

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.20240827.201

司法专业化改革与企业短贷长投

——来自破产法庭设立的证据

甄玉晗

(中国财政科学研究院, 北京 100142)

摘要: 本文利用2019年开始我国各地设立破产法庭作为准自然实验, 实证考察司法专业化改革对企业短贷长投的影响。研究发现, 破产法庭设立显著降低企业的短贷长投程度。具体来看, 破产法庭设立通过降低企业的债务偿还风险, 使企业更容易获得长期借款, 从而降低短贷长投。同时, 该改革还通过提高企业面临的控制权转移风险, 以及缓解股东与债权人之间的代理冲突, 减少了企业的过度投资, 最终降低短贷长投。异质性分析发现, 破产法庭设立对企业短贷长投的负向影响主要存在于地区法治环境好、行业竞争不激烈、企业破产风险大、非国有企业的样本。经济后果表明, 破产法庭设立通过降低企业短贷长投进一步促进了企业创新, 尤其是提升了创新质量而非创新数量。本文为司法专业化改革带来的经济效益提供了实证证据, 也为理解和减少企业短贷长投现象的发生提供了新的视角。

关键词: 司法专业化改革; 短贷长投; 长期借款; 过度投资; 企业创新

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2025)01-0054-16

一、引言

党的二十大指出, 构建高水平社会主义市场经济体制需要“完善产权保护、市场准入、公平竞争、社会信用等市场经济基础制度, 优化营商环境”。营商环境不仅反映了一个地区的软实力和核心竞争力, 而且对于激发市场活力和推动经济社会高质量发展起着关键作用。根据世界银行2019年发布的《营商环境报告》, 我国的营商环境在全球190个经济体中位列第46位, 较2017年上升32位, 较2013年上升50位, 凸显了我国在优化营商环境方面的进步。然而, 在“办理破产”这一具体的指标评价中, 我国的排名从2018年的第56位下降到第61位, 这表明我国在破产审判效率方面仍有改进空间。破产制度是完善企业退出机制, 优化资源要素重新配置, 促进市场经济健康发展的重要安排。尽管2007年开始实施的《企业破产法》为我国破产制度提供了法律基础, 但破产程序耗时长、重整和清算机制不健全、司法队伍专业化水平低等因素制约着司法实践效果, 进而难以有效地保护债权人权益。为提升破产审判的司法效率, 自2014年起, 最

收稿日期: 2024-02-07

作者简介: 甄玉晗(1995—), 女, 中国财政科学研究院博士研究生(通信作者, graduatezhen2018@163.com)。

高人民法院开始推行司法专业化改革,探索集中管辖和专业审理破产案件的模式,并在全国范围内逐步建立了归属于民事审判庭的清算与破产审判庭(胡诗阳等,2023),这一审判组织在保护债权人权益方面取得了积极成效(许年行等,2023)。此后,为进一步增强破产审判工作的专业性和独立性,自2019年起我国开始设立破产法庭来专门审理破产案件^①。这一举措不仅加强了破产审判在保护债权人权益、清理“僵尸”企业和优化营商环境等方面的作用,也标志着我国审判体系朝着更加专业化和独立化的方向发展。学者们也开始关注司法专业化改革的实际效果,并提供了相应的经验证据。例如,Li和Ponticelli(2022)的研究指出,相比于常规民事审判庭,专门审理破产案件的审判机构在案件处理时间上缩短了36%。其他研究发现,破产法庭设立可以降低地方性商业银行风险(胡诗阳等,2023)、减少企业债券信用利差(王永钦和薛笑阳,2022)、加速企业资本结构动态调整(李晓溪和饶品贵,2022)。然而,鲜有研究基于短贷长投这一投融资期限配置决策来探讨破产法庭设立的微观企业效应。破产法庭设立作为我国司法专业化改革的重要一环,厘清其实体经济效应及作用机制,对于促进资源有效配置、深化供给侧结构性改革,进而推动经济高质量发展具有重要意义。

企业采用短期借款来支持长期投资的决策,即所谓的短贷长投现象,与传统的期限匹配理论不符,但在我国上市公司中普遍存在(白云霞等,2016),并引起了学术界和实务界的广泛关注。该现象的出现源于多种驱动因素,包括宏观经济政策变动、市场竞争加剧、短期融资的成本特征等(叶志伟等,2023)。已有研究表明,短贷长投可能会产生诸多风险,如加剧企业经营风险(刘晓光和刘元春,2019)、影响企业绩效表现(钟凯等,2016),甚至导致企业陷入财务困境(白云霞等,2016),进而诱发系统性金融风险(李增福等,2022)。由此,大量文献从如何提升企业长期借款可得性入手,如提高货币适度水平(钟凯等,2016)、放松利率管制(王红建等,2018)、推动产融结合(马红等,2018)等。然而,这些研究忽略了银行不愿意提供长期信贷的一个重要原因是,对企业债务偿还能力的担忧。在此背景下,破产法庭设立通过加快破产案件的审理速度和提升破产重整的成功率(胡诗阳等,2023),保护了债权人利益。这一改革大大减少了企业因未来不确定性而面临的债务偿还风险,从而减轻了银行的信贷风险,提高银行向企业提供长期资金的意愿。本文认为,一方面,破产法庭设立通过降低企业的债务偿还风险,使企业获得更多长期借款,从而降低短贷长投程度;另一方面,破产法庭设立增加了财务困境企业面临的控制权转移风险,促使管理层减少过度投资以降低该风险。同时,它也有助于缓解股东与债权人之间的代理冲突,减少企业的过度投资行为,最终降低短贷长投。

本文利用2016—2022年我国A股非金融上市公司为研究样本,实证检验破产法庭设立对企业短贷长投的影响。研究发现,破产法庭设立显著降低了企业短贷长投程度。经过平行趋势、安慰剂、预期效应、倾向得分匹配、改变聚类维度、加入高维固定效应、使用工具变量、剔除部分样本、替换变量和异质性—稳健估计等稳健性检验后,结论仍然成立。作用机制检验发现,破产法庭设立通过降低企业的债务偿还风险,获得了更多长期借款。同时,破产法庭设立通过增加财务困境企业面临的控制权转移风险以及降低股东与债权人之间的代理成本,减少了企业的过度投资。异质性分析发现,破产法庭设立对企业短贷长投的负向影响主要存在于地区法治环境好、行业竞争不激烈、企业破产风险大、非国有企业中。破产法庭设立通过降低企业短贷长投进一步促进了企业创新,而且创新质量显著增加,但创新数量并无显著变化。

本文研究贡献主要体现在三个方面。第一,通过聚焦于破产法庭设立这一司法专业化改

^①“由于编制不够独立、人员队伍不够稳定,破产审判庭难以完全满足破产审判工作需要,破产法庭的成立将促进破产审判团队的建设,提高破产案件审理的专业化水准,也将更好发挥破产审判服务供给侧结构性改革和优化营商环境的作用。”《光明日报》,2019年1月31日,第10版。

