



香港城市大學  
City University  
of Hong Kong

中國會計學  
China Journal of  
Accounting Research



中山大學  
SUN YAT-SEN UNIVERSITY

## *Summer Research Workshop 2009*

*24-25 July 2009*

Title: 选择性执法与证券违规 —— 来自中国上市  
公司的经验证据

Presented by: Dr Jiang Dequan  
Nanjing University

Discussant: Dr Zhang Tianyu  
City University of Hong Kong

FOR THIS WORKSHOP ONLY  
DO NOT QUOTE  
DO NOT CIRCULATE

# 选择性执法与证券违规<sup>1</sup>

## ——来自中国上市公司的经验证据

陈冬华 王芳萍 蒋德权

(南京大学会计与财务研究院、商学院会计学系)

**摘要：**法律的完善和严格执行有助于推动证券市场的发展。中国政府在不断完善法律法规的同时也建立了严密的证券监管体系，但股市的“黑幕”和“违规”仍层出不穷、屡禁不止。证券监管部门对违规的公司也进行了处罚，但处罚的威慑力却差强人意。本文认为，证监会的选择性执法造成了其声誉的损害和威慑力的下降。证监会在处罚违规公司时，除考虑公司违规的轻重外，还重点关注了违规公司是否具有国有背景，在同等违规的情况下，国有企业所受处罚相比非国有企业更轻。上述理论分析，得到了经验证据的支持。本文为理解我国证券市场执法效果较差提供了一个新的视角。

**关键词：**选择性执法<sup>2</sup> 证券监管 违规公司 国有背景

### 一、序言

法律对经济发展的作用早被经济学家认识到，但很长一段时间内法律却被排除在经济分析框架之外，且被视为已知既定的外生变量。直到20世纪60年代，伴随着法经济学的兴起，人们开始认识到法律对经济发展所起的作用。1997年世界银行的一份报告认为：“具有稳定的政府、可预知的法律变动方式、有保障的产权以及强有力的司法体系的国家，会比缺乏这些制度的国家取得更大的投资和增长”。许多转轨经济国家也相继将发达国家的法律、制度移植到本国，但移植后的结果并不理想。究竟法律本身不符合国情，还是法律根本没有得到有效执行？

中国证券市场脱胎于计划经济体制，其发展及演变是以特殊政治结构和社会结构为依托，并由政府主导强制性制度变迁，取得了一定发展和成效的同时也产生了严重的问题。特别是2001年以来，我国证券市场进入了深度调整，陷入了困境，长期累积的深层次风险和基础性制度缺陷全面、集中地爆发出来，市场信心受到重创。这一严峻的现实固然与监管之定位、股权分置、法制不完善等诸多深层次问题和结构性矛盾迟迟未能妥善解决相关，但上市公司违法违

---

作者介绍：

1、联系作者：陈冬华，男，江苏盐城人，1975年出生，博士，南京大学商学院会计学系教授，博士生导师，经济学博士后流动站博士后。地址：南京市汉口路22号南京大学会计与财务研究院；邮编：210093；电子邮件：[sufechen@263.net](mailto:sufechen@263.net)。

2、王芳萍，女，江苏苏州人，1984年出生，硕士研究生，南京大学会计与财务研究院。

3、蒋德权，男，江苏盐城人，1983年出生，博士研究生，南京大学会计与财务研究院。

<sup>1</sup>本文为国家自然科学基金课题（70602011）和国家社会科学基金课题（08CJY009）的阶段性成果，感谢南京大学“国际化会计学博士生项目（IAPHD）”的支持，感谢上海财经大学会计与财务研究院、南京大学经济转型与发展研究中心“经济增长与结构转型研究”985计划课题和教育部新世纪优秀人才计划资助。

<sup>2</sup>本文所称选择性执法，或称随意执法，主要是指执法者针对不同的执法对象，不是按法律规定执法，而是根据自己的意愿选择性执法；或者，因为法律规定不明确或法律留下了裁量空间，执法者在执法过程中虽然有尽可能做出合理和公正判断的职责或义务，但执法者却滥用权力或不尽职尽责甚至故意做出不公正判断的执法行为。它既包括处理某一事项而不处理另一事项的选择，也包括提前处理某一事项或者推延处理某一事项的选择。

