

违规监管与借款结构

夏雪 徐莉萍 滕飞

中山大学管理学院

作者简介:

夏雪, 中山大学管理学院会计系博士生, 研究方向: 会计与公司财务。

徐莉萍, 财务学博士, 中山大学管理学院教授、博士生导师, 在《经济研究》、《管理世界》、《南开管理评论》、Journal of Financial and Quantitative Analysis、Journal of Corporate Finance、Journal of Banking and Finance 等杂志发表学术论文多篇, 研究方向: 会计与公司财务。

滕飞, 中山大学管理学院财务与投资系博士生, 研究方向: 公司治理与公司财务。

通讯作者: 徐莉萍

通讯地址: 广东省广州市中山大学管理学院

邮政编码: 510275

联系电话: 18666080216

Email: xuliping@mail.sysu.edu.cn

2016年4月

违规监管与借款结构

[摘要] 已有研究对于违规监管的经济后果的研究相对较少，违规监管对公司银行借款结构影响的现有研究并不深入。使用手工整理的上市公司的银行借款结构数据，本文以2003-2014年A股上市公司为研究样本，实证检验了受违规监管后公司借款结构的变化特点，并进一步探究了产权性质、政治关联在这其中的调节作用，研究发现：公司在受到违规监管后，其借款结构将发生显著的变化，即信用借款将显著减少，担保借款将显著增加，并且这种变化主要体现在短期借款结构；违规监管后公司借款结构的变化受到产权性质的影响，即国有企业的银行借款结构变化程度或幅度大于非国有企业，说明违规监管具有较强的信号显示作用；违规监管后公司借款结构的变化受到政治关联的影响，即政治关联缓解了违规监管后公司的借款困难，说明政治关联具有资源支持作用，但这种资源支持作用仅体现在国有企业样本中。

[关键词] 违规监管 借款结构 产权性质 政治关联

Fraud Detection and Bank Loan Structure

Abstract: The consequences, especially to financing activities, after a fraud detection still need to be shed light on. Based on a unique bank loan structure data of China A-listed firms from 2000 to 2014, we investigate the change of bank loan structure after fraud detection. Moreover, we show how the property right (SOE or not), bank-enterprise relationship and political-enterprise relationship will influence the change. We find that the fraud detection will lead to a significant change in bank loan structure: a decrease to credit loan (especially the short-term) but an increase to secured loan (especially the long-term), and a greater change can be found in SOE subsample. To non-SOE subsample the change will be only observed in a non-bank-enterprise-relationship subsample due to the mitigation to information asymmetry and the soft constraint of a bank-enterprise relationship, in addition, the change will be only observed in a political-enterprise-relationship subsample as the result of higher moral hazard problem in these firms.

一、引言

上市公司是资本市场发展的基石,为了提高上市公司质量,保护投资者的合法权益以及促进资本市场持续健康发展,证监会不断完善上市公司监管体制,防范和治理上市公司违规行为(陆遥等,2012)。受到违规监管的上市公司数从2000年的11家,增长到2014年的147家;同一公司在一年内可能会受到多次违规监管,2000-2014年间上市公司披露的受违规监管次数由11次增长为415次。上市公司受到日益频繁的违规监管的情况也引起了学术界的关注,以往对上市公司违规监管的研究主要探讨了公司违规的影响因素(Healy and Palepu, 2001; Knyazeva, 2007; Yu, 2008; 蔡志岳和吴世农, 2007; 郑建明等, 2015等; 陆瑶等, 2012),也有越来越多的学者关注了公司受违规监管的经济后果。对经济后果的研究,主要集中在公司股东价值方面,如公司股价下跌,短期超额收益为负等等(Feroz等, 1991; Dechow等, 1996; 陈工孟和高宁, 2005; 杨玉凤等, 2008; 吴斌和徐丹, 2012; 李小波和吴溪, 2013)。事实上,公司受到违规监管,暴露了公司以往经营运作中存在的问题,向市场传达了公司隐藏的真实信息,这不仅影响公司股东的价值,同样会影响公司债权人的利益(Zhou and Reesor, 2014)。

银行借款是企业债务资金最主要的来源之一(童盼和陆正飞, 2005),研究上市公司受到违规监管后对银行借款会产生何种影响具有重要意义。Chen等(2011)以中国上市公司为样本研究发现,公司受到违规监管后获得的银行借款和短期银行借款将会显著减少;Graham等(2008)通过对美国上市公司每笔借款合同的研究发现,公司受到违规监管后不仅获得借款减少,同时借款的期限更短、担保要求也更多。这启示我们,公司受违规监管后不同性质的银行借款,可能有不同的变化,其中银行信用借款受违规监管后信用违约风险增大的影响可能会显著减少,而担保借款可能由于银行对担保要求的增多而显著增加;在借款期限方面,由于短期借款能够发挥更多的监督作用,债权人的保护作用更大,因而公司受违规监管后,借款期限的长短也会影响不同类型的银行借款。对于这些问题,Graham等(2008)和Chen等(2011)并没有给出直接的答案。

中国的国有企业与非国有企业在银行借款的获取方面具有明显差别(陈耿等, 2015),因此违规监管对银行借款的关系可能会受到产权性质的影响。银行倾向于向国有企业提供贷款,而对非国有企业存在信贷歧视(Wei and Wang, 1997; 卢峰和姚洋, 2004; 罗党论和甄丽明, 2008)。政府的“父爱主义”能否在国有企业受到违规监管后继续提供庇护,降低其

因为处罚而受到的影响呢？本文试图探究受到违规监管后，国企与非国有企业在银行借款的变动是否有差异。此外，公司具备的社会关系也可能影响违规监管后银行借款的变化情况。非国有企业往往会通过寻求政治关联摆脱弱势地位。政治关联为公司在获得银行借款时提供了便利，如担保要求较少、审查标准较低等，但这增加了公司的道德风险与违约风险，有无政治关联的公司在其违规监管后银行借款的变化是否不同？本文也试图探索政治关联在违规监管对公司银行借款影响中的作用。

本文手工搜集整理了上市公司的借款数据（信用借款和担保借款等），以2000-2014年A股上市公司为研究样本，实证检验了受违规监管后公司借款的变化特点，研究发现：公司在受到违规监管后，其借款结构将发生显著的变化，即信用借款将显著减少，担保借款将显著增加，并且这种变化主要体现在短期借款结构；违规监管后公司借款结构的变化受到产权性质的影响，即国有企业的银行借款结构变化程度或幅度大于非国有企业，说明违规监管具有较强的信号显示作用；违规监管后公司借款结构的变化受到政治关联的影响，即政治关联缓解了违规监管后公司的借款困难，说明政治关联具有资源支持作用，但这种资源支持作用仅体现在国有企业样本中。

本文可能存在的贡献在于：

首先，拓展了违规监管的经济后果方面的文献，以往的研究更多关注违规监管对股东价值的影响，对债权人的相关研究则相对较少。本文研究受违规监管后，公司获得银行借款的变化特点，Graham等（2008）认为公司受到监管后，贷款合同中的期限更短、担保要求更多，但并没有研究违规监管后公司银行信用借款、担保借款的变化，也没有关注不同类型银行借款在期限结构方面的变化；与Graham等（2008）和Chen等（2011）研究不同，本文将银行借款细分为信用借款和担保借款，研究违规监管对公司借款结构的影响特点。

其次，本文结论有助于对政治关联的深入理解。在受到违规监管而面临融资困难时，具有政治关联的公司确实是在获得银行借款时会有很多便利，然而政治关联的这种资源支持作用仅在国有企业样本中得到体现，非国有企业受到违规监管后，政治关联无法为其借款的获得提供便利，侧面反映出政治关联在非国有企业特别时民营企业中的脆弱性。

最后，本文结论说明了政府监管的有效性。公司为了获得收益做出违规行为理应受到监管，付出代价；受违规监管后公司获得的信用借款减少，而不得不转向成本更高的担保借款，

增加了融资成本，说明政府监管确实能够对违规公司起到惩罚的作用，为监管的有效性在债务市场提供了经验证据。

余文结构安排如下：第二章回顾了违规监管对公司银行借款影响的文献；第三章梳理了违规监管对公司获得银行借款的影响机制；第四章介绍了本文的实证研究设计，对本文的实证模型、样本和变量选择等进行了介绍；第五章对本文的实证结果进行分析；最后总结了本文的研究结论和研究启示。

二、相关文献回顾

目前学术界关于违规的经济后果的文献主要集中于违规处罚的市场反应方面。公司违规监管处罚公告，对于公告公司来说是一个重大的负面消息，短期内产生了显著的负向市场反应（Feroz 等，1991；Dechow 等，1996；陈工孟和高宁，2005；杨玉凤等，2008；吴斌和徐丹，2012；李小波和吴溪，2013）。

Karpoff et al.（1993）研究发现公司因违规行为受到处罚后带来的声誉损失是罚金的六倍。伍利娜和高强（2002）研究了我国股票市场对 1999-2000 年中国证监会以及深交所和上交所处罚公告的反应，研究结果表明因信息披露违规而受到处罚的公司，公告日后市场有显著正反应。而杨玉凤等（2008）的研究则认为违规公司的累积超额收益率在违规公告前后较短的时窗内明显呈负值，而且披露违规的市场反应明显强于事实披露违规。

违规处罚后的市场反应只是一种短期的经济后果，而且容易受到股票市场上其他重大事件的影响，市场反应并不足以诠释违规处罚带来的经济后果。因此，部分学者开始研究违规处罚带来的长期经济后果，但文献较少，并且尚未得到一致结论。

在公司治理方面，Agrawal et al.（1999）以1981-1992年美国的公司为样本，发现披露违规后对高管的任期和公司治理并没有显著的作用。而Farber（2005）、刘明辉和韩小芳（2010）的研究却发现公司违规受到处罚后，公司治理质量显著提高；在高管任期方面，其他学者的研究结论也与其相反，普遍认为公司高管的更换与会计违规存在相关性，会计违规会导致更高的管理者更换（Desai et al., 2006；Agrawal and Cooper, 2007；Hennes, 2008；Karpoff et al., 2008；Wei Ting,2011）。

