüç-Kunt, A., and V. Maksimovic. Institutions, Financial Markets, and Firm Debt Maturity[J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, 54(3): 295-336.
- [27]Diamond, D. W. Presidential Address, Committing to Commit: Short-Term Debt When Enforcement Is Costly[J]. *Journal of Finance*, 2004, 59(4): 1447-1479.
- [28]Ericsson, J., and O. Renault. Liquidity and Credit Risk[J]. *Journal of Finance*, 2006, 61(5): 2219-2250.
- [29]Fabbri, D., and M. Padula. Does Poor Legal Enforcement Make Households Credit-Constrained[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2004, 28(10): 2369-2397.
- [30]Fan, J. P. H., S. Titman, and G. Twite. An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2012, 47(1): 23-56.
- [31]Flannery, M. J. Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice[J]. *Journal of Finance*, 1986, 41(1): 19-37.
- [32]Hart, O., and J. Moore. A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109(4): 841-879.
- [33]He, Z., and W. Xiong. Rollover Risk and Credit Risk[J]. *Journal of Finance*, 2012, 67(2): 391-430.
- [34]Iverson, B. Get in Line: Chapter 11 Restructuring in Crowded Bankruptcy Courts[J]. *Management Science*, 2018, 64(11): 5370-5394.
- [35]Jappelli, T., M. Pagano, and M. Bianco. Courts and Banks: Effects of Judicial Enforcement on Credit Markets[J]. *Journal of Money, Credit and Banking*, 2005, 37(2): 223-244.
- [36]Li, B., and J. Ponticelli. Going Bankrupt in China[J]. *Review of Finance*, 2022, 26(3): 449-486.
- [37]Müller, K. Busy Bankruptcy Courts and the Cost of Credit[J]. *Journal of Financial Economics*, 2022, 143(2): 824-845.
- [38]Pagano, M., and T. Jappelli. Information Sharing in Credit Markets[J]. *Journal of Finance*, 1993, 48(5): 1693-1718.
- [39]Stiglitz, J. E., and A. Weiss. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information[J]. *American Economic Review*, 1981, 71(3): 393-410.
- [40]Visaria, S. Legal Reform and Loan Repayment: The Microeconomic Impact of Debt Recovery Tribunals in India[J]. *American Economic Journal: Applied Economics*, 2009, 1(3): 59-81.

How Does Financial Rule of Law Construction Support the Real Economy: From the Perspective of Long-Term Debt Financing

LI Jian-jun, FAN Zhi-hao

(School of Finance, Central University of Finance and Economics)

Abstract: Debt plays a crucial role in the development of the real economy, while long-term debt is directly linked to long-term capital formation and is the driver for capital accumulation and economic growth. However, compared with firms in major economies around the world, the long-term debt ratio of Chinese firms is significantly lower, which leads to the problem of short-term debt for long-term use that constrains Chinese firms' development. In this context, it is important to understand the causes of Chinese firms' low long-term debt ratio, and optimize the institutional design to adjust the debt maturity structure of Chinese firms, which is crucial for China's high-quality economic development.

The lack of long-term debt of Chinese firms is a long-lasting phenomenon. Compared to short-term policies, institutional reason is more accountable for its formation. Therefore, the more essential solution to improve the long-term debt financing of firms is the institutional reform in China's financial system, such as the improvement of the financial rule of law system. However, existing literature has not fully assessed how the financial rule of law construction affects firms' debt maturity structure. Whether, to what extent, and through which channel the financial rule of law construction will affect firms' long-term debt financing? This question remains to be examined.

To answer this question, this paper uses the data of A-share listed companies from 2007 to 2022 and empirically explores the relationship between financial rule of law construction and corporate debt financing by taking the establishment of financial tribunals in China's local courts as a natural experiment. This paper finds that the establishment of financial tribunals can significantly increase the long-term debt ratio of firms. Improving the efficiency of judicial trial and enforcement of financial cases and reducing the information asymmetry between enterprises and creditors are important mechanisms. Meanwhile, the above effect is mainly driven by the increase in firms' long-term loan ratio and is more significant in regions with stronger bank competition. A comparison of different reform types reveals that the effect of financial tribunals is significantly stronger than that of financial collegial bench. In addition, the financial tribunals mainly affect firms' debt maturity structure and have no significant effect on the volume and cost of firms' debt financing. Further analysis shows that the establishment of financial tribunals significantly reduces firms' short-term debt for long-term use, and increases firms' long-term investment.

The contributions of this paper are as follows. Firstly, this paper expands the boundaries of existing law and finance literature. Based on China's unique institutional background, this paper explores the impact of financial tribunals on the real economy for the first time. Secondly, this paper enriches research on the maturity structure of corporate debt and the factors affecting firms' short-term debt for long-term use. This paper provides new explanations for the causes of firms' low long-term debt ratio from the institutional perspective. Thirdly, the findings of this paper provide policy insights for the improvement of China's financial rule of law system and how to make finance serve the real economy better in the future.

Keywords: financial rule of law; financial tribunal; long-term debt financing; real economy

JEL Classification: G31 G32 K40

[责任编辑:崔志新]