

破坏金融管理秩序犯罪加剧了企业融资约束

魏 建 薛启航 王慧敏*

摘 要: 基于中国裁判文书网数据,本文考察了破坏金融管理秩序犯罪对企业融资约束的影响。研究发现,破坏金融管理秩序犯罪显著加剧了企业融资约束。机制方面,该犯罪加剧了信息不对称和企业违约风险,导致企业的关系型抵押品不再可靠,银行放贷变得谨慎,企业获取无抵押贷款的难度增加,融资成本升高。对此,企业会寻找替代融资方式,如债券融资、股权融资。

关键词: 金融犯罪;融资约束;抵押品

DOI: 10.13821/j.cnki.ceq.2025.05.06

一、引 言

中国的金融体系是典型的银行主导型,银行贷款是企业获取外部资金的最主要途径。截至 2023 年末,以银行贷款为代表的间接融资规模占社会融资总规模的比重高达 62.3%,而企业债券融资、股票融资分别仅占 8.2% 和 3%。^① 因此,当地区的金融犯罪频发时,银行感知到风险与不确定性后势必会调整信贷决策,这很可能会影响到企业的信贷可得性与融资约束,而融资约束的加剧会给企业发展带来诸多负面影响(Ding et al., 2022; 钱雪松和方胜, 2021; 潘红波和杨海霞, 2022)。

当企业申请银行贷款时,其与银行之间的信贷活动包含着两种替代效应:一是银行在发放贷款时“信息”与“抵押品”的替代(Asriyan et al., 2022; Ioannidou et al., 2022),即银行在决定是否提供贷款时,要么要求贷款者提供抵押品,要么根据信息筛选优质项目(第 I 类替代效应);二是企业在提供抵押品时“关系型抵押品”与“正规抵押品”的替代(第 II 类替代效应)。出于信息不对称的担忧,银行在贷款决策中严重依赖抵押品以最大程度避免企业的违约风险(Mann, 2018; 钱雪松等, 2019)。但由于抵押品资产匮乏,企业还将其与政府、银行的密切关系作为一种特殊的“抵押品”来获取贷款(Allen et al., 2005),从而弥补正规抵押品的不足。那么,金融犯罪是否会通过企业信贷可得性影响企业融资约束? 金融犯罪如何影响这两种替代效应? 企业又会如何应对? 回答这些问题

* 魏建,山东大学经济研究院;薛启航,香港中文大学法学院;王慧敏,山东大学经济学院。通信作者及地址:王慧敏,山东省济南市历城区山大南路 27 号山东大学经济学院,250100;电话:19510181859;E-mail: wanghuimin@mail.sdu.edu.cn。本研究得到国家社会科学基金一般项目(24BJY068)的资助。作者感谢张贤峰、李世杰、王永钦,中国数量经济学会 2023 年(杭州)年会、第二十一届(2023 年度)中国法经济学论坛与会者和本刊匿名审稿专家、主编的建设性意见,当然文责自负。

① 详见“2023 年社会融资规模存量统计数据报告”,<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5202052/index.html>,访问时间:2024 年 5 月 30 日。

不仅能够为打击金融犯罪、维护金融稳定安全提供理论支撑与经验证据,对于提高金融服务实体经济质量、实现经济高质量发展同样意义重大。

对此,本文根据《中华人民共和国刑法》规定,选取破坏金融管理秩序罪这一罪名,探讨金融犯罪对企业融资约束的影响及其传导机制。破坏金融管理秩序罪是指故意违反国家对金融业和金融市场监督管理的法律、法规,从事危害国家对货币、外汇、有价证券及金融机构、证券交易机构和保险公司管理的犯罪活动,共包含三十种罪名,属于传统意义上的金融犯罪。这类犯罪是对国家金融管理制度的直接侵犯,会导致地区金融秩序严重紊乱,其犯罪类型广、涉及利益主体多、影响范围大,给区域金融主体乃至实体经济部门带来严重负面影响。本文搜集了中国裁判文书网在2014—2020年间公布的破坏金融管理秩序罪刑事一审判决书。首先,将初步收集的判决书根据案件号剔除重复上传的案件。然后,利用Python对文书内容进行分块,通过正则表达式提取审判法院所在地、犯罪时间、被告人特征等所需信息,并通过人工核查的方式确保数据的准确性。最后,按年统计各城市的判决书数量和被告人数量,使用常住人口进行标准化,得到破坏金融管理秩序犯罪率的城市面板数据,将其与中国上市公司数据匹配进行实证分析。

研究发现:第一,企业所在城市的破坏金融管理秩序犯罪率越高,企业融资约束越严重。第二,破坏金融管理秩序犯罪加剧了信息不对称和企业违约风险,削弱了关系型抵押品的作用,迫使银行放贷时提高对抵押品的要求,增加了企业的债务融资成本,进而加剧了融资约束。第三,破坏金融管理秩序犯罪会让企业寻找替代性融资方式,如债券融资、股权融资等。第四,涉及企业的,涉及破坏国家金融票证和存贷款管理制度及破坏证券、股票、债券等金融市场正常交易制度的,以及刑期在3—10年的犯罪对企业融资约束的经济影响最大。

与既有文献相比,本文主要有三点贡献:第一,补充了法与金融理论的相关文献。传统的法与金融研究大都关注不同经济体的法律起源差异(La Porta et al., 1998、2008)、某一条(项)法律修订(Ersahin, 2020; 钱雪松等, 2019)或者执法质量(McLean et al., 2012; 黄俊等, 2021)所产生的影响。然而,现行法律制度下的违法行为同样值得关注,特别是金融犯罪对金融市场以及企业活动的影响。本文借助破坏金融管理秩序罪这一与企业关系密切的金融犯罪类型,证实了破坏金融管理秩序犯罪率能够加剧企业融资约束。