Andrew et al.（2010）通过对90家有会计违规行为的上市公司进行研究，研究表明，CFO为创始人CEO承担了责任，成为了创始人CEO的“替罪羊”，违规后，创始人CEO的更换

率比非创始人CEO低。在发生会计违规后，创始人CEO 公司中CEO保留而CFO离职的概率大于非创始人CEO公司中的这种高管更换情况。瞿旭等（2012）的研究也得到类似结论。

张子余和李长安（2015）以我国2007—2009年的所有违规上市公司为样本，研究了公司违规被处罚后，内控有效性是否得到改善。研究发现面向报告目标与合规性目标的内控有效性水平有所改善，但改善不具有持续性；而面向资产安全性、战略目标与经营目标的内控有效性水平在处罚前后无显著变化。

在审计方面，朱春艳和伍利娜（2009）以2001—2007年受到违规处罚的上市公司为研究对象，实证检验了上市公司违规对审计后果的影响。研究结论表明审计师在上市公司被处罚当年及之后的年份出具非标准审计意见的概率更高，审计费用显著提高，但是处罚程度并没有对审计后果造成显著影响。王兵等（2011）的研究也表明，违规处罚后审计质量并没有显著提高。刘明辉和韩小芳（2011）的研究却发现财务舞弊公司的董事会发生了显著变更，而且发现董事会的非常规性变更会对审计师变更有显著正影响。

在公司经营活动方面，Johnson et al.（2014）认为公司违规后，公司的声誉会受损，客户会对违规公司进行声誉制裁，导致违规公司的销售成本增加，进而导致公司的利润下降。除以上研究视角之外，企业融资也是研究公司违规的经济后果的一个重要视角，但目前鲜有学者对此进行研究。Graham et al.（2008）使用美国1997年1月1日至2002年6月30日发生财务报告重述的公司作为样本，首开研究财务报告重述对企业债务合同的影响的先河，研究结果表明发生在进行重述时有违规行为的公司，银行借款利率显著高于没有违规行为的公司，借款期限更低，被要求提供担保的概率更大。Chen et al.（2011）的研究表明公司违规后会影响公司与银行签订借款合同，由于信用风险和息风险增加，公司获得的银行借款金额减少，利率提高。Zhou和Reesor（2014）研究了虚假陈述与公司资本结构的关系，文章中虚假陈述包括虚报利润、隐瞒风险、会计违规三种类型，研究发现虚假陈述这一违规行为不仅会损害权益价值，也会损害债权的价值，高负债的公司对虚假陈述的影响更加敏感。陈运森和王汝花（2014）研究公司违规被监管机构处罚对商业信用的影响，研究结果发现公司违规后获得的商业信用额度减少，“商业信用—现金持有”敏感性提高，获取成本增加。为资本市场的声誉受损可能会传染并影响到“供应商—客户”关系提供了证据。

虽然目前违规的经济后果方面的文献较少，主要以市场反应为主，但其长期的经济影响也越来越受到重视。在中国这样一个监管体系尚不发达，监管效力受到质疑的国家，更应该

重视违规处罚的经济后果的研究，结合国情，从不同视角来研究违规处罚的经济后果，以提高监管部门、股东、企业利益相关者对公司违规行为的关注度，这将有助于规范企业的经营行为、信息披露行为和管理者行为，促进企业健康发展。

融资是公司获得经营资本的重要活动，资金是公司的血液，对公司发展具有至关重要的作用。在中国“新兴”和“转轨”的双重背景下，资本市场的不完善，使得债务融资仍然是公司最主要的融资方式，而债务融资中银行借款又占了绝大部分。从银行借款角度，研究违规监管对公司融资行为特点的影响具有重要的理论和现实意义：既有助于全面理解公司面临外部冲击时融资（银行借款）行为的变化特点，又丰富了对政府监管经济后果的研究，对于公司如何应对违规监管对其融资活动带来的影响也有一定的启示。

三、理论分析与研究假设

信用质量是决定公司银行借款结构的重要影响因素（Freixa and Rochet, 1997；Rauh 和 Sufi, 2010），贷款违约风险越高的公司信用质量越低，降低了公司获得借款的可能性（Colla 等，2013）。公司违规行为受到处罚后，导致公司声誉受损。声誉受损向外界传递了公司经营存在问题的信号，不仅带来负的市场反应（伍利娜和高强，2002；陈工孟和高宁，2005），而且影响客户、供应商等利益相关者对公司的信任程度（陈运森和王汝花，2014），并减少与违规公司的交易（Graham 等，2008）。使得公司的经营环境、投资环境变差（Chen 等，2011），这将对公司未来的经营活动和投资活动带来不利影响，造成公司未来的盈利能力的下降和现金流的减少（Palmrose 等，2004；Murphy 等，2009；Johnson 等，2014），因此，公司的违约风险增加。

此外，公司的违规处罚揭示了公司以往披露的公司经营情况、财务状况等信息可能存在问题，增加了受违规监管公司的信息风险。银行据过去的信息对公司做出的评价可能是有误的，因此，当公司的处罚信息披露后，银行需要根据重新调整的历史信息对公司的未来的经营情况、盈利能力以及现金流进行评估（Karpoff 等，2007），修正其对公司的认知（Chen 等，2011）。重新评估是有成本的，银行为了保证自身的利益，将减少对违规公司的贷款。

违约风险和信​​息风险的增加，将使得受违规监管的公司获得银行借款的能力下降。Chen 等（2011）的研究认为公司的还款能力是银行在借款给公司时最重要的影响因素，以往的研究证明当公司声誉受损后公司获得的银行借款显著下降，借款成本上升（Chen 等，2005；Graham 等，2008；Chen 等，2011）。然而此类研究并没有关注银行借款的异质性，即不同

期限不同类型的银行借款可能受公司违规监管的影响有所不同。

从银行借款类型——信用借款或担保借款——来看：违约风险和息风险的增加，首先将影响公司的信用水平，银行将下调对受违规监管公司的信用评价，公司获得信用借款的数额将下降；另一方面，担保是在贷款合约中最常用于缓解信息不对称而产生的逆向选择和道德风险的工具（尹志超和甘犁，2011），因此，为了降低公司未来不偿还贷款而带来的损失，银行在与公司签订贷款合同时更多地要求公司对借款提供相应的担保（Rajan and Winton, 1995; Graham 等，2008），包括第三方保证担保、质押或抵押担保，因而公司获得担保借款的数额可能将有所上升。因此，公司受到违规监管后，其借款结构可能发生变化，即信用借款减少、担保借款增加。

从银行借款期限——长期借款或短期借款——来看：良好的公司治理、高质量的内部控制能够提高公司的透明度，降低信息不对称（高雷和宋顺林，2007；陈汉文和周中胜，2014）。违规行为的发生，说明公司治理存在问题（Chen 等，2011），内部控制制度没有得到有效执行（单华军，2010），这将使得银行对公司的经营情况、财务状况、大股东利益输送等问题产生质疑（Chen 等，2011）。银行对违规公司信息环境的不确定性，增加了两者之间的信息不对称程度。为了降低信息不对称程度，减少债务履约过程中的逆向选择与道德风险问题，预期银行将加强对违规公司的监督。债务的期限越长，未来的不确定程度越大，风险越大，而短期银行借款能够发挥更强的监督作用（Myers, 1977; 刘运国等，2010），因此银行出于对其贷款安全性的考量，更需要对受违规监管的公司加强监督，因而违规监管后公司的银行借款期限将变短，或者短期借款结构将发生显著的变化。

根据以上分析，提出以下研究假设：

H1：上市公司受违规监管后，其银行借款的结构将显著变化：信用借款显著减少，担保借款显著增加；并且，这种结构变化主要体现在短期借款结构。

我国四大国有商业银行拥有全国70%以上的信贷资金，在信贷市场上处于垄断地位（罗党论和甄丽明，2008）。由于政府的干预，国有银行的垄断造成了信贷资源主要流向了国有企业，非国有企业受到信贷歧视而难以获得银行借款（卢峰和姚洋，2004）。国有企业更多地承担稳定和扩大就业的政治任务（陈德球等，2013），政府为了维持国有企业的冗员和经济发展，具有很强的动机干预国有银行的决策（陈耿等，2015）。由于政府“父爱主义”的

庇护，非国有企业与国有企业相比，具有更多的风险。当受到违规监管，公司风险进一步暴露，使得非国有企业受到更严重的信贷歧视。因此，提出研究假设：

H2: 上市公司受违规监管后，相比国有企业，非国有企业的银行借款结构变化程度更大。

企业的政治关联对银行的借款行为具有重要影响，政治关联作为一种资源，有助于企业从政府等层面得到优惠或特权（杜颖洁和杜兴强，2013）。有政治关联的企业比没有政治关联的企业能够获得更多的银行借款和更长的借款期限、受到更少的融资约束，且需要的担保物更少（Fraser等，2006；Charumilind等，2006；余明桂和潘红波，2008）。相比于没有政治关联的企业，有政治联系的企业在遇到困境时，更容易银行提供的贷款（Faccio等，2006）。在中国，政治关联是一种重要的声誉机制（孙铮等，2005），因此受到违规监管后，有政治关联的企业对银行而言有更好的声誉，认为其贷款风险小于没有政治关联的公司，使得有政治关联的公司的银行借款结构变动更小。

另一方面，政治关联在公司取得银行借款时提供了很多便利，如较低的筛选标准、较低的担保要求（陈德球等，2013）以及更低的成本（Houston等，2014）等。但较低的公司经营业绩筛选标准、较低的公司贷款担保要求将增加公司的道德风险，也增加了公司的债务违约概率（陈德球等，2013）。具有政治关联的公司由于债务违约概率更高，但其信用借款的比例原本较高（银行对贷款的担保要求较低），当其受到违规监管后，信用风险将进一步升高，借款的担保要求会有更大程度的提高，因而预期获得的信用借款相对无政治关联的公司减少的程度更大，担保借款增加的程度更大。

