

司法改善与企业金融资产配置

——来自巡回法庭设立的证据

曹兆英¹, 梁日新², 齐保垒¹

(1. 西安交通大学 管理学院, 陕西 西安 710049; 2. 中国会计学会 编辑部, 北京 100045)

[摘 要]司法制度作为正式制度的重要组成部分,在保障市场主体合法权益、引导企业资源配置方面发挥着关键作用。以巡回法庭设立为准自然实验,运用多时点双重差分模型研究司法改善对企业金融资产配置的影响及其作用机制。研究表明,巡回法庭设立显著抑制了企业金融资产配置。机制检验发现,巡回法庭设立通过降低企业经营风险、缓解企业融资约束以弱化其谨慎动机,并通过提升企业主营业务绩效、压缩影子银行业务规模以削弱企业的投机动机,进而引导资金回流实体经济。异质性分析表明,上述抑制效应在规模较大、资产专用性较高的企业以及市场竞争程度较低、地方政府财政压力较大的省份中更为显著。进一步分析表明,巡回法庭设立能够显著抑制企业对金融资产的过度配置,不会影响其适度配置,并且巡回法庭司法活动强度与企业金融资产配置显著负相关。研究从企业资产配置结构视角验证了司法改善的积极作用,为引导企业“脱虚向实”、推动实体经济高质量发展提供了经验参考。

[关键词]司法改善;企业金融资产配置;巡回法庭;谨慎动机;投机动机;市场主体合法权益

[中图分类号]F272;D920 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2026)04-0083-11

一、引言

党的二十大及二十届四中全会均强调“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上”,面向“十五五”时期,“建设现代化产业体系,巩固壮大实体经济根基”已成为经济高质量发展的核心任务。然而,在外部环境复杂多变与内部经营风险上升的双重压力下,实体企业面临融资难、市场需求疲软及实体投资回报率下滑等现实困境^[1]。在此背景下,部分企业出于投机动机或谨慎动机持续提高金融资产配置比例,企业“脱实向虚”的倾向依然显著^[2-3]。尽管适度配置金融资产有助于改善企业流动性约束并缓解短期冲击,但过度配置则会挤出实体投资,对企业长远发展和现代化产业体系建设产生不利影响^[4]。既有研究与现实案例均表明,企业金融资产配置过高可能削弱实体经营能力并加剧系统性风险,例如,微观层面,富贵鸟在主业竞争力下降背景下,偏离实业根基而大量投资 P2P 平台及小额贷款等金融业务,相关高风险金融资产配置最终引发流动性危机并加速了企业破产进程^[4];宏观层面,美国房地产和金融市场的过度扩张亦被认为是诱发金融危机的重要因素^[5]。因此,系统识别企业金融资产配置过高的制度性成因,并探索引导企业“脱虚向实”的有效路径,对于促进企业长期稳健发展、建设现代化产业体系以及促进实体经济高质量发展具有重要意义。

从企业资源配置决策来看,相比金融投资,实体投资因其长期性和不可逆性,对稳定可预期的外部制度环境依赖较高。尽管良好的经济环境、金融环境以及产业政策等均能为企业实体投资提供外部助力^[6-8],但上述效应的有效发挥仍离不开更深层次的制度性保障即司法环境。司法环境直接影响契约执行效率、产权保护力度以及市场预期的稳定性^[9],是构筑企业实体投资信心的基石。改革开放以来,我国司法建设取得显著成效,但在地方司法管理实践上,司法管辖范围与行政区划高度重合、法官管理以及财政经费受制于地方政府等制度安排,客观上为行政权力介入司法审判提供了空间^[10],在一定程度上损害了地方司法质量。为摆脱上述困境,最高人民法院设立巡回法庭,其人财物均由最高人民法院统一管理,抑制了司法地方保护主义,显著改善了地方司法质量^[11-12]。然而,既有关于巡回法庭设立经济后果的研究多聚焦企业投资、融资等流量指标,流量指标虽能反映

[收稿日期]2025-12-29

[基金项目]国家社会科学基金重点项目(24SGB022);国家自然科学基金面上项目(72172116)

[作者简介]曹兆英(1996—),女,山东德州人,西安交通大学管理学院博士研究生,从事公司治理研究;梁日新(1995—),男,江西吉安人,中国会计学会编辑部编辑,博士,从事公司治理与审计研究,通讯作者,E-mail:liang_asc@126.com;齐保垒(1982—),男,河南许昌人,西安交通大学管理学院教授,博士生导师,从事公司治理与审计研究。

企业的扩张意愿和融资可得性,却难以全面刻画企业在地方司法质量改善后对既有资源的结构性调整。地方司法质量的改善不仅有助于推动全国统一大市场建设和要素自由流动,也会影响企业对契约执行、产权保护、经营收益风险的预期^[9,13],进而影响其在金融资产与实体资产之间的配置选择。由此引出一系列值得深入探讨的问题,如巡回法庭设立通过改善地方司法质量是否以及如何影响企业金融资产配置?

围绕上述问题,本文以巡回法庭设立为准自然实验,系统考察地方司法改善对企业金融资产配置的影响及其内在机制。与以往研究相比,本文的研究贡献如下:第一,从司法制度视角拓展了企业金融资产配置行为的制度解释。不同于既有研究主要从宏观经济环境、金融制度、产业政策或公司治理等角度分析企业金融资产配置现象,本文利用巡回法庭设立这一外生制度冲击,识别了地方司法改善对企业金融资产配置的影响,为理解企业金融资产配置的制度根源提供了来自司法层面的增量证据。第二,从企业资产配置结构视角拓展了巡回法庭设立经济后果的研究。与现有文献主要关注巡回法庭设立对企业投资规模和融资可得性等流量指标的影响不同,本文考察企业存量资产在金融资产与实体资产之间的配置结构。研究发现,巡回法庭设立显著抑制了企业金融资产配置水平,并呈现出一定的精准治理特征,即主要抑制了金融资产的过度配置而非适度配置。这一发现为评估巡回法庭设立的治理效应提供了来自微观层面的新证据。第三,本文为通过深化司法体制改革推动实体经济高质量发展提供了政策启示。巡回法庭设立通过改善地方司法质量并在促进统一大市场建设、提升信贷资源配置效率等方面发挥作用,抑制了企业金融资产的过度配置。由此,相关政策应进一步完善司法制度并优化制度环境,引导长期资本更有效地配置至实体经济领域。本文的实证结论不仅为“法治是最好的营商环境”这一论断提供了扎实的微观证据,也为新发展阶段通过改善地方司法推动现代化产业体系建设以及促进经济高质量发展提供了政策参考。

二、制度背景与文献回顾

(一) 制度背景

改革开放以来,我国司法建设虽取得长足进步,但司法地方化问题仍然存在,地方政府对司法活动的过度干预是损害司法公正性的关键因素^[14]。从地方政府视角来看,在晋升锦标赛和经济分权等政治体制下,地方政府往往具有通过干预司法审判以维护本地经济增长和本地企业利益的内在动机^[13]。从司法体制视角来看,司法管辖范围与行政区划高度重合、法官管理以及财政经费受制于地方政府等制度安排,从而为行政权力介入司法审判提供了制度空间^[10]。为破除上述体制性障碍,党的十八届四中全会明确提出“最高人民法院设立巡回法庭”。2015年1月,第一、第二巡回法庭率先设立;至2016年底,巡回法庭布局基本完成并实现全国覆盖(巡回法庭的具体分布情况未列示,备索)。