第二,从破坏金融管理秩序罪的视角,探究了银行放贷时对于抵押品的要求及其对企业信贷可得性的影响。既有文献表明,抵押品价值能够限制企业的贷款额度(Geanakoplos and Zame, 2014),在法律不完善和执法存在问题的情况下,银行在贷款决策中更加依赖抵押品(王永钦和薛笑阳, 2022),而企业拥有的社会关系能够作为一种特殊抵押品帮助其获得银行贷款(Allen et al., 2005; Ding et al., 2023)。在此基础上,本文进一步发现破坏金融管理秩序犯罪让关系型抵押品缓解企业融资约束的作用消失,并让银行提高了对正规抵押品的需求,导致企业从银行获取无抵押物贷款的难度增高。

第三,补充了地区犯罪与企业行为关系的文献。犯罪活动会恶化经济主体所处的环境,从而阻碍企业的健康发展。已有文献发现犯罪带来的社会效益损失和社会成本增加

会转嫁到企业(Barbieri and Rizzo, 2023),地区犯罪率的上升会让企业面临更多的收益不确定性与更高的融资成本(Brushwood et al., 2016)。然而,鲜有文献关注金融犯罪对企业行为的影响,本文聚焦于破坏金融管理秩序罪这一重要金融犯罪类型,为研究地区犯罪如何影响企业行为的文献提供了新的思路和视角。

二、理论分析与研究假说

(一) 破坏金融管理秩序犯罪对企业融资约束的影响

金融犯罪可以分为金融诈骗罪和破坏金融管理秩序罪两大类,二者有着较大区别。对于银企信贷关系以及企业融资约束而言,破坏金融管理秩序罪产生的影响显然更大。^①因此,本文重点关注破坏金融管理秩序犯罪对企业融资约束的影响以及机制。一方面,破坏金融管理秩序犯罪会加剧企业与银行之间的信息不对称,破坏正常银企信贷关系。破坏金融管理秩序罪涉及很多企业或者企业高管的违法行为。比如,内幕交易罪是指那些掌握有价值信息的内幕人凭借独特的信息优势获得超额回报的行为(曾爱民等, 2020);高利转贷罪是指以转贷牟利为目的,套取金融机构信贷资金高利转贷他人的行为。这些企业违法行为不仅会直接损害企业形象,还存在较强的犯罪溢出效应,从而加剧银企之间的信息不对称,降低企业信贷可得性。此外,破坏金融管理秩序罪也涵盖一些金融机构的违法行为,比如伪造、变造、转让金融机构经营许可证、批准文件罪,擅自设立金融机构罪等,这会进一步加剧银企信息不对称。

另一方面,破坏金融管理秩序犯罪是对国家金融管理制度的冲击,包括国家货币管理制度(如伪造货币罪),国家金融机构管理制度(如擅自设立金融机构罪),国家金融票证和存贷款管理制度(如非法吸收公众存款),国家关于证券、股票、债券的发行、管理及买卖制度(如操纵证券、期货市场罪),以及国家外汇管理制度(如逃汇罪)。破坏金融管理秩序犯罪行为不仅直接影响金融市场秩序,其造成的金融管理体系混乱还会诱发更多的非法金融活动,这也让一些潜在的违法者借机突破法律界限,加剧系统性金融风险。在这种环境下,金融市场体系紊乱,金融功能难以发挥,企业与金融机构之间的信息传递受阻,企业的违约风险升高,从而破坏银企信任关系,加大企业获取外部融资的难度。

实际上,政府是通过对金融市场的立法、司法以及执法等途径设置了一个法定秩序门槛,金融市场的所有经济主体必须在该门槛以上进行金融交易活动,进而保证金融秩序稳定。如前所述,破坏金融管理秩序犯罪冲击了国家金融管理体系,降低了法定秩序门槛,让更多的金融市场主体在低于法定秩序门槛以下从事非法金融活动。银行信贷是中国企业最重要的资金来源,而破坏金融管理秩序的犯罪行为加剧了银企间的信息不对称,导致信贷市场的道德风险和逆向选择,进而加剧企业融资约束(Ioannidou et al., 2022)。安全性、流动性和盈利性是商业银行的经营准则(李喜梅, 2011),当破坏金融管

^① 金融诈骗罪与破坏金融管理秩序罪的介绍及其差异性影响见附录 I。限于篇幅,附录未在正文列示,感兴趣的读者可在《经济学》(季刊)官网(<https://ceq.ccer.pku.edu.cn>)下载。

理秩序犯罪行为频发时,银行依据“三性”原则会大大降低放贷意愿,选择减少甚至不发放贷款,以维持自身经营稳定。即便银行等金融机构决定提供贷款,也会要求企业提供更多的抵押品以及提高贷款利率来避免潜在的风险损失,这都会给企业融资带来更大的困难。基于以上讨论,本文提出:

假设1 破坏金融管理秩序犯罪的增加会加剧企业的融资约束。

(二) 破坏金融管理秩序犯罪、信贷可得性与企业融资约束

在探究破坏金融管理秩序犯罪如何通过信贷渠道影响企业融资约束之前,需要了解银行放贷的基本逻辑。为了避免可能的风险损失,银行在发放贷款时通常采取以下两种办法:一是要求贷款方提供抵押品,二是通过信息筛选出高质量的投资项目。抵押品和信息生产之间存在着一定的替代关系(Asriyan et al., 2022; Ioannidou et al., 2022),如果银行在提供贷款时过于依赖抵押品(比如房地产),企业生产优质项目信息以及银行根据信息筛选项目的动力都会减弱。本文将这种替代效应称为“第Ⅰ类替代效应”。

然而,由于银企之间严重的信息不对称或者企业本身缺乏优质的项目信息,银行在提供资金时依旧十分依赖抵押品(Mann, 2018),特别是生产设备、房屋、土地等固定资产(王永钦和薛笑阳,2022)。此时,缺乏抵押品的企业只能寻求一些替代性融资方式,尤其是通过特殊关系来获取外部融资。不少研究证明,企业的政治关系、银行关系能够帮助企业更容易获得银行贷款(Allen et al., 2005; Ding et al., 2023)。企业可以依靠与政府、银行之间的特殊关系弥补正规抵押品的不足,降低银行在发放贷款时对抵押品的要求(Li et al., 2022)。在中国,由于薄弱的法律和金融体系,“关系”在帮助企业获得银行贷款时的作用更为明显(Allen et al., 2005; Ding et al., 2023)。因此,中国企业将“关系”看作是一种战略机制(潘越等,2009),银行也将“关系”看作是一种“隐性担保”,在放贷时起到替代正规抵押品的作用(Li et al., 2022; Ouyang and Zhang, 2020)。对此,将企业的这种特殊关系称为关系型抵押品,并将关系型抵押品与正规抵押品的替代效应称为“第Ⅱ类替代效应”。

