

法治体系、融资约束 与公司现金持有行为

——基于金融法院的准自然实验

赵锡军 郭 雍 聂辉华 陆利平

内容提要 本文以中国设立金融法院为准自然实验，运用多时点双重差分和三重差分方法，研究金融审判专业化司法改革对中国 A 股上市公司现金持有行为的影响。研究发现，金融法院设立以后，与对照组相比，实验组公司的现金持有水平显著减少。机制分析结果显示，金融审判专业化通过更好地保障金融契约履行，降低代理成本、缓解公司融资约束，进而激励公司减少其现金持有水平。异质性分析结果表明，金融审判专业化改革对研发费用占营业收入比例相对最高的制造业和市场竞争程度较高、市值较小、市盈率较低以及营业总收入较低的公司具有显著效应，进一步印证了机制分析的结论。本文从中国法治体系的经济后果视角展开研究，为实现更高水平法治国家建设，提供理论参考和经验证据。

关键词 法治体系；金融法院；代理成本；融资约束；公司现金持有行为

作者 赵锡军，中国人民大学财政金融学院教授；郭雍，中国人民大学财政金融学院博士生；聂辉华，中国人民大学经济学院教授；陆利平（通讯作者），中国人民大学财政金融学院副教授。

一、引言

高质量法治体系是中国式现代化的重要保障。^①《中共中央关于进一步全面深化改

^① 法治体系，在本文中的涵义，对应公司金融或者法与金融英文文献中的“legal system or legal rules and their enforcement”的涵义，不仅包括书面的、静态的法律规则体系，也包括立法、执法和司法等法律制定与实施过程。

革、推进中国式现代化的决定》指出，到二〇三五年，基本实现国家治理体系和治理能力现代化，中国特色社会主义法治体系更加完善，社会主义法治国家建设达到更高水平。在现代国家，法治是国家治理的基本方式，是国家治理现代化的重要标志。^①那么，中国法治体系与金融和经济的关系是什么？已有文献认为，中国的情况不同于以往其他国家法律、制度、金融和经济增长之间关系的相关研究结论，中国成为世界上经济增长最快的国家之一，但是其法治和金融体系却并非最发达。^②事实上，法治体系是一个系统，其中可能有符合实践需求的组成部分，也可能有需要改进和完善的部分，并且中国法治体系根据实践需求，在多方面、多维度持续优化完善。例如，在司法方面，为应对伴随金融和经济发展而日益增加的金融争议解决需求，中国自2018年开始进行金融审判专业化改革，即在北京、上海等地设立金融专门法院。现有实证研究表明，中国的金融审判专业化改革有效发挥了对不当行为的约束功能，促使公司减少其信息披露违规等行为。^③但是，法治的功能不止于此，除了具有对不当行为的约束功能，法治还应当存在激励功能，即给予市场主体信心，激发经济活力。比如良好的法律环境通过保护潜在外部投资者免受公司内部代理人侵蚀，保障财产权和金融契约履行，可以激励外部投资者向公司提供资金，促成新的金融契约达成，从而影响一个国家的资本市场规模与发达程度。^④为考察在中国背景下，法治体系是否也存在激励功能，本文实证部分以2018年上海金融法院设立和2021年北京金融法院设立为准自然实验，采用多时点双重差分方法检验金融审判专业化改革对公司现金持有行为的影响，并分析其发挥作用的机理，以期回答这一问题提供经验证据与理论参考。

上海金融法院和北京金融法院分别成立于2018年和2021年，根据最高人民法院关于案件管辖的相关规定，金融法院管辖的案件是原应由中级人民法院管辖的金融民商事案件、涉金融行政案件以及部分跨区域集中管辖案件。对于金融法院做出的一审判决或者裁定上诉的案件，由高级人民法院管辖。根据《中华人民共和国民事诉讼法》关于地域管辖的相关规定，对法人或者其他组织提起的民事诉讼，由被告住所地人民

① 张文显：《法治与国家治理现代化》，《中国法学》2014年第4期。

② Allen, F., Jun Qian, and Meijun Qian, "Law, Finance, and Economic Growth in China", *Journal of Financial Economics*, vol. 77, no. 1 (2005), pp. 57-116.

③ Wang, Kedi, and Chen Wu, "Financial-judicial Specialization and Corporate Misconduct: Evidence from the Establishment of the Shanghai Financial Court", *Economics Letters*, vol. 229 (2023), pp. 1-5.

④ La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, vol. 52, no. 3 (1997), pp. 1131-1150.

法院管辖；因合同纠纷提起的诉讼，由被告住所地或者合同履行地人民法院管辖。因此，与其他地区公司相比，住所地在上海或者北京的公司，最有可能受到金融法院的影响。这为本文采用多时点双重差分方法实证检验金融审判专业化改革的经济后果，并用三重差分方法检验其影响渠道创造了绝佳的机会。鉴于此，本文将注册地在上海或者北京的中国 A 股上市公司作为实验组，注册地在其他地区的 A 股上市公司作为对照组，构建回归模型的解释变量。

在本文实证分析部分，我们选择公司现金持有水平作为被解释变量，这是因为在一定程度上，现金持有行为可以反映出公司对未来经营发展和盈利情况的信心、预期以及乐观程度。当面临严重融资约束、未来发展更加不确定，或者财务风险加大时，公司通常会出于预防动机，增加现金持有；反之，则可能减少现金持有。^①我们的回归结果证明了如下结论：第一，金融审判专业化改革以后，与对照组公司相比，实验组公司显著减少其现金持有水平。第二，金融审判专业化改革以后，实验组公司的代理成本显著下降；与代理成本较小的公司相比，代理成本较大公司的现金持有水平下降更多；与融资约束较小的公司相比，融资约束较大公司的现金持有水平下降更多。第三，金融审判专业化改革对研发费用占营业收入比例最高的制造行业，对市场竞争程度较高、市值较小、市盈率较低以及营业总收入较低的公司具有显著激励效应。这表明，金融审判专业化通过提高金融争议解决的质量和效率，更好地保障金融契约主体财产权和契约履行，从而降低公司代理成本，激励外部投资者向公司提供资金，缓解公司融资约束，进而激励公司降低其现金持有水平。

本文的贡献体现在以下方面：第一，拓展法与金融的相关研究。现有文献尚未从中国法治体系最新情况出发，实证检验金融审判专业化对金融和经济是否存在激励功能及其作用机理。而本文以 2018 年上海金融法院和 2021 年北京金融法院设立为准自然实验，对此作出了实证考察，发现中国金融审判专业化存在对公司行为的激励功能，并验证了其影响渠道，拓展了法与金融领域的研究。第二，丰富公司现金持有行为影响因素的相关研究。法律因素是公司现金持有的重要影响因素，已有文献从法官责任制、独立性等角度探讨司法改革对公司现金持有行为的影响。^②但是这些改革的目标是确保司法公正性，与金融审判专业化的理念，以及所要回应的实践需求并不相同。本

