# 检察行政公益诉讼制度能有效

# 保护国有资产吗

# ——基于国有企业并购行为的讨论

步晓宁 潘晓珊 张少华[[1]](#footnote-1)

摘要：检察行政公益诉讼制度作为一项制度创新，能否有效防范国有资产流失，需要深入探究。本文利用双重差分法（DID）研究检察行政公益诉讼制度试点的实施是否有效抑制了并购中的国有资产流失。研究发现：该制度试点的实施有效抑制了国有资产流失，而且产生了强烈的“威慑效应”。相比省属国有企业、央企而言，该制度对其他类型国有企业的资产流失抑制作用更强；与国有企业相比，当买方企业为非国有性质时，并购引起的国有资产流失会受到该制度更强的抑制作用；该制度对跨省和跨行业并购引起的国有资产流失也产生了更强烈的抑制作用。调节效应分析表明：卖方企业在并购实施前的亏损状态会减轻检察行政公益诉讼制度的抑制效应；而地区执法强度会强化这种抑制作用。机制分析表明：检察行政公益诉讼制度主要是通过降低代理成本和提高信息披露质量来发挥作用。本文研究对我国探索法律制度创新以保护国有资产提供了学理依据。

关键词：行政公益诉讼 国有资产流失 并购

## 一、引言

国有经济在我国发挥着战略支撑作用，承担着战略安全、产业引领、国计民生以及公共服务等重大功能。习近平总书记在十八届中央纪委五次全会上明确指出：“国有资产资源来之不易，是全国人民的共同财富。”但是，国有资产却一直面临着资产流失的重大威胁，尤其是推行国有企业改制后，资产流失规模愈加庞大。根据前期国家国有资产管理局的统计，在1982年至1992年间，我国每年造成的国有资产流失量就已经高达500多亿元，而在国有企业体制改革正盛的数年间，每年造成的国有资产流失量更是呈现迅速增长的趋势。国资委多次强调要牢牢守住防止国有资产流失这条红线。早在2016年8月，为完善国有资产监管体系和防止国有资产流失，国务院办公厅就印发了《国务院办公厅关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》。两年后，国资委发布《中央企业违规经营投资责任追究实施办法（试行）》。国资委副主任翁杰明2020年10月在国务院政策例行吹风会上表示，下一步将结合国企改革三年行动，以避免国有资产流失为工作底线，积极稳妥地推进混合所有制改革。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，更是明确提出“健全协同高效的监督机制，严格责任追究，切实防止国有资产流失”。可见，如何防范国有资产流失，一直以来都是党和国家关注的重点内容。

检察行政公诉讼制度的出现为从法律制度创新层面对国有资产流失进行研究提供了新可能。在我国改革全面深化和信息公开制度逐渐确立，政府及公众对国有资产、环境保护等社会公共利益领域的关注度以及监督力度不断提高的背景下，我国开始逐步探索建立检察行政公益诉讼制度。2015年5月，习近平总书记主持中央全面深化改革领导小组第十二次会议时指出，需要探索建立

检察机关提起公益诉讼制度。党的十八届四中全会正式提出“探索建立检察机关提起公益诉讼制度”，将生态环境和资源保护、国有资产保护、国有土地使用权出让等领域列入检察行政公益诉讼范围。检察行政公益诉讼制度规定由检察机关作为诉讼的唯一起诉人，通过向行政机关提出检察建议、提起公益诉讼的方式来督促其履行职责，对其未尽责或已违法行为进行纠正与监督。从此，国有资产流失现象得到了国家法律的重点关注。理论上来说，检察行政公益诉讼制度可以有效地解决公共利益领域诉讼主体不明确的问题，但在现实中这一法律制度创新是否能够有效抑制我国大量存在的国有资产流失问题？目前尚未有学者就此展开科学和规范的实证研究。

本文的边际贡献主要在于：（1）现有文献对国有资产流失问题的研究多从政府以及企业层面展开，本文则从法律制度这一创新视角出发进行探讨，并从法律制度、法律环境变化的角度研究了如何抑制国有资产流失，丰富了国有资产流失领域研究文献。（2）现有研究检察行政公益诉讼制度的文献，主要是从法学角度对其程序设计进行探究或从环境保护领域对其效果进行测度，而本文首次利用双重差分（DID）模型研究了该制度在国有企业并购行为中的作用，进一步充实了检察行政公益诉讼制度方面的系列文献。