巡回法庭设立实质上是最高人民法院审判职能的重心下移,其核心目标在于抑制司法地方保护主义、加强对地方司法的监督,进而提升地方司法质量^[10]。具体而言,第一,巡回法庭的人事、经费和物资均由最高人民法院统一配置和管理,从制度上削弱了地方政府对司法资源的干预,增强了司法审判的独立性,从而有效抑制地方保护主义^[11]。第二,巡回法庭的设立畅通了中央与地方之间的司法信息交流渠道,有助于削弱司法地方化倾向并在一定程度上缓解司法资源配置不均问题^[15]。在我国地域辽阔、各地司法实践差异较大的背景下,巡回法庭通过巡回审判的方式加强了最高人民法院对地方司法活动的监督并有助于统一审判标准,进而提升地方司法质量。第三,巡回法庭的制度设计向地方司法系统输送了专业能力较强且相对独立的法官,降低地方行政力量影响裁判结果的可能性^[16]。在具体安排上,巡回法庭法官由最高人民法院统一派遣,任期一般为两年,并明确规定主审法官不得受理其原成长地或原工作地的案件,以避免地方利益对审判的干扰。此外,巡回法庭实行“让审理者裁判,由裁判者负责”的终审负责制,即审理法官对裁判结果承担终身责任。第四,巡回法庭的设立通过优化最高审判资源的空间配置,有效缩短了当事人维权路径,使其能够在本地获得高层级司法服务,纠纷处理效率的提升和诉讼成本的降低有助于及时保障当事人合法权益,并进一步提升司法系统的公信力与权威性^[15]。

综上所述,基于巡回法庭的制度属性与功能定位,其设立能够有效驱动地方司法质量改善,这为本文将巡回法庭设立作为司法改善的外生冲击提供了坚实的制度依据。

(二) 文献回顾

1. 企业金融资产配置的影响因素研究

围绕企业金融资产配置的影响因素,现有研究主要从企业外部制度环境和内部治理机制两个维度展开,其

中外部制度环境的研究重点集中于宏观经济环境、金融环境及产业制度改革等方面,而内部治理机制则主要关注管理层特征、股东结构以及其他公司治理因素,对旨在抑制司法地方化的司法体制改革的关注仍相对有限。

首先,基于外部制度环境视角。第一,就经济制度环境而言,现有研究关于经济政策不确定性对金融资产配置的影响尚未形成一致结论。彭俞超等^[6]认为经济政策不确定性上升加剧了企业面临的金融市场风险并压缩资金供给,从而显著抑制金融资产配置。而江民星等^[17]则认为经济政策不确定性上升制约了企业融资并放大实体投资风险,从而提高了企业金融资产配置。第二,从金融制度环境来看,相关研究主要从金融资产的准入成本与收益变化等角度考察了金融制度环境对企业金融资产配置的影响。一方面,民间金融的发展拓宽了企业金融投资渠道,从而加剧了企业金融资产配置^[18]。另一方面,关于贷款利率变化的影响,现有研究结论并不一致。安磊等^[19]认为贷款利率下限放开缓解企业融资约束并强化投机套利动机,进而加剧金融资产配置;而李增福等^[20]基于中期借贷便利政策的研究则表明,银行贷款利率的适度下降有助于降低企业融资成本、提高实体投资水平,进而降低金融资产配置。此外,银行金融科技的发展通过弱化企业风险规避和投资逐利动机显著抑制了金融资产配置^[7]。第三,从政府产业引导基金等其他制度环境视角来看,相关研究普遍认为政策性资金支持能够缓解企业融资约束并促进实体投资,从而降低企业金融资产配置水平^[2]。第四,在司法层面,目前文献多关注法律条文修订以及特定领域的司法改革,如环境法庭的设立通过驱动环保投资抑制企业金融资产配置^[21]。

其次,基于企业内部治理机制的视角。管理层特征是影响企业金融资产配置的重要内部因素,例如具有金融背景的 CEO 往往具备更强的金融投资偏好^[22],而管理层股权激励则通过强化实业投资倾向抑制企业过度配置金融资产^[23]。此外,股东结构及其治理作用同样不可忽视,非控股大股东、连锁股东以及多个大股东结构能够通过强化监督和制衡机制抑制企业金融资产配置倾向^[24-25]。控股股东股权质押与企业金融资产配置之间呈现倒 U 型关系:当股东质押比例较低时,控股股东出于“掏空”动机会推动企业增加金融资产持有;而当质押比例超过临界值后,控股股东为规避控制权转移风险倾向于降低金融资产配置^[26]。此外,控股股东的金融属性也会显著提升金融资产配置水平^[27]。除管理层与股东因素外,党组织参与公司治理以及企业社会责任履行等正向治理作用均有助于引导企业资源回归实体经济,从而有效降低金融资产配置水平^[28-29]。

2. 巡回法庭设立的经济后果研究

关于巡回法庭设立的经济后果研究,现有文献主要从宏观制度效应和微观企业行为两个层面展开。在宏观层面,巡回法庭作为最高人民法院的派出机构,通过审判重心下移有效减少地方政府对司法的行政干预、提高司法审判能力,这有助于促进产业结构优化升级^[30]。在微观层面,既有文献重点探讨巡回法庭设立如何为市场主体提供更加稳定和可预期的司法环境,从而增强企业通过法律途径维护自身合法权益的信心并对企业行为产生深远影响。在投融资决策方面,巡回法庭设立显著促进了企业投资^[14]、异地投资^[31]并显著降低企业投融资期限错配^[32];在经营决策方面,巡回法庭设立提升了企业创新水平^[33]并助力企业深化专业化分工^[12]。此外,巡回法庭设立还发挥了抑制股价崩盘风险的治理效应^[34]。

3. 文献述评

通过对既有文献的系统梳理可以发现,学术界对企业金融资产配置的影响因素以及巡回法庭设立的经济后果进行了较为丰富的研究,为本文研究奠定了重要的理论基础。然而,既有研究仍存在以下不足:其一,关于企业金融资产配置影响因素的研究主要聚焦宏观经济、金融制度、产业政策等宏观环境以及微观公司治理机制等方面,司法层面的研究多关注具体法律条文的修订以及环境法庭等专业化司法机制的影响,对于以提升司法公正性与独立性为目标、具有整体性和系统性的司法体制改革关注相对有限。作为司法去地方化的核心举措,巡回法庭设立如何重塑企业对经营收益和风险的预期,进而影响其在金融资产与实体资产配置的权衡仍有待深入考察。其二,就巡回法庭设立的经济后果而言,现有研究多从企业投融资行为、经营决策和资本市场风险等维度展开,缺乏从企业内部资产配置结构这一存量视角的深入考察,巡回法庭是否以及如何引导资本在金融领域与实体经济之间进行重新配置尚缺乏直接系统的经验证据。