① 钱雪松、代禹斌、陈琳琳、方胜：《担保物权制度改革、融资约束与企业现金持有——基于中国〈物权法〉自然实验的经验证据》，《会计研究》2019 年第 1 期。

② 程博、熊婷、殷俊明：《司法环境改善与公司现金持有》，《会计研究》2023 年第 5 期。

文从金融审判专业化角度分析,为深入理解法律因素与公司现金持有行为之间的关系提供了新的视角。第三,为更高水平法治国家建设,提供经验证据与理论参考。我们采用量化分析方法,呈现中国法治建设的经济后果,就是为更高水平法治国家建设,提供经验证据与理论参考。

本文其他部分结构安排如下:第二部分是制度背景、文献综述与研究假说;第三部分是研究设计;第四部分是实证结果分析;第五部分是进一步分析;第六部分是结论与启示。

二、制度背景、文献综述与研究假说

(一) 制度背景

金融法院,是负责审理特定类型案件的专门人民法院,区别于按照行政区划设立的人民法院。目前中国已经设立的专门人民法院包括军事法院、海事法院、知识产权法院,以及金融法院等。伴随中国经济和金融发展,金融争议解决的需求日益增加。例如,2014年至2021年间,全国法院共受理金融借款合同纠纷600.8万件,收案量年均增长17.24%,2021年增幅达到31%;共受理证券纠纷12.17万件,收案量年均增长40.96%。2021年以来,地方债务纠纷也大幅增加。^①从争议解决机制的供给侧来看,金融案件的数量与复杂程度上升,对法院审判的质量和效率提出新的挑战;从争议解决机制的需求侧来看,金融争议解决的质量和效率,是国际金融中心 and 金融强国的必要保障。如何妥善解决好现实中存在的矛盾,是中国法治体系面临的新课题。

金融法院是中国法治体系回应上述实践需求的一项举措。自2018年以来,中国陆续设立上海金融法院、北京金融法院以及成渝金融法院。上海金融法院成立于2018年8月20日,是中国首家金融法院,对于营造良好的金融法治环境,服务保障上海国际金融中心建设具有重要意义。从2018年至2024年,上海金融法院已经累计受理金融案件超过4.5万起,总标的额达到1.26万亿元,为解决市场主体之间的金融争议发挥了

^① 孙晓勇主编:《中国金融司法报告暨金融司法大数据报告2021》,北京:人民法院出版社,2022年。

关键作用。^①北京金融法院于2021年3月18日成立，位于中国首都北京。北京是国家金融管理中心，也是重要的金融基础设施和众多国际金融机构的中国区总部所在地，拥有的金融单位数量居于全国首位。中央全面深化改革委员会第十七次会议审议通过的《关于设立北京金融法院的方案》强调，要高起点、高标准设立北京金融法院。在人才方面，北京金融法院首批配备的25名法官中，博士有11名、硕士有13名，平均办案年限超过12年，68%的法官被评为各类专家型人才；在审判机制与设施方面，建立了示范判决机制、金融审判智库平台、金融类案标准化审理、金融案件繁简分流、“午间、夜间法庭”等机制，并且设有全国首家5G专业化审判法庭、证券纠纷代表人诉讼在线平台，可以满足金融案件诉讼参与人较多、举证质证要求更高的庭审需要，进而提高金融争议解决的审判效率。^{②③}成渝金融法院成立于2022年9月28日，设在重庆市，同时在四川省成都市设立办公区，对促进成渝地区双城经济圈建设、打造高质量发展重要增长极意义深远。成渝金融法院的设立时间距今较短，数据积累较少，因此本文只检验上海金融法院和北京金融法院的影响。

金融法院的管辖范围，即最有可能受到金融法院影响的是注册在金融法院所在地的公司。根据最高人民法院关于金融法院案件管辖的相关规定，金融法院管辖的案件是原应由中级人民法院管辖的金融民商事案件、涉金融行政案件以及部分跨区域集中管辖案件，审级与其他中级人民法院相同。对金融法院一审判决和裁定上诉的案件，由本地高级人民法院管辖。根据《中华人民共和国民事诉讼法》关于地域管辖的规定，对法人或者其他组织提起的民事诉讼，由被告住所地人民法院管辖；因合同纠纷提起的诉讼，由被告住所地或者合同履行地人民法院管辖。这说明，住所地在上海市或者北京市的公司，最有可能受到金融法院的影响。因此，我们在本文实证部分，将注册地为上海市或者北京市的公司设定为实验组，其他地区公司设定为对照组。

（二）文献综述

本文的研究主题是法治体系对金融和经济的影响，涉及的相关文献主要有以下三类。

① 《成立六年累计受理金融案件超4.5万起、上海金融法院联动防范化解金融风险》，证券时报网，2024年8月20日，<http://www.stcn.com/article/detail/1292631.html>。

② 《金城千里、融贯八方——北京金融法院诞生记》，北京法院网，2021年3月19日，<https://bjgy.bjcourt.gov.cn/article/detail/2021/05/id/6030366.shtml>。

③ 李丹：《发挥审判职能、守护金融安全——记北京金融法院成立一周年》，《中国金融家》2022年第4期。

第一，制度经济学。制度经济学家揭示法治体系如何影响人们的行为和经济绩效。诺思认为，制度（institution）是人为设计的、型塑人们互动关系的约束，通过影响生产与交换成本，构造人们交换的激励，从而影响经济绩效。激励是经济绩效的根本决定因素。法律与习俗（custom）和禁忌（taboo）等非正式约束相比，属于制度中的正式约束。^①法律及其实施体系不仅是静态的规则体系，也是动态过程，因此本文使用“法治体系”概念。需要注意的是，法治体系对金融和经济发展产生积极作用，也需要一定的条件。例如，美国国家经济研究局的创建者之一 Mitchell 在 1935 年即指出，频繁发生的经济危机是经济体系自动运转功能具有缺陷的证据，商业计划不能对抗使经济周期更加严重的各种因素增长，因此需要谨慎推进社会或国家计划以克服经济波动最严重的特征，同时要保持经济自由并增加安全性。Mitchell 还认为，美国宪法体现了管理国家的计划，美国的历史就是计划的历史，有时成功，有时不成功。^②从制度经济学家所记录的历史经验可以看出，法治体系也并非必然对金融和经济产生积极作用，因此才需要谨慎推进。

