

破产司法改革与企业特殊合营安排

——基于债务人破产诉讼风险感知的视角

方 祺¹, 宋沛欣², 辛 宇¹

(1. 中山大学 管理学院, 广东 广州 510006; 2. 四川农业大学 管理学院, 四川 成都 611130)

[摘 要]以破产法庭设立作为准自然实验,分析司法改革导致的潜在破产诉讼风险激增对企业特殊合营安排的影响。研究发现,破产法庭成立显著增加了企业特殊合营安排的数量,主要机制是提高了企业对破产诉讼风险的感知和外部利益相关者对企业破产风险的关注。当破产法庭设立之前地区审判质效更低、企业集团内子公司破产风险更高时,破产法庭设立对企业特殊合营安排数量的提升效应更为明显。企业更倾向于通过转化现有投资主体实现特殊合营安排,且特殊合营安排的主体所在地更多是破产法庭设立的地区。此外,企业债务信贷成本会因债务人信用保护效应而降低,企业权益资本成本会因潜在的破产诉讼风险而有所提高,而特殊合营安排可以在一定程度上缓解企业权益融资困境。研究结论对完善市场主体退出机制与优化营商环境具有启示意义,可以为监管机构与利益相关者充分评估企业破产风险提供实践指导。

[关键词]破产司法改革;破产法庭;破产诉讼风险感知;特殊合营安排;权益资本成本;权益融资

[中图分类号]F272.3 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2026)02-0067-11

一、引言

制度是经济可持续增长的基本保障,也是法与金融领域经久不衰的重要话题^[1-2]。在中国经济发展历程中,法律制度为市场经济发展贡献了不可忽视的力量^[3-4]。市场准入与退出是市场主体参与经济活动的两大关键环节,前者为市场经济源源不断输入新鲜血液,后者优化了低效率市场主体所占据的生产要素二次配置效率。随着中国特色社会主义市场经济的持续发展,市场主体总量渐趋饱和,保障市场主体退出的破产制度在优化市场资源配置、完善市场经济体系中的作用愈发凸显。为提升破产审判效能与优化审判程序,自 2019 年起,最高人民法院分批次批复深圳、北京、上海等 17 地设立专业化破产法庭,集中管辖辖区内中级人民法院的公司强制清算、破产、衍生诉讼及跨境破产案件等。该机制的实施不仅标志着中国破产司法专业化改革的重大进展^[5],而且在提升审判效率、解决因配套体系缺失和执行不规范而导致的破产高成本问题方面成效显著。

在有关破产法庭司法改革的文献中,学者们大都从优化营商环境的视角出发,研究发现破产法庭设立能够降低债权人索偿债权失败风险^[6-7]。值得注意的是,在司法实践中,破产案件一般由债务人所在地区法院管辖^①,破产法庭设立对当地债务人的影响存在清晰的效应边界,债权人受到保护的可能会因其有借贷关系的债务人所在地不同而不同,而破产法庭设立对当地债权人产生的信用保险效应并没有明显边界。也就是说,破产法庭司法改革会对地区内债务人产生一定影响,而对非辖区内债务人的破产案件不具有管辖权,所以并不会对非试点地区债务人产生破产诉讼风险方面的影响,故探究破产司法改革所产生效应的更佳研究对象应为债务人。然而,鲜有研究关注司法效率提升与营商环境优化对债务人企业潜在破产诉讼风险及应对决策的影响和作用机理。

随着营商环境和法治环境的不断改善,诉讼风险逐渐成为影响公司发展的重要外部不确定性因素之一^[8]。

[收稿日期]2025-08-05

[基金项目]国家自然科学基金面上项目(72472167);广东省哲学社会科学规划 2022 年度重大基础理论研究专项项目(GD22ZDZGL02)

[作者简介]方祺(2000—),男,海南陵水人,中山大学管理学院博士研究生,从事公司治理与会计财务研究;宋沛欣(1998—),男,四川乐山人,四川农业大学管理学院特聘副教授,硕士生导师,从事公司治理与会计财务研究;辛宇(1970—),黑龙江大庆人,中山大学管理学院教授,博士生导师,从事公司治理与会计财务研究,E-mail:mnsxy@mail.sysu.edu.cn。

^①《中华人民共和国企业破产法》第三条规定:“破产案件由债务人住所地人民法院管辖。根据工商登记的要求,法人在设立时其住所应当是其主要经营场所。”

破产法庭设立在对债权人形成保护作用的同时,会对作为债务人的企业产生一定的破产诉讼风险威慑效应。破产法庭自设立以来,受理和解决的破产案件及其衍生案件数量一直在增加^[9]。破产法庭设立提高了司法程序质效,减少了债权人维护自身权益的成本,提高了企业被申请破产诉讼的可能性和频率,进而增大了企业破产诉讼风险。同时,企业集团内部成员间的紧密联系构成了风险传染的天然通道^[10]。若某个子公司被推入破产程序,则其不确定性可能会通过经营、融资以及法律等传染渠道将破产诉讼风险由单一成员向母公司及其他子公司扩散,威胁集团整体的财务安全与持续经营能力^[11-12]。

面对激增的破产诉讼风险及其传染效应威胁,上市公司(集团母公司)有动机采取防御性策略以隔离风险,保护核心资产及集团整体的财务安全与融资能力。相较于成本高昂、耗时且可能丧失协同效应的物理剥离,利用会计准则的弹性进行会计隔离成为一种更具吸引力、更隐蔽且见效更快的策略,其核心操作方式是将本应纳入合并报表范围的子公司(控制权>50%),通过特殊合营安排(如引入名义共同控制方、设置特殊表决权),在会计上认定为合营企业或联营企业,从而适用权益法核算。例如,A集团公司持有B公司60%股权(形式上满足控制定义),但A集团在设立B公司时引入无关联的少数股东C(持股40%),并在B公司章程中明确规定所有重大经营决策(如年度预算、重大投融资、核心资产处置、利润分配等)必须经全体股东一致同意,这使得C公司对B公司的核心活动拥有实质否决权,据此A集团在会计上可能将B公司认定为合营企业(共同控制),而非子公司。

特殊合营安排的目的在于隔绝破产诉讼风险在合并报表层面的可见性传导。在合并报表中,B公司的全部资产和负债不再被全额纳入A集团的合并财务报表;在A集团的合并资产负债表上,B公司仅体现为一项长期股权投资,其价值按A集团享有的B公司净资产份额计量;在利润表上,仅确认A集团享有的B公司净利润份额。关键在于B公司自身的高额负债被完全“移出”了A集团的合并负债科目,结果是A集团合并报表的总负债显著下降,账面杠杆率随之大幅降低^①,基于合并报表计算的偿债能力指标和破产风险预期得到人为美化。可见,高风险子公司的实际债务负担及其可能引发的破产危机,在集团最重要的对外财务报告中变得“不可见”或“弱化可见”,因此,本文认为企业可能会采取特殊合营安排的手段应对破产法庭设立所带来的破产诉讼风险激增难题。