三、理论分析与研究假说

(一) 巡回法庭设立对企业金融资产配置的影响

企业金融资产配置本质上是企业在实体投资与金融投资之间基于收益-风险权衡所做出的资产组合选择,

其决策动机主要来自谨慎动机与投机动机^[4]。其中,谨慎动机源自凯恩斯的预防性储蓄理论,该理论认为当外部环境不确定性较高时,企业为应对未来冲击、防范资金链断裂,倾向于持有流动性较强、风险较低的金融资产^[35]。投机动机则基于后凯恩斯主义观点,认为当实体投资回报率下降或金融市场收益较高时,企业为实现利润最大化,倾向于配置高收益的金融资产^[36]。因此,在外部环境不确定性较高或实体投资吸引力下降的情形下,企业更可能基于上述动机增加金融资产配置。由此,降低企业的谨慎动机与投机动机,在一定程度上有助于降低企业金融资产配置水平。

巡回法庭设立通过提升地方司法质量在一定程度上削弱了企业的谨慎动机和投机动机,从而降低企业金融资产配置水平。首先,从谨慎动机来看,巡回法庭设立通过提升司法公正性和司法效率减少了企业面临的制度不确定性冲击,从而降低企业经营风险^[9]。基于预防性储蓄理论,经营风险的降低将弱化企业基于谨慎动机配置金融资产的必要性。同时,地方司法环境改善能够保护银行等金融机构的合法权益,提高其对企业的信贷支持意愿,缓解企业融资约束^[32]。已有研究表明,持有金融资产与债务融资是企业应对外部冲击、防范资金链断裂的两大重要缓冲器^[37]。因此,当企业融资约束缓解后,其应对外部不利冲击的能力提升,基于谨慎动机而配置金融资产的需求随之降低。其次,从投机动机来看,巡回法庭设立有助于缓解因司法“主客场”导致的地区间市场分割问题^[38],进而提升企业主营业务绩效^[39]。随着实体投资回报预期提高,实体投资相对金融投资的吸引力增强,企业将更多资源投入主业经营,从而降低企业基于投机动机而配置金融资产的倾向。同时,巡回法庭设立有助于规范地方政府行为并降低政府对信贷市场的干预,使得市场在信贷资源配置中占据主导地位,进而提高信贷资源配置效率^[32]。信贷配置效率的提高意味着信贷资源错配问题得到缓解,压缩企业获取超额低成本信贷资金并进行金融套利的空间,从而降低企业对金融资产的配置水平。上述作用从金融资产的需求端与供给端两个维度共同抑制企业基于投机动机而配置金融资产的倾向。据此,本文提出假说 H1。

H1:巡回法庭设立显著降低了企业金融资产配置水平。

(二) 机制分析

1. 谨慎动机——经营风险、融资约束

基于预防性储蓄理论,企业持有金融资产的重要动机之一在于应对未来经营不确定性和流动性冲击,因而更倾向于配置流动性较强、风险较低的金融资产。巡回法庭设立有助于提升地方司法质量,从而降低企业经营风险、缓解企业融资约束,进而削弱企业基于谨慎动机而配置金融资产的需求:一方面,经营风险下降降低了企业为应对不确定性冲击而进行流动性储备的必要性;另一方面,融资约束缓解在一定程度上可以替代金融资产的流动性储备功能,从而降低企业金融资产配置需求。具体分析如下。

第一,巡回法庭设立通过降低企业经营风险以弱化企业基于谨慎动机而配置金融资产的需求。一方面,巡回法庭设立通过改善地方司法质量降低企业面临的事前及事中交易风险,即通过有效约束交易对手的机会主义行为降低经营风险。在司法制度不完善、地方保护主义较强的环境中,企业在合同履行、产权保护以及应收账款回收等方面面临较高的不确定性,交易对手违约、侵占企业产权或拖欠贷款的风险显著上升^[31]。巡回法庭设立通过抑制地方司法保护主义,压缩交易对手的违约空间,从而降低了企业面临的经营风险^[9]。另一方面,巡回法庭设立通过提升司法公正性和审理效率增强了企业的事后风险缓释能力,从而降低经营风险的持续性和冲击强度。巡回法庭就地解决纠纷的制度设计缩短了企业维权周期,提高了企业通过法律途径实现权利主张的效率^[15]。当企业遭受产权侵害或债权纠纷时,高效且公正的司法保障降低了资产被非法侵占或长期搁置的风险,从而减弱经营波动对企业现金流的冲击。因此,巡回法庭设立通过降低事前事中交易风险并强化事后风险缓释能力,从而降低企业整体经营风险。随着经营风险降低,企业为应对不确定性而进行流动性储备的需求下降,从而降低对高流动性、低风险金融资产的配置需求。

第二,巡回法庭设立通过缓解企业融资约束降低其基于谨慎动机而配置金融资产的需求。已有研究表明,持有金融资产与债务融资是企业应对外部冲击、防范资金链断裂的两大重要缓冲器^[37]。因此,债务融资在一定程度上能替代金融资产的流动性储备功能。当企业融资约束得到缓解后,其通过持有金融资产进行流动性储备的必要性降低。在地方司法质量较差的环境中,银行等金融机构面临较高的债权执行风险,因而降低了其向企业提供信贷资金的积极性^[14]。而巡回法庭设立通过改善地方司法质量强化了对银行等金融机构合法权益的司法保障,增强其对抵押权执行和违约追偿的预期,提高其对更广泛的抵押品的接受程度,并提升其向信息透明度较低的

借款人提供贷款的意愿,从而缓解企业融资约束^[32]。随着融资约束的缓解,企业通过持有金融资产进行流动性储备的需求下降,从而降低了企业基于谨慎动机而配置金融资产的水平^[37]。基于此,本文提出假说 H2a。

H2a:巡回法庭设立通过降低企业经营风险、缓解企业融资约束,显著降低企业金融资产配置水平。

2. 投机动机——主业经营绩效、影子银行业务

巡回法庭设立通过改善地方司法质量能够从金融资产的需求端和供给端两个维度共同削弱企业基于投机动机而持有金融资产的水平。一方面,巡回法庭设立通过改善市场分割状况提升企业主业经营绩效,从而降低管理层为提升短期绩效而持有金融资产的需求;另一方面,巡回法庭设立通过压缩企业影子银行业务空间,从供给端限制金融资产的形成与扩张。因此,巡回法庭设立通过提升主业经营绩效和压缩影子银行业务规模两条路径共同抑制企业的投机动机,并最终降低企业金融资产配置水平。

第一,巡回法庭设立通过提升企业主业经营绩效来降低企业基于投机动机而配置金融资产的需求。巡回法庭设立有效抑制了地方政府对司法的干预,这一作用显著降低了因司法“主客场”引致的隐性贸易壁垒,从而缓解地区间市场分割问题^[38]。市场分割的化解是提升企业主业经营绩效的重要因素之一^[39]。具体而言,从经营成本视角来看,市场分割的化解有助于生产要素在更大空间范围内实现自由流动,使企业能够在更广阔的市场中优化供应链布局和生产组织方式,从而减少制度性交易成本和要素错配成本,降低企业经营成本^[40]。从经营收益视角来看,市场分割的化解有助于企业拓展市场边界、扩大市场份额,并增加其接触高回报实体投资项目的机会,从而提升实体投资回报率^[38]。此外,市场分割的化解还将加剧市场竞争,倒逼企业通过增加创新投入、引入高质量人力资本等方式提升核心竞争力,进一步改善主业经营绩效^[41-42]。基于委托代理理论,管理层与股东之间存在目标函数冲突,管理层更看重短期业绩考核与薪酬激励,因而在主业经营绩效较差时,倾向于通过配置金融资产以改善短期财务表现。当企业主业经营绩效上升时,金融资产的机会成本上升,管理层通过配置金融资产来缓解业绩考核压力的需求随之下降,从而降低企业的金融资产配置水平。