第二，法与金融理论。法与金融理论开启法律与金融实证研究的先河。针对 Hart 关于证券（securities）是其所有者享有的一种对公司投票（股权）或者优先受偿（抵押担保债权）的权利观点，La Porta 等进一步指出，外部投资者并不能够想当然地取回投资，由于委托代理问题的客观存在，代理人可能侵蚀外部投资者权利，从而使得外部投资者无法收回依据金融契约所应当取得的投资回报。^③因此，法律及其实施体系对外部投资者的保护就十分重要，只有当法律及其实施体系能够有效保护外部投资者的权利时，外部投资者才能避免由于委托代理问题，使得自身财产权受到不当侵蚀，进而提高金融契约的可信赖程度，激励外部投资者愿意向公司继续提供外部融资。良好的法治体系对公司治理、金融发展和经济增长的积极作用，也得到了一系列经验证据的支持。^{④⑤}他们还认为，总体而言，普通法国家对投资者的保护最强，德国和斯堪的纳

① [美] 道格拉斯·C. 诺思：《制度、制度变迁与经济绩效》，杭行译，上海：格致出版社、上海三联书店、上海人民出版社，2014 年。

② [美] 斯坦利·L. 布鲁、兰迪·R. 格兰特：《经济思想史》，邸晓燕译，北京：北京大学出版社，2014 年。

③ Hart, O., *Firms, Contracts, and Financial Structure*, London: Oxford Univ. Press, 1995.

④ La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, vol. 106, no. 6 (1998), pp. 1113–1155.

⑤ La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, vol. 58, no. 1 (2000), pp. 3–27.

维亚大陆法系居于中位，而法国大陆法系对投资者的保护最弱。遗憾的是，在他们的系列文献中，尚未看到对中国内地的考察。

第三，公司现金持有文献。在一定程度上，公司现金持有行为可以反映公司的信心、预期和乐观程度，而公司对未来经营发展和盈利情况的信心、预期和乐观程度是经济繁荣发展的不竭动力。法治体系既有可能促使公司提高现金持有水平，也有可能促使公司降低现金持有水平。一方面，当法治体系对外部投资者的财产权保护较弱或者政策不确定性较高时，外部投资者向公司提供外部融资的意愿就会降低，公司的融资约束以及未来现金流的不确定性增加，从而可能会基于预防动机，增加现金持有。^{①②}另一方面，当法治体系对外部投资者财产权的保护较强时，外部投资者提供资金的意愿增强，公司可能会由于融资约束得到缓解，而主动减少现金持有。^③具体到司法领域，当公司因商业纠纷而涉及诉讼时，现金持有水平一般会增加，其中的原因是银行和商业信用受损，导致融资约束变大，基于预防动机提高现金持有水平。^④但是加强外部投资者保护的司法改革，通常会经由融资约束缓解渠道，促使公司降低现金持有水平。^⑤

以上文献探讨了法治体系对金融和经济发展的必要性，以及各国法治体系对金融和经济发展的有效性，但是尚未充分考察中国法治建设的最新情况。Wang 和 Wu 将上海金融法院作为解释变量，实证检验了中国金融审判专业化改革对诉讼风险较高的公司信息披露违规等不当行为的影响。^⑥但是，法治体系的价值不仅在于约束市场主体的不当行为，还有可能通过营造良好的商业环境，发挥激励市场主体活力的功能。目前，尚没有文献探讨中国金融审判专业化改革是否存在对公司行为的激励功能，因此本文以金融法院设立为准自然实验，检验金融审判专业化司法改革对中国 A 股公司现金持有行为的影响，并揭示其中的影响机理，以期在发展中国家背景下，考察法治体系与的激励功能。

① Dittmar, A., J. Mahrt-Smith, and H. Servaes, "International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, no. 1 (2003), pp. 111-133.

② 余靖雯、郭凯明、龚六堂：《宏观政策不确定性与企业现金持有》，《经济学（季刊）》2019年第3期。

③ 钱雪松、代禹斌、陈琳琳、方胜：《担保物权制度改革、融资约束与企业现金持有——基于中国〈物权法〉自然实验的经验证据》，《会计研究》2019年第1期。

④ 王彦超、王语嫣：《债权人诉讼是如何影响企业现金持有行为的？》，《会计研究》2018年第7期。

⑤ 程博、熊婷、殷俊明：《司法环境改善与公司现金持有》，《会计研究》2023年第5期。

⑥ Wang, Kedi., and Chen Wu, "Financial-judicial Specialization and Corporate Misconduct: Evidence from the Establishment of the Shanghai Financial Court", *Economics Letters*, vol. 229 (2023), pp. 1-5.

(三) 研究假说

法治体系可能影响金融和经济发展，其中的一个原因是，金融的本质是契约交易。^①由于委托代理问题的存在，一切契约都有可能产生委托代理成本，而法治体系可以通过保障金融契约的履行，降低代理成本，促进达成新的交易，进而影响金融和经济发展。契约（contract），现有文献也译为“合同”或者“合约”，公司由一系列契约关系组成，^②其中就包括金融契约。金融契约，是投资者和融资者之间达成的、以资金要素为交易标的的契约。在法与金融文献中，依据获取收益的形式不同，投资者又分为股东和债权人。^③股东向公司提供资金，按照持股比例获取收益；债权人向公司提供资金，按照利率获取收益。借助金融契约，当公司发现商业机会，但是没有足够的自有资金投入时，便可以使用投资者的资金投入到生产经营中，从而得以及时把握商机，创造价值和社会财富；同时，公司需要依照在金融契约中所达成的约定，诚实守信地向投资者支付因其转让资金的使用权而应当取得的回报。在理想状态下，作为融资者的公司和作为投资者的金融消费者，通过自愿签署和履行金融契约，使得社会闲置资金要素得到有效配置，从而促使社会财富增加。但是在履行金融契约的过程中，除了公司经营所要面临的产品或者服务决策失误等市场风险，还有一种常与契约关系相伴的风险，有可能导致投资和经营行为失败。这就是因信息不对称和利益冲突而存在的委托代理问题，及其所产生的代理成本。代理问题存在于一切合作努力的场合，^④金融契约自然也不例外。这既可能导致外部投资者与融资者之间产生金融纠纷，也可能降低外部投资者再次提供融资的意愿。如果金融纠纷不能被高效恰当的解决，可能对金融和经济发展带来不利影响。例如，世界银行在2024年Business Ready报告中指出，无论是在发达经济体，还是在发展中经济体中，商业纠纷不可避免会发生，当这些争议无法被适当解决，就会产生负面的经济后果，例如创业活动和投资的减少，以及

① 吴晓求：《金融强国的实现路径与建设重点》，《经济理论与经济管理》2024年第1期。

② Jensen, M., and W. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4 (1976), pp. 305–360.

③ La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, vol. 58, no. 1 (2000), pp. 3–27.

④ Jensen, M., and W. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4 (1976), pp. 305–360.