为了识别与评估潜在破产诉讼风险对企业特殊合营安排的影响,本文以逐步设立的地区破产法庭为准自然实验,以2015—2022年沪深A股上市公司为研究对象,采用多时点双重差分模型进行实证检验。结果表明:(1)破产法庭设立后,相较于其他地区,试点地区的企业特殊合营安排数量显著增加;(2)破产法庭设立通过提高当地企业破产诉讼风险感知和强化外部利益相关者对企业破产风险的关注,进而促进企业进行特殊合营安排;(3)地区破产审判质效与企业集团子公司破产风险会影响破产法庭设立的威慑效应,当破产法庭成立之前地区人均破产案件数更少与破产结案率更低、企业集团内子公司有息负债占比与有息杠杆率更高时,破产法庭设立对企业特殊合营安排数量的提升效果更为明显;(4)企业应对破产诉讼风险突增的特殊合营安排更多源于既有主体的转换,而非对新设立主体的认定,而且特殊合营安排主体的所在地更多是设立破产法庭的地区;(5)破产法庭设立降低了企业债务融资成本,却提高了投资者风险溢价补偿,而特殊合营安排可以缓解资本市场权益融资困境。

本文的研究贡献主要体现在三个方面:第一,系统考察了破产司法创新对债务人企业的威慑效应及其行为影响。现有关于破产制度的研究主要关注司法效率提升与债权人保护^[6-7],而较少研究破产司法创新对微观企业的影响,但事实上在破产法庭设立地区,由于法律管辖权(破产案件由债务人住所地人民法院管辖)的存在,破产司法程序改革对当地债务人能够产生威慑效应,即随着营商环境的改善,企业面临破产诉讼的可能性也会增大。本文从微观层面剖析了破产司法改革如何提高债务人企业的潜在破产诉讼风险,进而对企业行为决策产生影响,丰富了法律制度与微观市场主体关系的研究。第二,突破了将企业视为诉讼风险同质整体的研究范式,揭示了集团架构下利用会计边界分散风险的新机制。现有关于企业诉讼风险的研究往往将上市公司视为一个整体^[13-17],然而现实中上市公司内部往往存在集团架构,企业可能会通过内部机会主义行为分散诉讼风险。本

^①举例说明如下:若将被投资主体B(假设A集团持股60%)认定为子公司,则其全部资产与负债需并入合并报表,合并杠杆率=(A集团总负债+B公司总负债)/(A集团总资产+B公司总资产);若将其认定为合营安排,则B公司的负债将被“移出”合并报表,其在A集团的合并资产负债表中仅体现为一项按权益计量的“长期股权投资”,合并杠杆率=A集团总负债/(A集团总资产+A集团对B公司的股权投资)。假设A集团总资产100、负债50,B公司资产100、负债60、权益40,那么当B作为子公司时,合并杠杆率=(50+60)/(100+100)=55%;作为合营安排时,合并杠杆率=50/(100+40×60%)≈40.32%。由此可见,通过这一会计认定变更,A集团的合并杠杆率从55%显著降至40.32%,总负债因排除了B公司的高额负债而大幅下降。

文研究发现企业会通过会计准则自由裁量权划定主体边界来降低潜在的破产诉讼风险,丰富了企业集团应对诉讼风险时可能采取的账面操纵行为研究。第三,破产法庭制度是完善市场经济主体退出机制的重要抓手,本文基于企业操纵账面破产风险的机会主义行为,探讨并发现企业会采取特殊合营安排策略来规避潜在破产诉讼风险,这并不利于发挥市场退出机制的作用。因此,本文的研究发现能够为监管机构与利益相关者评估企业破产风险提供重要参考与实践指导。

二、制度背景、文献综述与理论假说

(一) 制度背景与文献综述

基于健全营商环境和完善市场主体退出制度的目标,2006年8月,第十届全国人大常委会第二十三次会议审议通过了《中华人民共和国企业破产法》,并于2007年6月正式实施,这标志着我国市场经济有了属于自己的“基本法”。随着市场化进程的不断推进,市场主体进入和退出的频率提高,公司破产案件诉求也随之增加,此时破产程序烦琐与成本高昂、专业审判人员匮乏以及执行机构缺失等问题逐渐显现,致使破产司法效率欠佳,立法原则与实际执行之间存在差距,未能达成严格执法、公正司法的目标^[18]。为了应对破产案件数量积压可能导致的潜在风险,提高以中级人民法院为主的破产司法审判执行效率,最高人民法院在《加快完善市场主体退出制度改革方案》的指引下,逐步批复在多地设立独立于原有审判组织体系的破产法庭机构。2019年1月,首个专门处理企业破产和清算案件的司法审判机构在深圳成立,随后北京、上海、重庆等16地也纷纷设立了专门的破产法庭。

当然,实现建设中国特色社会主义法治体系以及活跃市场经济活力的目标,不是简单地以颁布法律为单一手段,而是在于配合行政单位执法,司法部门保障法律的实施和公平正义,破产法庭制度正是立法权、行政权和司法权相互协调的重要抓手,其具体实践效果与相关经验受到学者的广泛关注。相比西方国家,我国的破产制度起步较晚,所以关于破产法庭制度的早期研究都是基于国外法律体系视角展开的,如Djankov等通过对88个经济体的深入研究发现,设立专门的破产法庭能够显著缩短破产案件的处理时间并降低相关成本,从而提高破产案件审理的整体效率^[19]。随着积压案件的减少,破产案件的审理速度得以加快,这不仅有助于更快缓解企业的财务困境,还能激励更多企业主动申请破产,以寻求法律上的解决方案^[20]。

围绕地区破产法庭的设立,国内学者开展了一系列相关研究,主要关注点在于债权人保护加强和营商环境完善。胡诗阳等研究发现,破产法庭设立通过提高司法质效与完善营商环境,降低了地方性商业银行的贷款收回风险,优化了银行的信贷配置,最终提高了银行的利润效率^[6]。王永钦和薛笑阳发现在债券市场中,破产法庭设立显著降低了当地企业在一级市场上的发债成本和二级市场上的利差^[21]。破产法庭设立不仅会对债权人产生信用保险效应,还会对当地企业产生影响,通过降低企业的债务偿还风险,使得企业更容易获得商业信用,从而减少短贷长投行为^[22],缓解了地方企业的融资约束,增加了企业创新投入^[7]。

随着债权人保护的强化和营商环境的逐步完善,诉讼风险逐渐成为企业发展过程中需要考虑的重要外部不确定因素之一^[8]。诉讼风险不仅会给企业带来潜在的巨额诉讼费用、时间成本,还会使企业在融资市场上获取资金的难度增大^[23]。此外,诉讼风险高的企业在经营活动中所能获得的商业信用更少^[15],因此企业在面对可预期的诉讼风险时,可能会通过内部资源调整和外部风险对冲的方式减少诉讼案件所带来的成本。在内部,当诉讼风险凸显时,企业会减少股利分红,增加公司所持有的现金,以应对可能潜在的诉讼费用与败诉赔偿^[13,24];在外部,诉讼风险会对企业产生负面的声誉效应,此时企业可以通过慈善捐赠等方式来转移外部利益相关者的注意,起到类似风险对冲的保险作用^[25]。破产法庭设立在增强债权人保护的同时,会给辖区内的债务人企业带来较高的诉讼风险,其核心机制在于降低了债权人发起破产诉讼的门槛和成本,促使债权人更积极地运用法律工具追索债务、保障权益,进而增大了企业陷入破产风险的可能性^[14]。然而,现有文献较少深入探讨司法效率提升对企业破产诉讼风险及其后续行为决策的影响路径与作用机理。