第二,巡回法庭设立有助于压缩企业的影子银行业务规模,从供给端限制基于投机动机的金融资产的形成与扩张。企业的影子银行业务是指具有融资优势的企业将获得的低成本资金转贷给融资受限主体,并通过赚取利差收益实现套利的行为^[43]。在司法保护不足的环境中,银行等金融机构面临较高的债权执行风险,往往倾向于提高信贷门槛或偏好特定企业,从而加剧信贷市场歧视^[44]。这种歧视催生影子银行业务:信贷受限企业被迫诉诸影子银行等金融渠道获取资金,而拥有融资优势的企业则利用低成本信贷资源进行套利,从而推动影子银行业务发展,促进基于投机动机的金融资产的形成与扩张^[45]。巡回法庭设立通过改善地方司法质量,有助于从两个方面压缩影子银行业务规模。一方面,巡回法庭设立削弱了地方政府对信贷市场的干预,使得市场在信贷资源配置中占据主导地位,有助于提升信贷资源配置效率^[32],信贷资源配置效率的提高意味着信贷资源错配得到缓解,从而压缩企业利用融资优势开展影子银行业务的空间。另一方面,巡回法庭设立强化了对债权的司法保护,增强了银行等金融机构对抵押权执行和违约追偿的信心,提高其向不同类型企业提供贷款的意愿^[46]。随着信贷可得性提升,融资受限企业对影子银行融资渠道的依赖下降,从而削弱影子银行业务扩张的基础^[47]。上述作用共同压缩企业影子银行业务规模,从供给端降低企业基于投机动机而配置金融资产的水平^[47]。基于此,本文提出假说 H2b。

H2b:巡回法庭设立通过提升企业主业经营绩效、压缩影子银行业务规模,显著降低企业金融资产配置水平。

四、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

由于巡回法庭设立于 2015 年初和 2016 年底,为保证样本区间的平衡性,本文以 2010—2022 年的 A 股上市公司为初始研究样本,并对样本进行以下处理:(1)剔除金融类、ST、*ST 类公司;(2)删除变量存在缺失值的样本;(3)由于新上市公司运营尚不稳定,财务数据和经营情况可能存在较大波动,为提高分析的稳定性,剔除上市年龄小于 1 年的样本;(4)由于北京市、天津市、内蒙古自治区、山东省和河北省由最高人民法院直接管辖,为排除最高人民法院直接管辖地区样本对实证结果的影响,剔除公司所在省份在上述五个省市的样本;(5)对连续变量进行上下 1% 的缩尾处理。最终,本文共得到 23890 个公司-年度层面观测值。公司层面的数据均来自于 CSMAR 数据库。

(二)模型设定与变量定义

本文将巡回法庭设立视为准自然实验,研究该项改革对企业金融资产配置的影响,参考已有文献^[33],构建以下双重差分模型:

$$Fin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Reform + \beta_k Controls_{i,t} + FirmFE + YearFE + ProvinceFE + \varepsilon_{i,t}$$
 (1)

其中, i,t 分别指企业和年份; Fin

表示企业金融资产配置水平; $Reform$ 表示与巡回法庭设立相关的处理效应; $Controls$ 为一系列控制变量,具体如表 1 所示; ε 为随机扰动项。此外,本文还加入企业、年度和省份固定效应,分别控制企业、年度和省份层面不随时间变化的特征。同时,为了缓解组内自相关导致的偏差,在省份层面进行聚类。本文重点关注 $Reform$ 的系数 β_1 ,即巡回法庭设立对企业金融资产配置影响的净效应。

被解释变量:企业金融资产配置水平 ($Fin1$ 、 $Fin2$)。本文参考已有文献^[48],采用企业金融资产占总资产的比例来度量金融资产配置水平,具体公式为: $Fin1 = (\text{期末交易性金融资产} + \text{期末衍生金融资产} + \text{期末可供出售金融资产净值} + \text{期末持有至到期投资净值} + \text{期末长期股权投资净值} + \text{期末投资性房地产净值}) / \text{期末总资产}$ 。2018 年以来,新金融工具准则去掉了“持有至到期投资”“可供出售金融资产”项目,并新增了“债权投资”“其他权益工具投资”“其他债权投资”和“其他非流动性金融资产”项目。基于这一变更,本文对 2018—2022 年金融资产配置水平的计算公式调整为: $Fin1 = (\text{期末交易性金融资产} + \text{期末衍生金融资产} + \text{期末债权投资} + \text{期末其他债权投资} + \text{期末长期股权投资净值} + \text{期末其他权益工具投资} + \text{期末其他非流动性金融资产} + \text{期末投资性房地产净值}) / \text{期末总资产}$ 。此外,为了控制不同行业间金融资产配置水平的差异,本文对 $Fin1$ 进行了行业年度中位数调整,得到新的企业金融资产配置指标 $Fin2$ 。 $Fin1$ 和 $Fin2$ 的数值越大说明企业金融资产配置水平越高。

解释变量:巡回法庭设立 ($Reform$)。借鉴已有研究^[33],基于巡回法庭设立这一外生冲击,本文设置了 $Reform$ 这一虚拟变量。如果企业总部所在省份在观测年度六月底之前被巡回法庭覆盖,则取值为 1,否则为 0。

五、实证结果与分析

(一)主要变量的描述性统计分析

$Fin1$ 的均值为 0.077,中位数为 0.035,标准差为 0.109,分布特征与已有研究类似^[27],说明中国上市公司的金融资产配置水平差异较大。在总样本中,有 57.7% 的样本被巡回法庭所覆盖,表明被巡回法庭覆盖的样本量与未被巡回法庭覆盖的样本量相对较为均衡,降低了因样本极度不平衡可能导致的偏误。其他变量的描述性统计与现有研究基本一致。具体结果未列示,备索。