革,深化了对债权人保护如何影响企业投融资行为的理解。先前研究从立法角度探讨,发现破产法和物权法的改革通过增强债权人保护,有助于降低企业债务融资成本(钱雪松等,2019)以及促进企业创新(姜军等,2017)。近期研究开始关注司法实践,发现司法独立性改革会促进企业的投资和创新(Lai等,2023)。在司法专业化改革方面,现有研究主要考察了破产法庭设立对地区内僵尸企业处置(Li和Ponticelli,2022)、企业资本结构动态调整(李晓溪和饶品贵,2022)以及债券信用利差(王永钦和薛笑阳,2022)的影响。本文通过探究破产法庭设立对企业短贷长投行为的影响,进一步拓展了债权人保护在企业投融资决策中的作用,为司法专业化改革的深入研究提供了新的视角。第二,丰富了短贷长投影响因素的研究。现有研究已经发现了多种影响短贷长投的因素,如金融市场结构(肖继辉和李辉煌,2019)、产融结合(马红等,2018)、国地税合并政策(叶永卫等,2022)以及企业内部治理(赖黎等,2019)等,但这些研究未考虑司法改革的影响。本文发现破产法庭设立能够促使企业获得更多长期借款,减少过度投资,从而降低短贷长投。第三,本文结论具有一定的政策含义。通过考察破产法庭设立对企业短贷长投的影响,丰富了破产法庭设立效果的政策评估,也揭示了提升司法专业化水平对于完善破产制度和优化企业投融资行为的重要性,为司法专业化改革的实体经济效应提供新的证据。

二、文献综述

(一)债权人保护与企业投融资行为

在理想的无摩擦经济周期模型中,企业的投资决策被假定为独立于资金的来源,即外部融资的减少并不会影响企业的投资行为(Williamson,1987)。然而,在现实世界中,由于信息不对称、高昂的交易成本,以及不确定的法律和监管环境等市场摩擦因素的存在,信贷资源的有效流通和配置效率受到阻碍,导致企业投资活动的波动性加剧。债权人保护机制是减少信贷市场摩擦的关键,而法律制度则是影响债权人保护水平进而作用于信贷市场发展的重要因素(La Porta等,1997)。Mann(2018)的研究表明,加强债权人保护的抵押法改革能够降低债权人在企业破产后面临的诉讼成本,进而使企业能够以较低成本获取更多的债务资金。国内的研究发现,破产法改革和物权法改革加强了对债权人的保护,降低了企业获取债务资金的成本(钱雪松和方胜,2017),从而促进了企业创新(姜军等,2017;王靖宇和张宏亮,2020)。然而,在转型经济体中,司法质量对经济发展的影响往往比书面法律制度本身更为重要(Safavian和Sharma,2007;Ponticelli和Alencar,2016)。因此,除了强化立法外,还需要提高司法效率,从而真正地减少市场摩擦,促进信贷资源的高效分配和企业投资活动的稳定增长。研究发现,司法独立性改革,如地方法院人财物省级统管改革和巡回法庭的设立,增强了债权人保护,使企业能更容易获得债务融资,进而促进企业的投资和创新(黄俊等,2021;Lai等,2023)。对债权人而言,司法独立性改革提供了一个更公平、更透明的司法环境,减少了地方保护主义对债权实现的干扰。尽管如此,实践中仍面临专业性不足和执行效率低的问题,破产法庭的设立作为一项司法专业化改革,有望进一步提升债权人保护水平。胡诗阳等(2023)从债权人视角发现,破产法庭设立通过减少企业破产的时间成本和提高破产重整成功率,提升了债权人保护水平,降低了银行风险,进而促使银行提供更多的信用贷款。此外,破产法庭设立还通过提高抵押品的可获得性和降低其不确定性,减少了当地企业的债券信用利差(王永钦和薛笑阳,2022)。李晓溪和饶品贵(2022)从企业的角度出发,发现破产法庭设立通过降低债权人的破产诉讼成本,迫使企业调整其资本结构。

可见,债权人保护通过优化信贷资源配置和降低企业债务融资成本,为企业投资活动提供了稳定的外部环境。值得注意的是,有效的债权人保护离不开完备的法律制度及其高效的司法

实践,就本文所考察的破产法庭设立而言,其是否能够通过加强债权人保护来积极影响企业的短贷长投程度?其政策效应和作用机制尚待进一步实证验证。

(二)短贷长投的影响因素研究

现有短贷长投的研究认为,由于短贷长投会使公司面临经营风险、陷入财务困境(白云霞等,2016),最终降低企业业绩(钟凯等,2016),因此,探究短贷长投的成因以及如何缓解这一激进的投融资决策成为学术界研究的重点。从外部环境来看,金融市场结构不完备、紧缩性货币政策、法律制度不完善是导致银行不愿意提供长期信贷的制度性因素(钟凯等,2016)。此外,李增福等(2022)发现,经济政策不确定性会加大银行和企业之间的信息不对称,使银行更倾向于提供短期贷款。反之,适度水平的货币政策(钟凯等,2016)、利率市场化(王红军等,2018)、产融结合(马红等,2018)、银行竞争(肖继辉和李辉煌,2019)会促使银行提供与企业投资活动相匹配的信贷支持,降低企业的短贷长投。张新民和叶志伟(2021)从非正式制度的角度指出,社会信任能够缓解银行对企业风险的担忧,提供更多长期贷款,降低企业短贷长投程度。在政策方面,汪伟和张少辉(2022)以及叶永卫等(2022)的研究表明,《社会保险法》的实施和国地税合并,通过增加企业用工成本和实际税负,减少了企业的自由现金流,从而促使企业减少投资,降低短贷长投程度。类似地,谢雁翔等(2022)发现,增值税留抵退税政策通过增加企业内部现金流,有助于缓解短贷长投问题。从内部特征来看,融资维度的研究表明,董事高管责任保险(赖黎等,2019)、控股股东股权质押(王百强等,2021)会增加银行的风险感知,导致企业长期借款减少,加剧企业的短贷长投程度。而较高的内部控制质量能够降低银行与企业之间的信息不对称,增强银行提供长期贷款的意愿(罗宏等,2021)。在投资维度上,进攻型企业(叶志伟等,2023)、过度自信的管理层(孙凤娥,2019)会有较高的长期投资需求,可能会利用短期借款进行长期投资,加剧企业经营风险。李增福和陈嘉滢(2023)发现,ESG表现好的企业更容易获得长期资金支持,也会减少过度投资,降低企业的短贷长投程度。

综上所述,既有研究为理解企业短贷长投的动因和应对措施提供了有益帮助,大多数研究认为外部的制度环境和政策制度是降低企业短贷长投的有效手段,但对破产法庭设立这一司法专业化改革的关注不足。这些研究聚焦影响债权人长期信贷供给或企业过度投资行为的单一方面。本文认为,破产法庭设立不仅鼓励债权人提供更多的长期贷款,还有效抑制企业的过度投资行为,对于改善企业的短贷长投状况起到积极作用。因此,有必要通过实证研究破产法庭设立对企业短贷长投的影响,为政策制定者和企业管理者如何降低短贷长投提供依据。