综上,由于现有关于破产法庭设立的文献主要从债权人视角研究司法效率提升问题,忽视了作为债务人的地方性企业也会受到破产诉讼风险的影响,且潜在破产诉讼风险会给企业带来巨大的不确定性,因此本文聚焦企业如何应对潜在破产诉讼风险剧增的营商环境,揭开破产法庭设立通过促进司法效率提升而对债务人企业产生影响的“黑箱”,以论证该创新性司法改革在我国如何有效推动市场经济主体退出机制的发展。

(二) 研究假说

1. 破产法庭设立与企业破产诉讼风险感知

破产法庭设立能够通过司法效率提升和风险揭示机制强化企业集团破产诉讼风险感知。一方面,破产法庭的设立有助于优化破产司法效能,增强债权人权益保障力度,从而加剧债务人企业面临的破产诉讼风险。在破产制度的实际执行层面,企业启动破产程序及资产清算需履行一系列法定程序,不可避免地会产生多重成本(如时间消耗、诉讼支出、管理人报酬等),这些成本与司法效率密切相关,即破产程序执行效率越高,债权人发起破产诉讼的门槛越低,运用法律手段追偿债务、保障权益的倾向性越强^[14]。破产法庭凭借专业化审判团队、规范化审判流程、标准化法律规则、科学化绩效考核等优势,能够显著提升案件审理效率,有效降低债权人的诉讼成本门槛,最终导致集团层面潜在破产诉讼风险的增大。另一方面,破产法庭的设立显化了企业破产诉讼风险,提高了利益相关者的破产诉讼风险溢价。破产诉讼风险对企业的影响是多方面的,不仅会削弱企业的外部融资能力,还会增加未来经营的不确定性,进而威胁企业的整体价值和内部管理者的控制权^[14]。同时,企业集团风险传导的外部性特征,使得破产法庭制度激活了集团内部破产诉讼风险的传染机制。成员企业间基于交叉债务担保、供应链依存性与统一融资信誉等构建的拓扑关联,形成了风险扩散的天然介质^[11-12]。当高杠杆子公司因债权人行权进入破产程序时,风险可能会沿着多维路径扩散:经营渠道因关键业务链断裂与关系专用性资产折损引发生产函数坍塌;融资渠道受交叉违约条款与集团信誉折损双重冲击,导致债务融资成本呈指数增长并诱发债务挤兑;法律渠道则因法人人格否认规则的适用,使母公司面临连带清偿责任与穿透式监管风险。因此,破产法庭的设立通过提高利益相关者对企业集团的破产诉讼风险溢价,进一步加大了潜在破产诉讼风险对企业集团产生的影响。

2. 破产法庭设立与企业特殊合营安排

破产法庭设立通过直接与间接渠道强化了企业集团潜在破产诉讼风险,增强了企业面临的不确定性。遵循这一逻辑,本文认为破产法庭设立地区的企业有动机且有能力利用会计准则所赋予的自由裁量权开展特殊合营安排,理由如下:

第一,与将投资主体认定为子公司相比,将其认定为合营或联营企业能够减轻破产风险对合并报表的影响。企业合并报表中直接体现破产风险的指标便是资产负债率,而其本质是上市公司报表合并范围内各主体报表中资产负债率的集合(降低整体破产风险)。按照会计准则的规定,若将被投资主体认定为子公司,其资产、负债及所有者权益需全额并入合并报表中,特别是当子公司被申请破产程序时,其报表中由于重组义务、诉讼费用、管理人费用等破产程序所确认的“预计负债”项目会被并入合并报表中,从而加大了企业潜在的破产风险。而将被投资主体认定为合营或联营主体,仅需在报表的“长期股权投资”资产科目中记录企业对合营安排的股权,相关负债不纳入合并报表范围。因此,将被投资主体认定为合营安排,可以直接减少企业潜在破产风险的暴露。

第二,相较于其他降低投资主体破产风险的途径,特殊合营安排在成本与收益的权衡中呈现明显的比较优势。企业降低破产风险的方式可分为两类:一是为直接降低破产风险,通过削减债务或增发股份等传统去杠杆手段,从实质上改善企业的资本结构与偿债能力。这类方式往往需要真实的现金流出或股权稀释,实施成本高昂,且可能影响管理层对核心资产的控制力。二是为间接降低破产风险,通过金融工具操纵杠杆,在账面上隐匿风险以美化合并报表关键指标,具体包括经营租赁、名股实债、衍生金融工具等表外融资安排。自2018年《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(简称《资管新规》)实施以来,监管层明确要求“消除多层嵌套和通道业务”“打破刚性兑付”,并强调“实质重于形式”的穿透式监管原则,从而压缩了借助复杂结构化金融工具实施杠杆操纵的空间,使得此类方式面临较高的合规风险与潜在的诉讼成本^[26]。

相比之下,特殊合营安排则通过协议安排与治理结构的柔性调整,灵活运用会计准则中关于“控制”认定的自由裁量权,以改变会计合并范围,实现风险隔离。该方式不涉及大规模现金流动或股权结构变动,无须经历严格的监管审批流程,亦规避了《资管新规》对复杂金融工具的诸多限制,因而具备实施成本较低、操作灵活性强、合规风险相对可控的综合优势。因此,在破产法庭设立所带来的破产诉讼风险激增的情景下,企业有动机选择交易成本更低且更为隐蔽的特殊合营安排方式来降低报表中的破产风险,从而规避外在的破产诉讼风险。

基于上述分析,本文提出研究假设H。

H:相较于破产法庭设立前以及未设立破产法庭地区的企业,设立破产法庭辖区内的企业在政策实施后的特殊合营安排数量会显著增加。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

自 2019 年起,我国先后在 17 地设立了破产法庭,本文主要围绕破产法庭设立的外生冲击效应进行探讨,以 2015—2022 年沪深 A 股上市公司作为初始研究样本,研究破产法庭设立对试点地区上市公司特殊合营安排的影响。文中涉及的上市公司子公司、合营及联营企业的持股比例数据主要来自中国研究数据服务平台(CNRDS),其他相关财务数据主要取自国泰安(CSMAR)数据库。同时,本文根据研究需要,剔除金融行业、当年被 ST、主要变量数据存在缺失的公司-年度样本,最终得到 16821 家公司-年度样本。为避免数据极端值对估计结果造成偏差,本文对所有连续变量均按 1% 的标准进行缩尾处理。

(二) 模型设定与变量定义

中国破产法庭设立采取分地区逐步试点的方式,而《破产法》规定破产案件由债务人所在地人民法院管辖,这为本文识别破产法庭设立对企业特殊合营安排的影响提供了外生冲击。因此,本文主要采用多时点双重差分方法(Staggered DID)进行实证检验,具体模型设定如下:

$$ABJV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Court_{i,t} + Controls + FixedEffect + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