本文余下部分的安排如下：第二部分主要是理论性分析部分，包括对检察行政公益诉讼制度的介绍、相关文献的回顾以及假说提出；第三部分主要是实证研究设计；第四部分检验检察行政公益诉讼制度试点的实施对国有资产流失的影响，并基于企业的亏损状态以及各地区的执法强度两个视角进行了调节效应分析；第五部分是机制检验；最后是对本文研究结果的总结和相关政策性建议。

## 二、制度介绍、文献综述与研究假设

### （一）检察行政公益诉讼制度介绍

1.检察行政公益诉讼制度的探索与确立。2014年10月，党的十八届四中全会提出“探索建立检察机关提起公益诉讼制度”。2015年7月十二届全国人大常委会第十五次会议通过《全国人民代表大会常务委员会关于授权最高人民检察院在部分地区开展公益诉讼试点工作的决定》，进而确定在13个省份进行为期两年的试点。试点期间检察机关对国有资产被套取、骗用等事件给予了重点关注。例如，广州市南沙区检察院起诉黄阁镇政府不依法履职案件[[2]](#footnote-2)。通过两年的试点，检察机关通过公益诉讼促进了依法行政、维护了公共利益，试点获得重大成功。2017年6月十二届全国人大常委会第二十八次会议将其正式载入《行政诉讼法》之中，以立法的形式确定了检察行政公益诉讼制度存在的正确性和适用性。2018年3月，为了更好地适用《中华人民共和国民事诉讼法》、《中华人民共和国行政诉讼法》关于人民检察院提起公益诉讼制度的规定，以及更好地应用各地试点探索和实践经验，最高人民检察院与最高人民法院联合发布《关于检察公益诉讼案件适用法律若干问题的解释》（以下简称《解释》）对既符合诉讼基本原则又符合检察、审判职能特点的相关内容作出了规定，尤其是对行政公益诉讼诉前程序的期限做了调整。2020年12月最高人民检察院再次修正《解释》。《中华人民共和国民法典》自2021年1月1日正式实施，这为公益诉讼办案提供了直接的法律依据，也为检察官们依法办案提供了坚实的后盾。

2.检察行政公益诉讼制度的监督效力。检察机关作为规定的唯一起诉人，主要通过提出检察建议、提起公益诉讼的方式来实现司法监督权。而检察机关提起行政公益诉讼要经过以下的程序：（1）获取线索，检察机关主要通过自身履职发现或其他组织的线索移交两条途径获取案件线索，其中尤以自身履职发现为主（覃慧，2019）；（2）发出检察建议，在检察机关对案件线索调查取证之后，就会对符合提起行政公益诉讼条件的涉案主体发出检察建议；（3）提起行政诉讼，对于收到检察建议而拒不改正或改正不到位的行政机关，检察机关会向人民法院提起行政诉讼。

检察行政公益诉讼制度能够经过两年试点后在全国得到推行，其制度效力显而易见。从制度实行以来取得的实际成效来看，检察行政公益诉讼制度对于国有财产保护、国有土地使用权出让等领域的监督力度落到了实处。据最高检的统计数据显示，截至2017年6月，各试点地区检察机关共办理国有资产保护领域案件1583件；督促1700余家违法企业进行整改；通过公益诉讼挽回直接经济损失89亿余元。自2017年7月检察行政公益诉讼制度全面开展至2020年7月，全国检察机关共立案办理公益诉讼案件31万余件。从检察行政公益诉讼制度构建的理论角度来看，该制度作为一种独立的司法监督必定会对地方行政机关的权力与行为产生约束。检察行政公益诉讼制度在73个城市展开试点，地市级的检察机关对当地同为地市级及其下辖地区的行政机关、企业的监督力度毋庸置疑。但涉及到辖区内的央企或者省属国有企业时，地市级检察机关的监督效力或许会“大打折扣”。新华网2020年5月曾报道：“地方环保督察遇难题‘基层科长’难管‘国企厅官’”[[3]](#footnote-3)。从这则报道中我们可以发现地方性检察机关对于省属国有企业、央企的实际监督力度比较薄弱。而研究检察行政公益诉讼制度在国有资产领域的保护作用，不可避免地会提及国资委。国资委作为对国有资产负有监督管理职责的行政机关，检察机关同样对其享有监督权，当国资委在国有资产监督管理过程中出现失职渎职行为时，检察机关对其可以依法提起公益诉讼。显然，检察行政公益诉讼制度的出现为国资委的监督管理权套上了“枷锁”。