三、制度背景与理论分析

(一)制度背景

2018年,中共中央全面深化改革委员会通过《加快完善市场主体退出制度改革方案》,为司法专业化改革的顶层设计提供了清晰的蓝图。2019年1月,深圳市中级人民法院率先在全国成立专门审理该地区内企业破产案件的破产法庭,此后北京、上海等地也相继设立了破产法庭,到2022年底,全国共有17家破产法庭。这些专门法庭通过配备专业破产法官和优化破产审判程序,不仅提高了司法效率,而且显著增强了对债权人的保护,具体表现在两个方面。第一,破产法庭作为中级人民法院内的独立机构,有效削弱了地方保护主义的干扰并提升了审判效率。与此同时,具备充分专业能力的破产法官也加速了破产案件的审理速度。这些措施的结合,显著降低了债权人对企业提出破产诉讼的成本。第二,通过引入预重整制度和府院联动机制,破产法庭为陷入困境的企业提供了避免破产的途径,以及在破产重整过程中恢复经营的可能,

从而在一定程度上减少了企业的债务偿还风险。例如,2021年10月,北京市第一中级人民法院的破产法庭受理了华谊嘉信公司的重整案件。该破产法庭在短短49天内完成了案件的审判流程,并在随后的15天内实施了重整计划,极大缩短了企业救助周期。而且,还为公司引入了超8亿元的偿债资源和运营资金,成功化解超过12亿元的企业债务。此外,职工债权和税款债权得到了全额清偿,展现了破产法庭在债权人保护方面的积极作用^①。重整后的华谊嘉信公司已被深交所撤销退市风险警示及其他风险警示,恢复了正常运营。再如,2024年2月,上海第三中级人民法院发布的《上海破产法庭五周年工作概况》指出,2023年破产案件的平均审理天数较2022年减少了100天。在这五年中,破产法庭重整成功了43件案例,达成和解71件,累计盘活资产312.4亿元。通过破产清算程序,共清理31000余户债权人的3554亿元债权,处理价值257.9亿元的沉淀资产,有效解决1万余件的执行积案^②。这些实际成果凸显了破产法庭在加快审理周期和提升司法效率方面的显著成效,优化了债权人保护机制和破产制度效果。

(二)理论分析

在研究破产法庭设立对企业短贷长投的影响时,可以从融资和投资两个维度进行深入探讨。在融资维度上,破产法庭设立通过缩短破产案件的审判时长以及提升企业破产重整的成功率,有效降低了破产案件处理过程中的不确定性。这种不确定性的减少显著提升债权回收率,进而降低银行面临的信贷风险。因此,银行更倾向于提供长期贷款,减少企业对短期借款的依赖,有助于缓解短贷长投的问题。在投资维度上,破产法庭设立通过提高破产案件的处理效率,降低了银行启动破产诉讼的成本,同时加快了财务困境企业进入破产重整或清算的进程。这使管理层更清楚地意识到,一旦高风险投资项目失败,不仅会加剧企业的财务风险,还可能触发破产程序,进而可能面临丧失企业控制权的风险。由此,破产法庭设立促使管理层在进行长期投资决策时更加谨慎,以避免过度投资。简言之,破产法庭设立有助于企业获得更多长期借款,减少过度投资,从而改善企业的融资结构并调整其投资策略,降低企业的短贷长投程度。

第一,破产法庭设立减少了企业的债务偿还风险,进而增加了企业的长期借款。破产法庭通过引入预重整制度,鼓励债权人与债务人进行庭外协商,有效提高了债务重整的成功率。府院联动机制提高了法院与政府部门之间的沟通效率和跨部门协作能力,促进了企业在重整过程中的快速决策和资源的高效配置,从而增加了企业恢复正常运营的可能性。通过破产重整,银行能够收回更多的债权(Bernstein等,2019),降低了银行对企业债务偿还能力的担忧。随着企业债务偿还风险的减少,银行对企业的信贷风险预期随之下降,进而减少了对出借风险容易控制的短期贷款的偏好(顾小龙等,2018),更倾向于为企业提供长期贷款。张新民和叶志伟(2021)发现,对于高社会信任地区的企业,银行对企业还款能力更有信心,促进了企业获取与长期投资相匹配的长期借款。债务偿还风险的减少也会使银行放宽对企业的风险评估和审核标准,从而减少风险溢价(刘若鸿和黄玖立,2023),使企业能以更优惠的条件获得长期资金。

第二,破产法庭设立会通过加大企业控制权转移风险以及降低股东与债权人之间的代理成本,进而减少企业过度投资行为。破产法庭设立后,企业破产案件的审理速度和公正性得到保证,降低了银行提起破产诉讼的成本(李晓溪和饶品贵,2022),增加了财务困境企业面临破产重整或清算的可能性。一旦进入破产程序,管理层可能会丧失对企业的控制权(黄少卿和陈彦,2017)。为了避免进入破产程序以及随之可能发生的控制权转移,管理层可能会主动减少或避免过度投资(Grossman和Hart,1986),特别是那些高风险且依赖于短期借款的长期投资项

^①数据来源于北京市第一中级人民法院网“北京市第一中级人民法院中小微企业司法挽救典型案例”(来源网址:https://bj1zy.bjcourt.gov.cn/article/detail/2022/08/id/6875267.shtml)。

^②数据来源于《浦东时报》,2024年3月1日,第5版。

目。与此同时,破产法庭设立会提高企业对债权人权益的保护意识,有助于缓解股东与债权人之间的代理冲突,进而减少过度投资行为。这是因为,在股东和管理层利益一致的情况下,管理层会偏好选择高风险高收益的投资项目以追求股东期望的风险溢价收益,但这会牺牲债权人利益(胡建雄和茅宁,2015)。然而,破产法庭的设立及其对债权人保护的强化作用,提醒管理层在作出投资决策时要重视债权人利益,促使管理层在追求投资回报时采取更加审慎的态度,尽可能减少加剧企业财务风险和增加破产可能性的过度投资行为。综上,本文提出如下假设:

假设H1:其他条件不变,破产法庭设立会降低企业的短贷长投程度。

四、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文选择2016—2022年我国A股上市公司为初始样本,并作如下剔除:金融类、ST和*ST公司样本;主要研究变量缺失样本;公司上市时间晚于当地破产法庭设立时间样本。最终得到24 109个公司—年度观测值,共涉及4 293家上市公司。在分析破产法庭设立对企业短贷长投的影响时,可能存在样本选择偏差问题。因为直接受到破产法庭影响的企业可能在财务状况、债务结构和治理特征等方面与那些未受影响的企业存在显著差异,从而影响研究结论的准确性和可靠性。为解决这一问题,本文采用了熵平衡法:将下面模型(1)中的控制变量作为特征变量,寻找一组权重使设立破产法庭的城市中的企业与未设立破产法庭的城市中的企业在特征变量上的均值、方差和偏度相同。在回归时利用该权重进行加权最小二乘估计。在稳健性检验中,本文使用倾向得分匹配作进一步验证。公司财务数据来自CSMAR数据库,城市GDP数据来自《中国城市统计年鉴》。所有连续变量均进行上下1%的缩尾处理。

(二)变量定义

1.企业短贷长投。借鉴钟凯等(2016)方法,以“[构建固定资产等投资活动现金支出-(长期借款本期增加额+本期权益增加额+经营活动现金净流量+出售固定资产现金流入)]/期初总资产”作为企业短贷长投(*SFLI*)的代理变量。

2.破产法庭设立。根据胡诗阳等(2023)的研究,采用企业所在的城市是否设立破产法庭作为破产法庭设立(*Court*)的代理变量。若该城市在当年12月份设立破产法庭,则位于该城市的上市公司下一年及以后年份取1,若该城市在当年其他月份设立破产法庭,则当年及以后年份取1,否则为0。