规盛行、投资者保护公信力孱弱显然也是一个重要原因。证券监管机构处罚威慑力不强导致了許多上市公司的“惯性”违规，监管机构处罚的有效性受到广泛质疑。证券监管机构处罚的低效是否受累于其选择性执法？监管机构对不同性质的违规公司在不同时期的执法是否存在差异？本文的重点，是观察、分析并检验其经验性的存在。研究对象是，证券监管机构是否会选择性执法，以受处罚上市公司为研究样本，进行经验检验。

## 二、文献回顾、制度及理论分析

证券违规一直是学术界关注的热点。上市公司作为资本市场的重要参与者，其违规行为是否被依法处理事关资本市场长远的发展。证券监管部门执法不严或执法效果欠佳必定引发上市公司违规屡禁不止，进而降低了投资者的投资意愿。Nourayi (1994) 检验了美国证券交易委员会对于信息披露违规、未按规定保存记录及错误运用 GAAP 准则的行为实施监管的有效性，发现证券价格所产生的反应与违规处罚的严厉程度直接相关。毛志荣 (2002)、胡延平等 (2004) 发现，中国资本市场对上市公司信息披露违规处罚的反应程度（股价下跌）与处罚的公开性和处罚力度存在正相关。短期看，市场反应可在一定程度上反映投资者对监管部门执法的认同程度。但证监会作为综合性的证券监管机构，其对违规公司的监管和处罚事实上并不具备投资者所期待的效率，这从上市公司被处罚后仍然屡次违规可见一斑。罗培新等 (2005) 认为，证监会的惩戒措施有效性严重不足，阻止上市公司再违规的效果并不明显。证监会执法有效性不足，其严格执法的声誉因此受到影响，对上市公司形成了某种不可置信威胁，上市公司的违规行为与其实际受到证监会的处罚并不匹配，这也直接导致了上市公司欺诈、违规的预期成本下降。韩德宗等 (2002) 研究 1999 至 2000 年由于欺诈而受到证监会公开处罚的上市公司后发现，欺诈公司及其高管所受到处罚量与其欺诈行为量的相关度很低，处罚的公平性值得商榷。证监会更可能根据市场形势的不同，如国企融资、改制的目标，证券市场波动对国民经济稳定的影响，以及受害股民多少对社会稳定的影响等等，对不同的上市公司违规采取了不同的执法强度。戴治勇 (2006) 通过案例研究后发现，证监会在不同时期或同一时期针对不同案件，其处理的速度、惩罚大小，方式都是不同的。联系到中国实际，国有企业和政府的“天然关系”，使得证监会对国有企业有着较大监管困难，这种“天然关系”也会对证监会的监管规则产生“挤出效应”，国有企业违规并非一定能够招致应有处罚。从某种意义上讲，对不同性质违规公司采用不同量刑应不可被当作一个纯法律或者技术问题，而应被视为一个政治问题，实际上，证监会对违规公司“运动式”执法在中国很难避免，因为这跟中国当前的政治体制密切相关。

纵观中国证券市场发展，国有企业在其中扮演着极其重要的角色。自上世纪 90 年代中期，国有企业改革不断遭遇困难，在国家“拨改贷”后，国企的债务日益沉重，加上更有活力的民营经济参与到市场竞争中，其资金周转愈显困难。国有企业改善其治理状况以获得公众投资变得刻不容缓，而证券市场一开始就被赋予为国企公司治理改制创造条件的功能 (林毅夫, 2001)，或者说国企融资优先是政府的目标。证监会实施了与发达国家注册制截然不同的配额制，证监会 (政府) 可决定哪些公司拥有进入证券市场融资的资格。上市额度被证监会分配给各省市地区，作为稀缺的“壳资源”，上市额度异常珍贵，对额度的争夺也形成了巨大的寻租场。若获得额度但没有符合条件的企业，地方政府、中介部门和企业亦可能联合携手包装上市。若不考虑获得上市配额的其他竞争维度，地方 (或中央) 政府重点扶持企业的融资需求更迫切，配给制带来直接的后果可能是部分国有企业的虚假信息披露。在国有企业成功上市之后，若其发生违规，证监会可能不会选择严格执法，否则必将与政府主导的国企改革目标冲突。即使公司申请上市资格审核从名义上摆脱了配给制，因市场扩容有限、国企亟需融资，核准制事实上有着与配给制相同的功能，国企可能出现包装上市、仓促上阵的状况并没有得到根本改变。同时，由于监管层和国企管理层的“双向流动”，证券监管部门与国企保持着密切联系。在中国社会