### （二）文献综述

1.国有资产流失。国有资产是国家拥有的一切财富和凌驾在这些财富之上的权力的总额，是国家所有权的对象。而本文涉及的国有资产主要是指企业范围内的国有资产，即国家通过多种方式对企业进行注资所形成的有效权力与利益。国有资产流失一直是存在于国有企业改革中的焦点问题，多数人认为国有资产流失现象是始于经济转轨时期，但其实该现象在传统体制时就已显现。传统体制下由于计划经济的存在，国有资产的实物形态一般不会改变，多是因投资不当造成的损失以及资产使用过程中出现的浪费（袁志刚，1995）。在对造成国有资产流失的原因进行探究时，发现学者们对其存在不同看法，本文对主要观点进行梳理总结后，大致可归为以下三个因素：首先，孔祥稳等（2017）提出国有资产所有人尚未拥有适当的监督权且没有适格主体起诉。国有资产的所有人是国家、是全体公民，所有人主体的广泛性、不唯一性导致社会公众对其的监督力度较低，同时起诉主体的不确定性也使得各相关部门难以对其进行监管。其次，Lin et al（1998）提出所有权与经营权的分离导致的“代理人问题”也是一个主要因素。最后，企业间协议转让方式盛行（唐宗明、蒋位，2002），我国对国有资产交易缺乏适当的监督体系以及评估机制，相应评估机制的缺失会使得高价值的国有资产被估以低价出售。众多涉及国有企业的并购案例中都出现了国有资产被估以低值进行出售的现象[[4]](#footnote-4)。

可见，造成国有资产流失的缘由甚为复杂，但多数学者认为国有企业改革是国有资产流失的一大“导火索”，而其问题的根源在于“代理人问题”（Lin et al，1998；潘红波等，2008；王凤荣、高飞，2012）。“代理人问题”的存在一直是学术界和政策制定者难以解决的问题，我国国有上市公司的管理者通常由政府行政任命，基本上不拥有所管理的上市企业的股份，这样他们与作为所有权掌控者的政府之间就不存在完全的利益一致性（李善民、周小春，2007）。在此情况下，国有企业管理层经营企业的目的就不是为了股东利益最大化，而是为了谋取自我利益的最大化，特定情况下甚至会做出有悖于控股人要求的行为。另外，在双方利益不完全一致性的情况下，地方政府也会因为自身的政策性负担或者政治晋升压力而去干扰当地国有上市公司的并购决策（潘红波等，2008），会通过国有控股或任命关联管理人员的方式对国有企业进行干预，最终导致投资行为被扭曲，甚至导致投资效率被损害（Chen et al，2010）。