破坏金融管理秩序犯罪会影响上述两种替代效应,进而影响到企业信贷可得性与融资约束。首先,破坏金融管理秩序犯罪会影响“第Ⅱ类替代效应”。破坏金融管理秩序犯罪的频发意味着金融秩序不稳定、信息不对称程度与违约风险高。相较而言,正规抵押品属于企业融资的“硬通货”,是银行筛选贷款风险的工具(Ioannidou et al., 2022; 王永钦和薛笑阳,2022),违约出现时只是将资产从一个所有者转移到另一个所有者(Geanakoplos and Zame, 2014)。而关系型抵押品主要基于行为主体之间的诚信和心理契约,这种关系自身带有相对脆弱的属性,很容易随着外部环境的变化而变化(Giannetti et al., 2021; Ding et al., 2023)。特别地,“关系”已经成为一种利益交换的文化(潘越等,2009),企业通过特殊关系获得的融资更容易滋生犯罪(Claessens et al., 2008; Ouyang and Zhang, 2020),这进一步导致金融秩序混乱。当破坏金融管理秩序犯罪频发时,银行难以了解企业真实信息,并预期当地借款者的违约风险提升,其会调整信贷决策以避免风险损失。此时,银行对待关系型抵押品贷款变得更加谨慎甚至拒绝放贷,关系型抵押品替代正规抵押品的效果明显减弱,企业通过关系型抵押品获得贷款的渠道也随之受阻甚

至消失。基于以上讨论,本文提出:

假设 2 破坏金融管理秩序犯罪降低了关系型抵押品的替代作用,使其对企业融资约束的缓解效果明显减弱。

其次,破坏金融管理秩序犯罪会对“第 I 类替代效应”产生影响,提高银行放贷时对抵押物的需求。正如前文所述,正规抵押品可以避免银行的风险损失,因为当违约出现时,可以按照法律规定将正规抵押品的所有权进行转移(Geanakoplos and Zame, 2014)。当破坏金融管理秩序犯罪活动增加时,金融市场秩序紊乱,金融市场中信息的质量与数量大幅降低,银企间信息不对称程度提高,导致银行放贷时难以准确获取项目信息,也无法准确判断信息的真实性。此时,信贷市场中的道德风险和逆向选择加剧,银行出于避险动机只能提高对抵押品的需求,并减少一些无抵押物的贷款发放。另外,破坏金融管理秩序犯罪削弱了关系型抵押品对正规抵押品的替代效果,这也会让银行放贷时更加依赖以固定资产为主的正规抵押品。基于以上讨论,本文提出:

假设 3 破坏金融管理秩序犯罪使银行提高对正规抵押品的需求,导致企业从银行获取无抵押物贷款的难度增高。

除了影响银行信贷决策中的抵押品要求,破坏金融管理秩序犯罪还会提高银行放贷时的风险溢价,导致企业的融资成本上升,从而加剧企业融资约束。破坏金融管理秩序犯罪行为的增加通常伴随着更大的金融风险、更不确定的外部环境以及更高的违约概率。银行处于这种风险环境中通常会提高贷款利率来进行风险补偿(李逸飞等,2022),企业的债务融资成本随之提高。破坏金融管理秩序犯罪增加了金融市场中的信息不对称、代理问题、金融中介摩擦等现象,这会增加企业融资时的搜寻成本以及额外的财务费用,进一步提高企业融资成本。企业融资成本的提高是降低企业信贷可得性的重要因素(蔡庆丰等,2024),面对高昂的资金成本,企业只能被迫减少融资规模,融资约束问题也愈发严重。基于以上讨论,本文提出:

假设 4 破坏金融管理秩序犯罪提高了银行放贷时的风险溢价,导致企业的融资成本提高。

三、实证设计与数据来源

(一) 识别策略

为检验破坏金融管理秩序犯罪对企业融资约束的影响,本文构建了以下回归模型:

$$FC_{i,j,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Order_{j,t-1} + \alpha_2 X_{i,j,t-1} + \delta_i + \xi_j + \theta_t + \epsilon_{i,j,t}, \quad (1)$$

其中, i 表示企业个体, j 表示城市, t 表示年份。被解释变量 FC 为企业的融资约束程度,参考顾雷雷等(2020)、刘楠楠和凌语阳(2024),以按照年份标准化后的企业规模、年龄和现金股利支付率的均值构建虚拟变量(高于1/3分位数取值为0,否则为1),将其作为被解释变量,解释变量为企业规模、资产负债率、现金股利占比、账面市值比、净营运资本占比、息税前利润占比,使用Logit模型拟合的概率即为 FC 指数,指数值越大表明融资约束越严重。核心解释变量 $Order$ 为城市的破坏金融管理秩序犯罪率,使用破坏金融

管理秩序罪的一审刑事判决书数量(件)与城市常住人口(万人)的比值,以及一审刑事判决书中的被告人数量(人)与城市常住人口(万人)的比值进行度量。 X 是控制变量,包括企业规模、产权性质、资产负债率、账面市值比、固定资产占比、应收账款占比、托宾 Q 值、资产收益率、独立董事占比、董事规模、大股东持股、两权分离度、诉讼经历、违规经历、银行金融科技、地区经济发展、传统金融发展、银行机构数量、数字金融以及市场化水平。为避免双向因果关系的影响,将核心解释变量和控制变量均滞后一期。 δ_i 为企业固定效应, ξ_j 是地区固定效应, θ_t 为时间固定效应, $\epsilon_{i,j,t}$ 表示随机误差项。