H3a: 上市公司受违规监管后，相比无政治关联的公司，有政治关联公司的银行借款结构变化程度更小。

H3b: 上市公司受违规监管后，相比无政治关联的公司，有政治关联公司的银行借款结构变化程度更大。

四、研究设计

（一）模型和变量

本文实证研究主要考察公司受到违规监管处罚对其获得银行借款的影响。对于违规监管 (FRAUD) 变量, 将公司的违规行为定义为违反国家或相关监管部门的法律法规的行为, 此类违规行为由于违反相关规定可能会受到监管部门的行政处罚, 如虚构利润、虚列资产、虚假记载 (误导性陈述)、推迟披露、重大遗漏、披露不实 (其他)、一般会计处理不当、出资违规、擅自改变资金用途、占用公司资产、违规担保、内幕交易、违法违规买卖股票、操纵股价等违规行为, 参考 Chen 等 (2011) 的研究, 将公司受到违规监管当年及其之后年度赋值 1, 其他年份为 0; 考虑到不同行业获得借款的能力可能有所不同, 本文使用经行业均值调整后的公司银行借款 (LOAN), 还将进一步区分信用借款 (LOAN_C) 和担保借款 (LOAN_S), 用以考察公司受违规监管对不同类型银行借款的影响。

为验证 H1, 具体的实证模型如下:

$$LOAN_t = \alpha_0 + \alpha_1 FRAUD_{t-1} + \sum \beta X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

模型 (1) 检验公司受违规监管对公司获得银行借款的影响, 首先本文运用模型 (1) 实证验证了已有的发现: 公司受违规监管后公司获得的银行借款会显著减少, 同时公司的财务费用率显著增加; 其次, 本文将银行借款细分为信用借款 (LOAN_C) 和担保借款 (LOAN_S), 检验 H1。参考 Graham 等 (2008) 和 Chen 等 (2011) 对公司违规和债务问题的研究, 本文的控制变量 (X) 选取如下: 资产规模 (SIZE)、固定资产规模 (TANG)、盈利能力 (PROFIT)、资产期限 (ASSETM)、成长性 (TOBINQ)、营运现金流 (CFO)、财务风险 (Z)、资产负债率 (LEV)、盈余质量 (DACC)、审计意见 (DOPI)、产权性质 (SOE)、股权集中度 (OWNCON)。

为了检验 H2, 本文将研究样本分为国有和非国有样本两个子样本, 重复模型 (1) 的实证, 对比考察企业产权性质是否会影响公司受违规监管后公司银行借款结构变化特点; 此外, 本文还在模型 (1) 的基础上引入违规监管和产权性质的交乘项, 考察产权性质对公司受违规监管后公司银行借款结构变化特点的调节作用, 为 H2 提供稳健的实证支持。

为了验证 H3, 本文在模型 (1) 的基础上引入违规监管和政治关联的交乘项, 考察政治关联对公司受违规监管后公司银行借款结构变化特点的调节作用。参考 Fan 等 (2009) 和应

千伟和罗党论（2015）的研究，将公司董事长、总经理或独立董事在各级政府（党组织）、人大委员会、政协委员会有任职经历的认为具有政治关联（PC），并赋值 1，否则为 0。

各模型中变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义	
银行借款	银行借款	LOAN_B	年末银行借款 / 年末总资产
		LOAN_BS	年末短期银行借款 / 年末总资产
		LOAN_BL	年末长期银行借款 / 年末总资产
	信用借款	LOAN_C	年末信用借款 / 年末银行借款总额
		LOAN_CS	年末短期信用借款 / 年末银行借款总额
		LOAN_CL	年末长期信用借款 / 年末银行借款总额
	担保借款	LOAN_S	年末担保借款 / 年末银行借款总额
		LOAN_SS	年末短期担保借款 / 年末银行借款总额
LOAN_SL		年末长期担保借款 / 年末银行借款总额	
解释变量			
违规监管	FRAUD	虚拟变量，公司受到违规监管之后各年取值 1，否则取 0	
政治关联	PC	虚拟变量，公司董事长、总经理或独立董事在各级政府（党组织）、人大委员会、政协委员会有任职经历的赋值 1，否则为 0	
控制变量			
资产规模	SIZE	年末总资产的自然对数	
盈利能力	PROFIT	年末息税前利润 / 年末总资产	
资产期限	ASSETM	$[\text{年末固定资产原值} / (\text{年末流动资产} + \text{年末固定资产原值})] * (\text{年末固定资产原值} / \text{年末固定资产折旧}) + [\text{年末流动资产} / (\text{年末流动资产} + \text{年末固定资产原值})] * (\text{年末流动资产} / \text{年末销售费用})$	
成长性	TOBINQ	年末 Tobin'Q 值	
营运现金流	CFO	年末经营活动产生的现金流量净额 / 年末总资产	
财务风险	Z	参考 Chen 等（2011）使用吴世农和卢贤义（2001）的计算方法，计算公司的 Z 值，作为公司财务风险的指标	
资产负债率	LEV	年末总负债 / 年末总资产	
盈余质量	DACC	使用修正琼斯模型计算的公司盈余质量	
审计意见	DOPI	虚拟变量，审计后审计事务所对年报内容是否出具“标准无保留意见”，是，则取 1；否则，取 0。	
产权性质	SOE	虚拟变量，根据公司实际控制人性质，如果为国有性质，则取 1；否则，取 0。	
股权集中度	OWNCON	年末前五大股东持股比例平方和	

注：表中的短期借款为借款期限在一年以内的借款加上一年内到期的长期借款。

（二）样本与数据来源

本文以 2001-2014 年的中国 A 股上市公司为初始样本，由于模型中变量为滞后一期的数值，实际分析和研究样本的时间跨度为 2003-2014 年。违规监管数据来自 CSMAR 数据库，包括受违规监管时间和违规类型等信息，各年份公司受违规监管情况如表 2 所示。

表 2 各年份公司受违规监管情况

	各年违规情况 (次数—公告年份)			各年违规情况 (公司数—公告年份)			各年违规情况 (公司数, 公告年与违规 年相同)			研究使用样本		
	违规	信息违 规	非信息 违规	违规	信息违 规	非信息 违规	违规	信息违 规	非信息 违规	违规	信息违 规	非信息 违规
2003	115	106	60	99	90	50	95	86	47	40	36	21
2004	96	92	51	80	77	41	80	77	41	28	26	18
2005	85	82	50	77	76	46	75	74	45	29	29	20
2006	76	67	45	66	58	42	64	56	41	19	15	14
2007	83	66	40	77	60	39	75	58	37	18	11	14
2008	88	59	59	80	53	55	77	50	54	34	15	29
2009	142	71	117	125	64	101	116	57	94	61	31	49
2010	117	73	85	105	62	78	104	61	77	50	25	40
2011	199	122	149	182	112	134	159	98	121	82	49	64
2012	381	241	299	316	197	250	303	191	239	179	116	144
2013	465	296	350	361	220	285	329	201	259	199	125	156
2014	565	328	393	349	189	249	246	132	174	143	72	105
总计	2715	1856	1861	2171	1466	1506	1905	1284	1318	882	550	674

违规监管公告年份和违规行为发生年份可能并不相同, 公司产生违规行为即使未被及时查处, 也可能对公司借款造成影响, 为尽量消除此作用的影响, 本文使用违规监管公告和违规行为发生为相同年份的样本。样本期内同一家公司可能受到多次违规监管处罚, 多次违规处罚对公司借款可能有叠加的影响, 本文稳健性部分使用样本期内只受到一次违规监管处罚的样本重复相关实证, 增强相关结论的可靠性。

本文的信用借款和担保借款数据均根据 CSMAR 数据库中上市公司财务报表附注数据子库, 并结合上市公司年报手工整理而得; 其他变量原始数据来自 CSMAR 或 RESSET 数据库。本文研究样本行业分类按证监会 2001 年行业分类标准, 除制造业按次类分类外, 其他行业采用门类分类, 并剔除了金融行业公司。此外, 还剔除了当年被 ST、*ST 和 PT 的观测值、当年有重大重组事项的观测值、当年行业公司数少于 15 家的观测值 (计算盈余质量时, 每年度每个行业至少保留 15 家公司)、资产负债率大于 1 的观测值以及银行借款数据等重要数据缺失的观测值, 最终得到 12881 个公司年观测值。

本文使用 STATA 软件进行相关实证分析, 并对连续变量进行了缩尾 (0.01) 处理。

五、实证分析

（一）描述性统计和相关性分析

1、公司银行借款指标的分样本统计

表 3 分样本统计了公司银行借款指标的均值，数据显示，有 10162 个观测值在样本期内未受到违规监管，有 2719 个观测值在样本期内受到了违规监管的影响，两个子样本的银行借款并没有显著差别，银行借款中短期借款均占比 75%以上，公司银行借款中 3/4 以上为短期借款。违规监管后，银行借款没有显著的变化并不能说明公司受违规监管后其借款结构没有显著的变化：

对于信用借款，在样本期间内未受到违规监管样本的均值为 32.35%，而受到违规监管样本的均值为 22.61%，显著低于未受违规监管影响的样本均值；不仅是总银行借款，短期和长期借款方面，受违规监管影响的样本均值也显著低于未受违规监管影响的样本均值，说明公司受违规监管后，其银行借款中的信用借款比例将减少。

从担保借款的数据来看，样本期内受到违规监管的公司样本的担保借款均值为 77.39%，显著高于未受到违规监管的样本均值（67.65%），短期和长期担保借款也呈现出同样的特征。可能说明，为向银行获得借款，受到违规监管的公司需要更多地为借款提供担保，从而造成相比未受到违规监管的样本，其有更高比例的担保借款。

表 3 的数据结果还表明，相比未受到违规监管的样本公司，受到违规监管影响公司的财务费用率显著更高，与 Chen 等（2011）的研究结论一致，即受违规监管影响公司的财务成本更高。

表 3 公司银行借款指标分样本统计

公司银行借款指标	全样本		未受到违规监管影响		受到违规监管影响		均值差异
	N	Mean	N1	Mean1	N2	Mean2	Mean1-Mean2
银行借款	12881	0.9802	10162	0.2192	2719	0.2253	-0.0061
短期银行借款	12881	0.7539	10162	0.1600	2719	0.1660	-0.0059
长期银行借款	12881	0.2257	10162	0.0586	2719	0.0589	-0.0003
信用借款	12881	0.3030	10162	0.3235	2719	0.2261	0.0974***
短期信用借款	12881	0.2489	10162	0.2656	2719	0.1861	0.0795***
长期信用借款	12881	0.0523	10162	0.0560	2719	0.0385	0.0174***
担保借款	12881	0.6970	10162	0.6765	2719	0.7739	-0.0974***
短期担保借款	12881	0.5214	10162	0.5045	2719	0.5842	-0.0797***
长期担保借款	12881	0.1757	10162	0.1719	2719	0.1897	-0.0177***
财务费用率	12881	0.0252	10162	0.0236	2719	0.0313	-0.0077***