(二)基准回归结果

表 2 列示的是巡回法庭设立对企业金融资产配置水平 ($Fin1$ 、 $Fin2$) 的回归结果。列 (1) 和列 (3) 未加入控

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	金融资产配置水平	$Fin1$	年末金融资产/年末总资产
		$Fin2$	将 $Fin1$ 经行业年度调整
解释变量	巡回法庭设立	$Reform$	若企业所在省份在观测年度六月底前位于巡回法庭管辖范围内,则取值为 1,否则取值为 0
控制变量	企业规模	$Size$	年末总资产的自然对数
	财务杠杆	Lev	年末总负债/年末总资产
	企业业绩	ROA	净利润/年末总资产
	现金流	Cfo	经营活动产生的现金流量净额/年末总资产
	资本密集度	$Capital$	年末总资产/营业收入
	产权性质	SOE	国有企业取值为 1,否则为 0
	股权集中度	$Top1$	第一大股东持股比例
	董事会规模	$Bsize$	董事会董事人数加 1 取自然对数
	独董占比	$Indep$	独立董事人数占董事会人数的比例
	成长能力	$Growth$	营业收入增长额除以上一期营业收入总额
	企业价值	$TobinQ$	企业年末市值与年末净资产的比值
	企业年龄	Age	企业成立年数的自然对数
	固定资产投资	Fix	年末固定资产投资规模取自然对数
	两职合一	$Dual$	若董事长与总经理是同一人设为 1,否则为 0
	地区金融发展水平	FA	金融机构存贷款余额/GDP
	经济发展水平	GDP_growth	企业所在省份的 GDP 年增长率
	资本市场发达程度	$Listed_firms$	企业所在省份的上市公司数量加 1 的自然对数
	法治环境	Law	各省份市场化指数中的市场中介组织的发育和法律制度环境

表 2 基准回归结果

变量	(1) $Fin1$	(2) $Fin1$	(3) $Fin2$	(4) $Fin2$
$Reform$	-0.003 ** (-2.144)	-0.004 ** (-2.238)	-0.003 ** (-1.978)	-0.003 ** (-2.227)
$Controls$	No	Yes	No	Yes
$Firm/Year/Province$	Yes	Yes	Yes	Yes
N	23890	23890	23890	23890
Adj. R ²	0.643	0.665	0.596	0.615

注: *、** 和 *** 分别代表 10%、5% 和 1% 的显著性水平,括号内为经省份层面聚类调整的 t 值,下同。

制变量, *Reform* 的估计系数显著为负;列(2)和列(4)加入控制变量, *Reform* 的估计系数在 5% 的水平上显著为负。以表 2 第(2)列为例, *Reform* 的估计系数为 -0.004, 意味着巡回法庭设立使企业金融资产配置比例平均下降 0.4%, 相当于样本均值的 5.2% (-0.004/0.077), 表明这一影响不仅具有统计显著性, 也具有明确的经济意义。总体而言, 以上结果支持了本文的研究假说 H1, 即在其他条件不变的情况下, 巡回法庭设立显著降低了企业金融资产配置水平。

(三) 稳健性检验

本文依次进行了以下稳健性检验:事前趋势检验、安慰剂检验、预期效应检验、政策非随机性讨论、多维固定效应检验、替换被解释变量的衡量方式、排除其他事件干扰及处理效应异质性检验。上述检验结果均支持本文的研究结论(结果未列示, 备索)。

六、机制检验

前文实证结果表明, 巡回法庭设立对企业金融资产配置具有显著抑制作用。在此基础上, 本文进一步检验巡回法庭设立影响企业金融资产配置的具体作用机制。本文认为, 巡回法庭设立一方面通过降低企业经营风险、缓解企业融资约束显著削弱其基于谨慎动机而配置金融资产的水平。另一方面, 巡回法庭设立通过提升企业主营业务绩效、压缩影子银行业务规模, 显著降低其基于投机动机而配置金融资产的水平。鉴于传统中介效应三步法可能存在估计偏误问题, 本文采用“两步法”机制检验思路, 仅检验政策变量对机制变量的影响, 并结合既有理论与文献对机制变量影响企业金融资产配置的逻辑进行解释, 而不再重复进行中介回归。为对上述作用机制进行实证检验, 本文构建模型(2)。

$$M_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Reform_{i,t} + \beta_k Controls_{i,t} + FirmFE + YearFE + ProvinceFE + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, *M* 为机制变量, 其他变量的定义同模型(1)设定。

为检验巡回法庭设立是否通过降低谨慎动机影响金融资产配置, 本文从企业经营风险和融资约束两个维度进行检验。首先, 检验巡回法庭设立是否显著降低了企业经营风险。本文分别采用 ZScore 模型和 MertonDD 模型衡量企业经营风险。Z 得分 (*Zscore*) 越高、违约距离 (*DD*) 越大, 表明企业经营风险越低。分别将

表 3 机制检验

变量	(1) <i>Zscore</i>	(2) <i>DD</i>	(3) <i>KZ</i>	(4) <i>Debt</i>	(5) <i>CBOP</i>	(6) <i>ShadowB1</i>	(7) <i>ShadowB2</i>
<i>Reform</i>	0.033 *** (3.326)	0.800 ** (2.379)	-0.074 * (-1.854)	-0.142 * (-1.929)	0.006 ** (2.447)	-0.336 ** (-2.589)	-0.497 * (-1.725)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm/Year/Province</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	23890	23890	23585	23890	23890	23890	23890
Adj. R ²	0.873	0.485	0.861	0.202	0.459	0.627	0.527

Zscore 和 *DD* 代入模型(2)中进行回归, 结果如表 3 第(1)列和第(2)列所示, *Reform* 的系数显著为正, 说明巡回法庭设立显著降低了企业经营风险。而经营风险的降低有助于减少企业出于应对经营冲击和现金流断裂而持有流动性金融资产的需求, 从而降低企业金融资产配置水平。其次, 检验巡回法庭设立是否显著缓解企业融资约束。本文采用 KZ 指数 (*KZ*) 和债务资本成本 (*Debt*) 来衡量企业融资约束程度^[7], 债务融资成本采用利息费用与负债的比值再乘以 100 来衡量。将 *KZ* 和 *Debt* 代入模型(2)中进行回归, 结果如表 3 第(3)列和第(4)列所示, *Reform* 的回归系数显著为负, 表明巡回法庭设立显著缓解了企业融资约束。随着融资约束的缓解, 企业持有金融资产进行流动性储备的必要性显著下降, 从而降低了金融资产配置水平^[37]。上述结果为假说 H2a 提供了实证支持。

为验证巡回法庭设立是否通过抑制投机动机影响企业金融资产配置, 本文从主营业务绩效和影子银行业务规模两个维度进行检验。首先, 检验巡回法庭设立是否显著提升企业主营业务绩效。本文参考既有研究^[8], 定义主营业务绩效 (*CBOP*) = (营业利润 - 投资收益 - 公允价值变动收益 + 其中对联营企业和合营企业的投资收益)/期末总资产。将 *CBOP* 代入模型(2)中进行回归, 结果见表 3 第(5)列, 可以看到 *Reform* 的系数显著为正, 表明巡回法庭设立显著提升了主营业务绩效。随着主营业务绩效的提升, 企业通过金融资产获取短期收益的动机减弱, 从而降低企业金融资产配置水平。其次, 检验巡回法庭设立是否显著压缩影子银行业务规模。参考既有研究^[49], 本文采用两种指标衡量影子银行业务规模, 影子银行业务规模 (*ShadowB1*) = ln(1 + 民间借贷 + 委托理财 + 委托贷款 + 其他流动资产), 影子银行业务规模 (*ShadowB2*) = ln(1 + 民间借贷 + 委托理财 + 委托贷款)。