(二) 数据来源与描述性统计

地区层面,构建 2014—2020 年的地级市面板数据,城市破坏金融管理秩序犯罪率的数据来源于中国裁判文书网(<https://wenshu.court.gov.cn/>)。^① 为了保证数据来源的可靠性,对来自国家统计局、《中国法律年鉴》以及中国裁判文书网的 2014—2020 年刑事犯罪数量的统计数据进行了对比发现,中国裁判文书网公布的判决书数量与国家统计局和《中国法律年鉴》的统计数据具有较为一致的趋势(见附录 II 图 II 1),说明以裁判文书网作为数据来源具备合理性。地区层面的其他相关变量来源于历年《中国城市统计年鉴》、国家金融监督管理总局、北京大学数字金融研究中心。企业层面,构建 2014—2020 年中国 A 股上市公司的面板数据,数据来源于国泰安数据库和中国研究数据服务平台,银行金融科技专利来自国家知识产权局。表 1 展示了数据匹配后各个变量的定义以及描述性统计。^②

表 1 描述性统计

变量	变量定义	样本量	平均值	标准差
<i>Order1_Case</i>	破坏金融管理秩序案件(万件)	11 543	0.0123	0.0198
<i>Order2_Defendant</i>	破坏金融管理秩序被告人(万人)	11 543	0.0250	0.0420
<i>Order1</i>	案件数(件)/常住人口(万人)	11 543	0.0840	0.0806
<i>Order2</i>	被告人数量(人)/常住人口(万人)	11 543	0.1644	0.1718
<i>FC</i>	融资约束程度	11 543	0.4393	0.2748
<i>Size</i>	企业规模	11 543	22.4434	1.2807
<i>SOE</i>	产权性质	11 543	0.4075	0.4914
<i>Lev</i>	资产负债率	11 543	0.4278	0.1983
<i>MarketRatio</i>	账面市值比	11 543	0.3260	0.1507
<i>Fixed</i>	固定资产占比	11 543	0.2124	0.1614
<i>Rec</i>	应收账款占比	11 543	0.1238	0.1053
<i>TobinQ</i>	托宾 Q 值	11 543	2.1123	1.3818
<i>AssetPro</i>	资产收益率	11 543	0.0368	0.0562

① 犯罪数据处理的详细过程见附录 II。

② 变量具体定义和数据预处理见附录 II。另外,在实证分析时,本文将核心解释变量和控制变量均滞后一阶。为保持一致,描述性统计样本为 2015—2020 年数据。

(续表)				
变量	变量定义	样本量	平均值	标准差
<i>Indep</i>	独立董事占比	11 543	0.3767	0.0541
<i>Board</i>	董事规模	11 543	8.5577	1.6896
<i>Top</i>	大股东持股	11 543	0.5258	0.1462
<i>Seperation</i>	两权分离度	11 543	4.7843	7.4606
<i>Lawsuit</i>	诉讼经历	11 543	0.3905	0.7521
<i>Violate</i>	违规经历	11 543	0.1494	0.4692
<i>BankDigFin</i>	银行金融科技	11 543	0.7005	0.9683
<i>GDP</i>	地区经济发展	11 543	8.9950	1.0406
<i>Fin</i>	传统金融发展	11 543	4.0293	1.6779
<i>Bank</i>	银行机构数量	11 543	6.1210	1.1376
<i>DigFin</i>	数字金融	11 543	2.3782	0.4313
<i>Market</i>	市场化水平	11 543	12.8150	1.7970

四、实证分析

（一）基准回归结果

表 2 展示了破坏金融管理秩序犯罪对企业融资约束的实证检验结果。第(1)—(4)列展示了破坏金融管理秩序的案件数和被告人数对企业融资约束程度的回归结果。可以发现,无论是单变量还是加入控制变量后的回归结果,估计系数均显著为正,表明破坏金融管理秩序犯罪量的增加将加剧企业的融资约束。然后,第(5)—(8)列使用城市破坏金融管理秩序犯罪率作为核心解释变量。可以发现,加入控制变量前后,破坏金融管理秩序犯罪率对企业融资约束均具有显著的正向影响,说明破坏金融管理秩序犯罪率的提高加剧企业融资约束。此外,基于案件数的犯罪率每增加 1 个标准差,企业融资约束程度相对于其平均水平增加 2.19%;基于被告人数的犯罪率每增加 1 个标准差,企业融资约束程度相对于其平均水平增加 1.73%。由此可见,破坏金融管理秩序犯罪能够加剧企业的融资约束,此结果与假设 1 保持一致。

表 2 基准结果

变量	因变量:FC							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Order1_Case</i>	0.4624*** (0.0937)		0.4911*** (0.1085)					
<i>Order2_Defendant</i>		0.2171*** (0.0475)		0.2183*** (0.0556)				

(续表)

变量	因变量:FC							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Order1					0.1208*** (0.0251)		0.1194*** (0.0268)	
Order2						0.0472*** (0.0128)		0.0442*** (0.0137)
控制变量	否	否	是	是	否	否	是	是
观测值	11 543	11 543	11 543	11 543	11 543	11 543	11 543	11 543
R ²	0.8824	0.8824	0.8983	0.8982	0.8825	0.8824	0.8983	0.8982
固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著, 括号内为城市层面聚类的标准误, 回归均控制时间、企业和城市固定效应。以下各表同。

(二) 因果识别与稳健性^①

1. 测量误差处理

考虑到中国裁判文书网存在案件“隐匿”问题, 从各个省份^②的司法工作报告中手工整理了实际的刑事一审结案数, 结合中国裁判文书网公布的数据, 计算了各省的刑事案件公开率。一方面, 依据刑事案件公开率计算了“真实的”的犯罪率重新回归; 另一方面, 选取了样本期间公开率排名前十的省份进行子样本检验, 因为这些样本的测量误差问题较轻。此外, 还排除了铁路运输法院审理的案件重新计算犯罪率进行回归。附录Ⅲ表Ⅲ1 汇报了相关结果。