2、控制变量描述性统计

表4统计了各控制变量的全样本均值、标准差、最大值和最小值，资产期限平均为2.8365，最大值为7.1225，最小值仅有0.8526，公司之间的差别较大；全样本平均息税前利润率为8.24%，总体而言，样本公司的盈利能力较差；全样本公司的资产负债率为48.57%，与我国公司负债率较高的现实相符合；公司平均规模为21.9017，最大值为25.2805，最小值18.8106。总体而言，各控制变量数值范围较为合理。

表4 控制变量描述性统计

变量	N	均值	标准差	最大值	最小值
ASSETM	12881	2.8581	1.2284	7.1234	0.8526
PROFIT	12881	0.0782	0.0621	0.2915	-0.2916
TOBINQ	12881	1.5786	1.3269	9.5519	0.2162
CFO	12881	0.0428	0.0770	0.2703	-0.2138
Z	12881	4.1525	4.9715	50.3318	-2.5870
LEV	12881	0.4935	0.1831	0.9970	0.0540
SIZE	12881	21.8090	1.1869	25.3407	18.8514
DACC	12881	0.0043	0.1054	0.4193	-0.4185
DOPI	12881	0.9659	0.1814	1.0000	0.0000
SOE	12881	0.5830	0.4931	1.0000	0.0000
OWNCON	12881	0.1820	0.1267	0.5758	0.0137

表5是各控制变量的相关系数表，数据显示，各变量间的相关系数较小，可以认为各变量之间不存在严重的多重共线性问题。

表5 控制变量相关系数表

	ASSETM	PROFIT	TOBINQ	CFO	Z	LEV	SIZE	DACC	DOPI	SOE	OWNCON
ASSETM	1.0000										
PROFIT	-0.1585	1.0000									
TOBINQ	-0.1119	0.2425	1.0000								
CFO	-0.2356	0.4293	0.0999	1.0000							
Z	-0.1463	0.1534	0.1549	0.0765	1.0000						
LEV	0.1362	-0.2705	-0.4172	-0.1143	-0.2745	1.0000					
SIZE	0.1479	0.1428	-0.3778	0.0482	-0.0512	0.3640	1.0000				
DACC	0.0897	0.1660	0.0234	-0.5683	-0.0045	-0.0797	0.0287	1.0000			
DOPI	-0.0193	0.2740	-0.0152	0.0879	0.0531	-0.1086	0.0965	0.0733	1.0000		
SOE	-0.0171	-0.0054	-0.1965	0.0690	-0.0627	0.2120	0.2450	-0.0316	0.0095	1.0000	
OWNCON	0.0679	0.1190	-0.0870	0.0759	0.0510	0.0342	0.2641	0.0163	0.0355	0.1934	1.0000

（二）多元回归分析

1、违规监管与银行借款

公司受到违规监管后，其违约风险和息风险将增加，获得的银行借款将减少（Chen等，2011），本文首先验证公司受违规监管后其银行借款将显著减少，相关结果如表6所示。表6中，(1)至(3)列分别使用银行借款、短期银行借款和长期银行借款作为因变量，控制变量设置同表1。(1)至(3)列结果显示，解释变量FRAUD与银行借款LOAN_B在1%的显著水平上负相关，相关系数为-0.0130；与短期银行借款LOAN_BS在1%的显著水平上负相关，相关系数为-0.0109；与长期银行借款LOAN_BL相关系数为-0.0018。以上结果表明，当公司受到违规监管后，公司获得的银行借款将显著减少，且主要体现在短期银行借款的显著减少。公司受到违规监管后其违约风险和息风险增大，导致银行减少其对公司的借款，公司获得的银行借款显著降低，这与已有的研究结论相一致。

表6 违规监管与银行借款回归结果

	(1) LOAN_B	(2) LOAN_BS	(3) LOAN_BL
FRAUD	-0.0130*** (0.0027)	-0.0109*** (0.0024)	-0.0018 (0.0017)
OtherConvar	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes
_cons	0.2202*** (0.0272)	0.5025*** (0.0233)	-0.2744*** (0.0174)
N	12905	12905	12905
r2	0.5143	0.4132	0.3090
F	374.4181	246.9052	113.0844

注：表中括号内的数字为系数的稳健标准误，*、**、***分别表示10%、5%和1%的显著水平。

2、违规监管与信用借款

上市公司受到违规监管后，其声誉受损，同时也暴露出公司的信息或经营方面可能存在的问题，增大了公司的信息风险，直接导致公司信用水平的降低，获得的信用借款减少。表7 Panel A 报告了公司受违规对其获得信用借款影响的多元回归结果，(1)至(3)列解释变量为违规监管（FRAUD），(4)至(6)列将解释变量分为信息披露违规监管（FRAUD_I）和经营

违规监管 (FRAUD_O)¹, 控制变量设置同表 1。

结果显示, 违规监管 (FRAUD) 与信用借款 (LOAN_C)、短期信用借款 (LOAN_CS) 和长期信用借款 (LOAN_CL) 的相关系数分别为-0.0730、-0.0672 和-0.0059, 显著性在 5% 以上, 这说明违规监管后, 公司银行借款中信用借款比例将显著减少, 并且主要体现在短期信用借款的减少。

(4)至(6)列结果显示, 公司在受到信息披露类和经营类违规监管后, 获得的信用借款和短期信用借款都将显著减少, 但经营类违规监管对信用借款的作用程度更强。这可能是由于银行对于公司的监督强度更高、对公司的财务信息掌握更全面, 公司可能存在的信息披露违规可能被银行提前察觉, 信息披露类的违规监管对借款的作用可能被提前反映稀释。而经营违规行为如内幕交易、违规买卖股票及操纵股价等行为的隐蔽性较强; 同时, 经营类违规行为如占用公司资产、擅自改变资金用途以及制假造假等更可能对公司实体经营造成不确定性, 增大了公司未来现金流的不确定性; 违规担保、擅自改变资金用途以及占用公司资产等经营类违规行为更可能降低公司的担保价值, 因此银行对受到经营违规监管公司的“减贷”行为更加明显。

3、违规监管与担保借款

受违规监管后, 公司的银行借款显著减少, 但不同类型的银行借款可能有不同的变化: 违约风险和信用风险的增加, 直接导致公司信用水平的降低, 公司信用借款将减少; 另一方面, 同时在中国现实背景下, 银行仍是公司最为主要的债权人, 公司也仍需要向银行融资以满足其业务发展的需要, 此时, 作为债权人的银行对信用水平较低的违规公司可能要求更多的担保, 从而将造成受违规监管公司银行借款中的担保借款比例增加。

表 7 Panel B 报告了公司受违规对其获得担保借款影响的多元回归结果, (1)至(3)列解释变量为违规监管 (FRAUD), (4)至(6)列将解释变量分为信息披露违规监管 (FRAUD_I) 和经营违规监管 (FRAUD_O), 控制变量设置同表 1。

Panel B 结果显示, 违规监管 (FRAUD) 与担保借款各指标 (LOAN_S、LOAN_SS 和 LOAN_SL) 在 1% 的显著水平上正相关, 分别为 0.0730、0.0512 和 0.0218, 这意味着公司受

¹ 信息披露类公司违规行为包括虚构利润、虚列资产、虚假记载 (误导性陈述)、推迟披露、重大遗漏、披露不实 (其他) 和一般会计处理不当等违规行为; 经营类公司违规行为包括出资违规、擅自改变资金用途、占用公司资产、违规担保、内幕交易、违法违规买卖股票和操纵股价等其他违规行为。

违规监管后，其获得的担保借款将显著增加，而且这种作用主要体现在短期担保借款。Panel B 的(4)至(6)列结果显示，信息披露违规监管（FRAUD_I）和经营违规监管（FRAUD_O）与担保借款变量的系数均在 1%的显著水平上正相关，但经营违规监管的作用程度更高，由于对于长期担保借款，经营类的违规监管可能暴露出公司经营质量、未来现金流和担保价值更大的不确定性，因而借款担保要求可能更高，从而造成经营违规监管对担保借款增加的作用程度更大。

Panel B 的结果表明，声誉较低、违约风险和信用风险较高的受违规监管的公司为了获得借款，不得不为这些借款提供必要的担保，而债权人为了其资金的安全性也会要求这些受到违规监管的公司提供担保。

Panel A 和 Panel B 的结果表明，公司受到违规监管后，其银行借款结构将发生显著的改变，具体来看，公司信用借款将显著减少、担保借款将显著增加；并且，信用借款中 92% 是短期信用借款的降低，担保借款中 70%以上是短期担保借款的增加，说明违规监管后公司借款结构的变化主要体现在短期借款结构。以上发现验证了本文的 H1，即上市公司受违规监管，增大了其违约风险和信信风险，导致其银行借款的结构将显著变化；并且由于短期借款的监督作用更强、灵活性更强，加之公司银行借款中 75%以上为短期借款，这些因素共同导致，违规监管后借款结构变化主要体现在短期借款结构。