宏观经济波动。^{①②}法治体系可以改变人们行为的成本和收益，构造人们行为的激励。在金融契约中，法治体系通过保护外部资金提供者的财产权免受内部人侵蚀，从而鼓励外部投资者向融资者提供外部资金。Jensen 和 Meckling 指出，法治体系可以规定契约的类型、提供履行契约的保障，以及裁决契约的争议，设定或改变契约主体的权利义务，降低委托代理成本，以致影响契约的可行性和可信度。^③因此，法治体系对于保障金融契约的履行具有重要价值。法与金融理论的先驱 La Porta 等，在 20 世纪末和 21 世纪初对世界各国法律及其实施体系的金融和经济后果所作出的实证考察工作，成为世界银行在 2003—2020 年期间每年发布的营商环境报告（Doing Business）的理论源泉。^④

然而，法治体系会产生何种经济后果，却不可一概而论。因为法治体系不仅包括众多法律规则，也包括较长链条的法律实施过程，并且常常根据实践需求动态变化，所以需要对其具体制度进行具体分析，才有可能得出相对准确的结论。例如，Allen 等对中国法律、金融和经济增长的关系进行研究后提出，中国的情况不同于其他国家法律、制度、金融和经济增长相关文献的研究结论，中国成为世界上经济增长最快的国家之一，但是其法律和金融体系却并非最发达，出现这种结果的原因是中国存在的替代性金融渠道和治理机制发挥了作用，例如以声誉和关系为基础的机制。^⑤可以看出，Allen 等强调了声誉和关系等非正式机制的作用，而并不认为中国的法治体系对经济增长具有重要贡献。卢峰和姚洋 2004 年的计量研究也发现，中国各省法院经济案件结案率的提高，反而使得私人投资的比重下降，进而对经济增长产生负面作用，其中的原因是阻碍了金融资源从无效的经济部门流向有效率的经济部门，所以法律仅仅是整个制度体系中的一个环节，为了使法律体系有效运作，完善配套制度是必要的。^⑥此外，若市场主体真实地卷入司法程序，还可能由于信用受损导致融资约束增加，从而促使

① World Bank Group, “Business Ready”, 2024.

② Esposito, G., S. Lanau, and S. Pompe, “Judicial System Reform in Italy-A Key to Growth”, IMF Working Paper, WP/14/32, 2014.

③ Jensen, M., and W. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4 (1976), pp. 305–360.

④ Djankov, S., “The Doing Business Project: How It Started: Correspondence”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 30, no. 1 (2016), pp. 247–248.

⑤ Allen, F., Jun Qian, and Meijun Qian, “Law, Finance, and Economic Growth in China”, *Journal of Financial Economics*, vol. 77, no. 1 (2005), pp. 57–116.

⑥ 卢峰、姚洋：《金融压抑下的法治、金融发展和经济增长》，《中国社会科学》2004 年第 1 期。

经营行为变得更加保守。^①如此看来，我们无法直接得出法治体系是否存在激励功能的结论。

基于上述分析，我们认为，中国金融审判专业化改革对公司现金持有行为的影响效应，有三种可能性：其一，金融审判专业化改革提高了金融争议解决的质量和效率，使得金融契约主体，特别是外部投资者的财产权得到更好的保护，增加了金融契约的可信赖程度，进而激励外部投资者向公司提供更多外部资金，促使公司的融资约束得到缓解，对未来发展的信心也得以增强，因此经营行为变得更加积极乐观，主动减少现金持有；其二，金融审判专业化改革提高了金融争议解决的质量和效率，外部投资者的财产权得到更好的保护，但是短期来看，作为融资方的公司如果涉诉，受到损失的可能性和程度加大，因此银行或者商业信用受到不利影响，融资约束反而增加，公司基于预防动机增加现金持有；其三，金融审判专业化改革对公司现金持有行为没有起到显著作用。据此我们提出以下三项竞争性假说，并将在本文实证部分做出检验。

H1a：在其他情况相同时，受到金融法院设立影响的公司，现金持有水平显著下降。

H1b：在其他情况相同时，受到金融法院设立影响的公司，现金持有水平显著上升。

H1c：在其他情况相同时，金融法院设立没有对公司现金持有水平产生显著影响。本文的理论分析框架，如图 1 所示。

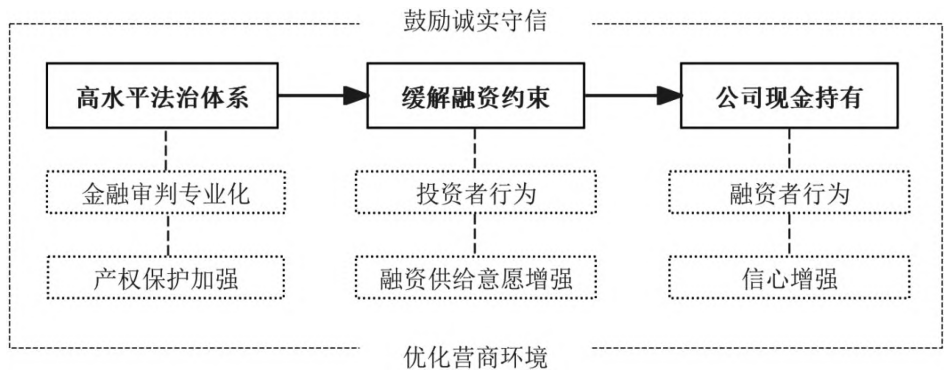


图 1 理论框架图

① 王彦超、王语嫣：《债权人诉讼是如何影响企业现金持有行为的？》，《会计研究》2018 年第 7 期。

三、研究设计

(一) 数据来源与样本选择

本文将中国 A 股上市公司作为研究样本。考虑到上海金融法院和北京金融法院分别成立于 2018 年和 2021 年，因此样本期间设定为 2015 年至 2023 年。在回归之前，对样本进行以下处理：(1) 考虑到金融行业财务报表的特殊性，删除金融行业样本；(2) 为避免异常值影响，剔除 ST 公司样本；(3) 剔除缺失样本，最终得到 33 351 个观测值；(4) 为避免极端值影响，对连续变量进行 1% 和 99% 水平的缩尾处理。本文所使用的数据全部来自国泰安 (CSMAR) 数据库。

(二) 核心变量定义

1. 被解释变量：公司现金持有水平 (*Cash*)，借鉴已有文献^①定义为货币资金占非货币资产总额的比重。在稳健性分析中，采用货币资金占总资产的比重作为替代性衡量指标 *Cash2*。