在模型(1)中, $ABJV_{i,t}$ 表示特殊合营安排的数量,参考张超等的研究^[27],将特殊合营安排定义为上市公司对被投资主体的持股比例高于 50% (事实控制)且认定为合营或联营企业的数量。解释变量 $Court_{i,t}$ 指上市公司所在地是否设立破产法庭,参考胡诗阳等的研究^[6],若所在地于当年 12 月份设立破产法庭,那么该地的上市公司从下一年起及之后年度取值为 1;若破产法庭设立时间在当年除 12 月份之外的其他月份,则该地的上市公司从当年起及之后年度取值为 1;其他情形取值均为 0。

在控制变量方面,参考已有文献^[6,14,27],本文在模型(1)中控制了合营与联营企业总数量($JV_{i,t-1}$)、公司规模($Size_{i,t-1}$)、财务杠杆($Lev_{i,t-1}$)、资产收益率($ROA_{i,t-1}$)、固定资产占比($PPE_{i,t-1}$)、第一大股东持股比例($Top1_{i,t-1}$)、账面市值比($BM_{i,t-1}$)、产权性质($SOE_{i,t}$)、是否经营亏损($Loss_{i,t-1}$)、营业收入波动($VPI_{i,t-1}$)、杠杆操纵水平($LevM_{i,t}$)、行业杠杆率($LevI_{i,t-1}$)和行业竞争程度($HHI_{i,t-1}$)。另外,为排除经济周期、地区的时变与非时变差异对企业特殊合营安排产生的影响,本文在模型中加入了年度固定效应和城市固定效应,同时为控制企业不随时间改变的因素所带来的影响,在模型中还加入了公司固定效应。变量的具体定义见表 1。

(三) 变量的描述性统计

表 2 报告了主要变量的描述性统计结果。 $ABJV$ 的变异系数(标准差除以均值)为 3.087,说明样本中不同观测值的特殊合营安排数量差异较大,具有充分的变动性。存在合营安排的公司-年度样本有 1770 个,占总体样本观测值的 10.523% (1770/16821);出现过特殊合营安排的公司样本有 786 个,占样本总数的 22.593% (786/3479),表明上市公司中存在的特殊合营安排现象并不罕见。同时,本文识别的被解释变量分布范围与张超等的研究结果^[27] 差异不大,确保了度量的科学性。 $Court$ 的均值为 0.217,说明在破产法庭设立之后,样本中约 21% 的企业受到了该政策的影响。

四、实证结果与分析

(一) 基准回归

破产法庭设立对企业特殊合营安排的基准回归结果如表 3 所示,第(1)列中,模型中仅加入年度和城市固定

表 1 变量定义

变量符号	变量名称	计算方法
$ABJV$	特殊合营安排	企业 t 年末拥有的持股比例高于 50% 的合营或联营企业总数量
$Court$	破产法庭设立	企业所在城市是否进行破产法庭试点,是取值为 1,否则为 0
JV	合营和联营企业	$t-1$ 年合营或联营企业总数量
$Size$	公司规模	$t-1$ 年总资产的自然对数
Lev	财务杠杆	$t-1$ 年总负债/ $t-1$ 年末总资产
ROA	资产收益率	$t-1$ 年净利润/ $t-1$ 年末总资产
PPE	固定资产占比	$t-1$ 年固定资产/ $t-1$ 年末总资产
$Top1$	第一大股东持股	$t-1$ 年第一大股东持股数量/ $t-1$ 年末总股数
BM	账面市值比	$t-1$ 年企业所有者权益的账面价值/ $t-1$ 年末公司市值
SOE	产权性质	国有企业取值为 1,否则为 0
$Loss$	是否经营亏损	$t-1$ 年企业净利润小于 0,取值为 1,否则为 0
VPI	营业收入波动	$t-1$ 年时过去 3 年营业收入的标准差
$LevM$	杠杆操纵水平	根据 XLT-LEVM 法计算的 t 年企业杠杆操纵水平综合指标
$LevI$	行业杠杆率	$t-1$ 年企业所属行业杠杆率的中位数
HHI	行业竞争程度	$t-1$ 年企业所属行业赫芬达尔指数

效应,但未控制其他可能潜在的影响变量;第(2)列中,模型中加入了企业财务特征、产权特征、经营波动特征等控制变量;第(3)列中,模型中加入了公司固定效应。从统计显著性来看,三列中 *Court* 的估计系数至少在 5% 水平上显著为正;从经济显著性来看,在破产法庭设立后,当地上市公司的特殊合营安排水平相对于样本均值约上升了 22% (0.028/0.127)。整体而言,破产法庭设立后,试点地区的上市公司特殊合营安排数量显著增加,且这种显著关系未受到控制变量的影响,呈现出较高的稳健性,且得到验证。

(二) 稳健性检验

本文相关稳健性检验如下:(1) 平行趋势检验。参考相关文献^[6,28],以企业所在城市设立破产法庭的前一年作为基准期,据此检验处理组和控制组的特殊合营安排是否符合平行趋势要求。(2) 平行趋势异质性处理效应。参考相关文献^[29],采用多期多个体倍分模型来缓解基准回归中可能存在的异质性处理效应。(3) 平行趋势的敏感性检验。参考相关文献的做法^[30-31],将与平行趋势的最大偏离程度 $Mbar$ 设定为 $1 \times$ 标准误,然后估算不同相对偏离程度下待检验估计系数的置信区间。(4) 安慰剂检验。通过随机抽样构建一个虚拟的处理组,然后重复使用双重差分模型进行回归。(5) 其他稳健性检验,包括倾向得分匹配 (PSM) 与熵平衡匹配 (EBM)^[32-33]、改变解释变量与被解释变量的度量方法^[6,27]、使用双重聚类调整标准误^[34]、使用有序 Logit 模型和泊松模型检验模型敏感性。稳健性检验结果均支持本文主要结论,具体结果未列示,备索。

(三) 作用机制分析

破产法庭的设立通过提升司法效率直接影响企业破产诉讼风险感知,通过提高利益相关者风险溢价间接影响企业受到破产诉讼风险的制约程度,从而推动企业实行特殊合营安排。从直接影响来看,地区破产法庭设立降低了债权人通过破产诉讼保护自身权益的成本,从而使得在破产法庭设立地区破产风险较高的企业被债务人提起法律诉讼的概率会有所上升,增强了企业破产诉讼风险感知。潘越等^[8]指出,当企业感知到突增的法律风险时,管理层有强烈的动机实施策略性行为,以规避潜在的负面冲击。那么,当破产风险较高的企业感知到外部法律诉讼风险显化时,其实施策略性行为的动机会得到强化。因此本文预期,破产法庭的设立会显化当地企业的破产风险,增强企业的破产诉讼风险感知,促使其将高风险的子公司通过特殊合营安排移出合并报表,降低账面破产风险,从而导致特殊合营水平提高。

在破产法庭设立的影响下,企业自身破产风险越高,其对外部环境中的破产诉讼风险就会越敏感,所以本文使用企业破产风险衡量企业对外部破产诉讼风险的敏感性。参考现有文献对企业破产风险的度量,本文使用修正后的 Z 指数模型和 O 指数模型计算企业破产风险 *ZScore* 与 *OScore*,其中 *ZScore* 值越小、*OScore* 值越大,表明企业破产风险越高^[13,35],将这两个代理变量分别与解释变量相乘并放入模型(1)中进行回归,结果如表 4 列(1)和列(2)所示。不难发现,*Court* 与 *ZScore* 交乘项的系数在 5% 水平上显著为负,*Court* 与 *OScore* 交乘项的系数在 1% 水平上显著为正,证明了外部环境中破产诉讼风险提升是破产法庭产生威慑效应的重要机制路径。