表 7 违规监管与信用借款结构的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Panel A: 违规监管与信用借款回归结果						Panel B: 违规监管与担保借款回归结果					
	LOAN_C	LOAN_CS	LOAN_CL	LOAN_C	LOAN_CS	LOAN_CL	LOAN_S	LOAN_SS	LOAN_SL	LOAN_S	LOAN_SS	LOAN_SL
FRAUD	-0.0730*** (0.0075)	-0.0672*** (0.0068)	-0.0059** (0.0030)				0.0730*** (0.0075)	0.0512*** (0.0081)	0.0218*** (0.0060)			
FRAUD_I				-0.0357*** (0.0103)	-0.0342*** (0.0093)	-0.0020 (0.0041)				0.0357*** (0.0103)	0.0358*** (0.0108)	-0.0000 (0.0078)
FRAUD_O				-0.0625*** (0.0106)	-0.0572*** (0.0097)	-0.0049 (0.0041)				0.0625*** (0.0106)	0.0291** (0.0113)	0.0335*** (0.0082)
OtherConvar	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	-1.2941*** (0.0764)	-0.4736*** (0.0701)	-0.8104*** (0.0353)	-1.2933*** (0.0764)	-0.4717*** (0.0700)	-0.8113*** (0.0352)	2.2942*** (0.0764)	2.6728*** (0.0734)	-0.3786*** (0.0556)	2.2934*** (0.0764)	2.6713*** (0.0734)	-0.3779*** (0.0556)
N	11411	11411	11411	11411	11411	11411	11411	11411	11411	11411	11411	11411
r2	0.1943	0.1350	0.1703	0.1952	0.1361	0.1702	0.1943	0.2254	0.1389	0.1952	0.2254	0.1398
F	83.6414	52.9780	35.2862	82.1895	52.2840	34.4169	83.6452	118.0409	39.0046	82.1931	114.8778	38.1701
	Panel C: 违规监管与质押 / 抵押借款的回归结果						Panel D: 违规监管与银行借款结构的回归结果					
	LOAN_M	LOAN_MS	LOAN_ML	LOAN_G	LOAN_GS	LOAN_GL	CtoS	CtoS_S	CtoS_L	CtoS	CtoS_S	CtoS_L
FRAUD	0.0750*** (0.0078)	0.0447*** (0.0068)	0.0299*** (0.0049)	-0.0020 (0.0080)	0.0065 (0.0075)	-0.0088** (0.0035)	-2.3767** (1.0437)	-3.3682 (3.1720)	0.1835 (0.4099)			
FRAUD_I										0.2367 (0.8004)	8.7295* (5.1525)	0.3093 (0.3495)
FRAUD_O										-3.3105*** (0.8844)	-14.5604*** (5.3734)	0.1476 (0.3944)
OtherConvar	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	1.2631*** (0.0727)	1.2856*** (0.0607)	-0.0267 (0.0439)	1.0311*** (0.0784)	1.3872*** (0.0695)	-0.3549*** (0.0360)	-56.0355** (23.2045)	-307.4883*** (106.4266)	-44.8259*** (13.1457)	-56.5262** (23.1721)	-310.0105*** (107.2839)	-45.0307*** (13.1828)
N	11411	11411	11411	11411	11411	11411	10580	10237	6617	10580	10237	6617
r2	0.1844	0.1384	0.1753	0.0826	0.1006	0.0863	0.0067	0.0192	0.0277	0.0068	0.0194	0.0278
F	72.7116	50.8170	39.2692	28.2060	39.1718	24.0289	3.3076	1.6697	2.9751	3.2573	1.6349	2.9139

注：表中括号内的数字为系数的稳健标准误，*、**、***分别表示10%、5%和1%的显著水平。

如果违规监管后债权人将会要求更多的担保，按此逻辑，担保资质更好的借款预期将会增加的更多。担保借款一般可以分为三种类型：保证借款、抵押借款和质押借款。按照《中华人民共和国担保法》的规定，保证借款是指以第三人承诺在借款人不能偿还借款时，按约定承担一般保证责任或连带责任而取得的借款；抵押借款是指以借款人或第三人的财产作为抵押物而取得的借款；质押借款是以第三人或借款人的动产或权利作为质押物而取得的借款。可以发现，抵押借款和质押借款有明确的抵押 / 质押物，以往研究认为质押品、抵押品可以被看作确保借款者良好行为的工具（Aghion 和 Bolton, 1992; La Porta 等, 1998）。而保证借款则经常是以第三方的信誉或声誉为担保的，并没有明确的抵押物，因而相比保证借款，抵押借款和质押借款的担保资质更好，对于债券人的保护程度更大。因此，如果违规监管后债权人将要求更多的担保，则违规监管后担保借款的增加主要体现在质押借款和抵押借款，或者相比保证借款，质押借款和抵押借款增加的更多。

本文将担保借款分为质押 / 抵押借款（LOAN_M）和保证借款（LOAN_G），分别考察上市公司受违规监管对其获得不同担保借款的影响，相关实证结果如表7 Panel C所示。表7 Panel C中，(1)至(3)列解释变量为违规监管（FRAUD），(4)至(6)列将解释变量分为信息披露违规监管（FRAUD_I）和经营违规监管（FRAUD_O），控制变量设置同表1。结果显示，FRAUD与LOAN_M、LOAN_MS和LOAN_ML显著正相关，而与LOAN_G、LOAN_GS没有显著的相关关系，甚至与LOAN_GL有显著的负向关系。这说明，上市公司受违规监管其质押 / 抵押借款将显著增加，而保证借款没有显著的变化。这与本文的逻辑是一致的，即公司受违规监管后其违约风险和信息风险将显著增加，债权人考虑到其信用风险情况，将增加对其借款的担保要求，担保质量越好越有利于借款的获得。

4、违规监管与银行借款结构

为更加直观考察违规监管后公司银行借款结构的变化，本文对违规监管（FRAUD）与银行借款结构（CtoS， $CtoS = LOAN_C / LOAN_S$ ）的关系进行了实证分析，CtoS衡量了银行借款中信用借款与担保借款的比例关系，CtoS越大说明银行借款中信用借款的比例越高，此外，本文还区分了短期银行借款结构（CtoS_S）和长期银行借款结构（CtoS_L），相关实证结果如表7 Panel D所示。

结果显示，FRAUD在5%的显著水平上与CtoS负相关，与CtoS_S也呈负相关关系，但显著性不高；对公司借款影响更大的经营违规监管（FRAUD_O）在1%的显著水平上与CtoS和CtoS_S显著负相关，这说明公司受到违规监管后，公司银行借款结构将发生显著的变化：担保借款比例显著增高，信用借款比例显著降低，且这种结构变化主要体现在短期借款结构，长期借款结构变化不明显。

5、公司借款变化年份

为进一步探究公司受违规监管后其借款在何时开始变化，以及违规监管对借款影响将持续多久，本文将违规监管后0-2年作为违规监管的短期影响期（FRAUD_S）、违规监管后3-5年作为违规监管的中期影响期（FRAUD_M）、违规监管后6年及以上作为违规监管的长期影响期（FRAUD_L），相关的实证结果如表8所示。

表8中(1)至(6)列分别考察了违规监管后短、中和长期对公司获得信用借款、短期信用借款、长期信用借款、担保借款、短期担保借款和长期担保借款的影响，结果显示：对于信用借款，FRAUD_S、FRAUD_M和FRAUD_L均在1%的显著水平上为负，且FRAUD_M和FRAUD_L数值相对较高；对于短期信用借款，FRAUD_S、FRAUD_M和FRAUD_L系数在1%的显著水平上为负；对于长期信用借款，FRAUD_M和FRAUD_L的系数显著为负，分别为-0.011和-0.019，FRAUD_S系数不显著；对于担保借款，FRAUD_S、FRAUD_M和FRAUD_L均在1%的显著水平上为正；对于短期担保借款，违规监管各期的系数均在1%的水平上显著为负；对于长期担保借款各期系数为正，期限越久数值越大，显著性也越高。

(1)和(5)列的结果表明，公司信用借款减少和担保借款增多的借款结构变化特征在违规监管后的短期、中期和长期内都有显著的体现，短期借款结构的变化同样贯穿违规后的各期，而长期借款结构的变化在违规监管的中后期才得到显著的体现，这可能是因为：首先，当公司受到违规监管后，银行可能降低对此类公司的信用评级，降低对此类公司的授信额度，而信用评价的修复可能需要较长的时间，因此在违规监管后的较长时间内（短期）借款结构都将有显著的变化；其次，短期借款的能发挥更强的监督作用，有利于银行对违规公司进行持续的监督，因此短期借款结构变化；再者，由于前期存量和借款期限合约的影响，长期借款结构的变化存在滞后效应，在违规监管后的短期可能并不能立刻发生改变，在违规监管的中后其才得以显著的体现。

表8 违规监管对公司借款的影响期限

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	LOAN_C	LOAN_CS	LOAN_CL	LOAN_S	LOAN_SS	LOAN_SL
FRAUD_S	-0.0505*** (0.0089)	-0.0525*** (0.0081)	0.0016 (0.0035)	0.0505*** (0.0089)	0.0428*** (0.0094)	0.0076 (0.0067)
FRAUD_M	-0.0847*** (0.0124)	-0.0742*** (0.0110)	-0.0110** (0.0049)	0.0847*** (0.0124)	0.0690*** (0.0137)	0.0158 (0.0105)
FRAUD_L	-0.0875*** (0.0145)	-0.0672*** (0.0133)	-0.0190*** (0.0054)	0.0875*** (0.0145)	0.0450*** (0.0152)	0.0425*** (0.0125)
OtherConvar	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	-1.2930*** (0.0768)	-0.4684*** (0.0704)	-0.8142*** (0.0356)	2.2931*** (0.0768)	2.6642*** (0.0738)	-0.3711*** (0.0556)
N	11411	11411	11411	11411	11411	11411
r ²	0.1942	0.1347	0.1710	0.1943	0.2258	0.1390
F	79.5743	50.1000	33.6504	79.5779	112.8544	37.3360

注：表中括号内的数字为系数的稳健标准误，*、**、***分别表示10%、5%和1%的显著水平。

6、公司产权性质、违规监管与银行借款结构变化

本文进一步考察不同产权性质的公司（国有企业和非国有企业），在受到违规监管处罚后，其银行借款结构变化是否会有不同的表现，相关实证结果如表9所示。表9中(1)至(6)列按公司产权性质分样本考察了违规监管对公司借款结构的影响，(7)至(9)列则使用FRAUD与SOE的交乘项，考察产权性质对违规监管后公司借款结构影响的调节作用；其中Panel A是信用借款的实证结果，Panel B是有担保借款的实证结果，篇幅所限，表中只列示了违规监管变量FRAUD的系数，其他控制变量设置同1。

Panel A结果显示，对于国有企业和非国有企业，FRAUD的系数均显著为负（除了非国有企业的长期信用借款），但国有企业样本中FRAUD的数值更高，交乘项FRAUD*SOE也均在1%的水平上显著为负，说明受违规监管后，国有企业和非国有企业的信用借款都将显著减少，但国有企业减少的程度更高，且主要是短期信用借款的减少。