2. 平均处理效应估计

由于破坏金融管理秩序犯罪率较高的城市可能与其他城市存在根本性的差异, 因此基于所有城市金融管理秩序犯罪率的中位数, 本文构建了高犯罪率城市的虚拟变量, 并借助因果森林算法进行平均处理效应估计, 结果汇报在了附录Ⅲ表Ⅲ2。

3. 外生冲击检验

参考戴亦一等(2019)的做法, 以上市公司迁址作为外生冲击事件, 对比企业搬迁前后的破坏金融管理秩序犯罪率变化对企业融资约束的不同影响。可以预期: 如果企业从犯罪率较低的城市搬迁到犯罪率较高的城市, 其融资约束将加重; 而当企业从犯罪率较高的城市搬迁到犯罪率较低的城市, 其融资约束将缓解。根据搬迁前后城市犯罪率变化的差异, 以发生搬迁行为的企业作为处理组, 采用倾向得分匹配法(PSM)得到对照组样本, 回归结果见附录Ⅲ表Ⅲ2。

^① 详细方法介绍见附录Ⅲ。

^② 由于城市层面的刑事结案数据大量缺失, 且各城市对于刑事案件数据的统计口径差异较大, 故使用省级层面的刑事结案数据, 以保证数据质量。

4. 工具变量法

本文采用两种不同的工具变量进一步缓解可能存在的内生性问题。第一,使用移动份额法构建 Bartik 工具变量。第二,以虚拟货币关注度作为破坏金融管理秩序犯罪的工具变量,该工具变量的合理性说明以及排他性检验见附录Ⅲ。工具变量法及排他性检验的回归结果分别汇报在了附录Ⅲ表Ⅲ3 和表Ⅲ4。

5. 其他稳健性检验

本文还额外进行了一系列稳健性检验,包括排除替代性解释、替换被解释变量、排除其他可能影响因素以及处理样本选择问题,附录Ⅲ表Ⅲ5 至表Ⅲ8 汇报了这些稳健性检验的结果。以上检验结果均证明实证结论的稳健性。

五、机制分析

（一）破坏金融管理秩序犯罪对信息不对称与违约风险的影响

涉及企业或金融机构的破坏金融管理秩序犯罪能够加剧银企信息不对称,如套取信贷资金高利转贷、变造金融机构经营许可证等行为,均会降低企业的信贷可得性。并且,冲击国家金融管理制度的犯罪会造成金融管理体系紊乱,诱发潜在的非法金融活动,导致企业的违约概率升高,破坏银企信任关系,从而加剧融资约束。也就是说,破坏金融管理秩序犯罪能够加剧信息不对称、提高企业违约概率。这是破坏金融管理秩序犯罪影响银行信贷决策进而影响企业融资约束的内在逻辑前提,也是后续机制探讨的基础。因此,本文从信息不对称和企业违约风险的角度来检验破坏金融管理秩序的影响。^① 表 3 汇报了破坏金融管理秩序犯罪率对信息不对称和企业违约风险的影响。可以发现,犯罪率的升高确实加剧了信息不对称、提高了企业违约风险。

表 3 破坏金融管理秩序犯罪的影响

变量	信息不对称程度		企业违约概率	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Order1	0.3412*** (0.0658)		0.0099*** (0.0037)	
Order2		0.1581*** (0.0322)		0.0050*** (0.0017)
控制变量	是	是	是	是
观测值	11 543	11 543	11 298	11 298
R ²	0.8386	0.8386	0.2948	0.2949
固定效应	是	是	是	是

^① 指标构建方式见附录Ⅳ。

（二）破坏金融管理秩序犯罪对异质性抵押品的影响

前文指出,破坏金融管理秩序犯罪会影响正规抵押品和关系型抵押品的“第Ⅱ类替代效应”。在破坏金融管理秩序犯罪率较高的情况下,基于正规抵押品的融资渠道仍然能够正常运行,即使存在违约,也能够通过资产转移来维护债权人的利益。然而,基于关系型抵押品的融资渠道可能受阻,而且通过特殊关系获得的融资也可能滋生犯罪(Claessens et al., 2008; Ouyang and Zhang, 2020)。

对此,本文构建了破坏金融管理秩序犯罪率与企业所有制(SOE)的交互项,从企业属性的角度检验关系型抵押品的作用。主要原因在于:国有企业相比民营企业具有显著的关系优势,关系型抵押品特征突出,更容易借助其关系优势获得外部融资(李逸飞等, 2022)。从银企关系来看,在中国金融抑制的模式下,融资存在明显的“所有制偏好”与“规模偏好”,银行等金融机构更加偏向国有企业;从政治关系来看,由于政府隐性担保等因素,金融机构对国有企业的抵押品要求明显低于民营企业,甚至不需要任何担保资产(Li et al., 2022)。因此,在破坏金融管理秩序犯罪频发、金融秩序不稳定时,如果关系型抵押品缓解企业融资约束的作用明显减弱,那么国有企业将比民营企业受到更显著的影响。根据表4第(1)—(2)列的结果,破坏金融管理秩序犯罪率与所有制交互项的估计系数均显著为正,所有制的估计系数为负但不显著。可见,具有关系优势的国有企业更容易获得外部融资,但在破坏金融管理秩序犯罪严重的地区,国有企业受到的影响也更大。

考虑到国有企业天然的银企关联和政治联系,可能会给实证结论造成影响。接下来,仅使用民营企业样本展开异质性抵押品的检验。为了探究正规抵押品和关系型抵押品对于民营企业融资的影响,分别构建了正规抵押品(*Tan*)和关系型抵押品(*BC*表示银企关系,*PC*表示政企关系)与破坏金融管理秩序犯罪率的交互项^①,探究异质性抵押品的调节效应。表4第(3)—(8)列展示了回归结果。可以发现,破坏金融管理秩序犯罪率与正规抵押品的交互项系数不显著,但与银企关系、政企关系交互项的估计系数均显著为正,同时银企关系和政企关系的估计系数均为负。这说明关系型抵押品具有缓解企业融资约束的作用,但这种作用在破坏金融管理秩序犯罪频繁出现的情况下明显减弱。综合上述结果可知,关系型抵押品具有明显的脆弱性,容易受到金融环境变化的影响,当破坏金融管理秩序犯罪率上升时,关系型抵押品的替代作用减小,导致其对企业融资约束的缓解作用明显减弱,使得企业融资约束加剧,此结果与假设2保持一致。