3.控制变量。借鉴李增福等(2022)以及王永钦和薛笑阳(2022)的研究,本文加入了一组控制变量,包括公司规模(*Size*)、负债水平(*Lev*)、盈利水平(*ROA*)、上市年龄(*Age*)、成长能力(*Grow*)、现金流(*CFO*)、是否亏损(*Loss*)、现金持有(*Cash*)、固定资产占比(*PPE*)、应收和存货占比(*Invrec*)、独立董事比例(*Indep*)、第一大股东持股(*Top1*)、企业性质(*Soe*)、城市GDP增长率(*GDPgrow*)。变量定义详见表1。

(三)模型设计

为检验假设H1,本文采用普通最小二乘法回归模型,并控制年份、城市、公司固定效应,具体模型如下:

$$SFLI_{it}=\beta_0+\beta_1 Court_{it}+\beta Controls_{it}+Year_t+City_k+Firm_i+\varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,*i*为企业,*t*为时间,*Controls*为控制变量,*k*为城市;*Year*,*City*和*Firm*分别为年份、城市和企业固定效应, *ε* 为模型中的随机扰动项。其他变量见上文。若模型(1)中的 β_1 显著为负,说明破产法庭设立会降低企业的短贷长投程度。

表1 变量定义表

变量名称	变量符号	变量定义
短贷长投	<i>SFLI</i>	[构建固定资产等投资活动现金支出-(长期借款本期增加额+本期权益增加额+经营活动现金净流量+出售固定资产现金流入)]/期初总资产
破产法庭设立	<i>Court</i>	虚拟变量,企业所在城市设立破产法庭的时间为12月份,下年及以后年份取1,若时间为其他月份,当年及以后年份取1,否则为0
公司规模	<i>Size</i>	Ln(总资产)
负债水平	<i>Lev</i>	总负债与总资产之比
盈利水平	<i>ROA</i>	净利润与总资产之比
上市年龄	<i>Age</i>	Ln(1+上市年数)
成长能力	<i>Grow</i>	本期与上期营业收入的差与上期营业收入之比
现金流	<i>CFO</i>	经营活动现金净流量与总资产之比
是否亏损	<i>Loss</i>	虚拟变量,若企业当年发生亏损取1,否则为0
现金持有	<i>Cash</i>	货币资金和交易性金融资产之和与总资产之比
固定资产占比	<i>PPE</i>	固定资产与总资产之比
应收和存货占比	<i>Invrec</i>	应收款项和存货之和与总资产之比
独立董事比例	<i>Indep</i>	独立董事人数与董事会人数之比
第一大股东持股	<i>Top1</i>	第一大股东持股数与总股本之比
企业性质	<i>Soe</i>	虚拟变量,若企业为国企取1,否则为0
城市GDP增长率	<i>GDPgrow</i>	城市当年与上一年GDP的差与上一年GDP之比

五、回归结果与分析

(一)描述性统计

表2为描述性统计结果,短贷长投(*SFLI*)的均值为-0.082,中位数为-0.052,这与王百强等(2021)的结果分布基本一致。*SFLI*的上四分位数为0.021,最大值为0.394,说明样本中上市公司存在用短期借款进行长期投资的行为,即短贷长投。破产法庭设立(*Court*)的均值为0.238,标准差为0.426,说明所在城市设立破产法庭的样本占比为23.8%。其他变量均在合理范围内。

表2 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	下四分位数	中位数	上四分位数	最大值
<i>SFLI</i>	24 109	-0.082	0.226	-1.342	-0.135	-0.052	0.021	0.394
<i>Court</i>	24 109	0.238	0.426	0	0	0	0	1
<i>Size</i>	24 109	22.34	1.316	19.77	21.41	22.16	23.08	26.38
<i>Lev</i>	24 109	0.434	0.209	0.064	0.269	0.422	0.579	0.978
<i>ROA</i>	24 109	0.026	0.087	-0.435	0.010	0.034	0.065	0.206
<i>Age</i>	24 109	2.252	0.812	0	1.792	2.398	2.996	3.367
<i>Grow</i>	24 109	0.165	0.444	-0.658	-0.037	0.101	0.266	2.795
<i>CFO</i>	24 109	0.047	0.070	-0.173	0.009	0.046	0.087	0.249
<i>Loss</i>	24 109	0.153	0.360	0	0	0	0	1
<i>Cash</i>	24 109	0.198	0.138	0.014	0.098	0.162	0.264	0.662
<i>PPE</i>	24 109	0.197	0.153	0.001	0.078	0.164	0.281	0.668
<i>Invrec</i>	24 109	0.255	0.170	0.007	0.118	0.237	0.369	0.708
<i>Indep</i>	24 109	0.379	0.054	0.333	0.333	0.364	0.429	0.571
<i>Top1</i>	24 109	0.326	0.145	0.082	0.213	0.301	0.419	0.724
<i>Soe</i>	24 109	0.313	0.464	0	0	0	1	1
<i>GDPgrow</i>	24 109	0.079	0.045	-0.060	0.051	0.078	0.110	0.187

(二)基本检验

表3列示了破产法庭设立对企业短贷长投影响的回归结果。列(1)为不加入控制变量的回归结果,列(2)为加入控制变量的回归结果。列(1)和列(2)中,*Court*的系数均显著为负,表明相比未设立破产法庭的城市,设立破产法庭城市的企业的短贷长投程度较低。这一结果支持了假

设H1,表明破产法庭设立会降低企业的短贷长投程度。

(三)稳健性检验

1.平行趋势检验。使用DID模型进行因果识别的前提是满足平行趋势检验,即在受到破产法庭设立的冲击前, $Court$ 为1和0的样本中短贷长投应是一致的。借鉴多期DID的研究,以上市公司所在城市是否设立破产法庭的当年作为基准组,检验了政策实施前后3年 $Court_k$ 的系数是否存在差异。 $K=-3,-2,-1,1,2,3$ 分别表示企业所在城市设立破产法庭之前的第3年、第2年、第1年和设立之后的第1年、第2年、第3年。表4列(1)为平行趋势检验的结果,在破产法庭设立之前 $Court_k$ 的系数不显著,在破产法庭设立之后 $Court_k$ 的系数均显著为负,通过了平行趋势的假设。

2.安慰剂检验。为了排除随机性因素或遗漏变量的影响,本文通过虚构随机受破产法庭设立影响的样本公司,并重新进行检验。为增强安慰剂检验效力,将上述过程重复1000次,最后绘制出了 $Court$ 的估计系数分布图。若随机处理下的估计系数分布在0附近,表明模型设定不存在遗漏重要变量。图1汇报了估计的回归系数,集中分布于0附近,且实际估计系数在随机单次抽样回归中出现的概率较低,在一定程度上支持了前文结论的可靠性。

3.预期效应检验。为检验短贷长投程度高的企业是否对破产法庭设立这一政策提前产生预期,即在城市设立破产法庭前,

短贷长投程度高的企业提前了解到这一政策,进而提前降低短贷长投程度,同时也为了验证基本检验结果是否受到遗漏变量因素的影响。将各城市设立破产法庭的政策提前两年,并再次回归模型(1),若此时 $Court$ 的系数仍显著,这会影响本文研究结论的可信度。表4的列(2)为破产法庭设立提前2年的回归结果, $Court$ 的系数不再显著,表明企业并未在破产法庭设立之前产生调整企业短贷长投的预期。这支持了政策实施后观察到的短贷长投改善是由政策本身引起的。