Panel B结果显示，对于国有企业和非国有企业，FRAUD的系数均显著为正，同样发现，国有企业样本中FRAUD的数值更高，交乘项FRAUD*SOE也均在1%的水平上显著为正（除在长期担保借款中不显著），说明受违规监管后，国有企业和非国有企业的担保借款都将显著增加，但国有企业增加的程度更高，且主要是短期担保借款的增加。

表9 公司产权性质、违规监管与银行借款结构变化

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	国有企业			非国有企业			交乘		
Panel A: 信用借款									
	LOAN_C	LOAN_CS	LOAN_CL	LOAN_C	LOAN_CS	LOAN_CL	LOAN_C	LOAN_CS	LOAN_CL
FRAUD	-0.1006*** (0.0104)	-0.0926*** (0.0093)	-0.0078* (0.0046)	-0.0442*** (0.0104)	-0.0443*** (0.0098)	-0.0002 (0.0030)	-0.0418*** (0.0105)	-0.0422*** (0.0097)	0.0003 (0.0033)
FRAUD*SOE							-0.0566*** (0.0144)	-0.0453*** (0.0131)	-0.0114** (0.0055)
OtherConvar	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	-1.4379*** (0.0971)	-0.5065*** (0.0892)	-0.9284*** (0.0465)	-0.5373*** (0.1225)	-0.2322** (0.1126)	-0.2982*** (0.0449)	-1.2934*** (0.0764)	-0.4730*** (0.0700)	-0.8103*** (0.0353)
N	7285	7285	7285	4833	4833	4833	11411	11411	11411
r2	0.1944	0.1409	0.1790	0.1363	0.1133	0.0639	0.1952	0.1357	0.1705
F	53.6613	32.6307	28.8783	20.5821	17.4535	5.3947	82.3388	52.1660	34.4750
Panel B: 担保借款									
	LOAN_S	LOAN_SS	LOAN_SL	LOAN_S	LOAN_SS	LOAN_SL	LOAN_C	LOAN_CS	LOAN_CL
FRAUD	0.1006*** (0.0104)	0.0749*** (0.0104)	0.0256*** (0.0078)	0.0442*** (0.0104)	0.0222* (0.0123)	0.0219** (0.0090)	0.0418*** (0.0105)	0.0184 (0.0123)	0.0234** (0.0091)
FRAUD*SOE							0.0566*** (0.0144)	0.0596*** (0.0157)	-0.0030 (0.0118)
OtherConvar	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	2.4381*** (0.0971)	2.6789*** (0.0891)	-0.2408*** (0.0685)	1.5373*** (0.1225)	2.2806*** (0.1373)	-0.7433*** (0.0975)	2.2935*** (0.0764)	2.6720*** (0.0733)	-0.3785*** (0.0556)
N	7285	7285	7285	4833	4833	4833	11411	11411	11411
r2	0.1944	0.2369	0.1302	0.1363	0.1226	0.1790	0.1952	0.2264	0.1389
F	53.6650	80.0870	27.4682	20.5821	20.3580	20.0693	82.3426	117.2779	38.0709

注：表中括号内的数字为系数的稳健标准误，*、**、***分别表示10%、5%和1%的显著水平。

以上的结果表明，在受到违规监管后，国有企业和非国有企业的银行借款结构都将发生显著的变化，即信用借款显著减少，同时担保借款显著增加；但国有企业的变化幅度或程度大有非国有企业。不同政治背景的企业化解危机的能力不同（戴亦一等，2014），国有企业具有天然的政治保护伞，当公司产生违规行为后，为了避免受到监管部门的稽查处分，国有企业可以通过自身的政治资源和手段来规避违规监管，因此，相对于非国有企业，国有企业的违规行为受到监管稽查的可能性更小。反之而言，当国有企业的违规行为已经被监管处罚，则具有更强的信号显示作用，即国有企业受到违规监管可能意味着公司的经营或治理问题更严重，已经逾越了其利用关系资源带来的庇护范围（戴亦一等，2014）。因而相比非国有企业，受到违规监管的国有企业其获得信用借款将减少得更多，担保借款显著增加。

7、违规监管、政治关联与银行借款

作为一种非正式制度安排，政治关联为企业带来了政治专有资本，民营企业甚至是国有企业建立政治关联具有显著的资源支持动机（谢志明和易玄，2014），有政治关联的公司能够获得更多的银行借款、更长的借款期限，且需要的担保物更少（Fraser 等，2006；Charumilind 等，2006；余明桂和潘红波，2008）。当公司受到违规监管而面临融资困境时，有政治联系的公司可能更容易银行提供的贷款（Faccio 等，2006）。为了考察政治关联对违规监管后公司借款结构变化的影响，本文引入了违规监管（FRAUD）和政治关联（PC）的交乘项（FRAUD*PC），利用模型（1）进行相关实证，控制变量如表 1，相关实证结果如表 10 所示。

表 10 中(1)至(3)列和(4)至(6)列分别为信用借款和担保借款的实证结果，Panel A、Panel B 和 Panel C 分别为全样本、国企样本和非国企样本的实证结果。Panel A 结果显示，交乘项 FRAUD*PC 对信用借款各变量系数在 1%的水平上显著为正（除长期信用借款），对担保借款各变量显著为负，说明具有政治关联的公司在受到违规监管后，其信用借款减少、担保借款增加的借款结构变化特征较弱，体现了政治关联的资源支持作用。

分样本的实证结果表明，国有企业样本中 FRAUD*PC 对信用借款各指标在 5%的水平上显著为正（除长期信用借款），对担保借款各指标在 5%的水平上显著为负（除长期担保借款）；而非国有样本中 FRAUD*PC 系数符号并不稳健，显著性也较低。

以上结果意味着，当公司受到违规监管而面临融资困境时，有政治关联的公司更容易获得银行提供的贷款，体现了政治关联的资源支持作用，H3a 得到证实。但进一步的研究发现，这种资源支持作用主要体现在国有企业中，也说明政治关联对于非国有企业具有一定的脆弱性，当非国有企业受到违规监管后政治关联并不能为其借款的获得提供便利或帮助。

表10 违规监管、政治关联与银行借款的实证结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	信用借款			担保借款		
Panel A: 全样本						
	LOAN_C	LOAN_CS	LOAN_CL	LOAN_S	LOAN_SS	LOAN_SL
FRAUD	-0.0928*** (0.0093)	-0.0871*** (0.0083)	-0.0058 (0.0038)	0.0928*** (0.0093)	0.0626*** (0.0103)	0.0301*** (0.0079)
PC	-0.0274*** (0.0083)	-0.0270*** (0.0076)	-0.0011 (0.0033)	0.0274*** (0.0083)	0.0138* (0.0082)	0.0136** (0.0059)
FRAUD*PC	0.0486*** (0.0149)	0.0490*** (0.0136)	-0.0003 (0.0059)	-0.0486*** (0.0149)	-0.0279* (0.0159)	-0.0207* (0.0119)
N	11411	11411	11411	11411	11411	11411
r2	0.1953	0.1363	0.1703	0.1953	0.2257	0.1393
F	80.5769	51.5765	33.6509	80.5807	112.8860	37.3012
Panel B: 国有样本						
	LOAN_C	LOAN_CS	LOAN_CL	LOAN_S	LOAN_SS	LOAN_SL
FRAUD	-0.1176*** (0.0120)	-0.1088*** (0.0107)	-0.0084 (0.0054)	0.1176*** (0.0120)	0.0943*** (0.0125)	0.0233** (0.0094)
PC	-0.0246* (0.0137)	-0.0206* (0.0124)	-0.0040 (0.0063)	0.0246* (0.0137)	-0.0023 (0.0124)	0.0269*** (0.0092)
FRAUD*PC	0.0479** (0.0231)	0.0466** (0.0207)	0.0002 (0.0105)	-0.0479** (0.0231)	-0.0506** (0.0224)	0.0027 (0.0170)
N	6738	6738	6738	6738	6738	6738
r2	0.1979	0.1437	0.1831	0.1979	0.2394	0.1399
F	50.2456	30.8416	27.1214	50.2492	72.9718	26.2089
Panel C: 非国有样本						
	LOAN_C	LOAN_CS	LOAN_CL	LOAN_S	LOAN_SS	LOAN_SL
FRAUD	-0.0583*** (0.0143)	-0.0642*** (0.0134)	0.0048 (0.0042)	0.0583*** (0.0143)	0.0081 (0.0180)	0.0502*** (0.0141)
PC	-0.0218** (0.0109)	-0.0283*** (0.0102)	0.0051 (0.0035)	0.0218** (0.0109)	0.0189 (0.0118)	0.0029 (0.0078)
FRAUD*PC	0.0255 (0.0201)	0.0354* (0.0189)	-0.0084 (0.0059)	-0.0255 (0.0201)	0.0238 (0.0239)	-0.0494*** (0.0181)
N	4654	4654	4654	4654	4654	4654
r2	0.1384	0.1158	0.0659	0.1384	0.1245	0.1843
F	19.8560	16.9875	4.9170	19.8560	19.5930	19.2087
_cons	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
OtherConvar	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

注：表中括号内的数字为系数的稳健标准误，*、**、***分别表示10%、5%和1%的显著水平。

（三）稳健性检验

1、PSM后违规监管与公司借款——单变量分析

在考察违规监管（FRAUD）与银行借款结构之间的关系时，可能存在违规监管影响公司借款，同时公司的借款结构诱发被违规监管的内生性问题，或者潜在遗漏变量造成的内生性问题。为尽量解决此问题，本文使用 PSM 方法对受到违规监管影响的样本进行匹配，使用匹配后的样本进行相关实证分析。匹配时的数据结构如图 1 所示，本文选择样本期内（2001-2014 年）没有受到违规监管的公司作为控制组样本，使用 PSM(1:1)方法为受到违规

监管影响的公司匹配控制组样本，匹配变量为表 1 中的控制变量。

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
实验组												
0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1
0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1
0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
控制组												
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