表 2 描述性统计

	N	Mean	SD	Min	P25	P50	P75	Max
<i>ABJV</i>	16821	0.127	0.392	0.000	0.000	0.000	0.000	2.000
<i>Court</i>	16821	0.217	0.412	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>JV</i>	16821	3.317	4.068	0.000	1.000	2.000	4.000	22.000
<i>Size</i>	16821	22.502	1.302	19.791	21.582	22.407	23.232	26.269
<i>Lev</i>	16821	0.438	0.195	0.059	0.290	0.438	0.578	0.877
<i>ROA</i>	16821	0.038	0.060	-0.236	0.015	0.038	0.063	0.227
<i>PPE</i>	16821	0.200	0.156	0.002	0.079	0.173	0.279	0.677
<i>Top1</i>	16821	0.337	0.146	0.085	0.223	0.323	0.429	0.741
<i>BM</i>	16821	0.634	0.247	0.110	0.453	0.634	0.809	1.177
<i>SOE</i>	16821	0.372	0.483	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>Loss</i>	16821	0.101	0.301	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>VPI</i>	16821	0.218	0.199	0.013	0.092	0.173	0.260	1.221
<i>LevM</i>	16821	0.096	0.166	0.000	0.000	0.020	0.140	1.157
<i>LevI</i>	16821	0.442	0.108	0.123	0.381	0.434	0.482	0.877
<i>HHI</i>	16821	0.140	0.147	0.028	0.063	0.093	0.154	1.000

表 3 破产法庭设立与特殊合营安排

变量	(1) <i>ABJV</i>	(2) <i>ABJV</i>	(3) <i>ABJV</i>
<i>Court</i>	0.031 *** (2.77)	0.033 *** (3.01)	0.028 ** (2.41)
<i>Controls</i>	No	Yes	Yes
<i>City FE</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	No	No	Yes
N	16821	16821	16821
Adj_R ²	0.047	0.113	0.459

注:括号内为经过公司聚类调整处理后的 t 值,*、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平上显著。下同。

从间接影响来看,破产法庭的设立显化了地方企业破产风险,引起了利益相关者对企业破产相关信息的关注。外部利益相关者尤其是投资者对破产风险关注的激增,构成了企业进行风险管理的重要压力来源。在信息不对称的环境中,企业有动机通过财务报告管理外部感知^[36]。当破产风险被资本市场更多地关注时,企业更有动机通过特殊合营安排在账面上“隐藏”高风险子公司,旨在向市场传递更为稳健的财务信号,安抚投资者情绪,缓解潜在破产诉讼风险导致的权益资本成本上升压力。

基于此,本文参考相关研究^[37-38],首先,通过整理证券交易所中投资者互动平台以及投资者实地调研数据库中的数据,构建两个利益相关者破产风险关注的代理变量 *PC_Pat1* 和 *PC_Pat2*, *PC_Pat1* 定义为投资者互动平台有关企业破产问题的提问和回答数量总和, *PC_Pat2* 定义为投资者实地调研问答中有关企业破产问题的提问和回答数量总和。其次,将两个代理变量分别与解释变量相乘并放入模型(1)中进行回归,结果如表 4 列(3)和列(4)所示。可以发现, *Court* 与 *PC_Pat1*、*Court* 与 *PC_Pat2* 交乘项的系数均在 5% 水平上显著为正,证明了破产风险关注度的提高是破产法庭产生威慑效应的重要机制路径。

五、异质性分析

(一) 破产审判质效异质性

破产法庭设立主要通过提升审判质量与司法效率对债权人形成保护效应,降低申请破产及清算企业资产的一系列成本,促使债权人利用法律武器保护自身权益,从而增大了企业潜在的破产诉讼风险。破产审判质效主要从审判过程中的时间成本与结案效率两个方面进行考量。从破产法庭的审判时间成本来看,破产审理周期缩短,债权人向债务人企业索取的可清偿财产价值会增加^[6];就破

产法庭审判结案效率而言,破产审判结案数量越多,债权人发起破产诉讼申请的索偿结果越具有可预期性,债权人向破产法庭提起破产诉讼申请的频率也会越高。随着债权人行权意愿与能力的增强,原先因司法效能不足而未能充分显现的破产诉讼风险会逐渐显化,转化为一种企业可感知的、即时且可信的外部威胁。因此,在破产法庭设立前审判质效较低的地区,其司法改善的边际空间更大,对债权人激励与企业风险感知的冲击会更为剧烈。

首先,参考胡诗阳等的研究^[6],本文以破产法庭设立前一年人均破产纠纷案件审理数量与破产案件结案率衡量破产司法质效,前者定义为城市破产纠纷案件总数除以城市人口总数,后者定义为城市破产案件结案数除以破产案件立案数。其次,根据两个代理变量的中位数,本文将研究样本分为破产案件审理数量多组与破产案件审理数量少组、破产结案率高组与破产结案率低组。最后,分别以未设立破产法庭地区的企业作为比照对象进行分组回归,结果如表 5 所示。可以发现,在低破产案件数量组和低结案率组中, *Court* 的系数估计值(分别为 0.058 和 0.030)至少在 5% 水平上显著,而在高破产案件数量组和高结案率组中 *Court* 的系数则不显著,说明在

表 4 作用机制检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ABJV</i>	<i>ABJV</i>	<i>ABJV</i>	<i>ABJV</i>
<i>Court</i>	0.047 *** (2.96)	0.179 *** (2.96)	0.019 * (1.66)	0.016 (1.27)
<i>Court</i> × <i>ZScore</i>	-0.004 ** (-2.23)			
<i>ZScore</i>	-0.002 ** (-2.11)			
<i>Court</i> × <i>OScore</i>		0.019 *** (2.68)		
<i>OScore</i>		0.012 *** (3.13)		
<i>Court</i> × <i>PC_Pat1</i>			0.018 ** (2.04)	
<i>PC_Pat1</i>			0.004 (1.29)	
<i>Court</i> × <i>PC_Pat2</i>				0.004 ** (2.18)
<i>PC_Pat2</i>				0.001 (0.90)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>City FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
N	16606	16213	16821	16821
Adj_R ²	0.467	0.469	0.460	0.460

表 5 基于地区破产审判质效的异质性检验

变量	破产案件数量多	破产案件数量少	破产结案率高	破产结案率低
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ABJV</i>	<i>ABJV</i>	<i>ABJV</i>	<i>ABJV</i>
<i>Court</i>	0.024 (1.53)	0.058 *** (2.97)	0.001 (0.04)	0.030 ** (2.14)
<i>Difference Test</i>		5.721 ***		6.134 ***
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>City FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
N	12933	12492	11206	14291
Adj_R ²	0.469	0.491	0.467	0.475