学者们对国有资产流失主要原因的研究结果达成基本一致后，如何遏制国有资产的流失成为政府、企业以及学术界的研究新方向。

长期以来，众多学者就如何减少境内外国有资产流失、维护好国有资产安全展开了积极探索并提出相应建议。一方面，对于境内国有资产流失的防范，需要发挥好党组织参与治理（陈仕华、卢昌崇，2014）以及国资委的作用（张宁、才国伟，2021），同时对企业重大交易（例如管理层收购）进行监管（米盈，2006）；另一方面，对于境外国有资产流失的防范，则要加强对子公司的“遥控”能力并重视对信托机制的运用（周煊，2012）。另外，因我国国情的特殊性，政府对所有市场的建立和发展都具有重大影响，很少有企业能够绕过政府来开展经营活动（Jia，2014）。区别于其他企业，国有企业存在明显的政治背景，且考虑到并购交易通常是国有资产流失的重要环节，于是大量学者从政治关联角度出发，研究国有企业的并购行为（潘红波等，2008；方军雄，2008；Chen et al，2010；陈仕华、卢昌崇，2014；陈仕华等，2015；张宁、才国伟，2021）。政治关联可以作为法律保护的替代机制来保护企业利益免受政府损害，地方政府的干预行为会提升亏损国有上市公司的并购绩效（潘红波等，2008）。民营企业为寻求政府支持，更有可能在政府有经济资源配置较大自由裁量权的地区建立政治联系（Chen et al，2010），各类企业均有动机参与到此类并购活动中。而就企业内部具有政治关联的管理者来讲，高管的自身特征会对公司的并购交易行为产生影响（Finkelstein et al，2009），党组织参与治理有助于抑制潜在的国有资产流失问题（陈仕华、卢昌崇，2014）；当较好的政治晋升机会出现在国有企业管理者面前时，企业极可能会将并购作为主要的发展途径，且在并购交易中会支付较高的溢价水平（陈仕华等，2015），从而导致国有资产流失。通过对过往文献的梳理，发现鲜有学者以科学和规范的实证方法从法律制度创新的角度对国有资产流失进行研究，此领域尚显空白，需要继续探索。

2.检察行政公益诉讼制度。在检察行政公益诉讼制度试点前，学术界尤其是行政法学界就已开始对其合理性、适用性以及实用性进行探究。姜涛（2015）认为检察机关提起行政公益诉讼制度是一个值得我国学术界与政府深究的问题，尤其是当下我国行政机关普遍缺乏相应监督，其行政行为缺乏相应约束机制，而此制度可以创新性地在司法权与行政权之间架起一个桥梁，在不违反没有利益就没有起诉权的前提下促进两者之间功能秩序的实现。虽然有学者认为对司法进行新的解释便可以解决中国社会缺少行政诉讼法的困境（王太高，2002），但亦有像黄学贤等（2005）学者认为新的司法解释并不能够代替新的《行政诉讼法》的作用，也不能够达到一个完整设计的法律体系所能够实现的效果。

检察行政公益诉讼制度2015年才在国内展开试点工作，2017年被正式载入《行政诉讼法》。因历时较短，相关文献尚处于待丰富状态。学术界对于检察行政公益诉讼制度的研究主要从法学角度展开（孔祥稳等，2017；王万华，2018；覃慧，2019）。通过对检察行政公益诉讼制度本身以及试点成效分析后，多位学者一致认为检察行政公益诉讼制度通过民事公益诉讼、行政公益诉讼的方式能够加强对公共利益的保护，从根本上改变传统行政诉讼时原告力量过于薄弱的问题（王万华，2018）。检察行政公益诉讼制度建立起了对公共利益的司法救济，作为兜底性措施可以弥补其他手段监督刚性不足的缺陷，从而实现对公共利益领域的保护（梅傲寒、石晓波，2019）。除了从法学角度对检察行政公益诉讼制度进行研究外，另有一部分学者从环境保护角度对检察行政公益诉讼制度的效果进行测度（朱全宝，2017；陈天昊等，2020），发现制度试点的推行加强了对公共利益的监督力度，显著降低了工业废水的排放（陈天昊等，2020），实现了治理实效，保护了社会环境。

国有资产保护作为检察行政公益诉讼制度的另一大重点监督领域，也已吸引了相关学者关注。梅傲寒和石晓波（2019）探索检察行政公益诉讼制度在保护国有资产方面的作用，从法学视角对国有资产公益诉讼的价值功能进行了阐述，并认为检察行政公益诉讼制度的实施将对国有资产流失起到权利救济功能。但尚未有学者从实证角度将检察行政公益诉讼制度的实施与国有资产流失联系起来进行严谨分析。

### （三）检察行政公益诉讼制度与国有资产流失的影响机理分析

#### 1.检察行政公益诉讼制度与国有资产流失。2020年我国国有企业（不含金融企业）资产总额高达268.5万亿元，“家底”更加雄厚，但国有资产流失的底线依旧要牢牢抓住。国有资产流失形式丰富，但对国有上市公司而言，资产流失最严重、最重要的形式便是权力价值的流失，即国有上市公司对其拥有国有资产的控制权、监督权、剩余索取权等权力的缩减、丧失以及被窃取、滥用等（马亚军、韩文明，2003）。而检察行政公益诉讼制度的出现为管理国有资产、防止国有资产流失提供了新形式。