图 1: 匹配数据结构

表 11 列示了 PSM 后公司银行借款指标分样本的统计结果，结果显示，受到违规监管影响的公司样本的银行借款均值显著低于未受违规监管的公司样本均值。与表 3 的结果相似的，表 11 的结果还显示，受到违规监管的公司样本的信用借款各指标的均值在 1%的水平上显著小于未受到违规监管的公司样本均值，而担保借款各指标和财务费用率的均值在 1%的水平上显著大于未受到违规监管的公司样本均值。

表 11 PSM 后公司银行借款指标分样本统计

公司银行借款指标	全样本		未受到违规监管影响		受到违规监管影响		均值差异
	N	Mean	N1	Mean1	N2	Mean2	Mean1-Mean2
银行借款	9758	0.9812	7039	0.2335	2719	0.2253	0.0082**
短期银行借款	9758	0.7615	7039	0.1736	2719	0.1660	0.0076***
长期银行借款	9758	0.2191	7039	0.0594	2719	0.0589	0.0004
信用借款	9758	0.2787	7039	0.2990	2719	0.2261	0.0729***
短期信用借款	9758	0.2311	7039	0.2485	2719	0.1861	0.0623***
长期信用借款	9758	0.0461	7039	0.0490	2719	0.0385	0.0105***
担保借款	9758	0.7213	7039	0.7010	2719	0.7739	-0.0729***
短期担保借款	9758	0.5462	7039	0.5315	2719	0.5842	-0.0527***
长期担保借款	9758	0.1751	7039	0.1695	2719	0.1897	-0.0202***
财务费用率	9758	0.0279	7039	0.0266	2719	0.0313	-0.0047***

注：*、**、***分别表示10%、5%和1%的显著水平。

2、PSM后多元回归结果

表12是PSM后的相关实证结果，表7各Panel的实证步骤。表12的结果与表7的结果相一致，违规监管FRAUD至少在5%的显著水平上与信用借款各指标负相关，FRAUD在1%的显著水平上与担保借款正相关；将违规监管分为信息披露违规监管和经营违规监管后，同样发现经营违规监管对信用借款或担保监管指标的作用程度更大。这些结果与表7相一致，说明本文的结论具有一定的稳健性。

3、PSM后其他多元回归分析

本文还使用PSM后的样本重复了表8至表10的实证过程，并得到相似的实证结果，篇幅所限，未作列示。

4、使用样本期内仅有一次违规监管的公司样本

前文使用样本期内所有受到违规监管样本作为实验组，该样本内存在受到多次违规监管的公司，多次违规监管对银行借款结构可能有累加的作用，为了增强本文结论的可靠性，本节使用样本期内仅有一次违规监管的公司样本作为实验组，重复表6至表10的实证过程，篇幅所限，本文仅报告了重复表7实证过程的结果，如表13所示，表13结果与表7基本一致。

使用样本期内仅有一次违规监管的公司样本作为实验组的其余实证结果也与前文保持一致，说明本文结论具有一定的稳健性。

表 12 PSM 后违规监管与信用借款结构的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Panel A: 违规监管与信用借款回归结果						Panel B: 违规监管与担保借款回归结果					
	LOAN_C	LOAN_CS	LOAN_CL	LOAN_C	LOAN_CS	LOAN_CL	LOAN_S	LOAN_SS	LOAN_SL	LOAN_S	LOAN_SS	LOAN_SL
FRAUD	-0.0728*** (0.0079)	-0.0651*** (0.0072)	-0.0078** (0.0031)				0.0728*** (0.0079)	0.0549*** (0.0085)	0.0179*** (0.0062)			
FRAUD_I				-0.0332*** (0.0105)	-0.0303*** (0.0095)	-0.0033 (0.0041)				0.0332*** (0.0105)	0.0369*** (0.0110)	-0.0037 (0.0080)
FRAUD_O				-0.0651*** (0.0109)	-0.0592*** (0.0099)	-0.0056 (0.0042)				0.0651*** (0.0109)	0.0334*** (0.0116)	0.0317*** (0.0084)
OtherConvar	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	-1.2211*** (0.0891)	-0.4417*** (0.0816)	-0.7659*** (0.0418)	-1.2221*** (0.0891)	-0.4418*** (0.0816)	-0.7667*** (0.0418)	2.2211*** (0.0891)	2.6479*** (0.0862)	-0.4268*** (0.0654)	2.2221*** (0.0891)	2.6451*** (0.0862)	-0.4231*** (0.0656)
N	8460	8460	8460	8460	8460	8460	8460	8460	8460	8460	8460	8460
r2	0.1988	0.1464	0.1508	0.2001	0.1481	0.1507	0.1988	0.2211	0.1458	0.2001	0.2213	0.1469
F	63.5919	43.6978	21.8151	62.3259	43.0041	21.2793	63.5919	81.5661	31.2733	62.3259	79.3759	30.5855
	Panel C: 违规监管与质押 / 抵押借款的回归结果						Panel D: 违规监管与银行借款结构的回归结果					
	LOAN_M	LOAN_MS	LOAN_ML	LOAN_G	LOAN_GS	LOAN_GL	CtoS	CtoS_S	CtoS_L	CtoS	CtoS_S	CtoS_L
FRAUD	0.0692*** (0.0082)	0.0437*** (0.0072)	0.0251*** (0.0051)	0.0036 (0.0084)	0.0113 (0.0079)	-0.0077** (0.0036)	-3.2417** (1.3935)	-2.1536 (2.7855)	-0.0172 (0.4441)			
FRAUD_I										-0.7894 (0.8557)	3.3868 (4.5121)	0.0658 (0.3388)
FRAUD_O										-3.2639*** (1.1203)	-7.5631** (3.3913)	0.2096 (0.4234)
OtherConvar	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	1.2478*** (0.0866)	1.3083*** (0.0739)	-0.0643 (0.0518)	0.9733*** (0.0912)	1.3396*** (0.0806)	-0.3669*** (0.0418)	-28.7153 (29.6952)	-63.6171 (43.5333)	-43.4619** (17.2788)	-29.1706 (29.6697)	-65.0692 (43.9964)	-43.6320** (17.3319)
N	8460	8460	8460	8460	8460	8460	7926	7702	4930	7926	7702	4930
r2	0.1887	0.1350	0.1849	0.0878	0.0999	0.0873	0.0048	0.0067	0.0265	0.0048	0.0070	0.0265
F	55.9434	36.0932	32.4689	22.8288	28.4660	17.7116	2.7854	2.1458	2.2756	2.8375	2.0667	2.2642

注：表中括号内的数字为系数的稳健标准误，*、**、***分别表示10%、5%和1%的显著水平。

表 13 使用样本期内仅有一次违规监管公司为实验组的违规监管与信用借款结构的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Panel A: 违规监管与信用借款回归结果						Panel B: 违规监管与担保借款回归结果						
FRAUD	LOAN_C -0.0609*** (0.0110)	LOAN_CS -0.0493*** (0.0100)	LOAN_CL -0.0119*** (0.0044)	LOAN_C -0.0050 (0.0158)	LOAN_CS 0.0001 (0.0144)	LOAN_CL -0.0058 (0.0063)	LOAN_S 0.0609*** (0.0110)	LOAN_SS 0.0561*** (0.0113)	LOAN_SL 0.0049 (0.0081)	LOAN_S 0.0050 (0.0158)	LOAN_SS 0.0322** (0.0157)	LOAN_SL -0.0273** (0.0111)
FRAUD_I												
FRAUD_O												
OtherConvar	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	-1.3518*** (0.0847)	-0.4682*** (0.0783)	-0.8696*** (0.0395)	-1.3615*** (0.0847)	-0.4764*** (0.0782)	-0.8709*** (0.0396)	2.3520*** (0.0847)	2.6976*** (0.0801)	-0.3456*** (0.0592)	2.3616*** (0.0847)	2.7005*** (0.0801)	-0.3389*** (0.0593)
N	9329	9329	9329	9329	9329	9329	9329	9329	9329	9329	9329	9329
r2	0.1858	0.1251	0.1782	0.1864	0.1261	0.1780	0.1858	0.2173	0.1338	0.1864	0.2175	0.1347
F	69.1439	41.8319	33.1243	67.7567	41.0572	32.3212	69.1475	95.0886	30.1784	67.7602	92.9995	29.5481
Panel C: 违规监管与质押 / 抵押借款的回归结果						Panel D: 违规监管与银行借款结构的回归结果						
FRAUD	LOAN_M 0.0655*** (0.0109)	LOAN_MS 0.0550*** (0.0096)	LOAN_ML 0.0109* (0.0064)	LOAN_G -0.0046 (0.0111)	LOAN_GS 0.0010 (0.0101)	LOAN_GL -0.0059 (0.0052)	CtoS -3.1720*** (1.0603)	CtoS_S -13.7343** (5.3342)	CtoS_L -0.0337 (0.7849)	CtoS -0.5261 (0.7748)	CtoS_S -1.0021 (2.6276)	CtoS_L 0.4089 (0.7446)
FRAUD_I												
FRAUD_O												
OtherConvar	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	1.2597*** (0.0799)	1.3057*** (0.0672)	-0.0499 (0.0458)	1.0923*** (0.0863)	1.3919*** (0.0762)	-0.3015*** (0.0398)	-67.6633** (26.3886)	-341.8701*** (120.9202)	-49.1361*** (15.4466)	-68.1701*** (26.3742)	-344.2506*** (121.7688)	-49.2247*** (15.4686)
N	9329	9329	9329	9329	9329	9329	8565	8268	5432	8565	8268	5432
r2	0.1707	0.1370	0.1644	0.0860	0.1011	0.0842	0.0067	0.0225	0.0287	0.0067	0.0225	0.0287
F	54.6479	41.7773	30.4316	23.7879	32.5117	20.0397	3.0584	1.4041	2.6037	3.0208	1.3741	2.5408