表4 异质性抵押品

变量	因变量:FC							
	所有制		正规抵押品		关系型抵押品(银企)		关系型抵押品(政企)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Order1_SOE</i>	0.1597***							
	(0.0429)							

① 正规抵押品和关系型抵押品的指标测度方法见附录Ⅳ。

(续表)

变量	因变量: <i>FC</i>							
	所有制		正规抵押品		关系型抵押品(银企)		关系型抵押品(政企)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Order2_SOE</i>		0.0832*** (0.0206)						
<i>Order1_Tan</i>			—0.2116 (0.2817)					
<i>Order2_Tan</i>				—0.1504 (0.1479)				
<i>Order1_BC</i>					0.0918** (0.0368)			
<i>Order2_BC</i>						0.0526*** (0.0191)		
<i>Order1_PC</i>							0.0955** (0.0381)	
<i>Order2_PC</i>								0.0647*** (0.0168)
<i>Order1</i>	0.0325 (0.0310)		0.1276*** (0.0484)		0.0595 (0.0367)		0.0749** (0.0291)	
<i>Order2</i>		—0.0013 (0.0177)		0.0512** (0.0243)		0.0077 (0.0203)		0.0149 (0.0162)
<i>SOE</i>	—0.0018 (0.0172)	—0.0022 (0.0169)						
<i>Tan</i>			0.1538*** (0.0559)	0.1588*** (0.0547)				
<i>BC</i>					—0.0218*** (0.0069)	—0.0226*** (0.0067)		
<i>PC</i>							—0.0042 (0.0073)	—0.0061 (0.0073)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
观测值	11 538	11 538	6 739	6 739	6 739	6 739	6 739	6 739
R ²	0.8986	0.8986	0.8723	0.8723	0.8722	0.8721	0.8720	0.8719
固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是

（三）破坏金融管理秩序犯罪对企业获取银行贷款的影响

前文指出,在破坏金融管理秩序犯罪率高的地区,银行会加大对企业贷款的抵押品要求,导致企业从银行获取无抵押物贷款的难度增高,而企业通过正规抵押品获得的贷款并不受影响。接下来,从企业获得不同抵押物依赖性以及不同期限的贷款类型,来检验破坏金融管理秩序犯罪如何通过抵押品渠道影响企业融资约束。

从抵押物依赖性的角度,检验了破坏金融管理秩序犯罪率对企业获得抵押贷款、保证贷款与信用贷款占比的影响。抵押贷款需要债务人必须提供一定的抵押品作为担保,对抵押品的要求最为严格,抵押物依赖性最高;保证贷款以担保人的信用或者资产作保,抵押物依赖性弱于抵押贷款;而信用贷款无须抵押品也无须担保人,抵押物依赖性最低。根据表5的结果,破坏金融管理秩序犯罪率显著降低了企业的信用贷款占比。也就是说,对于抵押品要求越低的贷款类型,破坏金融管理秩序犯罪的影响越明显,意味着破坏金融管理秩序犯罪会让银行发放贷款时更加谨慎,提高对抵押品的要求。

表5 破坏金融管理秩序犯罪对不同类型贷款的影响^①

变量	抵押贷款		保证贷款		信用贷款	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Order1</i>	0.0603		—1.1845		—4.5604**	
	(0.9170)		(1.5958)		(1.9645)	
<i>Order2</i>		0.1098		—0.2725		—2.5336***
		(0.4478)		(0.6968)		(0.8640)
控制变量	是	是	是	是	是	是
观测值	11 543	11 543	11 543	11 543	11 543	11543
R ²	0.6961	0.6961	0.7420	0.7420	0.7768	0.7769
固定效应	是	是	是	是	是	是

从不同期限贷款的角度,检验了破坏金融管理秩序犯罪率对企业长短期贷款的影响。通常而言,银行在审批长期贷款时会需要企业提供正规抵押品,因此企业长期贷款能力主要与正规抵押品的数量有关;相比之下,短期贷款对抵押品的要求较低,且更多的与关系型抵押品联系密切,例如国有企业在获取短期贷款方面更具优势(Ding et al., 2023)。此外,脆弱性是使用短期贷款的必然结果(Gorton and Ordoñez, 2014),在金融秩序紊乱时受到影响的可能性更高。表6汇报了相关结果。可以发现,破坏金融管理秩序犯罪率对短期贷款占比的估计系数均显著为负,但对企业长期贷款占比均没有显著影响,表明破坏金融管理秩序犯罪并不会直接影响对正规抵押品要求较高的长期贷款,但能够显著减少对抵押品要求较低的短期贷款。

综合上述结果可知,随着破坏金融管理秩序犯罪率的升高,银行等金融机构在贷款

① 本文还检验了对抵押贷款、保证贷款、信用贷款的可能性和规模的影响,结果同样支持上述结论。

决策时更加谨慎,会加大对抵押品的要求,导致企业从银行获取无抵押物贷款的难度增高,但企业通过正规抵押品获取的贷款并不会受到影响,此结果与假设 3 保持一致。

表 6 破坏金融管理秩序犯罪对长短期贷款的影响^①

变 量	短期贷款		长期贷款	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Order1</i>	—0.0737** (0.0372)		—0.0057 (0.0235)	
<i>Order2</i>		—0.0370** (0.0178)		—0.0030 (0.0111)
控制变量	是	是	是	是
观测值	11 543	11 543	11543	11 543
R ²	0.7726	0.7726	0.8198	0.8198
固定效应	是	是	是	是