差序格局、“人际关系资本”潜规则的主导下，监管部门对国企的不当行为，有着较明显的“酌情处罚”、“下不为例”的倾向。证券监管部门对上市公司违法违规行为也缺少必要监督和约束，惩戒时效性差，威慑力不足（张宗新等，2007）。本文也将侧重观察和检验上市公司的微观特征对证券监管机构执法的影响。

基于上述理论分析，本文预测：（一）证监会对违规公司进行处罚时，会主要考虑公司违规性质恶劣程度，严重违规更可能遭受重罚。证监会对违规公司进行处罚，会受到如下因素影响：（1）违规公司的性质，国有或非国有；（2）证券市场环境，证券市场低迷时，证监会惟恐进一步打击市场信心而很少重罚违规公司，但在证券市场比较活跃时为了规避质量较差公司的投机性上市，证监会可能会选择加大惩戒力度；（3）上市公司所属行业，受保护行业若违规受重罚的可能性较小；（4）上市公司规模，上市公司上缴的地方税收和提供的就业机会等等对于地方政府的重要性不言而喻，对违规的大公司进行重罚使得证监会必须直面因为减损了地方政府实际利益而带来的诸多纷扰，执行难度不言而喻；（5）执法环境，2001年人大审核执法时认为证监会执法不严，此后证监会加强了执法的力度，违规公司更可能受到重罚；（6）上市公司所属地区，东部发达地区财政相对宽松，若公司发生违规，证监会处罚执行的难度较小。（二）证监会是否严格执法取决于它针对的对象和内容，在同等违规下，证监会对违规国有企业处以更轻的处罚，即证监会执法时存在“选择性执法”倾向。

### 三、样本、数据及描述性统计

本文主要从“处罚轻重”和“处罚追溯力度”两个角度来衡量证券监管部门的选择性执法。样本主要来自中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）的“处罚决定”公告，另有部分数据系手工收集，共计 198 个因违规而受证监会处罚的上市公司构成本文的研究样本，包括证监会 2002-2008 年处罚公告中被处罚违规上市公司 116 个，加上手工收集 1994-2001 年违规公司 82 个<sup>3</sup>。

表 1:不同类型违规公司受处罚力度

类别	违规程度 <sup>4</sup>	处罚力度 <sup>5</sup>				合计	
		轻	占比 (%)	重	占比 (%)		
总事件	较轻	40	71.43	16	28.57	56	
	严重	31	21.83	111	78.17	142	
企业性质	国有	较轻	28	77.78	8	22.22	36
		严重	24	30.77	54	69.23	78
	非国有	较轻	12	60.00	8	40.00	20
		严重	7	10.94	57	89.06	64

表 1 报告了不同类型上市公司违规被处罚的分布。198 个违规公司中，违规较轻的 56 个公司中有 40 个（约 71.43%）受到了较轻的处罚，只有 16 个（约 28.57%）受到了重罚；违规严重的 142 个公司中有 111 个（约 78.17%）遭到应有的重罚，只有 31 个（约 21.83%）被从轻处理。可见证监会处罚的轻重与违规严重与否是密切相关的，违规较重通常受重罚，违规不严重受罚也较轻。分企业性质看，同属违规较轻，国有上市公司受到重罚的占 22.22%，非国有