事前审判司法效率较低的地区,破产法庭设立对审判质效的提升空间更大,对企业特殊合营安排的促进作用更为明显。

(二)企业集团内部破产风险异质性

破产法庭设立对企业形成的破产诉讼风险压力会直接受到司法执行质量与效率的影响,而且企业集团内部的破产风险特质也很有可能驱动企业的规避动机。破产法庭设立推动企业特殊合营安排的逻辑在于地区内企业的外部潜在破产诉讼风险提高下的规避策略,企业将集团内破产诉讼风险较大的投资主体转化为特殊合营安排,以降低对企业集团整体的负面影响。结合集团内部的破产风险特征,如果集团内部子公司的破产可能性较高,那么破产法庭形成的外部破产诉讼风险压力会变大,破产法庭的影响效应会更加明显。因此,本文进一步对企业集团内部破产风险特质与破产法庭的风险效应进行检验。

借鉴相关文献^[27,39],本文首先使用子公司有息负债率和子公司有息杠杆率来衡量企业集团内部的破产风险,具体计算方式为:子公司有息负债比率为合并报表有息负债与母公司个别报表有息负债的差值除以合并报表有息负债;子公司有息杠杆率为合并报表的有息负债杠杆率减去母公司个别报表的有息负债杠杆率。然后,本文按年度中位数对研究样本分别依据子公司有息负债占比和子公司有息杠杆率进行分组,通过回归分析来检验组间是否存在差异。由表 6 结果可知,在高有息负债

表 6 基于集团内部破产风险的异质性检验

变量	高有息负债占比	低有息负债占比	高有息杠杆率	低有息杠杆率
	(1) <i>ABJV</i>	(2) <i>ABJV</i>	(3) <i>ABJV</i>	(4) <i>ABJV</i>
<i>Court</i>	0.036 * (1.78)	-0.004 (-0.26)	0.038 * (1.95)	-0.009 (-0.58)
<i>Difference Test</i>	3.901 **		3.541 *	
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>City FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	8409	8412	8409	8412
<i>Adj_R²</i>	0.464	0.450	0.479	0.456

率组和高有息杠杆率组中,破产法庭设立(*Court*)的系数显著为正;在低有息负债率组和低有息杠杆率组中,破产法庭设立(*Court*)的系数分别为 -0.004 和 -0.009。整体来说,集团内部破产风险特质会影响破产法庭设立对企业的风险规避效应,当子公司面临的潜在破产诉讼风险更大时,企业集团内部转移破产风险的需求更高,从而破产法庭设立对企业特殊合营安排的推动效应会更明显。

(三)特殊合营安排来源异质性

在破产法庭设立的影响下,企业为了规避潜在破产诉讼风险而进行的特殊合营安排并不能从根本上化解杠杆过高、债务难以偿还的问题,这种短期迎合地区破产诉讼风险激增政策的行为可能会导致企业隐藏巨大风险隐患。因此,为了防范重大风险积累对市场经济产生的不良冲击,揭开有关企业特殊合营安排的来源显得格外重要。在主体来源的选择上,企业进行特殊合营安排有两种路径:一是通过对现有投资主体进行核算认定变更或微调持股比例等方式,将其转化为特殊合营安排;二是在新设投资主体之初直接将其认定为特殊合营安排。这两种方式均能有效降低企业集团在破产法庭设立区域所面临的潜在破产诉讼风险,但在实施成本层面,由现有主体转化而来的特殊合营安排具有显著优势。具体而言,投资新主体往往需要从零起步,不仅要与其他合伙股东进行协商,还涉及设立过程中的一系列复杂事务,成本通常较高,而且新主体的设立一般要求资金实缴,这对于那些已面临破产诉讼风险且难以有效偿还债务的公司来说,无疑会加大实施难度。

本文参考张超等的研究^[27],构建两个变量 *ABJV_New* 和 *ABJV_Old*,前者为企业在 *t* 年末拥有的源自新设认定的特殊合营主体总数量,后者为企业在 *t* 年末拥有的源自既有主体转化的特殊合营安排总数量。回归结果如表 7 列(1)和列(2)所示,可以发现当被解释变量为 *ABJV_New* 时,*Court* 的系数为 0.005,在统计学上没有意义;当被解释变量为 *ABJV_Old* 时,*Court* 的系数为 0.021,且在 5% 水平上显著,说明破产法庭设立影响下的企业特殊合营安排更多是由既有主体转化而来的,符合本文预期。

就主体地区选择而言,以集团化形成规模的上市公司的被投资主体分布地区往往较为广泛,出于风险控制与操作成本之间的权衡,企业更有可能将面临破产诉讼风险更大的地区下属企业作为特殊合营安排的对象。在破产司法实践中,法院的司法管辖权存在地理边界,这也导致破产法庭设立产生的威慑效应对于债务人而言存在明显的作用边界。因此,企业在破产诉讼风险预防动机下做出的特殊合营安排,选择的主体所在地更多应该在破产法庭设立地区。

参考张超等的研究^[27],本文以企业投资主体所在地构建两个变量 *ABJV_Local* 和 *ABJV_Fore*,*ABJV_Local* 为上市公司投资主体在破产法庭设立地区的总数量,*ABJV_Fore* 为上市公司投资主体在非破产法庭设立地区的总数量,并以 *ABJV_Local* 和 *ABJV_Fore* 作为被解释变量进行回归检验。表7结果显示,当以破产法庭设立地区投资主体总数作为被解释变量时,*Court* 的系数在10%水平上显著为正;当被解释变量为非破产法庭设立地区投资主体总数时,*Court* 的系数(0.007)在统计学上无意义。总的来看,在潜在破产诉讼风险的影响下,企业特殊合营安排的主体所在地更多是破产法庭设立的地区。

表7 基于特殊合营安排来源的异质性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ABJV_New</i>	<i>ABJV_Old</i>	<i>ABJV_Local</i>	<i>ABJV_Fore</i>
<i>Court</i>	0.005 (0.53)	0.021 ** (2.49)	0.018 * (1.96)	0.007 (0.87)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>City FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
N	16821	16821	16821	16821
Adj_R ²	0.442	0.234	0.351	0.334

六、进一步分析

诉讼风险作为影响企业外部不确定性的重要因素,对企业产生负面影响的途径之一便是外部利益相关者的风险感知,当企业面临诉讼风险时,债权人和投资者会提高对企业资金的风险溢价,加剧企业融资困境。王彦超等以2003—2013年上市公司的诉讼案件为分析对象研究发现,企业面临的潜在诉讼风险与其债务融资成本呈正相关关系^[16]。Chava等使用企业集团层面数据也得到了类似的结论^[17],即当集团内部存在诉讼案件时,其在资本市场上的权益资本成本会显著上升,且随着披露的公告呈渐进式上升趋势。根据前文的理论推演及实证结果,破产法庭设立增强了地区债权人保护,加剧债务人破产诉讼风险,从而对企业特殊合营安排形成推动作用。也就是说,在破产司法改革的推动下,破产法庭设立地区的企业有可能更容易从债权渠道融资^[21],而对资本市场投资者而言,破产法庭设立给当地企业带来了巨大的不确定性,投资者可能会增加对企业的权益资本融资成本。因此,结合破产法庭设立产生的债权人保护机制与投资者风险补偿效应,企业更有可能是基于资本市场融资困境而进行特殊合营安排,以规避潜在破产诉讼风险带来的负面影响。为此,本文基于债权人与投资者的视角予以验证。