4.倾向得分匹配。前文的平行趋势检验结果表明,受破产法庭设立影响的企业和未受破产法庭设立影响企业的短贷长投在破产法庭设立之前不存在显著差异。同时,本文使用了熵平衡法来控制其他潜在的差异可能对企业短贷长投产生的影响。为了确保回归结果的稳健性,本文进一步使用了倾向得分匹配(PSM)来替代熵平衡。首先,使用Logit模型来估计企业受破产法

表3 破产法庭设立影响企业短贷长投的基本检验结果

变量	(1)	(2)
	$SFLI$	$SFLI$
$Court$	-0.012* (-1.87)	-0.011** (-2.35)
$Size$		-0.091*** (-8.95)
Lev		0.189*** (7.73)
ROA		-0.696*** (-18.48)
Age		0.088*** (7.20)
$Grow$		-0.128*** (-15.59)
CFO		-0.870*** (-28.58)
$Loss$		0.004 (0.72)
$Cash$		-0.327*** (-12.11)
PPE		0.125** (2.18)
$Invrec$		0.104*** (5.11)
$Indep$		-0.007 (-0.16)
$Top1$		0.032 (0.66)
Soe		-0.024** (-2.25)
$GDPgrow$		-0.033 (-1.30)
$Year/City/Firm$	Yes	Yes
N	24109	24109
$Adjusted R^2$	0.211	0.502

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%统计水平下显著;括号内为经过公司层面Cluster后的T统计量。下同。

表4 平行趋势、预期效应、PSM、改变聚类维度和加入高维固定效应的检验结果

变量	平行趋势检验	预期效应检验	PSM	改变聚类维度	加入高维固定效应	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>
<i>Court</i> ₋₃	0.003 (0.92)					
<i>Court</i> ₋₂	-0.001 (-0.18)					
<i>Court</i> ₋₁	-0.001 (-0.54)					
<i>Court</i> ₁	-0.007** (-1.97)					
<i>Court</i> ₂	-0.009*** (-3.09)					
<i>Court</i> ₃	-0.014*** (-5.16)					
<i>Court</i>		0.001 (0.14)	-0.022** (-2.51)	-0.011* (-1.81)	-0.011** (-2.23)	-0.013*** (-2.72)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year/City/Firm</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year×City</i>	No	No	No	No	No	Yes
<i>N</i>	24 109	24 109	8 706	24 109	24 109	24 109
<i>Adjusted R</i> ²	0.530	0.467	0.480	0.502	0.502	0.510

庭设立影响的概率,被解释变量为*Court*,解释变量为模型(1)的控制变量。其次,采用1:1且卡尺为0.01的近邻匹配。通过PSM选择出合适的配对样本后,重新对模型(1)进行回归,如表4的列(3)所示,与前文结论保持一致。

5.改变聚类维度和加入高维固定效应。前文的基本检验结果是采用了聚类到企业层面的标准误,考虑到核心解释变量(*Court*)的影响发生在城市层面,企业间短贷长投的差异可能与城市因素相关。因此,

本部分将标准误调整为城市层面聚类,并进一步扩展至省份层面聚类以考虑更广泛的地区相关性。回归结果见表4的列(4)和列(5),即使在调整聚类维度后,基本检验结果仍稳健。此外,虽然基本检验中控制了城市固定效应,但企业短贷长投还可能受到某些随时间变化的城市特征的影响,故进一步加入了年份×城市固定效应。表4的列(6)为回归结果,结果依然保持稳健。

6.工具变量法。在决定设立破产法庭的城市时,可能受地域原因或政策因素所影响,即实验组和对照组的划分并非完全随机。为了解决这种内生性问题,本文采用工具变量法。借鉴许年行等(2023)和张峻等(2023)的研究思路,本文选取各省法学博士生数量作为破产法庭设立的工具变量。具体地,本文构建了一个工具变量(*Court_IV*),即将各省法学博士生数量的对数值与破产法庭设立的时间虚拟变量进行交互。各省法学博士生数量的计算方式是,先确定各省具有法学一级学科博士点的高校数量占全国此类高校总数的比例,然后用这个比例乘以全国法学博士生的数量。从相关性角度来看,省份内法学博士生数量越多,表明当地更容易获得破

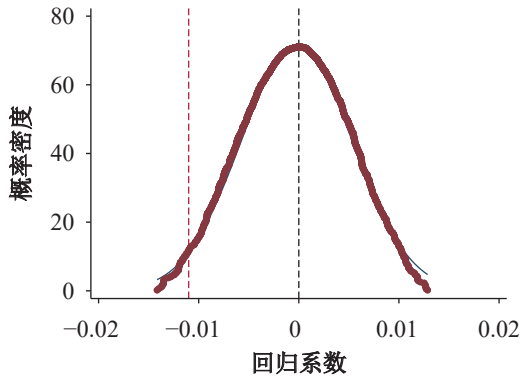


图1 安慰剂检验

产审判的专业化人才,因而更有可能设立破产法庭。从排他性角度来看,省份内法学博士生数量越多,会直接降低企业短贷长投的可能性较微弱。表5的列(1)和列(2)为回归结果,其中列(1)为第一阶段的回归结果,*Court_IV*的系数显著为正。识别不足检验(*K-P rk LM*)值为24.305,弱工具变量检验(*K-P rk Wald F*)值为1184.892,说明不存在识别不足或弱工具变量问题,工具变量的选取是合理的。列(2)为第二阶段的回归结果,*Court*的系数在10%水平下显著为负,与基本检验结果一致,证明本文结论可靠。

表5 工具变量、剔除部分样本和替换变量的检验结果

变量	第一阶段	第二阶段	剔除部分样本	替换解释变量	替换被解释变量	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Court</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI1</i>	<i>SFLI2</i>
<i>Court_IV</i>	0.135*** (34.42)					
<i>Court</i>		-0.072* (-1.80)	-0.015** (-2.08)		-0.010*** (-2.60)	-0.006* (-1.77)
<i>Court1</i>				-0.011** (-2.16)		
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year/City/Firm</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>K-P rk LM</i>	24.305					
<i>K-P rk Wald F</i>	1184.892					
<i>N</i>	24109	24109	11383	24109	24109	24109
<i>Adjusted R²</i>			0.445	0.502	0.793	0.638

7.剔除部分样本检验。为了避免破产法庭设立对企业短贷长投产生影响,并非因为破产法庭设立,而是因为实验组和对照组在破产审判的专业化人才存量方面存在差异,这会对政策评估的结果造成干扰。因此,本部分仅选取拥有法学一级学科博士点的城市作为研究对象,这些城市因其专业化的法律人才而具备进行破产审判的潜力。在此基础上,将这些城市分为两组,一组是已设立破产法庭的城市,作为实验组;另一组是尚未设立破产法庭的城市,作为对照组。这种分组方法确保了两组样本在拥有破产审判专业化人才方面的一致性,而唯一的区别在于是否设立了破产法庭。通过这种对比,能更准确地识别破产法庭设立对企业短贷长投的因果影响,从而提高研究结论的稳健性。从表5的列(3)可以看出,*Court*的系数仍在5%水平下显著为负,表明破产法庭设立确实会降低企业短贷长投程度。