2. 解释变量：金融审判专业化司法改革 (*Fcourt*)，定义为公司注册地在上海市或者北京市，在金融法院设立以后的年份，取值为 1，否则为 0。

3. 控制变量：为了控制其他可能影响公司现金持有水平的因素，借鉴已有文献^{②③}在回归模型中加入个股流通市值 (*Mvalue*)、资本结构 (*Leverage*)、偿债能力 (*NETWC*)、资本支出比率 (*Capexp*)、派息比 (*Dividend*)、营业总收入 (*Tincome*)、客户销售额 (*Sales*)、公司规模 (*Size*)、营运资金 (*Workcapital*)、两职合一 (*Dual*)、现金流量 (*Cashflow*)、产权性质 (*SOE*)、审计机构是否为四大会计师事务所 (*Big4*)、上市时间 (*Listdate*)、净资产收益率 (*ROE*)、第一大股东持股比例 (*First*) 等相关控制变量，主要变量定义与测度方法如表 1 所示。此外，回归模型中还控制了年度固定效应和公司固定效应。

① 钱雪松、代禹斌、陈琳琳、方胜：《担保物权制度改革、融资约束与企业现金持有——基于中国〈物权法〉自然实验的经验证据》，《会计研究》2019 年第 1 期。

② 钱雪松、代禹斌、陈琳琳、方胜：《担保物权制度改革、融资约束与企业现金持有——基于中国〈物权法〉自然实验的经验证据》，《会计研究》2019 年第 1 期。

③ 程博、熊婷、殷俊明：《司法环境改善与公司现金持有》，《会计研究》2023 年第 5 期。

表 1 主要变量定义及测度方法

变量代码	变量名称	测度方法
<i>Cash</i>	公司现金持有	货币资金/（总资产-货币资金）
<i>Fcourt</i>	金融审判专业化司法改革	公司注册地为上海市或者北京市，在设立金融法院以后的年份取值为 1，否则为 0
<i>Mvalue</i>	个股流通市值	年个股流通市值/所有者权益合计
<i>Leverage</i>	资本结构	总负债/（总资产-货币资金）
<i>NETWC</i>	偿债能力	（流动资产-货币资金-流动负债）/（总资产-货币资金）
<i>Capexp</i>	资本支出比率	资本支出/经营活动产生的现金流量净额，其中资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金
<i>Dividend</i>	派息比	公司派发的税后每股股利
<i>Tincome</i>	营业总收入	营业总收入的自然对数
<i>Sales</i>	客户销售额	前五大客户销售额
<i>Workcapital</i>	营运资金	流动资产合计-流动负债合计
<i>Dual</i>	两职合一	董事长与总经理为同一人取值为 1，否则为 0
<i>Cashflow</i>	现金流量	经营活动产生的现金流量净额/总资产
<i>MCR</i>	代理成本	管理费用/营业收入
<i>SA</i>	融资约束	$-0.737 \times (\text{资产规模}) + 0.043 \times (\text{资产规模})^2 - 0.040 \times \text{年龄}$
<i>Industry</i>	行业分组变量	中国证监会《上市公司行业分类指引》（2012 年修订）中 C 类制造业取值为 2，I 类信息传输、软件和信息技术服务业取值为 1，其他行业取值为 0
<i>HHI</i>	市场竞争度	客户集中度赫芬达尔指数
<i>PE</i>	市盈率	今日收盘价当期值/（净利润本年年报值/实收资本本期期末值）

（三）计量模型

本文利用上海金融法院和北京金融法院在时间和空间上错列发生的特征，形成多期错层的准自然实验，由此构建多时点双重差分模型，检验金融法院设立对实验组上市公司现金持有水平的影响。具体回归模型设定如下：

$$Cash_{i,t} = \alpha + \beta Fcourt_{i,t} + \gamma X_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \tag{1}$$

其中，被解释变量 *Cash* 是公司现金持有水平；*i* 和 *t* 分别表示公司和时间；解释变量 *Fcourt* 表示金融审判专业化司法改革，定义为公司注册地在上海或者北京，并且在上海金融法院或者北京金融法院设立以后的年份取值为 1，否则为 0。*X* 为一系列控制变量； μ 为个体固定效应； λ 为时间固定效应； ε 为随机扰动项。本文主要关注 *Fcourt*

的系数 β ，该系数衡量金融法院设立对实验组公司现金持有水平的影响。统计标准误在公司层面进行聚类调整。

（四）描述性统计

表 2 报告了主要变量的描述性统计结果^①。从中可以看出，被解释变量 Cash 的均值为 0.292，中位数为 0.180，标准差为 0.507，最小值为 0，最大值为 44.204，表明 A 股非金融上市公司现金持有水平存在很大差异，与已有文献的发现基本一致。^{②③}

表 2 主要变量描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Cash	33 351	0.292	0.507	0.000	0.180	44.204
Fcourt	47 664	0.069	0.253	0.000	0.000	1.000
Mvalue	33 351	0.003	0.035	-0.785	0.002	4.113
Leverage	33 351	0.520	1.227	0.011	0.488	206.971
NETWC	33 351	0.073	1.026	-171.630	0.086	0.948
Dividend	24 023	0.243	0.526	0.001	0.130	30.876
Tincome	33 345	21.489	1.538	10.170	21.339	28.830
Cashflow	33 351	0.048	0.078	-1.686	0.048	2.222
SOE	32 470	0.306	0.461	0.000	0.000	1.000
Big4	33 310	1.939	0.240	1.000	2.000	2.000
Listdate	33 497	2.032	0.984	0.000	2.197	3.526
ROE	33 168	0.005	2.632	-207.397	0.067	281.989
First	33 302	33.116	14.762	0.286	30.689	89.991

四、实证结果分析

（一）基准回归结果

表 3 报告了检验本文假说的基准回归结果，即金融法院设立对实验组 A 股上市公

① 表 2 报告的描述性统计结果尚未进行缩尾处理，以便呈现原始数据状态。在回归时，为避免极端值影响，对连续变量进行缩尾处理。

② 程博、熊婷、殷俊明：《司法环境改善与公司现金持有》，《会计研究》2023 年第 5 期。

③ 钱雪松、代禹斌、陈琳琳、方胜：《担保物权制度改革、融资约束与企业现金持有——基于中国〈物权法〉自然实验的经验证据》，《会计研究》2019 年第 1 期。

司现金持有水平的影响。第 1 列未控制随时间变化的公司个体特征，只控制年度固定效应，以及不随时间变化的公司固定效应。回归结果显示，核心解释变量 $Fcourt$ 的系数估计值在 5% 水平上显著减少 3.1%；第 2 列在进一步控制公司随时间变化的个体特征以后，核心解释变量 $Fcourt$ 的系数估计值在 5% 水平上显著减少 3.9%。表 3 的基准回归结果表明：在其他情况相同时，受到金融法院设立影响的公司，现金持有水平显著下降，支持了本文的研究假说 H1a。