（四）破坏金融管理秩序犯罪对企业融资成本的影响

进一步地,破坏金融管理秩序不仅能够提高银行对抵押品的要求,也会提高银行的风险溢价,使企业融资成本升高,继而让企业融资更加困难。对此,分别使用利息合计与企业负债的比值、利息合计占企业本期与上期负债合计均值的比值来衡量债务融资成本。根据表 7 的结果,破坏金融管理秩序犯罪率对企业债务融资成本的估计系数均显著为正,表明犯罪率的升高能够提高银行贷款的风险溢价,提高企业融资成本,从而加剧企业融资约束,此结果与假设 4 保持一致。

表 7 破坏金融管理秩序犯罪对企业融资成本的影响

变 量	利息合计/企业负债		利息合计/企业负债均值	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Order1</i>	0.1035** (0.0405)		0.0753*** (0.0209)	
<i>Order2</i>		0.0541*** (0.0195)		0.0316*** (0.0105)
控制变量	是	是	是	是
观测值	10 022	10 022	10 405	10 405
R ²	0.4744	0.4746	0.5866	0.5865
固定效应	是	是	是	是

① 本文还检验了对长短期借款规模的影响,结果同样支持以上结论。

六、拓展分析^①

（一）企业融资的替代方式

对企业而言,为了确保资金流稳定,其可能会寻求替代性融资方式。从企业的筹资活动来看,除了通过银行取得正规融资以外,企业还可以利用债券、股权来获得资金(Ouyang and Zhang, 2020;杨大字,2023)。因此,本文还检验了破坏金融管理秩序犯罪与企业其他融资方式的关系。附录V表V1的结果显示,犯罪率对企业融资约束的负面影响能够促使企业寻求替代性融资。企业会在债券融资、股权融资等其他融资方式付出更多的努力和尝试,以缓解融资约束难题。

（二）异质性分析

1. 不同犯罪主体的影响

破坏金融管理秩序犯罪的被告人身份十分多样,很大一部分被告人是利用职务便利从事相关犯罪活动,比如企业高管或者金融机构从业人员,这些被告人涉及企业和金融机构的案件能够直接影响银企关系,从而对企业融资带来更加直接的影响。因此,本文分别统计了破坏金融管理秩序犯罪中被告人涉及企业或金融机构的案件,检验其对企业融资约束的影响。附录V表V2的结果显示,被告人涉及企业、金融机构的破坏金融管理秩序犯罪率均能够加剧企业融资约束,但被告人涉及企业案件的影响更大。

2. 不同犯罪类型的影响

破坏金融管理秩序罪按照侵害国家金融管理制度的不同可以划分为五大类,即货币犯罪,破坏金融机构管理秩序罪,破坏金融票证、存贷款管理秩序罪,破坏证券、股票、债券的发行、管理、买卖秩序罪,破坏外汇管理秩序罪。对于企业融资约束而言,破坏国家金融票证和存贷款管理制度,以及与证券、股票、债券相关犯罪的影响更为明显,因为其中涉及贷款管理制度、银企信任关系等。因此,按照破坏金融管理秩序罪的五种分类分别进行检验。附录V表V3的结果显示,破坏金融票证、存贷款管理秩序罪以及破坏证券、股票、债券的发行、管理、买卖秩序罪能够显著加剧企业融资约束。这意味着当国家的存贷款管理制度受到侵害时,贷款主体将面临融资困境;而且,如果企业存在破坏金融市场正常交易的违规行为时(如内幕交易),也会导致银企信任关系被破坏,阻碍正常的融资活动。

3. 不同犯罪严重程度的影响

破坏金融管理秩序犯罪越严重,表明金融市场秩序越紊乱,金融治理能力越差。因此,按照判刑时间来区分破坏金融管理秩序犯罪的严重程度,即轻度(3年以下)、中度(3—10年)和重度(10年以上)。附录V表V4的结果显示,不同严重程度的破坏金融管理秩序犯罪均能够显著影响企业融资约束,但相比之下,中度严重程度的经济影响最大。

^① 拓展分析的详细说明见附录V。

究其原因,最为严重的破坏金融管理秩序犯罪大多集中在伪造货币、使用假币等罪名,主要侵害国家货币管理制度,而中度严重程度度的犯罪大多与内幕交易、操纵证券业务、非法吸收公众存款等有关,相较而言更容易影响银企关系以及企业融资行为。

七、政策含义与研究展望

本文的政策启示如下:第一,持续加大对金融犯罪的打击力度,建立长期有序发展的金融市场,为企业提供透明且高效的融资市场环境。政府应出台金融犯罪治理专项方案,设立阶段性目标与长期目标,既要明确规范金融秩序的长期正向效果,也要制定相应的配套措施缓解短期内金融犯罪率上升的负面影响。第二,改善企业融资环境,通过法治与产权改革创造更多类型的抵押品。政府应完善相关法律法规,简化抵押登记和变现程序,释放更多潜在的抵押品,比如企业的未来现金流、动产、无形资产(包括专利、商标、版权)等,降低企业的融资成本。第三,鼓励企业选择高科技、高附加值的优质项目进行投资,并积极向金融市场释放优质的项目信息。政府应推动信息透明化,建立健全的项目评估和信息披露机制,确保企业能够及时、准确地向投资者传递项目的实际情况和发展潜力,从而获得更多的资金支持。

本文主要基于上市公司数据考察了金融犯罪对企业融资的影响,研究结论是否适应于中小微企业值得进一步探讨。未来的研究可以重点关注金融犯罪这类负面冲击对于中小微企业融资的影响,从而提升研究结论的有效性。