<sup>3</sup>本文主要查阅了《中国证券报》、《上海证券报》等，其余数据来自色诺芬数据库（CCER）和万得数据库（Wind）。

<sup>4</sup> 违规程度定义标准：违规类型 1、未依法履行其他职责；2、未按时披露定期报告；3、业绩预测结果不准确；4、未及时披露公司重大事项；5、信息披露虚假或严重误导性陈述；6、操纵股价、内幕交易，当违规类型为 1、2、3 中任一种或其组合时，定义为违规轻；当违规类型包含 4、5、6 中任意一种时，定义为违规重。

<sup>5</sup>处罚力度定义标准：当处罚类型为公开批评时，定义为轻；当处罚类型为公开处罚时，定义为重。

上市公司受到重罚的比例却高达 40%，高出国有上市公司近 20 个百分点，可见具有国有背景的违规公司比没有国有背景违规公司受到的处罚要轻；同属违规严重，国有上市公司受到重罚的只占 69.23%，而非国有上市公司受到重罚的比例则高达 89.06%，同样高出国有上市公司近 20 个百分点，这表明，在违规严重的情况下，国有背景违规公司比非国有背景违规公司受到的处罚要轻。王子犯法，并非与庶民同罪。在同等违规前提下，证监会施行了选择性执法，国有背景上市公司比非国有背景上市公司受到的处罚要轻。

**表 2：不同类型违规公司被追溯处罚天数**

Panel a						
类别	违规程度	样本数	平均追溯天数 <sup>6</sup>	T 值	P> t	
总事件	较轻	56	295.34	8.51	<0.0001	
	严重	142	1142.37			
企业性质	国有	较轻	36	304.39	6.32	<0.0001
		严重	78	1166.95		
	非国有	较轻	20	279.05	5.73	<0.0001
		严重	64	1112.42		
Panel b						
违规程度	类别	样本数	平均追溯天数	T 值	P> t	
总事件	国有	114	894.56	0.18	0.8549	
	非国有	84	914			
较轻	国有	36	304.39	0.27	0.7896	
	非国有	20	279.05			
严重	国有	78	1166.95	0.45	0.6522	
	非国有	64	1112.42			

表 2 列示了不同类型公司违规被追溯处罚天数的分布。Panel a 显示，总计 198 个违规公司中的 56 个违规程度较轻公司和 142 个违规严重公司平均追溯期分别为 295.34 天和 1142.37 天，统计结果显示，违规严重公司的追溯期显著长于违规较轻公司。分企业类型看，违规严重公司和违规较轻公司被证监会追溯处罚的天数之间均存在显著差异：国有企业中，违规较轻的平均追溯期为 304.39 天，违规严重的平均追溯期为 1166.95 天；非国有企业中，违规较轻的平均追溯期为 279.05 天，违规严重的平均追溯期为 1112.42 天。为了考察国有背景对违规公司被追溯处罚期长短的影响，本文同时检验了国有企业和非国有企业的平均追溯期。Panel b 表明，国有企业违规被追溯处罚平均为 894.56 天，非国有企业平均为 914 天，两者并没有显著的差异。分违规程度看，违规较轻上市公司样本中国有企业和非国有企业的追溯期间差异并不显著，违规严重的样本统计检验的结果类似。这表明，违规公司是否具有国有背景并不影响证监会对其进行追溯处罚的力度。

表 3 列示了本文主要变量的设计方法，表 4 为变量的描述性统计。

**表 3：变量定义**

变量名称	变量符号	变量定义
处罚轻重	D(Punish)	虚拟变量，当上市公司违规受处罚较重时取 1，否则为 0
追溯力度	D(Recall)	虚拟变量，大于追溯天数中位数时取 1，否则为 0