8.替换变量检验。首先,替换解释变量。若该城市当年设立破产法庭,则位于该城市的企业当年及以后年份为1,否则为0(*Court1*)。表5的列(4)为回归结果,与基本检验结果一致。其次,替换被解释变量。参考刘晓光和刘元春(2019)的做法,利用短期负债除以总负债与短期资产除以总资产之差来衡量企业的短贷长投程度(*SFLI1*)。表5的列(5)为回归结果,与基本检验结果一致。另外,鉴于现有度量短贷长投的指标存在一些局限,本文采用了一种改进的度量方法,利用“[构建固定资产等投资活动现金支出-(长期借款本期增加额+应付债券本期增加额+吸收权益性投资收到的现金+经营活动现金净流量+出售固定资产现金流入+收回投资收到的现金)]/期初总资产”来衡量企业的短贷长投程度(*SFLI2*)。表5的列(6)为回归结果,与基本检验结果一致,进一步验证了研究结论的稳健性。

9.异质性—稳健估计。本文的破产法庭设立属于多时点DID,较早接受处理的样本会成为较晚处理样本的控制组,进而使得估计产生偏误(Goodman-Bacon, 2021)。借鉴Callaway和Sant’Anna(2021)的方法进行了“异质性—稳健”估计量的计算。表6为回归结果。其中,列(1)至列(3)分别为采用逆概率加权法(IPW)、双重稳健逆概率加权法(DRIPW)、改进的双重稳健逆

概率加权最小二乘法(DRIMP)计算的异质性—稳健估计量。可以看出,无论采用何种估计方法,破产法庭设立的加权平均处理效应仍显著为负,表明对于本文的研究样本和研究政策而言,传统双向固定效应模型估计量的估计偏误问题并不严重,估计结果基本可靠。本文的破产法庭设立属于多时点DID,较早接受处理的样本会成为较晚处理样本的控制组,进而使得估计产生偏误(Goodman-Bacon, 2021)。借鉴Callaway和Sant’Anna(2021)的方法进行了“异质性—稳健”估计量的计算。表6为回归结果。其中,列(1)至列(3)分别为采用逆概率加权法(IPW)、双重稳健逆概率加权法(DRIPW)、改进的双重稳健逆概率加权最小二乘法(DRIMP)计算的异质性—稳健估计量。可以看出,无论采用何种估计方法,破产法庭设立的加权平均处理效应仍显著为负,表明对于本文的研究样本和研究政策而言,传统双向固定效应模型估计量的估计偏误问题并不严重,估计结果基本可靠。本文的破产法庭设立属于多时点DID,较早接受处理的样本会成为较晚处理样本的控制组,进而使得估计产生偏误(Goodman-Bacon, 2021)。借鉴Callaway和Sant’Anna(2021)的方法进行了“异质性—稳健”估计量的计算。表6为回归结果。其中,列(1)至列(3)分别为采用逆概率加权法(IPW)、双重稳健逆概率加权法(DRIPW)、改进的双重稳健逆概率加权最小二乘法(DRIMP)计算的异质性—稳健估计量。可以看出,无论采用何种估计方法,破产法庭设立的加权平均处理效应仍显著为负,表明对于本文的研究样本和研究政策而言,传统双向固定效应模型估计量的估计偏误问题并不严重,估计结果基本可靠。

表6 异质性—稳健估计的检验

变量	IPW估计	DRIPW估计	DRIMP估计
	(1)	(2)	(3)
	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>	<i>SFLI</i>
<i>ATT</i>	-0.041** (-2.39)	-0.028*** (-2.92)	-0.027*** (-2.95)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year/City/Firm</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	8 791	8 791	8 791

六、进一步分析与检验

(一)作用机制检验

破产法庭设立影响企业短贷长投的作用机制有两条实现渠道:第一,破产法庭设立通过降低企业的债务偿还风险,使企业获得更多长期借款,从而降低短贷长投程度。第二,破产法庭设立增加了企业面临的控制权转移风险,促使管理层减少过度投资以降低这一风险。同时,它也缓解了股东与债权人之间的代理冲突,从而减少过度投资行为,最终降低短贷长投。

1.获得长期借款的渠道检验。根据前文理论分析,破产法庭设立会使企业获得更多长期借款,进而降低短贷长投程度。为此,本部分先检验破产法庭设立对企业长期借款的影响。长期借款(*Ldebt*)使用长期借款占总负债的比重来衡量。表7的列(1)为回归结果。*Court*的系数在1%水平下显著为正,表明破产法庭设立使企业获得了更多的长期借款。

而后进一步探究,破产法庭设立是否因为减少了企业的债务偿还风险,从而获得了更多的长期借款。企业的偿债能力越弱,其面临的债务偿还风险就越高。借鉴王茹婷等(2022)的研究,本文使用利息保障倍数作为企业长期偿债能力的代理变量。利息保障倍数越大,企业的长期偿债能力越强,企业偿还长期借款的风险越低。为了便于分析,本文将利息保障倍数乘以-1来衡量企业偿还风险(*Payrisk*),*Payrisk*数值越大,代表企业面临的债务偿还风险越高。表7的列(2)为回归结果,*Court*×*Payrisk*的系数在1%水平下显著为正,表明在企业债务偿还风险较高的情

况下,破产法庭设立对企业长期借款的正向影响更显著。这一发现进一步证实了破产法庭通过降低企业的债务偿还风险,使企业能够获得更多的长期借款,从而有效降低短贷长投。

表 7 作用机制检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Ldebt</i>	<i>Ldebt</i>	<i>Overinvest</i>	<i>Overinvest</i>	<i>Overinvest</i>
<i>Court</i>	0.004*** (3.14)	0.001 (1.03)	-0.004** (-1.97)	-0.001 (-0.09)	0.018 (1.32)
<i>Court</i> × <i>Payrisk</i>		0.001*** (3.01)			
<i>Payrisk</i>		-0.001*** (-3.06)			
<i>Court</i> × <i>Dual</i>				-0.027* (-1.85)	
<i>Dual</i>				0.001 (0.04)	
<i>Court</i> × <i>Lev</i>					-0.041* (-1.83)
<i>Lev</i>	0.085*** (32.46)	0.090*** (17.93)	0.006 (0.63)	0.077** (2.49)	0.054*** (3.47)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year/City/Firm</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	24 109	24 109	8 875	8 875	8 875
<i>Adjusted R²</i>	0.407	0.770	0.383	0.258	0.126

2.减少过度投资的渠道检验。根据前文理论分析,破产法庭设立会使企业减少过度投资,进而降低短贷长投程度。为此,本部分也先检验破产法庭设立对企业过度投资的影响。根据Richardson模型估计出的残差,仅选取残差为正的样本作为过度投资的代理变量(*Overinvest*),*Overinvest*数值越大,代表企业过度投资越严重。表7的列(3)为回归结果。*Court*的系数在5%水平下显著为负,表明破产法庭设立显著抑制了企业的过度投资行为。