表8 经济后果检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>DebtCost1</i>	<i>DebtCost2</i>	<i>PEG</i>	<i>MPEG</i>
<i>Court</i>	-0.177 * (-1.93)	-0.129 ** (-2.39)	0.004 ** (2.53)	0.004 * (1.91)
<i>AJV</i>	-0.021 (-0.23)	0.035 (0.61)	-0.001 (-0.65)	-0.002 (-0.79)
<i>Court × AJV</i>	0.040 (0.24)	0.113 (1.43)	-0.007 ** (-2.06)	-0.010 ** (-2.21)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>City FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
N	16821	16821	10400	10113
Adj_R ²	0.600	0.628	0.385	0.442

表8报告了基于融资困境分析的三重差分(DDD)检验结果。列(1)和列(2)中,被解释变量 *DebtCost1* 和 *DebtCost2* 表示企业债务融资成本,参考张伟华等的研究^[40],*DebtCost1* 为利息支出与公司期末有息负债总额的比值,*DebtCost2* 为净财务费用占公司期末有息负债总额的比例,其中净财务费用涵盖利息支出、手续费支出、其他财务费用等;列(3)和列(4)中,被解释变量 *PEG* 和 *MPEG* 表示公司权益资本成本,参考相关研究^[41-42],分别利用 *PEG* 模型和 *MPEG* 模型计算公司在资本市场上的融资成本。解释变量 *AJV* 表示企业是否进行特殊合营安排,若企业在 *t* 年至少有一家特殊合营安排的投资主体,*AJV* 取值为1,否则为0。其他变量定义与前文一致。表8列(1)和列(2)中,*Court* 的估计系数均显著为负,*Court* 与 *AJV* 交乘项的系数并无统计学意义;列(3)和列(4)中,*Court* 对权益资本的系数显著为正,*Court* 与 *AJV* 交乘项对权益资本的系数显著为负。总体来看,破产司法改革一方面给债权人提供了信用保障,另一方面加剧了债务人的资本市场融资困境,这也是企业进行特殊合营安排的主要原因。

七、结论与启示

破产司法制度作为保障市场主体顺利退出与资源配置效率提升的重要抓手,不仅对完善营商环境、维护债权人权益、稳定金融市场产生了重要影响,还对辖区内企业形成了破产威慑效应。本文以2015—2022年沪深A股上市公司作为研究对象,采用双重差分法对破产法庭设立与企业集团破产诉讼风险规避行为的关系进行了检

验,发现破产法庭的设立增加了当地上市企业特殊合营安排的数量。机制分析发现,破产法庭设立通过提高企业对破产诉讼风险的感知,强化外部利益相关者对企业破产风险的关注,从而加剧了企业破产诉讼风险的负面影响。异质性检验发现,当破产法庭成立之前地区破产审判质效更低、企业集团内子公司破产风险更高时,破产法庭设立对企业特殊合营安排数量的提升作用更为明显。此外,企业应对破产诉讼风险突增的特殊合营安排主体主要来源于现有主体的转化而不是新设主体的认定,而特殊合营安排的主体所在地更多是设立破产法庭的地区。进一步分析表明,债权人与投资者对破产法庭辖区内企业的破产诉讼风险存在不同反应,前者降低了企业债务信贷成本,后者提高了企业权益风险报酬。

本文的研究结论具有重要的启示意义。首先,应持续推进破产审判专业化与体系化建设,强化司法改革的系统性与穿透力。本研究发现,破产法庭的设立激发了当地企业通过特殊合营安排方式进行会计边界管理,以规避合并报表层面的破产风险显化。因此,建议在司法改革中通过引入会计与金融专家陪审机制,强化法官对复杂交易商业实质的识别能力。同时,应体系化地加强破产审判与金融监管之间的协同,建立跨部门信息共享机制,对企业在破产程序中的表外融资、关联主体等进行联动审查。其次,监管机构应强化对企业利用会计规则规避破产诉讼风险的机会主义行为的穿透式监管。本文的研究结果表明,破产法庭设立后,企业主要通过将既有控股子公司转化为特殊合营安排的方式,实现合并报表范围的策略性收缩,从而达到隔离破产诉讼风险、弱化报表关联性的目的。为此,监管机构应修订完善信息披露指引,强制要求企业对持股比例超过 50% 但未纳入合并报表的特殊合营安排进行重点说明与穿透披露,披露内容应涵盖界定其为合营或联营企业的法律与事实依据,并应模拟测算其在合并报表状态下对关键财务指标与风险暴露的影响程度。通过强化信息披露的深度与广度,有效识别并制约企业利用会计判断空间进行风险规避的机会主义动机,维护财务报表的真实性与完整性。最后,债权人与投资者等利益相关者应重视表外风险识别框架的构建,提升对企业整体破产风险的精准定价能力。本文的机制分析结果表明,破产法庭的设立不仅直接提升了司法效率,而且通过显化破产风险这一渠道深刻影响了市场参与者的预期与行为。债权人与投资者等利益相关者必须建立更具穿透性的风险识别框架,将企业所控制的全部特殊目的实体、合营及联营企业纳入统一的风险评估视野,充分考量其公司治理关联、资金往来密切程度及风险传导路径。在信贷决策与投资定价模型中,利益相关者应主动引入并评估这些表外架构可能带来的潜在破产诉讼风险传染效应,从而实现风险溢价的更准确计量与企业价值的更合理评估,避免因企业形式上的风险隔离操作而做出误判。

参考文献:

- [1] Porta R L, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Law and finance[J]. *Journal of Political Economy*, 1998, 106(6): 1113 - 1155.
- [2] McLean R D, Zhang T, Zhao M. Why does the law matter? Investor protection and its effects on investment, finance, and growth[J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67(1): 313 - 350.
- [3] 李曙光, 贺丹. 破产立法若干重大问题的国际比较[J]. *政法论坛*, 2004(5): 60 - 72.
- [4] 董志强, 魏下海, 汤灿晴. 制度软环境与经济发展——基于 30 个大城市营商环境的经验研究[J]. *管理世界*, 2012(4): 9 - 20.
- [5] 杜万华. 深圳、北京、上海成立破产法庭具有标志性意义[N]. *人民法院报*, 2019-03-21(2).
- [6] 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(12): 95 - 112.
- [7] 钱雪松, 胡新禹. 加强债权人保护促进了地区创新吗? ——基于我国破产法庭设立的经验研究[J]. *金融学季刊*, 2023(3): 1 - 23.
- [8] 潘越, 潘健平, 戴亦一. 公司诉讼风险、司法地方保护主义与企业创新[J]. *经济研究*, 2015(3): 131 - 145.
- [9] Huang X, Teng F, Xin Y, et al. Bankruptcy courts and the marketization of bond issuance[J]. *China Accounting and Finance Review*, 2022, 24(3): 359 - 390.
- [10] 纳鹏杰, 雨田木子, 纳超洪. 企业集团风险传染效应研究——来自集团控股上市公司的经验证据[J]. *会计研究*, 2017(3): 53 - 60 + 95.
- [11] 黄玮强, 范铭杰, 庄新田. 基于借贷关联网络的我国银行间市场风险传染[J]. *系统管理学报*, 2019(5): 899 - 906.
- [12] Le N, Ngo P T H. Intra-industry spillover effects: Evidence from bankruptcy filings[J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2022, 49(7-8): 1113 - 1144.
- [13] 崔秀梅, 肖祎宁, 王菁华. 企业 ESG 表现能否降低破产风险? [J]. *审计与经济研究*, 2024(5): 69 - 78.
- [14] 李晓溪, 饶品贵. 破产制度、去杠杆与资本结构动态调整——基于破产法庭设立的研究证据[J]. *经济科学*, 2022(3): 95 - 111.
- [15] 钟欣怡, 邹滢灏漫, 阳洋, 等. 法律诉讼、制度环境与商业信用[J]. *法制与社会*, 2021(21): 8 - 11.
- [16] 王彦超, 姜国华, 辛清泉. 诉讼风险、法制环境与债务成本[J]. *会计研究*, 2016(6): 30 - 37 + 94.
- [17] Chava S, Agnes C C S, Huang H, et al. Implications of securities class actions for cost of equity capital[J]. *International Journal of Law and Management*, 2010, 52(2): 144 - 161.
- [18] 李曙光, 王佐发. 中国《破产法》实施三年的实证分析——立法预期与司法实践的差距及其解决路径[J]. *中国政法大学学报*, 2011(2): 58 - 79 + 159.