<sup>6</sup> 追溯天数：上市公司自违规至被处罚的时间间隔，天数表示。

违规程度	Offend	虚拟变量，当上市公司违规严重时取 1，否则为 0
企业性质	State	虚拟变量，当上市公司为国有性质时取 1，否则为 0
市场环境	Market	虚拟变量，当上市公司违规被处罚在牛市 <sup>7</sup> 时取 1，否则为 0
行业特征	Protect	虚拟变量，当上市公司属于受保护行业 <sup>8</sup> 时取 1，否则为 0
企业规模	Size	上市公司违规被处罚前一年总资产的自然对数
年份	Year	虚拟变量，当上市公司违规被处罚在 2001（含）年后时取 1，否则为 0
地区	Region	虚拟变量，当上市公司处于东部发达地区时取 1，否则为 0

表 4:变量的描述性统计

变量名	最大值	最小值	均值	中位数	标准差
Punish	1.00	0.00	0.64	1.00	0.48
Recall	1.00	0.00	0.50	0.50	0.50
Offend	1.00	0.00	0.72	1.00	0.45
State	1.00	0.00	0.58	1.00	0.49
Market	1.00	0.00	0.45	0.00	0.50
Protect	1.00	0.00	0.06	0.00	0.23
Size	22.61	16.84	20.41	20.34	0.93
Year	1.00	0.00	0.74	1.00	0.44
Region	1.00	0.00	0.47	0.00	0.50

#### 四、证监会选择性执法检验

为进一步分析证监会处罚违规公司时是否有选择性执法倾向，建立如下 logistic 回归模型：

$$D(\text{Punish}) = \beta_0 + \beta_1 \text{Offend} + \beta_2 \text{State} + \beta_3 \text{Market} + \beta_4 \text{Protect} + \beta_5 \text{Size} + \beta_6 \text{Year} + \beta_7 \text{Region} + \varepsilon$$

表 5: 变量的相关性检验

	Punish	Offend	State	Market	Protect	Size	Year	Region
Punish	1.00000							
Offend	0.46577***	1.00000						
State	-0.23697***	-0.08526	1.00000					
Market	0.06169	-0.06376	-0.16932**	1.00000				
Protect	-0.00255	0.00544	0.11897	0.09111	1.00000			
Size	0.08144	0.07206	0.11597	-0.02104	0.13121*	1.00000		
Year	0.25797***	0.06605	-0.10834	-0.14106**	-0.00840	0.05694	1.00000	
Region	0.01491	-0.14404**	-0.00248	0.03553	-0.09812	0.09983	0.05116	1.00000

注：\*、\*\*、\*\*\*分别表示在0.1、0.05、0.01的显著性水平下显著。

回归检验的结果见表 6。表 6 的 a 列显示，公司的违规严重程度显著地影响其受处罚轻重，违规性质越恶劣越易遭致证监会的重罚，支持本文的预测。若公司发生违规，国有背景作为保护伞可以显著地降低其遭受证监会重罚的风险，没有国有背景的上市公司受到的处罚更重。同

<sup>7</sup> 牛市：根据雅虎财经 <http://biz.cn.yahoo.com/special/xggl/> 股市历年牛熊回顾划分。

<sup>8</sup> 受保护行业：受保护行业包括军工、电力（D）、石油（B03）和石化（C41）、市政公用工业（K）、煤炭（B01）、铁路运输业（F01）、航空运输业（F09），行业代码参考上市公司行业分类指引。

时，当证券市场处于牛市时，证监会加大了对上市公司违法违规惩戒的力度，这对于维持牛市的走势以及保护投资者信心不可或缺。上市公司所属行业的性质、上市公司的规模以及上市公司所处的地区发达程度，都未能显著地影响其受到的处罚程度，这与本文的预测不符。2001年后，证监会明显地加强了其执法力度，更多的违规公司遭致重罚，即证券监管部门的执法在时间上存在一定的选择性。在 b 列的检验中，增加了两个交互变量，上述的结果基本保持稳定，违规程度和企业性质在 0.01 的水平上显著为负，这说明当违规发生时国有背景可以帮助公司显著地降低遭证监会重罚的风险，即同等违规下，证监会更可能对国有企业网开一面，从轻处理，亦即中国证券市场的执法因产权性质的差异而存在的选择性执法现象；另一个交互变量是违规程度和市场环境的乘积，在 0.01 的水平上显著为正，说明上市公司同等违规在 2001 年后严格执法的大环境中遭致了证监会更重的处罚。上述实证研究发现支持前文的预测，证监会对违规公司进行处罚时除考虑其违规严重程度外，还重点关注了其是否具有国有背景，在同等违规下，国有企业所受到的处罚相对更轻。