进一步地,理论分析中认为破产法庭设立是通过加大企业控制权转移风险、降低股东和债权人之间的代理成本,达到减少过度投资的效果。本部分将检验这一逻辑。借鉴王克敏和王志超(2007)的研究,当董事长和总经理是两职合一时,管理层的控制权更大。在两职合一的治理结构下,管理层面对控制权转移的风险更敏感,会激励他们加强风险管理,以避免因财务困境而触发破产程序。因此,破产法庭设立通过提升控制权转移的潜在风险,可能会促使处于两职合一的企业更加审慎地进行投资,从而降低过度投资的倾向。黄少卿等(2022)认为较高的杠杆率可能导致企业面临财务危机,加剧股东和债权人之间的代理冲突。因此,本文使用负债水平(*Lev*)来衡量企业股东和债权人之间的代理成本。*Lev*数值越大,代表股东和债权人之间的代理问题越严重。表7的列(4)为检验控制权转移风险渠道的回归结果,*Court*×*Dual*的系数在10%水平下显著为负,表明当企业管理层的控制权越大时,破产法庭设立引起的控制权转移风险对这类公司影响更大,更有动机减少过度投资。表7的列(5)为代理成本渠道的回归结果,*Court*×*Lev*的系数在10%水平下显著为负,表明当股东和债权人之间的代理问题越严重时,破产法庭设立更可能减少企业的过度投资行为。也就是说,破产法庭设立通过降低股东和债权人之间的代理成本,从而减少了过度投资。

(二)异质性分析

从前面的检验可知,破产法庭设立能降低企业的债务偿还风险,使企业获得更多的长期借

款。对于较难获得长期借款的非国企而言,破产法庭设立与短贷长投的负向关系应更显著。此外,破产法庭设立加大了企业控制权转移风险,其实主要影响破产风险大的企业。对于这些破产风险较大的企业来说,破产法庭设立对短贷长投的影响应更显著。同时,破产法庭设立通过缓解股东与债权人之间的代理冲突,减少了企业的过度投资。那么,在行业竞争不激烈时,由于代理问题更严重,破产法庭设立对短贷长投的影响应更显著。另外,破产法庭的有效运作离不开法治环境作为制度保障。因此,考虑到企业所处的法治环境和行业竞争程度,以及企业破产风险和公司性质可能会对破产法庭的效果产生差异化影响,本部分通过异质性分析进行探讨。

1.法治环境。良好的法治环境是法律有效执行的基础,在法治环境较好的地区,法律制度的执行力度更强(崔艳娟等,2018),破产法庭的裁决能够得到快速和公正的执行,从而在这些地区破产法庭对短贷长投的影响应更显著。借鉴张璇等(2019)的研究,使用王小鲁等(2021)编制的《中国分省份市场化指数报告2021》中的市场中介组织发育和法律制度环境指数作为法治环境的代理变量,并将2021年和2022年的法治环境分数等于2020年对应省份的数值。根据法治环境的年度中位数将样本划分为法治环境差和好两组。表8的列(1)和列(2)为回归结果。研究发现,仅在法治环境好的地区,破产法庭设立会降低企业短贷长投。

表8 异质性分析的检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	法治环境差	法治环境好	行业竞争不激烈	行业竞争激烈	破产风险小	破产风险大	国企	非国企
<i>Court</i>	-0.013 (-0.78)	-0.015** (-2.37)	-0.016** (-2.21)	-0.010 (-1.48)	-0.010 (-1.33)	-0.013** (-2.08)	-0.008 (-1.21)	-0.012* (-1.84)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year/City/Firm</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	12914	11195	12539	11570	12132	11977	7553	16556
<i>Adjusted R²</i>	0.526	0.482	0.489	0.554	0.523	0.498	0.491	0.514
组间系数差异检验	0.002		-0.061		0.003		0.048	

2.行业市场竞争。在激烈的行业竞争中,管理层和控股股东会约束自身的机会主义行为(贺康等,2022),主动减少盲目扩张、大规模并购等过度投资行为。那么,当行业竞争越激烈时,股东和管理层损害债权人利益的可能性就越低,代理问题越不严重。破产法庭对短贷长投的影响应在行业竞争不激烈时更显著。本文使用赫芬达尔指数衡量行业竞争程度,即公司营业收入占行业内所有公司营业收入比例的平方和。根据赫芬达尔指数的年度中位数将样本分为行业竞争不激烈和激烈两组。表8的列(3)和列(4)为回归结果。研究发现,仅在行业竞争不激烈时,破产法庭设立会降低企业短贷长投。

3.企业破产风险。当企业破产风险较大时,发生破产的可能性较大,在破产法庭设立后,这些陷入财务困境的企业更可能进入破产程序,增加了控制权转移的风险。因此,破产法庭设立对短贷长投的负向影响应在破产风险大的企业中更显著。使用Altman(1968)提出的Z-Score衡量企业破产风险。根据破产风险的年度中位数将样本划分为破产风险小和大两组。表8的列(5)和列(6)回归结果显示,仅在企业破产风险大时,破产法庭设立会降低企业短贷长投。

4.企业性质。国有企业存在较低的融资约束和预算软约束现象(何瑛等,2022),相较于国企,非国企面临着较大的融资约束问题,难以获得长期借款。破产法庭设立对短贷长投的负向影响应在非国企中更显著。本文将样本划分为国企和非国企两组。表8的列(7)和列(8)为回归结果。研究发现,仅在非国企中,破产法庭设立会降低企业短贷长投。

(三)经济后果检验

本文发现破产法庭设立会降低企业的过度投资行为,那是否会削弱企业对创新这一高风险投资的投入呢?通过分析破产法庭设立降低企业短贷长投后对企业创新的影响,将有助于理解破产法庭设立对企业核心竞争力和长期增长潜力的作用。借鉴王亚男等(2024)的研究,使用创新申请总量、创新申请质量和创新申请数量作为企业创新活动的指标。其中,创新申请总量(*Patent*)等于企业发明专利、实用新型专利和外观专利申请数量总和加1取自然对数,创新申请质量(*Patentinv*)等于企业发明专利数量加1取自然对数,创新申请数量(*Patentud*)等于实用新型专利和外观专利申请数量总和加1取自然对数。表9的列(1)和列(2)显示,*Court*×*SFLI*的系数显著为负,表明破产法庭设立在降低企业短贷长投的同时,实际上促进了企业创新总量的增加和创新质量的提升。而在列(3)中,*Court*×*SFLI*的系数为负但不显著,表明破产法庭设立在降低企业短贷长投后并没有显著增加企业的创新数量。这一发现可能表明,在破产法庭的作用下,企业会削减那些较为非核心的投资,转而更加专注于质量更高的研发和创新活动。

表9 经济后果检验结果

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Patent</i>	<i>Patentinv</i>	<i>Patentud</i>
<i>Court</i> × <i>SFLI</i>	-0.205*** (-2.60)	-0.192*** (-2.87)	-0.101 (-1.40)
<i>Court</i>	0.008 (0.27)	0.005 (0.21)	-0.000 (-0.01)
<i>SFLI</i>	0.101*** (2.70)	0.076** (2.46)	0.068** (2.01)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year/City/Firm</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	24 109	24 109	24 109
<i>Adjusted R²</i>	0.723	0.690	0.687