表 3 基准回归结果

	(1) <i>Cash</i>	(2) <i>Cash</i>
<i>Fcourt</i>	-0.031** (-2.20)	-0.039** (-2.10)
<i>Mvalue</i>		-9.412*** (-3.75)
<i>Leverage</i>		0.505*** (10.29)
<i>NETWC</i>		-0.533*** (-9.44)
<i>Capexp</i>		-0.003*** (-6.20)
<i>Dividend</i>		0.165*** (7.74)
<i>Tincome</i>		-0.098*** (-6.75)
<i>Size</i>		-0.000*** (-2.62)
<i>Sales</i>		0.000 (1.59)
<i>Workcapital</i>		0.000*** (10.10)
<i>Dual</i>		-0.008 (-1.19)

续表3

	(1) <i>Cash</i>	(2) <i>Cash</i>
<i>Cashflow</i>		0.352*** (8.95)
<i>SOE</i>		0.016 (0.58)
<i>Big4</i>		-0.015 (-0.76)
<i>Listdate</i>		-0.204*** (-17.66)
<i>ROE</i>		-0.065 (-1.63)
<i>First</i>		-0.002*** (-2.68)
年度固定效应	是	是
公司固定效应	是	是
N	33 035	21 710
Adj. R ²	0.410	0.687

注：括号内为经公司层面聚类调整后的 t 值；*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著。下表同。

(二) 稳健性检验

1. 平行趋势检验

运用双重差分方法识别因果关系的一个关键前提是满足平行趋势假设。在本文的研究场景中，也即在金融法院设立以前，实验组和对照组现金持有分布的变化趋势不存在系统性差异。借鉴已有文献的研究方法，我们对实验组和对照组的变化趋势进行考察，以样本期间的初始年份 2015 年作为参照标准。^①图 2 显示了平行趋势检验结果，可以看出，金融法院设立当年（current）及以前的年份（pre1-pre5），回归结果均不显著，表明在金融法院设立以前，实验组和对照组的现金持有分布具有一致的发展趋势，不存在显著差异。而在金融法院设立后，实验组公司的现金持有水平，与对照组相比

① 吕越、陆毅、吴嵩博、王勇：《“一带一路”倡议的对外投资促进效应——基于 2005–2016 年中国企业绿地投资的双重差分检验》，《经济研究》2019 年第 9 期。

显著减少。这表明，本文回归结果通过了平行趋势检验。

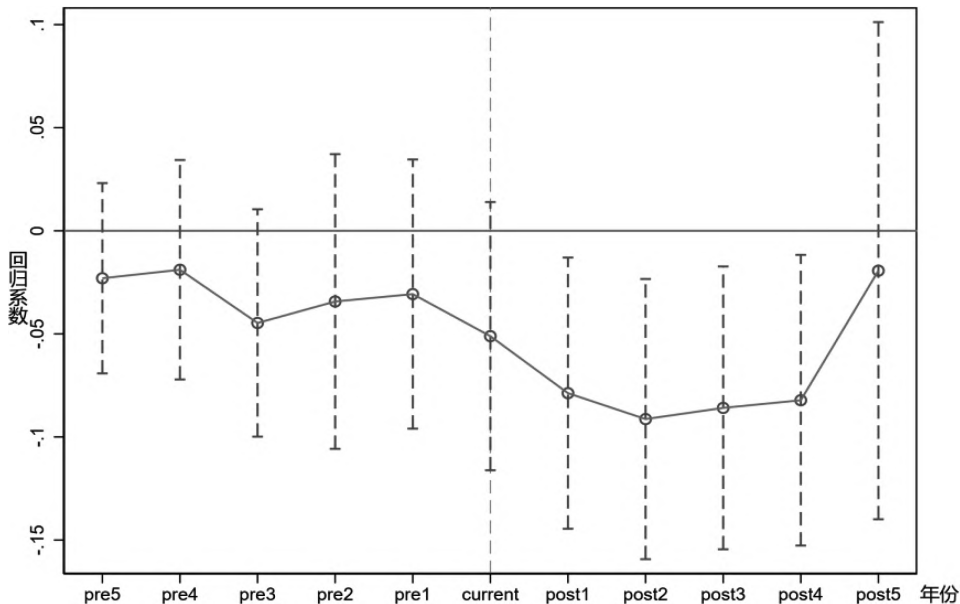


图 2 平行趋势检验结果

2. 安慰剂检验

为了检验本文的基准回归结果在多大程度上受到其他随机因素的影响，我们随机设定实验组重新进行估计，将此过程重复 500 次，并绘制出估计系数密度分布图。基于此虚假实验组得到的估计系数密度分布情况，判断本文基准回归结果的可靠性，从而验证公司现金持有水平是否显著受到其他随机因素的影响。若随机设定的虚假实验组估计系数分布在 0 附近，说明随机设定的实验组没有显著效应，即本文的基准回归结果没有遗漏其他重要变量。从图 3 可以看出，虚假估计系数集中分布于 0 附近，验证了本文基准回归结果的稳健性。

3. 替换被解释变量

替换被解释变量的衡量指标，借鉴已有文献采用货币资金占总资产的比重度量公司现金持有水平。^①表 4 报告了替换被解释变量衡量指标后的回归结果，与表 3 基准回归结果保持一致，即金融法院设立以后，实验组公司的现金持有水平显著减少，验证了本文基准回归结果的稳健性。