将 *ShadowB1*、*ShadowB2* 代入模型(2)中进行回归,结果如表 5 第(6)和第(7)列所示,*Reform* 的回归系数显著为负,表明巡回法庭设立显著压缩了企业影子银行业务规模。影子银行业务作为企业套利的重要载体,其规模下降意味着企业基于投机动机配置金融资产的水平降低^[47]。上述结果为假说 H2b 提供了实证支持。

七、进一步分析

(一)异质性分析

在考察了巡回法庭设立降低企业金融资产配置的内在机理后,本文进一步从微观与宏观两个层面展开异质性分析。具体地,在微观层面,本文认为巡回法庭设立对企业金融资产配置的降低作用在规模较大、资产专用性较高的企业中更显著;在宏观层面,巡回法庭设立对企业金融资产配置的降低作用在市场竞争程度较低以及地方政府财政压力较大的省份中更显著。

1. 微观层面异质性

第一,企业规模。研究表明,大企业的“彩票型”投资偏好更强烈,并且企业持有的金融资产随着企业规模的不断扩大而增加,因此规模较大企业的金融资产配置水平更高。本文预期,相比规模较小的企业,巡回法庭设立对企业金融资产配置的降低作用在规模较大的企业中将得到强化。在具体检验上,本文构造了巡回法庭设立与企业规模的交乘项 *Reform* × *Size*,将其代入模型(1)中回归,结果见表 4 第(1)列和第(2)列,*Reform* × *Size* 的估计系数均显著为负,与本文的预期一致。这表明,当企业规模较大时,其“彩票型”投资偏好更强,金融资产配置水平更高,巡回法庭设立对其金融资产配置水平的降低作用更显著。

第二,资产专用性。由于资产专用性较高的企业面临的“套牢”风险较高,更可能被交易方“敲竹杠”,因此其经营风险更高。巡回法庭设立有助于通过降低企业经营风险来降低金融资产配置水平。因此,从经营风险的视角出发,本文预期巡回法庭设立对企业金融资产配置的降低作用在资产专用性更高的企业中更显著。本文采用期末无形资产在总资产中的占比来衡量企业资产专用性(*AS*),数值越大说明资产专用性越高。本文构造交乘项 *Reform* × *AS*,将其加入模型(1)中进行实证检验,结果如表 4 第(3)列和第(4)列所示,*Reform* × *AS* 的回归结果显著为负,与本文的预期一致。这表明,巡回法庭设立在资产专用性较高的企业中具有更强的风险缓释效应,从而显著降低其金融资产配置水平。

2. 宏观层面异质性

第一,市场竞争程度。巡回法庭的设立对司法地方保护主义的降低作用有助于促进市场充分竞争,提升资源配置效率并降低生产要素成本,从而有助于提高主业经营绩效,降低企业金融资产配置水平。因此,在市场竞争程度更低的省,巡回法庭设立对其竞争程度的提升作用更大,从而能够更显著地降低企业金融资产配置水平。因此,本文预计,相比市场竞争程度较高的地区,巡回法庭设立对企业金融资产配置的降低作用在市场竞争程度更低的地区更显著。借鉴已有研究^[5],本文根据省市区上市公司的营业收入来计算省份市场竞争程度(*Mkte*),*Mkte* 的数值越大说明市场竞争程度越低。本文构造巡回法庭设立与市场竞争程度的交乘项(*Reform* × *Mkte*),代入模型

表 4 微观层面异质性检验

变量	(1) <i>Fin1</i>	(2) <i>Fin2</i>	(3) <i>Fin1</i>	(4) <i>Fin2</i>
<i>Reform</i> × <i>Size</i>	-0.006 *** (-3.160)	-0.003 * (-1.851)		
<i>Reform</i> × <i>AS</i>			-0.036 * (-1.823)	-0.049 ** (-2.781)
<i>Reform</i>	0.123 *** (3.052)	0.061 * (1.743)	-0.002 (-1.160)	-0.001 (-0.388)
<i>Size</i>	-0.013 *** (-3.260)	-0.013 *** (-4.130)		
<i>AS</i>			-0.182 *** (-5.480)	-0.129 *** (-4.731)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm/Year/Province</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	23890	23890	23890	23890
<i>Adj. R²</i>	0.666	0.615	0.668	0.618

表 5 宏观层面异质性检验

变量	(1) <i>Fin1</i>	(2) <i>Fin2</i>	(3) <i>Fin1</i>	(4) <i>Fin2</i>
<i>Reform</i> × <i>Mkte</i>	-0.071 ** (-2.572)	-0.067 ** (-2.412)		
<i>Reform</i> × <i>GOV</i>			-0.033 ** (-2.652)	-0.024 ** (-2.228)
<i>Reform</i>	0.001 (0.201)	0.001 (0.405)	0.003 (0.921)	0.002 (0.686)
<i>GOV</i>			-0.043 (-0.902)	-0.033 (-0.804)
<i>Mkte</i>	0.033 (0.936)	0.020 (0.610)		
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm/Year/Province</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	23890	23890	23890	23890
<i>Adj. R²</i>	0.665	0.615	0.665	0.615

(1) 中进行回归,结果如表 5 第(1)列和第(2)列所示, $Reform \times Mkte$ 的估计系数显著为负,与本文的预期一致。这表明,在市场竞争程度较低的地区,巡回法庭设立对竞争环境的改善作用更为显著,从而强化资源配置效率,并进一步抑制企业金融资产配置行为。

第二,地方政府财政压力。地方政府在财政压力驱动下易产生干预信贷市场的倾向,导致信贷资源配置效率降低^[32]。信贷资源配置效率的降低会加剧信贷市场歧视现象,从影子银行业务的需求和供给两端促使其规模增加,从而导致企业金融资产配置水平提高。因此,相比地方政府财政压力较低的地区,巡回法庭设立对企业金融资产配置的降低作用在地方政府财政压力较大的地区更显著。本文参考已有研究^[32],采用财政支出在 GDP 中的占比来衡量地方政府财政压力 (GOV)。本文构造巡回法庭设立与地方政府财政压力的交互项 ($Reform \times GOV$),代入模型(1)中进行回归,结果如表 5 第(3)列和第(4)列所示, $Reform \times GOV$ 的估计系数显著为负,与本文的预期一致。这表明,在财政压力较高的省份,由于信贷干预和资源错配问题更为突出,巡回法庭设立的制度改善效应更具边际影响,因此其对企业金融资产配置的抑制作用更为显著。

(二) 其他进一步分析

1. 巡回法庭设立与企业过度配置金融资产

关于企业金融资产配置,学界普遍认为企业持有一定的金融资产是正常现象,只有过度配置金融资产才可能对实体经济发展产生不利影响。基准回归结果已证实巡回法庭设立显著抑制了整体企业的金融资产配置水平。为进一步识别这种抑制效应的治理边界,本文参考现有研究将企业金融资产配置水平 ($Fin1$ 、 $Fin2$) 按照中位数分为两组,将高于中位数的作为过度配置金融资产组,低于中位数的则为适度配置金融资产组。实证结果如表 6 第(1)至(4)列所示,在过度配置金融资产组中, $Reform$ 的回归系数显著为负,而适度配置金融资产组中, $Reform$ 的估计系数不显著,说明巡回法庭设立能够显著降低企业过度配置金融资产,而不会对适度配置金融资产产生影响。综合来看,巡回法庭整体上能够降低企业金融资产配置水平,这一效应主要源于对过度配置企业的约束。