七、研究结论与启示

本文利用2019年开始我国各地设立破产法庭作为准自然实验,以2016—2022年A股非金融上市公司为研究样本,使用双重差分实证检验了破产法庭设立对企业短贷长投的影响。研究发现:(1)破产法庭设立显著降低了企业短贷长投程度。这一发现厘清了司法专业化改革与企业投融资行为之间的关系,不仅丰富了法与金融领域的相关研究,而且为国家深入推进法治建设和完善破产制度提供了理论依据。(2)机制检验表明,企业能够获得更多的长期借款并减少过度投资,从而缓解了短贷长投程度。本文进一步探讨了破产法庭设立影响企业长期借款和过度投资的内在机制,为理解破产法庭设立与企业短贷长投之间的关系提供了完整的逻辑链条。(3)异质性检验表明,破产法庭设立对企业短贷长投的负向影响主要存在于法治环境较好的地区、竞争不激烈的行业、面临较大破产风险的企业以及非国有企业中。(4)经济后果检验表明,破产法庭设立通过降低企业短贷长投进一步促进了企业创新,主要体现在提高创新质量而非创新数量。这一发现补充了司法专业化影响企业创新行为的相关研究,还证实了破产制度的有效性,验证了进一步完善债权人保护具有重要的现实意义。

本文的研究结论具有以下几点启示。(1)政策制定者应继续推进司法专业化改革,在全国范围内设立更多的破产法庭,助力企业持续健康发展。本文研究发现,破产法庭设立显著增强了对债权人利益的保护,从而减少了企业的过度投资行为和短贷长投程度。因此,政策制定者应推动更多破产法庭的设立并持续深化改革,确保债权人权益得到维护。此外,提高破产法庭

的职能和运行效率也至关重要,包括对法官和相关司法人员进行专业培训及提供必要的资源,使其能够更高效地处理复杂的破产案件,进而通过有效的债务解决机制维护市场秩序。(2)上市公司应充分利用破产法庭设立所带来的债权人保护的积极效应,优化其投融资期限结构。根据本文的研究,破产法庭设立有助于降低银行的风险感知,促进资金更多地流向实体经济,使企业更容易获得长期借款。这表明,在面临破产法庭设立这一新的司法环境时,企业应更加注重资本结构的优化和债务管理,避免过度依赖短期借款来支持长期投资。此外,企业还应利用司法专业化改革带来的稳定经营环境,加大创新力度,特别是投资于高质量的研发项目,以此推动企业的持续发展和核心竞争力的提升。(3)地方政府应在破产法庭的设立和日常运作中扮演关键角色。为确保破产法庭在其管辖区有效运作,地方政府应制定相应政策并提供必要的财政支持,还应加强地区法治环境建设。同时,地方政府应与中央政府协调,确保破产法庭的政策和程序与国家法律和经济目标一致。此外,地方政府还可以通过教育和宣传活动,提高公众对破产法庭功能和重要性的认识,从而增强整个社会对破产制度的支持和信任。

主要参考文献

- [1]顾小龙,徐莉萍,施燕平,等. 崩盘风险预期与公司银行债务结构[J]. *会计研究*, 2018, (8): 35-41.
- [2]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.
- [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]黄少卿,俞锦祥,许志伟. 杠杆率与企业生产率:基于信贷误配的视角[J]. *中国工业经济*, 2022, (9): 159-177.
- [5]李增福,陈俊杰,连玉君,等. 经济政策不确定性与企业短债长用[J]. *管理世界*, 2022, 38(1): 77-89,143.
- [6]刘若鸿,黄玖立. 地方产业政策与债券融资成本[J]. *中国工业经济*, 2023, (6): 118-136.
- [7]刘晓光,刘元春. 杠杆率、短债长用与企业表现[J]. *经济研究*, 2019, 54(7): 127-141.
- [8]王靖宇,张宏亮. 债务融资与企业创新效率——基于《物权法》自然实验的经验证据[J]. *中国软科学*, 2020, (4): 164-173.
- [9]王茹婷,彭方平,李维,等. 打破刚性兑付能降低企业融资成本吗?[J]. *管理世界*, 2022, 38(4): 42-56.
- [10]王亚男,王帅,孔东民. 国家产融合作试点城市建设能否促进企业创新?[J]. *财经研究*, 2024, 50(1): 79-93.
- [11]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.
- [12]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.
- [13]叶志伟,张新民,胡聪慧. 企业为何短贷长投——基于企业战略视角的解释[J]. *南开管理评论*, 2023, 26(1): 29-42.
- [14]张峻,刘小勇,王昕芊. 国家知识产权试点政策是否促进了城市创新合作[J]. *经济学动态*, 2023, (5): 72-91.
- [15]张新民,叶志伟. 得“信”者多助?——社会信任能缓解企业短贷长投吗?[J]. *外国经济与管理*, 2021, 43(1): 44-57,72.
- [16]Bernstein S, Colonnelli E, Iverson B. Asset allocation in bankruptcy[J]. *The Journal of Finance*, 2019, 74(1): 5-53.
- [17]Callaway B, Sant'Anna P H C. Difference-in-differences with multiple time periods[J]. *Journal of Econometrics*, 2021, 225(2): 200-230.
- [18]Goodman-Bacon A. Difference-in-differences with variation in treatment timing[J]. *Journal of Econometrics*, 2021, 225(2): 254-277.
- [19]Lai S J, Yang L F, Wang Q, et al. Judicial independence and corporate innovation: Evidence from the establishment of circuit courts[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2023, 80: 102424.
- [20]Li B, Ponticelli J. Going bankrupt in China[J]. *Review of Finance*, 2022, 26(3): 449-486.
- [21]Mann W. Creditor rights and innovation: Evidence from patent collateral[J]. *Journal of Financial Economics*, 2018, 130(1): 25-47.
- [22]Ponticelli J, Alencar L S. Court enforcement, bank loans, and firm investment: Evidence from a bankruptcy reform in Brazil[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2016, 131(3): 1365-1413.

Judicial Specialization Reform and Corporate Short-term Loans for Long-term Investment: Evidence from the Establishment of Bankruptcy Courts

Zhen Yuhan

(Chinese Academy of Fiscal Sciences, Beijing 100142, China)

Summary: This paper utilizes the establishment of bankruptcy courts across China since 2019 as a quasi-natural experiment to empirically investigate the impact of judicial specialization reform on corporate short-term loans for long-term investment. The findings reveal that the establishment of bankruptcy courts significantly reduces the extent to which firms engage in short-term loans for long-term investment. Specifically, it reduces corporate debt repayment risk, enabling more access to long-term loans and thereby decreasing reliance on short-term loans for long-term investment. Furthermore, this reform mitigates excessive investment by increasing the risk of control rights transfer and alleviating agency conflicts between shareholders and creditors, ultimately reducing short-term loans for long-term investment. Cross-sectional difference testing shows that the negative impact of bankruptcy court establishment on short-term loans for long-term investment is primarily observed in samples from regions with a stronger rule of law, less intense industry competition, higher corporate bankruptcy risk, and non-state-owned enterprises. Economic consequences indicate that the establishment of bankruptcy courts fosters corporate innovation by reducing short-term loans for long-term investment, specifically enhancing the quality rather than the quantity of innovation. This paper provides empirical evidence for the economic benefits brought by judicial specialization reform and offers a new perspective for understanding and reducing the occurrence of the phenomenon where firms use short-term loans for long-term investment.

Key words: judicial specialization reform; short-term loans for long-term investment; long-term loans; excessive investment; corporate innovation

(责任编辑:王 孜)