^① 钱雪松、代禹斌、陈琳琳、方胜：《担保物权制度改革、融资约束与企业现金持有——基于中国〈物权法〉自然实验的经验证据》，《会计研究》2019 年第 1 期。

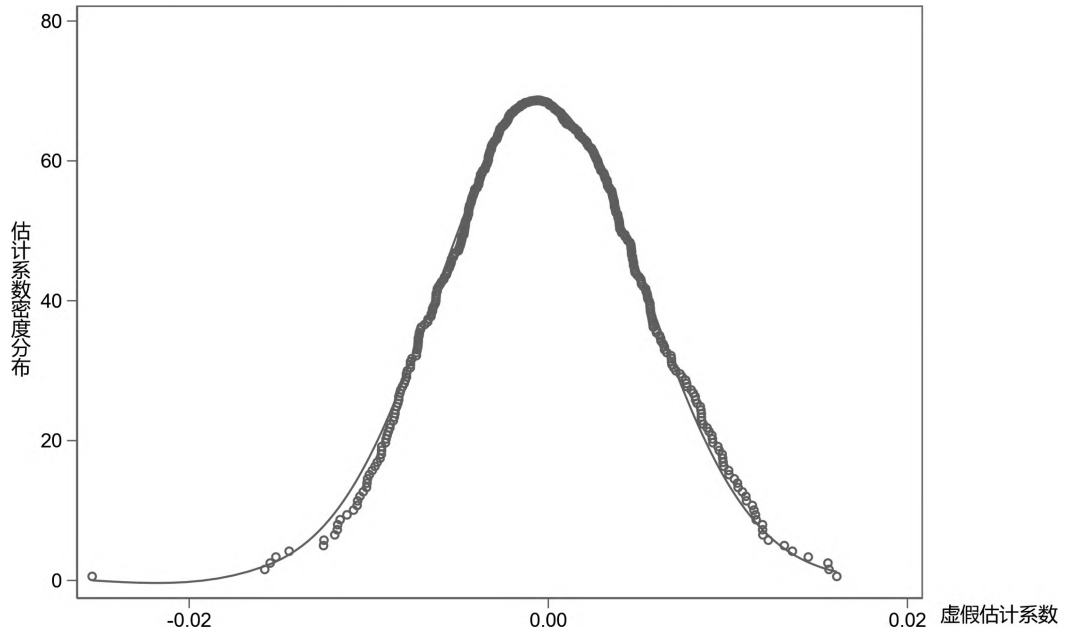


图3 安慰剂检验结果

4. 改变 DID 模型

借鉴已有文献的研究方法，将样本期间设定为 2015—2021 年，将首家金融法院设立地区上海市的公司作为实验组，解释变量定义为若样本公司位于上海市，并且年份在 2018—2021 年，取值为 1，否则为 0。^①这样同时排除了 2022 年成渝金融法院设立可能产生的任何影响。重新对模型（1）进行回归检验。表 5 报告了回归结果，解释变量 *Fcourt2* 的系数在 10% 水平上显著下降 2.8%。这表明，相较于对照组公司，实验组公司的现金持有水平在金融法院设立以后，显著下降。稳健性检验结果与本文的假说 H1a 一致。

（三）机制分析

接下来我们讨论金融审判专业化司法改革对公司现金持有行为的影响机制。根据已有文献，司法环境可以通过两个渠道作用于公司的现金持有行为：其一是代理成本渠道。司法环境改善可以降低公司代理成本，进而降低公司现金持有水平。其二是融

^① 程博、熊婷、殷俊明：《司法环境改善与公司现金持有》，《会计研究》2023 年第 5 期。

资约束渠道。司法环境改善通过缓解公司融资约束，进而降低公司现金持有水平。^{①②}基于此，本文采用三重差分方法，分别验证代理成本渠道，以及融资约束渠道对于金融审判专业化司法改革是否成立。

表 4 改变现金持有衡量指标检验结果

	(1) <i>Cash2</i>	(2) <i>Cash2</i>
<i>Fcourt</i>	-0.010** (-2.36)	-0.009* (-1.77)
控制变量	否	是
年度固定效应	是	是
公司固定效应	是	是
N	33 035	21 710
Adj. R ²	0.621	0.745

表 5 改变 DID 模型设计检验结果

	(1) <i>Cash</i>
<i>Fcourt2</i>	-0.028* (-1.78)
控制变量	是
年度固定效应	是
公司固定效应	是
N	14 972
Adj. R ²	0.688

第一，代理成本渠道。现有研究指出，管理费用率越高，说明企业管理性费用所占比重大，代理成本越高，因此本文采用管理费用率衡量代理成本变量 *MCR*。按照均值分组，将管理费用率较大组的公司，取值为 1，较小组的公司，取值为 0。^③我们首

① 程博、熊婷、殷俊明：《司法环境改善与公司现金持有》，《会计研究》2023 年第 5 期。
② 钱雪松、代禹斌、陈琳琳、方胜：《担保物权制度改革、融资约束与企业现金持有——基于中国〈物权法〉自然实验的经验证据》，《会计研究》2019 年第 1 期。
③ 潘文富、张孝方：《企业数字化、管理费用率与投资效率》，《技术经济》2023 年第 9 期。

先将代理成本作为被解释变量，观察金融法院设立以后，实验组公司代理成本的变化情况。表 6 第（1）列的回归结果显示，金融法院设立以后，与对照组相比，实验组公司的代理成本显著降低。表 6 第（2）列报告了加入代理成本变量的三重差分检验结果，可以看出，与代理成本较低的公司相比，代理成本较高的公司的现金持有水平下降更多，表明代理成本渠道得到验证。

第二，融资约束渠道。融资约束的测量指标 SA 变量采用 Hadlock 和 Pierce 提出的 SA 指数，^① SA 指数的绝对值越大，说明公司面临的融资约束越大。本文将 SA 指数绝对值较大的样本公司取值为 1，绝对值较小的公司取值为 0。表 6 第（3）列报告了加入融资约束变量的三重差分回归结果，与融资约束较小的实验组公司相比，融资约束较大的实验组公司，在金融法院设立后，现金持有水平下降更多，表明融资约束渠道获得验证。

表 6 影响机制检验结果

	(1)	(2)	(3)
	<i>MCR</i>	<i>Cash</i>	<i>Cash</i>
<i>Fcourt</i>	-0.005** (-2.26)	-0.014 (-0.77)	-0.002 (-0.16)
<i>Fcourt</i> × <i>MCR</i>		-0.058* (-1.90)	
<i>Fcourt</i> × <i>SA</i>			-0.108* (-1.75)
控制变量	是	是	是
年度固定效应	是	是	是
公司固定效应	是	是	是
N	21 710	21 710	14 078
Adj. R ²	0.753	0.687	0.676

影响机制检验结果表明，以金融法院设立为代表的金融审判专业化司法改革，通过降低公司代理成本，缓解公司融资约束，激励公司减少其现金持有水平。

^① Hadlock, C., and J. Pierce, “New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving beyond the KZ”, *The Review of Financial Studies*, vol. 23, no. 5 (2010), pp. 1909–1940.

五、进一步分析

（一）行业与市场竞争程度异质性分析

从上述分析可以看出，融资约束是金融审判专业化对公司现金持有行为发生作用的重要渠道。那么，行业周期与市场竞争程度不同可能导致公司所面临的融资约束不尽相同，从而使金融审判专业化对公司的影响也有所差异。接下来，本文对不同行业，以及市场竞争程度不同的样本公司分别进行回归，检验金融法院设立对不同类型公司影响的差异。

第一，行业异质性分析。本文在中国证券监督管理委员会公布的《上市公司行业分类指引》（2012年修订）基础上，将行业进一步划分为制造业、信息技术行业以及其他行业三大类，并对三大类行业的样本公司分别回归。表7报告了异质性分析结果。第（1）—（3）列的结果显示，金融法院设立后，制造业公司的现金持有水平在1%水平上显著降低9%；信息技术行业样本公司降低1.1%，但是不显著；其他行业样本公司降低1.5%，但是不显著。这表明金融审判专业化对制造业公司具有显著效应，对信息技术行业和其他行业没有显著影响。通过对比三大类行业研发费用占营业收入的比例发现，制造业公司的研发费用率均值相对最高。这表明，具有更高研发需求的公司，更加需要良好的法治环境，法治环境的改善有利于推动公司质量的提高。