表 6：证监会选择性执法影响因素检验

变量名称	变量符号	(a)		(b)	
		系数	wald 值	系数	wald 值
截距	Intercept	-6.9177	2.8047	-7.6187*	3.3472
违规程度	Offend	2.5687***	34.3974	2.6617***	21.9225
企业性质	State	-1.0347***	6.9812		
市场环境	Market	0.6422*	2.6001		
违规程度* 企业性质				-1.3024***	6.5768
违规程度* 市场环境				1.7558***	9.3586
行业特征	Protect	-0.07	0.0061	-0.4115	0.1951
企业规模	Size	0.235	1.3896	0.2388	1.4091
年份	Year	1.5033***	11.6431	2.0428***	15.7004
地区	Region	0.3753	0.9943	0.3309	0.7386
N		198		198	
Adj R-sq		0.2935		0.3236	

注：\*、\*\*、\*\*\*分别表示在0.1、0.05、0.01的显著性水平下显著。在b列检验中，因交叉变量与原变量之间存在较强相关性，剔除State和Market变量。

同时，本文从追溯力度的角度来分析证监会的选择性执法，建立如下Logistic回归模型：

$$D(\text{Recall}) = \beta_0 + \beta_1 \text{Offend} + \beta_2 \text{State} + \beta_3 \text{Market} + \beta_4 \text{Protect} + \beta_5 \text{Size} + \beta_6 \text{Year} + \beta_7 \text{Region} + \varepsilon$$

表7：变量的相关性检验

	Punish	Offend	State	Market	Protect	Size	Year	Region
Punish	1.00000							
Offend	0.53827***	1.00000						
State	-0.06131	-0.08526	1.00000					
Market	0.05076	-0.06376	-0.16932**	1.00000				
Protect	-0.11024	0.00544	0.11897	0.09111	1.00000			
Size	0.04457	0.07206	0.11597	-0.02104	0.13121*	1.00000		
Year	0.19634***	0.06605	-0.10834	-0.14106**	-0.00840	0.05694	1.00000	

Region	-0.02023	-0.14404**	-0.00248	0.03553	-0.09812	0.09983	0.05116	1.00000
--------	----------	------------	----------	---------	----------	---------	---------	---------

注：\*、\*\*、\*\*\*分别表示在0.1、0.05、0.01的显著性水平下显著。在b列检验中，因交叉变量与原变量之间存在较强相关性，剔除Protect变量。

表8的a列显示，公司违规性质和其被追溯处罚力度是密切相关的，这从违规程度变量显著为正可以看出，违规情节越严重，追溯力度越大。但企业性质变量并不显著，国有企业和非国有企业若违规被追溯处罚的力度没有显著差异。在牛市环境中，证监会追溯的力度更大，牛市期间泡沫成分较浓，政府没有托市的压力，对违规公司严加监管并提高了追溯处罚强度。保护性行业的违规动机相对较弱，违规之后证监会对其进行追溯处罚可能性较小，行业特征变量在0.05水平上显著为负。违规公司规模越大，违规后若受证监会严厉追溯处罚，必将给地方经济发展带来较大负面影响，证监会与地方政府可能会进行利益博弈，但检验并没有发现上市公司规模变量显著。在监管严格年份，政府也相应地提高了处罚的追溯力度。在模型中加入一个交互变量之后，结果同样支持前文的理论假设，具体见b列。违规程度这一变量仍然显著，违规程度和行业特征变量在0.05的水平上显著为负，这说明当违规企业所属行业受保护时，证监会明显缺乏动力对其进行追溯处罚。上述实证研究发现，证监会在处罚违规公司时，公司违规程度及公司所属行业等是决定其追溯力度的重要因素。令人困惑的是，证监会并没有降低对国有企业违规的追溯处罚力度，有待后续的进一步研究。