参 考 文 献

- [1] Allen, F., J. Qian, and M. Qian, “Law, Finance, and Economic Growth in China”, *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(1), 57-116.
- [2] Asriyan, V., L. Laeven, and A. Martin, “Collateral Booms and Information Depletion”, *The Review of Economic Studies*, 2022, 89(2), 517-555.
- [3] Barbieri, N., and U. Rizzo, “The Impact of Crime on Firm Entry”, *Journal of Regional Science*, 2023, 63(2), 446-469.
- [4] Brushwood, J., D. Dhaliwal, D. Fairhurst, and M. Serfling, “Property Crime, Earnings Variability, and the Cost of Capital”, *Journal of Corporate Finance*, 2016, 40, 142-173.
- [5] 蔡庆丰、吴冠琛、李东旭,“安居才能乐业:保障房建设对企业人力资本积累的影响”,《世界经济》,2024年第3期,第184—212页。
- [6] Claessens, S., E. Feijen, and L. Laeven, “Political Connections and Preferential Access to Finance: The Role of Campaign Contributions”, *Journal of Financial Economics*, 2008, 88(3), 554-580.
- [7] 戴亦一、张鹏东、潘越,“老赖越多,贷款越难?——来自地区诚信水平与上市公司银行借款的证据”,《金融研究》,2019年第8期,第77—95页。
- [8] Ding, N., L. Gu, and Y. Peng, “Fintech, Financial Constraints and Innovation: Evidence from China”, *Journal of Corporate Finance*, 2022, 73, 102194.
- [9] Ding, H., Y. Hu, K. A. Kim, and M. Xie, “Relationship-based Debt Financing of Chinese Private Sector Firms: The Role of Social Connections to Banks Versus Political Connections”, *Journal of Corporate Finance*, 2023,

- 78, 102335.
- [10] Ersahin, N., "Creditor Rights, Technology Adoption, and Productivity: Plant-level Evidence", *The Review of Financial Studies*, 2020, 33(12), 5784-5820.
- [11] Geanakoplos, J., and W. R. Zame, "Collateral Equilibrium, I: A Basic Framework", *Economic Theory*, 2014, 56, 443-492.
- [12] Giannetti, M., G. Liao, J. You, and X. Yu, "The Externalities of Corruption: Evidence from Entrepreneurial Firms in China", *Review of Finance*, 2021, 25(3), 629-667.
- [13] Gorton, G., and G. Ordonez, "Collateral Crises", *American Economic Review*, 2014, 104(2), 343-378.
- [14] 顾雷雷、郭建鸾、王鸿宇, "企业社会责任、融资约束与企业金融化", 《金融研究》, 2020年第2期, 第109—127页。
- [15] 黄俊、陈信元、赵宇、胡丹奇, "司法改善与企业投资——基于我国巡回法庭设立的经验研究", 《经济学》(季刊), 2021年第5期, 第1521—1544页。
- [16] Ioannidou, V., N. Pavanini, and Y. Peng, "Collateral and Asymmetric Information in Lending Markets", *Journal of Financial Economics*, 2022, 144(1), 93-121.
- [17] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 1998, 106(6), 1113-1155.
- [18] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "The Economic Consequences of Legal Origins", *Journal of Economic Literature*, 2008, 46(2), 285-332.
- [19] Li, W., Y. Wang, and S. Tian, "Collateral Constraint and China's Credit Boom in the Global Financial Crisis: Loan-Level Anatomy", SSRN Working Paper, 2022.
- [20] 李喜梅, "'三性'原则下中国上市商业银行资本结构与绩效关系研究", 《管理世界》, 2011年第2期, 第173—174+177页。
- [21] 李逸飞、李茂林、李静, "银行金融科技、信贷配置与企业短债长用", 《中国工业经济》, 2022年第10期, 第137—154页。
- [22] 刘楠楠、凌语阳, "金融强国视域下融资平台债务规模扩张对中小企业融资约束的影响", 《中国农村经济》, 2024年第5期, 第106—127页。
- [23] Mann, W., "Creditor Rights and Innovation: Evidence from Patent Collateral", *Journal of Financial Economics*, 2018, 130(1), 25-47.
- [24] McLean, R. D., T. Zhang, and M. Zhao, "Why Does the Law Matter? Investor Protection and Its Effects on Investment, Finance, and Growth", *The Journal of Finance*, 2012, 67(1), 313-350.
- [25] Ouyang, M., and S. Zhang, "Corruption as Collateral", SSRN Working Paper, 2020.
- [26] 潘红波、杨海霞, "竞争者融资约束对企业并购行为的影响研究", 《中国工业经济》, 2022年第7期, 第159—177页。
- [27] 潘越、戴亦一、吴超鹏、刘建亮, "社会资本、政治关系与公司投资决策", 《经济研究》, 2009年第11期, 第53—58页。
- [28] 钱雪松、方胜, "《物权法》出台、融资约束与民营企业投资效率——基于双重差分法的经验分析", 《经济学》(季刊), 2021年第2期, 第713—732页。
- [29] 钱雪松、唐英伦、方胜, "担保物权制度改革降低了企业债务融资成本吗? ——来自中国《物权法》自然实验的经验证据", 《金融研究》, 2019年第7期, 第115—134页。
- [30] 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", 《经济研究》, 2022年第10期, 第173—190页。
- [31] 杨大宇、许晓芳、陆正飞, "金融结构与企业过度投资: 基于社会融资结构的证据", 《管理世界》, 2023年第7期, 第121—140页。
- [32] 曾爱民、魏志华、张纯、左婉平, "企业社会责任: '真心'抑或'幌子'? ——基于高管内幕交易视角的研究", 《金融研究》, 2020年第9期, 第154—171页。

Crimes of Disrupting the Order of Financial Administration Intensify Corporate Financing Constraints

WEI Jian

(Shandong University)

XUE Qihang

(The Chinese University of Hong Kong)

WANG Huimin*

(Shandong University)

Abstract: Based on data from China Judgments Online, we explore the impact of crimes that disrupting the order of financial administration on corporate financing constraints. We find that the crime can significantly intensify corporate financing constraints. In terms of mechanism, the crime aggravates information asymmetry and corporate default risks, resulting in the unreliability of corporate relationship-based collateral, banks becoming cautious when lending, which makes it more difficult for firms to obtain loans without collateral and increases their financing costs. In response, firms will look for alternative financing methods, such as bond financing and equity financing.

Keywords: financial crime; financing constraints; collateral

JEL Classification: G34, K42, G32

* Corresponding Author: WANG Huimin, School of Economics, Shandong University, No. 27 Shanda South Road, Licheng District, Jinan, Shandong 250100, China; Tel: 86-19510181859; E-mail: wanghuimin@mail.sdu.edu.cn.