第二，市场竞争程度异质性分析。本文采用赫芬达尔指数衡量市场竞争程度，按照中位数将样本公司划分为高竞争程度与低竞争程度两类，分别进行回归。表7第（4）—（5）列结果显示，市场竞争程度较高的公司，现金持有水平在10%水平上显著降低4%；市场竞争程度较低的公司没有显著效应。这表明，市场竞争程度越高，越需要良好的法治体系，越需要营造公平竞争的商业环境。

（二）公司特征异质性分析

从融资约束影响渠道来看，市值、市盈率以及营业收入等公司自身特征，也可能使结果出现差异。因此本文按照均值，对市值、市盈率以及营业总收入不同的公司进行分组，再分别对较高组和较低组回归。

表 7 行业与市场竞争程度异质性回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Cash	Cash	Cash	Cash	Cash
	制造业	信息技术行业	其他行业	市场竞争度高	市场竞争度低
<i>F</i> _{court}	-0.090*** (-2.88)	0.011 (0.24)	0.015 (0.76)	-0.040* (-1.77)	-0.027 (-1.32)
控制变量	是	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是	是
N	15 139	1 628	4 943	7 994	13 024
Adj. R ²	0.678	0.740	0.667	0.716	0.716

表 8 报告了公司特征异质性回归结果，第（1）—（2）列显示，金融法院设立后，市值较小的样本公司现金持有水平在 5%水平上显著降低 5.9%，市值较大的样本公司仅降低 1.2%，并且不显著，表明金融审判专业化对市值较小的公司具有显著效应，对市值较大公司没有显著影响。第（3）—（4）列显示，市盈率较低的样本公司在 5%水平上显著降低 3.4%，市盈率较高的样本公司降低 1.3%，但是不显著，表明金融审判专业化对市盈率较低的公司具有显著效应，对市盈率较高的公司没有显著影响。第（5）—（6）列显示，营业总收入较低的样本公司，现金持有水平在 5%水平上显著降低 5.7%，营业总收入较高的样本公司降低 1.3%，但是不显著，说明金融审判专业化对营业总收入较低的公司具有显著效应，对营业总收入较高的公司没有显著影响。

表 8 公司特征异质性回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Cash	Cash	Cash	Cash	Cash	Cash
	市值小	市值大	市盈率低	市盈率高	营业总收入低	营业总收入高
<i>F</i> _{court}	-0.059** (-2.45)	-0.012 (-0.77)	-0.034** (-2.09)	-0.013 (-0.27)	-0.057** (-2.47)	-0.013 (-1.17)
控制变量	是	是	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是	是	是
N	16 598	4 687	19 022	1 595	18 369	3 185
Adj. R ²	0.695	0.765	0.707	0.678	0.696	0.872

公司特征异质性回归结果表明，金融审判专业化对公司现金持有行为的影响主要集中于市值小、市盈率低以及营业总收入较低的公司，与先前所验证的融资约束影响渠道逻辑一致。从表 8 报告的不同组公司样本数量的分布，还可以看出，金融审判专业化对大多数 A 股上市公司具有显著的激励效应。

六、结论与启示

本文以中国设立金融法院为准自然实验，运用多时点双重差分和三重差分方法，实证检验中国金融审判专业化司法改革，对 A 股上市公司现金持有行为的影响。回归结果显示，金融法院成立后，实验组公司显著减少其现金持有水平。影响机制分析表明，中国金融审判专业化改革，使金融契约主体的财产权得到更好的保护，从而降低了公司代理成本，激励外部投资者向公司提供外部融资，使公司融资约束得到缓解，进而激励公司减少其现金持有水平。异质性分析发现，金融法院设立对研发费用占营业收入比例相对最高的制造业具有显著效应，但对软件和信息技术服务业以及其他行业没有显著效应；对市场竞争程度较高、市值较小、市盈率较低以及营业总收入较低的公司具有显著效应，但是对市场竞争程度较低、市值较大、市盈率较高以及营业总收入较高的公司没有显著效应。异质性回归结果进一步印证了影响机制分析的结论。

以上结论表明，中国金融审判专业化司法改革存在对金融契约主体的激励功能，其影响机理在于：金融审判专业化通过提高金融争议解决的质量和效率，更好地保障金融契约的履行，降低公司代理成本，从而激励外部投资者向公司提供外部资金，缓解公司融资约束，进而激励公司减少其现金持有水平。本文的研究结论具有以下启示：第一，参考亚当·斯密关于分工提高效率的观点，^①进一步推动司法专业化改革。为应对案件数量和复杂程度日益上升与金融强国建设对于高质效金融争议解决需求之间的现实矛盾，探索如何更好地借助新技术手段，广泛吸纳跨学科人才，在化解矛盾的同时，助力中国金融和经济的繁荣发展。第二，依托高质量法治建设，促进公司高质量发展。本文异质性分析发现，研发需求较高、市场竞争程度较高，以及资金相对不充裕的公司对金融法院设立具有显著效应，这说明，更重视研发的高质量公司、高竞争公司以及资金不充裕的公司，在法治环境改善时，展现出更强的经济活力。因此在实

① [英] 亚当·斯密：《国富论》，郭大力、王亚南译，南京：译林出版社，2011 年。

现更高水平法治国家建设进程中，需要关注法治体系在助力公司提升质量方面的积极贡献。第三，完善中国特色社会主义法治体系，发挥法治体系的激励功能。从金融契约的视角看，法治体系可以通过改变行为的成本与收益，保障契约主体的财产权，从而鼓励交易各方诚实守信，降低契约履行过程中的代理成本，增加契约可信赖程度，激励市场主体继续达成新的交易，最终激发经济活力，实现市场化、法治化和国际化的良好营商环境。

Legal System, Financing Constraints, and Corporate Cash-Holding Behavior: A Quasi-Natural Experiment Based on Financial Courts

Zhao Xijun Guo Yong Nie Huihua Lu Liping

Abstract: This paper investigates the impact of financial-judicial specialization on corporate cash holdings using the establishment of financial courts in China as a quasi-natural experiment, employing staggered difference-in-differences and triple difference methods. It finds that, post-financial court establishment, companies within financial court jurisdictions significantly reduced their cash holdings compared to the control group. This reduction is attributed to enhanced financial contract enforcement, which lowers agency costs and alleviates financing constraints. Heterogeneity analysis reveals that this effect is more pronounced in manufacturing firms, those with higher market competition, smaller market capitalization, lower price-to-earnings ratios, and lower gross revenues. The study contributes to the understanding of the economic consequences of China's legal system and provides empirical evidence for advancing the construction of a higher-level rule-of-law nation.

Key words: legal system; financial courts; agency costs; financing constraints; corporate cash -holding behavior

Authors: Zhao Xijun, Professor of School of Finance, Renmin University of China; Guo Yong, Ph. D. student of School of Finance, Renmin University of China; Nie Huihua, Professor of School of Economics, Renmin University of China; Lu Liping (Corresponding author), Associate Professor of School of Finance, Renmin University of China.