表8：证监会选择性执法追溯检验

变量名称	变量符号	(a)		(b)	
		系数	wald 值	系数	wald 值
截距	Intercept	-7.4959*	3.3783	-7.5885	3.4565
违规程度	Offend	3.8627***	38.3163	3.8972***	38.9052
企业性质	State	0.1572	0.1787	0.1464	0.1555
市场环境	Market	1.1747***	7.2566	1.1687***	7.2025
行业特征	Protect	-2.1712**	6.3391		
违规程度*行业特征				-2.1554**	6.1746
企业规模	Size	0.1288	0.444	0.1322	0.4669
年份	Year	1.6186***	11.7708	1.6159***	11.7748
地区	Region	0.2156	0.3443	0.2114	0.331
N		198		198	
Adj R-sq		0.3515		0.3506	

注：\*、\*\*、\*\*\*分别表示在0.1、0.05、0.01的显著性水平下显著。

## 五、结论与局限性

证券违法历来是学术界研究的热点。本文以1994-2008年间上市公司因违法违规行而受到证监会处罚的事件作为研究对象，分析了证券监管部门执法的特征，探讨了执法过程中的选择性问题。证监会在执法过程中除考虑公司违规的轻重程度外，还重点关注了违规公司的产权性质，在同等违规情况下，具有国有背景的上市公司往往更易逃避重罚。本文未发现证监会对具有国有背景的违规公司采取更宽容的追溯处罚力度。本文为中国证券市场领域存在的选择性执法问题提供了经验证据，可一定程度地解释我国证券执法效果较差的原因，进而为解决现存的执法问题提供依据。

本文存在以下局限：（1）仅限于违规且受处罚的公司，不包括违规但未受处罚的企业。选择性执法除体现在轻罚与重罚的选择外，亦可表现为证监会对处罚与不处罚的权衡；（2）对违规轻重、处罚轻重的划分略显粗糙。

## 参考文献

- [1]戴治勇，2006：《上市公司虚假信息披露的执法分析》，浙江大学博士论文
- [2]韩德宗、陈启欢，2002：《证券欺诈的理论与实证分析》，《当代经济科学》第24期
- [3]胡延平、陈超，2004：《上市公司信息披露违规处罚分析》，《南方金融》第2期
- [4]林逸夫，2001：《关于中国股市的问题》，《中国经济导刊》第9期
- [5]罗培新，2005：《我国证券市场和谐生态环境之法律构建》，《中国法学》第4期
- [6]毛志荣，2002：《信息披露违规处罚实际效果研究》，《深交所综合研究所研究报告》第54号
- [7]张宗新、朱伟骅，2007：《证券监管、执法效率与投资者保护——基于国际经验的一种实证分析》，《财贸经济》第11期
- [8] *Nourayi, Mahmoud M.* Stock price responses to the SEC's enforcement actions. **Journal of Accounting and Public Policy**. New York: Winter 1994. Vol.13, Iss. 4; p. 333

## Selective Law-enforcement and Securities Violation ——Evidence From China's Listed Companies

Chen Donghua, Wang Fangping, Jiang Dequan  
(Department of Accounting, Nanjing University)

**Abstract:** Improved laws and its strict implementation can help to promote the development of the securities market. Although the Chinese government has been perfecting the relative laws and established a tight regulation system, a great number of securities frauds have come forward. The securities regulatory authorities had punished the irregular companies, but the warning effect was far from satisfactory deterrent. This paper holds that the selective law-enforcement has damaged the reputation the regulatory authorities and thus brought about the declined punishment deterrent. When punishing the irregular companies, the Chinese Securities Regulatory Commission considered the severity of violations and also their backgrounds. State-owned companies suffered lighted punished compared to non-state-owned companies with the same extend of violation. The above theoretical analysis are supported by our empirical evidence, and our findings could help us to understand the poor enforcement effect in China's securities market.

**Keyword:** Selective Law-enforcement, Securities Regulation, Irregular Companies, State-owned Background