- [19] Djankov S, Hart O, Mcliesh C, et al. Debt enforcement around the world[J]. *Journal of Political Economy*, 2008, 6(116): 1105 - 1149.
- [20] Iverson B. Get in line: Chapter 11 restructuring in crowded bankruptcy courts[J]. *Management Science*, 2018, 11(64): 5370 - 5394.
- [21] 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.
- [22] 甄玉晗. 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[J/OL]. *外国经济与管理*, 2024, 1 - 17.
- [23] 陈志斌, 张文忠, 陈志红. 企业现金流断流与华尔街投资银行危机——基于贝尔斯登破产的案例研究[J]. *审计与经济研究*, 2010(5): 54 - 60.
- [24] Arena M P, Julio B. The effects of securities class action litigation on corporate liquidity and investment policy[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2015(1-2): 251 - 275.
- [25] 傅超, 吉利. 诉讼风险与公司慈善捐赠——基于“声誉保险”视角的解释[J]. *南开管理评论*, 2017(2): 108 - 121.
- [26] 许晓芳, 陆正飞. 我国企业杠杆操纵的动机、手段及潜在影响[J]. *会计研究*, 2020(1): 92 - 99.
- [27] 张超, 张新一, 郑国坚, 等. 去杠杆监管与企业合并范围异化——来自特殊合营安排的证据[J]. *管理世界*, 2024(7): 221 - 243.
- [28] 潘越, 纪翔阁, 宁博, 等. 破产审判改革、财政减负与企业降税[J]. *世界经济*, 2023(1): 192 - 215.
- [29] De C C, d'Haultfoeuille X. Two-way fixed effects estimators with heterogeneous treatment effects[J]. *American Economic Review*, 2020, 110(9): 2964 - 2996.
- [30] Rambachan A, Roth J. A more credible approach to parallel trends[J]. *Review of Economic Studies*, 2023, 90(5): 2555 - 2591.
- [31] Biasi B, Sarsons H. Flexible wages, bargaining, and the gender gap[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2022, 137(1): 215 - 266.
- [32] 胡珺, 方祺, 龙文滨. 碳排放规制、企业减排激励与全要素生产率——基于中国碳排放权交易机制的自然实验[J]. *经济研究*, 2023(4): 77 - 94.
- [33] Hainmueller J. Entropy balancing for causal effects: A multivariate reweighting method to produce balanced samples in observational studies[J]. *Political Analysis*, 2012, 20(1): 25 - 46.
- [34] Petersen M A. Estimating standard errors in finance panel data sets: comparing approaches[J]. *Review of Financial Studies*, 2009, 22(1): 435 - 480.
- [35] 张小茜, 孙璐佳. 抵押品清单扩大、过度杠杆化与企业破产风险——动产抵押法律改革的“双刃剑”效应[J]. *中国工业经济*, 2017(7): 175 - 192.
- [36] Healy P M, Palepu K G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 31(1-3): 405 - 440.
- [37] 刘向强, 方祺, 胡珺. 中国碳排放权交易机制与实践: 基于微观企业股权资本成本的视角[J]. *中国软科学*, 2024(5): 142 - 151.
- [38] 方慧洪, 王冠文, 王佳妮. 压力还是监督: 机构投资者调研与企业金融化[J]. *南京审计大学学报*, 2024(1): 76 - 87.
- [39] 张会丽, 陆正飞. 控股水平、负债主体与资本结构适度性[J]. *南开管理评论*, 2013(5): 142 - 151.
- [40] 张伟华, 毛新述, 刘凯璇. 利率市场化改革降低了上市公司债务融资成本吗? [J]. *金融研究*, 2018(10): 106 - 122.
- [41] Easton P D. PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital[J]. *The Accounting Review*, 2004, 79(1): 73 - 95.
- [42] 毛新述, 叶康涛, 张岷. 上市公司权益资本成本的测度与评价——基于我国证券市场的经验检验[J]. *会计研究*, 2012(11): 12 - 22 + 94.

[责任编辑: 王丽爱]

Bankruptcy Judicial Reform and Special Joint Venture Arrangements for Enterprises: From the Perspective of Risk Perception in Debtor Bankruptcy Litigation

FANG Qi¹, SONG Peixin², XIN Yu¹

(1. School of Business, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510006, China;

2. College of Management, Sichuan Agricultural University, Chengdu 611130, China)

Abstract: Using the quasi-natural experiment of bankruptcy courts established, this study examines the impact of a surge in potential bankruptcy litigation risk driven by judicial reform on firms' special joint venture arrangements. The findings reveal that the establishment of bankruptcy courts significantly increases the number of special joint venture arrangements, primarily by heightening firms' perception of bankruptcy litigation risk and elevating stakeholders' attention to corporate bankruptcy risk. The positive effect on the number of special joint venture arrangements is more pronounced in regions with lower judicial quality and efficiency prior to the establishment of bankruptcy courts, as well as in firms whose subsidiaries exhibit higher bankruptcy risk. Enterprises tend to achieve special joint venture arrangements more through restructuring existing investment entities rather than establishing new ones, and such arrangements are more frequently located in regions where bankruptcy courts have been set up. Furthermore, while firms' debt financing costs decrease due to the debtor credit protection effect, their equity financing costs rise owing to heightened perceived bankruptcy litigation risk. Special joint venture arrangements can, to some extent, alleviate firms' equity financing difficulties. The conclusions offer insights for improving market exit mechanisms and optimizing the business environment, and provide practical guidance for regulators and stakeholders in better assessing corporate bankruptcy risk.

Key Words: bankruptcy judicial reform; bankruptcy court; bankruptcy litigation risk perception; special joint venture arrangements; equity capital cost; equity financing