2. 巡回法庭司法活动强度与企业金融资产配置

考虑到单纯采用巡回法庭设立的二元虚拟变量可能不足以全面刻画巡回法庭设立后司法执行力的差异,本文进一步引入巡回法庭审理案件数量,对基准结果进行补充分析。具体而言,本文手工搜集了各巡回法庭在不同年份的案件受理数量(未列示,备索),并构建连续型变量 $Cases$ 以衡量巡回法庭司法活动的相对强度,该变量的具体构造方式为各巡回法庭每年受理案件数量除以每年各巡回法庭受理案件数的均值。该变量取值大于 1 表示该巡回法庭当年案件处理规模高于当年平均水平,小于 1 则表示低于平均水平,从而在一定程度上反映巡回法庭司法活动强度的相对差异。在此基础上,本文重点考察 $Cases$ 对企业金融资产配置行为的影响。回归结果如表 6 第(5)列和第(6)列所示, $Cases$ 的回归系数显著为负,表明司法活动强度较高的巡回法庭,其辖区内企业的金融资产配置水平显著更低。这一结果表明,巡回法庭司法活动强度与企业金融资产配置之间存在显著负相关关系,在一定程度上为基准回归结果提供了补充证据。

八、结论与启示

促进企业“脱虚向实”是构建现代化产业体系、实现经济高质量发展的关键基础。司法体制改革作为实体经济运行较为重要的外部环境,是否以及如何影响企业金融资产配置,现有文献尚未给出证据。为探索这一问题,本文基于最高人民法院设立巡回法庭的准自然实验场景,采用 2010—2022 年 A 股上市公司数据,构建多时点双重差分模型研究司法改善对企业金融资产配置的影响。研究表明,巡回法庭设立显著降低了企业金融资产配置水平,该结论在稳健性检验后依然显著。机制检验表明,巡回法庭设立一方面通过降低企业经营风险、缓解

表 6 其他进一步分析

变量	过度金融 资产配置 (1) <i>Fin1</i>	适度金融 资产配置 (2) <i>Fin1</i>	过度金融 资产配置 (3) <i>Fin2</i>	适度金融 资产配置 (4) <i>Fin2</i>	巡回法庭司 法活动强度 (5) <i>Fin1</i>	巡回法庭司 法活动强度 (6) <i>Fin2</i>
<i>Reform</i>	-0.009 ** (- 2.204)	0.000 (0.315)	-0.007 * (- 2.045)	-0.000 (- 0.272)		
<i>Cases</i>					-0.001 ** (- 2.562)	-0.001 ** (- 2.377)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm/Year/Province</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	11942	11948	11942	11948	23890	23890
<i>Adj. R²</i>	0.690	0.577	0.641	0.608	0.665	0.615
<i>P 值</i>	0.000 ***		0.005 ***			

企业融资约束显著削弱其基于谨慎动机而配置金融资产的水平;另一方面通过提升企业主营业务绩效、压缩影子银行业务规模显著降低其基于投机动机而配置金融资产的水平。异质性分析表明,在微观层面,巡回法庭设立对企业金融资产配置的降低作用在规模较大、资产专用性较高的企业中更显著;在宏观层面,巡回法庭设立对企业金融资产配置的降低作用在市场竞争程度较低以及地方政府财政压力较大的省份中更显著。此外,巡回法庭设立能够显著降低企业过度配置金融资产,而不会对企业适度配置金融资产产生显著影响,并且巡回法庭司法活动强度与企业金融资产配置显著负相关。

本文的研究结论具有如下政策启示。第一,对于政府而言,应持续推进以巡回法庭为代表的司法体制改革,将司法改善作为引导资本服务实体经济、推动经济高质量发展的长期制度工具。从当前看,应加快推广巡回法庭的审判经验,重点解决跨行政区域重大案件的司法地方保护问题,稳定市场主体对产权保护和契约执行的预期。从长远看,应推动建立与行政区划适当分离的司法管辖制度,通过制度化安排从根本上提升司法审判的公正性与权威性,逐步化解因地方司法审判“主客场”效应引致的市场分割问题,为全国统一大市场建设和实体经济高质量发展提供坚实的法治基石。第二,对于金融机构而言,应以司法环境改善为契机优化风险评估机制和信贷资源配置。司法改善有助于保障金融机构的合法权益,金融机构可据此优化信贷审批流程,减少对企业短期财务指标的过度关注,加大对核心实体投资项目的支持力度。同时,应强化对企业底层资产和信贷资金去向的穿透式合规审查,压缩企业的金融套利空间,确保金融资源更有效地服务于实体经济,助力现代化产业体系建设和经济高质量发展。第三,对于企业而言,应积极识别司法体制改革释放的制度红利,重塑“脱虚向实”的长期发展战略。短期内,企业应抓住司法环境改善带来的外部不确定性下降窗口期,适度调整资产配置结构,减少短期金融套利行为。从长期看,司法体制改革为企业带来了公平可预期的法治环境,企业应弱化金融投资,将更多资源投入主业经营和关键技术项目,提升核心竞争力,实现持续提质增效与高质量发展。

参考文献:

- [1] 胡文涛,江鑫.绿色信贷与企业金融化:理论分析与实证检验[J].经济管理,2024(8):140-156.
- [2] 田雅群,范亚辰,何婧.“脱虚向实”抑或“脱实向虚”:政府产业引导基金对企业金融化的影响研究[J].中国软科学,2025(10):139-149.
- [3] 凌华,王璇.董事会非正式层级与企业金融化[J].审计与经济研究,2023(5):119-127.
- [4] 刘鹏,付向东.税收征管与企业“脱实向虚”[J].审计与经济研究,2023(3):108-116.
- [5] 胡珺,潘婧,宋献中.宏观之“预”下的企业之“应”:通货膨胀预期与企业金融化[J].南开管理评论,2025(6):162-173.
- [6] 彭俞超,韩珣,李建军.经济政策不确定性与企业金融化[J].中国工业经济,2018(1):137-155.
- [7] 李真,李茂林,朱林染.银行金融科技与企业金融化:基于避险与逐利动机[J].世界经济,2023(4):140-169.
- [8] 徐建斌,李睿骁,彭瑞娟.政府补贴与实体企业金融化:抑制效应还是助推效应?[J].财政科学,2023(1):51-68.
- [9] Porta R L, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Law and finance[J]. Journal of Political Economy, 1998, 106(6): 1113-1155.
- [10] 秦汉.宪法视域下巡回法庭的“去地方化”功能[J].政治与法律,2017(3):104-114.
- [11] 王利明.对最高人民法院巡回法庭的几点思考[J].中国审判,2015(3):20-21.
- [12] 袁淳,王浩宇,耿春晓,等.地区司法水平与分工深化——来自巡回法庭设立的证据[J].南开经济研究,2024(4):88-106.
- [13] 陈刚,李树.司法独立与市场分割——以法官异地交流为实验的研究[J].经济研究,2013(9):30-42.
- [14] 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(5):1521-1544.
- [15] 陈文曲,易楚.最高人民法院巡回法庭职能定位再思考[J].湘潭大学学报(哲学社会科学版),2019(5):105-110.
- [16] 方乐.最高人民法院巡回法庭的运行机制——以审判权的内部运行为中心的考察[J].法学,2017(4):99-112.
- [17] 江民星,丰兴亮,贺一江.经济政策不确定性与企业金融化——基于个体异质性 EPU 指标的实证研究[J].金融监管研究,2022(11):98-114.
- [18] 谭德凯,田利辉.民间金融发展与企业金融化[J].世界经济,2021(3):61-85.
- [19] 安磊,鄢伟波,沈悦.贷款利率下限放开抑制了企业金融化吗?[J].统计研究,2022(8):88-101.
- [20] 李增福,李铭杰,汤旭东.货币政策改革创新是否有利于抑制企业“脱实向虚”?——基于中期借贷便利政策的证据[J].金融研究,2022(12):19-35.
- [21] 于连超,季培楠.环境司法专门化能抑制企业“脱实向虚”吗?——来自环境法庭设立的经验证据[J].财贸研究,2024(11):95-110.
- [22] 杜勇,谢瑾,陈建英.CEO 金融背景与实体企业金融化[J].中国工业经济,2019(5):136-154.
- [23] 贺立龙,石佳欣.管理层股权激励对实体企业金融化的影响研究[J].会计研究,2022(7):107-122.
- [24] 余怒涛,张华玉,刘昊.非控股股东与企业金融化:蓄水池还是套利工具[J].南开管理评论,2023(2):96-107.
- [25] 孙泽宇,齐保垒.多个大股东与企业金融化[J].管理工程学报,2022(3):62-77.
- [26] 杜勇,陆鑫.控股股东股权质押与实体企业金融化——基于“掏空”与控制权转移的视角[J].会计研究,2021(2):102-119.