注：表中括号内的数字为系数的稳健标准误，*、**、***分别表示10%、5%和1%的显著水平。

六、研究结论与启示

上市公司受到违规监管后会产生一系列经济后果，得到广泛证实和一致结论的是，上市公司在受到违规监管后有显著负向的市场反应。上市公司受到违规监管不仅有损公司的价值，也会损害其债权人的价值。本文手工整理了上市公司的借款数据（信用借款和担保借款等），以2003-2014年A股上市公司为研究样本，实证检验了受违规监管后公司借款结构的变化特点，并进一步探究了公司产权性质和政治关联在这其中的调节作用，研究发现：公司在受到违规监管后，其借款结构将发生显著的变化，即信用借款将显著减少，担保借款将显著增加，并且这种变化主要体现在短期借款结构；违规监管后公司借款结构的变化受到产权性质的影响，即国有企业的银行借款结构变化程度或幅度大于非国有企业，说明违规监管具有较强的信号显示作用；违规监管后公司借款结构的变化受到政治关联的影响，即政治关联缓解了违规监管后公司的借款困难，说明政治关联具有资源支持作用，但这种资源支持作用仅体现在国有企业样本中。

本文的研究结论具有较强的现实启示性：

首先，公司受违规监管后信用借款将显著减少、担保借款显著增加，说明政府部门的违规监管行为能够揭示公司潜在的风险，具有信号显示作用。不仅如此，本文研究还发现，违规监管后公司借款结构的变化程度在国有企业中更大，说明受到监管的国有企业可能存在更严重的违规现象，同样体现了违规监管的信号显示作用。

其次，政治关联的存在缓解了违规监管对公司借款结构变化的影响，揭示了政治关联的资源支持作用。但本文发现政治关联的这种资源支持作用仅仅在国有企业中才得以体现，非国有企业的政治关联无法在公司受到违规监管后银行借款的获得提供便利，这意味着非国有企业的政治关联在面对外生冲击时具有脆弱性和不确定性，值得企业（特别是民营企业）审慎思考政商互动的边界。

最后，本文将违规监管分为信息披露类和经营类时，发现经营违规监管对公司借款结构变化的影响更大，经营类的违规行为将会对公司的实际经营造成直接的波动，因此，投资者除了关注公司披露的财务信息外，也要关注公司的实际经营。

参考文献

- 陈德球, 刘经纬, 董志勇. 2013. 社会破产成本、企业债务违约与信贷资金配置效率. 金融研究, 11: 68-81
- 陈耿, 刘星, 辛清泉. 2015. 信贷歧视、金融发展与民营企业银行借款期限结构. 会计研究, 04: 40-46+95
- 陈工孟, 高宁. 2005. 我国证券监管有效性的实证研究. 管理世界, 07: 40-47
- 陈运森, 王汝花. 2014. 产品市场竞争、公司违规与商业信用. 会计与经济研究, 05: 26-40
- 陈汉文, 周中胜. 2014. 内部控制质量与企业债务融资成本. 南开管理评论, 03: 103-111
- 戴亦一, 陈冠霖, 潘健平. 2014. 独立董事辞职、政治关系与公司治理缺陷. 会计研究, 11: 16-23+96
- 杜颖洁, 杜兴强. 2013. 银企关系、政治联系与银行借款——基于中国民营上市公司的经验证据. 当代财经, 02: 108-118
- 高雷, 宋顺林. 2007. 公司治理与公司透明度. 金融研究, 11: 28-44
- 李小波, 吴溪. 2013. 国家审计报告的市场反应: 基于中央企业审计结果的初步分析. 审计研究, 04: 85-92
- 刘运国, 吴小蒙, 蒋涛. 2010. 产权性质、债务融资与会计稳健性——来自中国上市公司的经验证据. 会计研究, 01: 43-50+95
- 刘明辉, 韩小芳. 2011. 财务舞弊公司董事会变更及其对审计师变更的影响——基于面板数据 Logit 模型的研究. 会计研究, 03: 81-88+95
- 刘明辉, 韩小芳. 2009. “谴责”能否促进财务舞弊的公司改善公司治理? 财经问题研究, 02: 100-107
- 卢峰, 姚洋. 2004. 金融压抑下的法治、金融发展和经济增长. 中国社会科学, 01: 42-55+206
- 陆瑶, 朱玉杰, 胡晓元. 2012. 机构投资者持股与上市公司违规行为的实证研究. 南开管理评论, 01: 13-23
- 罗党论, 甄丽明. 2008. 民营控制、政治关系与企业融资约束——基于中国民营上市公司的经验证据. 金融研究, 12: 164-178

- 瞿旭, 杨丹, 瞿彦卿, 苏斌. 2012. 创始人保护、替罪羊与连坐效应——基于会计违规背景下的高管变更研究. 管理世界, 05: 137-151+156
- 单华军. 2010. 内部控制、公司违规与监管绩效改进——来自 2007—2008 年深市上市公司的经验证据. 中国工业经济, 11: 140-148
- 孙铮, 刘凤委, 李增泉. 2005. 市场化程度、政府干预与企业债务期限结构——来自我国上市公司的经验证据. 经济研究, 05: 52-63
- 童盼, 陆正飞. 2005. 负债融资、负债来源与企业投资行为——来自中国上市公司的经验证据. 经济研究, 05: 75-84+126
- 王兵, 李晶, 苏文兵, 唐逸凡. 2011. 行政处罚能改进审计质量吗?——基于中国证监会处罚的证据. 会计研究, 12: 86-92
- 伍利娜, 高强. 2002. 处罚公告的市场反应研究. 经济科学, 03: 62-73
- 杨玉凤, 曹琼, 吴晓明. 2008. 上市公司信息披露违规市场反应差异研究——2002—2006 年的实证分析. 审计研究, 05: 68-73+49
- 尹志超, 甘犁. 2011. 信息不对称、企业异质性与信贷风险. 经济研究, 09: 121-132
- 应千伟, 罗党论. 2015. 政治关联程度与授信额度获取. 金融学季刊, 02: 126-148
- 张子余, 李常安. 2015. 违规公司接受处罚后的内控有效性改善研究. 山西财经大学学报, 03: 82-90
- 朱春艳, 伍利娜. 2009. 上市公司违规问题的审计后果研究——基于证券监管部门处罚公告的分析. 审计研究, 04: 42-51
- Agrawal, A., Jaffe, J. F. and Karpoff, J. M. 1999. Management Turnover and Governance Changes Following the Revelation of Fraud. The Journal of Law & Economics, 42(S1): 309-342
- Berger, A. N. and Udell, G. F. 1995. Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance. The Journal of Business, 68(3): 351-381
- Bhattacharya, S. and Chiesa, G. 1995. Proprietary Information, Financial Intermediation, and Research Incentives. Journal of Financial Intermediation, 4(4): 328-357
- Chen, G., Firth, M., Gao, D. N. and Rui, O. M. 2005. Is China's securities regulatory agency a toothless tiger? Evidence from enforcement actions. Journal of Accounting and Public Policy, 24(6): 451-488

- Chen, Y., Zhu, S. and Wang, Y. 2011. Corporate fraud and bank loans: Evidence from china. *China Journal of Accounting Research*, 4(3): 155-165
- Colla, P., Ippolito, F. and Li, K. A. I. 2013. Debt Specialization. *Journal of Finance*, 68(5): 2117-2141
- Dass, N. and Massa, M. 2011. The Impact of a Strong Bank-Firm Relationship on the Borrowing Firm. *Review of Financial Studies*, 24(4): 1204-1260
- Dechow, P. M., Sloan, R. G. and Sweeney, A. P. 1996. Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(1): 1-36
- Diamond, D. W. 1984. Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *Review of Economic Studies*, 51(3): 393
- Faccio, M., Masulis, R. W. and McConnell, J. J. 2006. Political Connections and Corporate Bailouts. *The Journal of Finance*, 61(6): 2597-2635
- Fan, J. P. H., Wong, T. J. and Zhang, T. 2007. Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of Financial Economics*, 84(2): 330-357
- Feroz, E. H., Kyungjoo, P. and Pastena, V. S. 1991. The Financial and Market Effects of the SEC's Accounting and Auditing Enforcement Releases. *Journal of Accounting Research*, 29(3): 107-142
- Fraser, D. R., Zhang, H. and Derashid, C. 2006. Capital structure and political patronage: The case of Malaysia. *Journal of Banking and Finance*, 30(4): 1291-1308
- Freixas, X. 1997. *Microeconomics of banking*: Cambridge, Mass. : MIT Press
- Graham, J. R., Li, S. and Qiu, J. 2008. Corporate misreporting and bank loan contracting. *Journal of Financial Economics*, 89(1): 44-61
- Houston, J. F., Jiang, L., Lin, C. and Ma, Y. 2014. Political connections and the cost of bank loans. *Journal of accounting research*, 52(1): 193-243
- Johnson, W. C., Xie, W. and Yi, S. 2014. Corporate fraud and the value of reputations in the product market. *Journal of Corporate Finance*, 25(16-39)

- Karpoff, J. M., Lee, D. S. and Martin, G. S. 2008. The Cost to Firms of Cooking the Books. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 43(3): 581-611
- Karpoff, J. M. and Lott, J. R. 1993. The Reputational Penalty Firms Bear from Committing Criminal Fraud. *The Journal of Law & Economics*, 36(2): 757-802
- Kroszner, R. S. and Strahan, P. E. 2001. Bankers on boards: monitoring, conflicts of interest, and lender liability. *Journal of Financial Economics*, 62(3): 415-452
- Leone, A. J. and Liu, M. 2010. Accounting Irregularities and Executive Turnover in Founder-Managed Firms. *Accounting Review*, 85(1): 287-314
- Murphy, D. L., Shrieves, R. E. and Tibbs, S. L. 2009. Understanding the Penalties Associated with Corporate Misconduct: An Empirical Examination of Earnings and Risk. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 44(1): 55-83
- Myers, S. C. 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2): 147-175
- Palmrose, Z.-V., Richardson, V. J. and Scholz, S. 2004. Determinants of market reactions to restatement announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 37(1): 59-89
- Rajan, R. and Winton, A. 1995. Covenants and Collateral as Incentives to Monitor. *Journal of Finance*, 50(4): 1113-1146
- Rauh, J. D. and Sufi, A. 2010. Capital Structure and Debt Structure. *Review of Financial Studies*, 23(12): 4242-4280
- Wei, S. J. and Wang, T. 1997. The siamese twins: Do state-owned banks favor state-owned enterprises in China? *China Economic Review*, 8(1): 19-29
- Zhou, X. and Reesor, R. M. 2015. Misrepresentation and capital structure: Quantifying the impact on corporate debt value. *Journal of Corporate Finance*, 34(293-310)