- [27] 石翔燕,步丹璐,文彩虹,等. 控股股东金融性质与企业金融化[J]. 会计研究,2023(2):112-132.
- [28] 刘姝雯,刘建秋,阳旸,等. 企业社会责任与企业金融化:金融工具还是管理工具? [J]. 会计研究,2019(9):57-64.
- [29] 乔嗣佳,李扣庆,佟成生. 党组织参与治理与国有企业金融化[J]. 金融研究,2022(5):133-151.
- [30] 袁淳,耿春晓,从阔匀,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(9):171-189.
- [31] 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(5):1793-1809.
- [32] 齐保垒,曹兆英,杜英. 司法管理体制垂直化改革与企业投融资期限错配——来自巡回法庭设立的经验证据[J]. 会计研究,2025(1):146-159.
- [33] Lai S, Yang L, Wang Q, et al. Judicial independence and corporate innovation: Evidence from the establishment of Circuit Courts[J]. Journal of Corporate Finance, 2023, 80(1):102424.
- [34] Liu Y. Judicial independence and crash risk: Evidence from a natural experiment in China[J]. Journal of Corporate Finance, 2023, 83:102490.
- [35] Smith C W, Stulz R M. The determinants of firms' hedging policies[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1985, 20(4):391-405.
- [36] Orhangazi O. Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973—2003[J]. Cambridge Journal of Economics, 2008, 32(6):863-886.
- [37] 刘贯春,张军,刘媛媛. 金融资产配置、宏观经济环境与企业杠杆率[J]. 世界经济,2018(1):148-173.
- [38] 宋常,何硕娟,毕功兵,等. 司法“去地方化”与企业全要素生产率:来自最高人民法院设立巡回法庭的证据[J]. 经济理论与经济管理,2024(7):1-14.
- [39] 杨兴全,龚泓西. 公平竞争审查制度与实体企业“脱虚返实”[J]. 贵州财经大学学报,2025(4):40-50.
- [40] 杨汝岱. 中国制造业企业全要素生产率研究[J]. 经济研究,2015(2):61-74.
- [41] 陈健生,王问劳. 市场分割抑制了企业技术创新吗[J]. 当代财经,2025(3):3-16.
- [42] 张悦,许永斌. 市场准入负面清单制度与企业全要素生产率[J]. 财贸研究,2023(9):85-95.
- [43] 韩珣,田光宁,李建军. 非金融企业影子银行化与融资结构——中国上市公司的经验证据[J]. 国际金融研究,2017(10):44-54.
- [44] 余明桂,潘红波. 政府干预、法治、金融发展与国有企业银行贷款[J]. 金融研究,2008(9):1-22.
- [45] Du J, Li C, Wang Y. A comparative study of shadow banking activities of non-financial firms in transition economies[J]. China Economic Review, 2017, 46(1):S35-S49.
- [46] Jappelli T, Pagano M, Bianco M. Courts and banks: Effects of judicial enforcement on credit markets[J]. Journal of Money, Credit and Banking, 2005, 5(1):223-244.
- [47] 马思超,彭俞超. 加强金融监管能否促进企业“脱虚向实”? ——来自 2006—2015 年上市公司的证据[J]. 中央财经大学学报,2019(11):28-39.
- [48] 王波,王亚楠,崔子航. 区域绿色发展战略能抑制实体企业金融化吗——基于《长江经济带发展规划纲要》实施的准自然实验[J]. 会计研究,2022(12):138-150.
- [49] 李建军,韩珣. 非金融企业影子银行化与经营风险[J]. 经济研究,2019(8):21-35.

[责任编辑:杨志辉]

Judicial Improvement and Corporate Financial Asset Allocation: Empirical Evidence from the Establishment of Circuit Courts

CAO Zhaoying¹, LIANG Rixin², QI Baolei¹

(1. School of Management, Xi'an Jiaotong University, Xi'an 710049, China;

2. Editorial Office of Accounting Society of China, Beijing 100045, China)

Abstract: As an important component of formal institutions, the judicial system plays a crucial role in safeguarding the legitimate rights and interests of market entities and guiding the allocation of corporate resources. Using the establishment of circuit courts as a quasi-natural experiment, this study employs a multi-period difference-in-differences model to examine the impact of judicial improvements on corporate financial asset allocation and its underlying mechanisms. The results indicate that the establishment of circuit courts significantly suppresses corporate financial asset allocation. Mechanism tests reveal that circuit court establishment mitigates firms' cautious motives by reducing operational risks and alleviating financing constraints, and weakens speculative motives by enhancing main business performance and curbing shadow banking activities, thereby guiding funds back into the real economy. Heterogeneity analysis shows that the above inhibitory effect is more pronounced in larger firms, firms with higher asset specificity, and in provinces with lower market competition and higher fiscal pressure. Further analysis indicates that circuit court establishment can significantly curb excessive corporate financial asset allocation without affecting moderate allocation. Moreover, the intensity of judicial activity in circuit courts is significantly negatively correlated with corporate financial asset allocation. This study validates the positive role of judicial improvements from the perspective of corporate asset allocation structure and provides empirical insights for guiding firms to “shift from virtual to real” and promoting high-quality development of the real economy.

Key Words: judicial improvement; corporate financial asset allocation; circuit courts; precautionary motives; speculative motives; legitimate rights and interests of market entities