1. 如前文所述，虽然国资委对国有资产的运营管理负有监督权，但其更多的是行使行政监督权，其存在依旧不能解决国有资产监管责任主体构建缺失的问题。与国资委的监督权力相比，检察行政公益诉讼制度作为司法监督机制对行政行为进行重点监督，通过将国有资产保护及国有土地使用权出让明确划入检察机关履行监督职责的范围内，为国有资产权力价值流失提供了一个很好的约束机制（梅傲寒、石晓波，2019）。第二，因与股权所有者的利益不完全一致，国有企业的高管会出于为自身谋取利益的动机而侵害企业资产。但检察行政公益诉讼制度可以通过行政诉讼的方式从外部对国有企业的运营，尤其是高管的在职行为进行监督。国企高管对国有资产流失唯避之而不及，害怕被扣上“国有资产流失”的罪名（陈仕华、卢昌崇，2014）。在制度试点期间，国有资产保护领域成为检察机关重点检察范围，侵害国有资产的案件更是受到重点关注。在此背景下，国企高管会更加约束自身行为、避免做出涉及国有资产流失的举动。

检察机关通过提起行政诉讼、发出检察建议等方式加强了对行政机关的监管，提高了国家对国有资产的控制力度，同时也最大程度地避免了内部管理人因滥用职权而造成的主动性国有资产流失，从控股人及管理者两个方面缓解了国有企业的“代理人问题”。检察行政公益诉讼制度的推行以及试点期间各典型案例的解决都强烈地体现出党和政府对维护国有资产安全、减轻国有资产流失的决心。同时，该制度将检察机关作为唯一的诉讼主体，避免了其他主体作为起诉人所面临的信息不畅或取证难度大的不足，也为国有资产流失提供了有效保护途径、建立了流失追回机制（梅傲寒、石晓波，2019）。因此，根据试点期间的典型案例以及制度顶层设计目的，本文认为检察行政公益诉讼制度的实施对于国有资产流失会起到一定程度的遏制作用，并提出以下研究假设：

H1：检察行政公益诉讼制度的实施会有效抑制国有资产流失。

2.并购交易中卖方企业亏损状态的调节效应。检察行政公益诉讼制度与国有资产流失如果存在一定关系，那么什么因素又能够对这种关系的大小程度或者方向产生调节作用呢？从企业经营的关注点来看，企业是以盈利为目的。利润或者净利润是其最为关注的指标，盈利多少、是否亏损关系到企业的运营效率以及战略决策。虽然买卖双方参与并购的最终目标都是为了获取更高利润，但交易的初始动机或有不同，作为并购中资产或股权的出售方其动机无非是壮大可用资源、提高企业的可运转效率；而购买方付出资本却可能是出于获得政府支持（Chen et al，2010；蔡庆丰等，2017）、进军新行业以及弥补战略空白的动机。所以，本文将净利润作为突破口，进一步从并购交易中卖方企业实现的净利润角度对检察行政公益诉讼制度与国有资产流失的关系做分析研究。当企业未达到获取利润的目标即出现亏损，尤其是长期呈现亏损状态而缺少有效措施使其扭亏为盈时，将全部或部分资产、股权进行出让会是一个比较常态且择优的做法。在企业进行兼并收购时存在一种承担债务式并购，地方政府会出于为亏损企业找出路等目的而违反国家规定进行不当的资产评估，更甚者会采取人为方式来设定产权转让低价，致使国有资产流失（苏锡坤等，1998）。可见，在国有企业处于亏损状态时，一方面自身的经营状况使其在并购交易中处于劣势地位，不易于索要并购高价；另一方面地方政府对其进行干预的动机加强，无论是政府出于政绩考核亦或是晋升压力而积极促进并购交易的开展，这些因素的出现都将导致检察行政公益诉讼制度的实施效果受到影响。因此，本文认为企业实现的净利润状况、是否出现亏损会对检察行政公益诉讼制度实施与国有资产流失关系产生调节作用，特引入企业的亏损状态这一调节变量。基于以上分析，本文提出以下研究假设：

H2：并购交易过程中卖方企业的亏损状态会减弱国有资产流失与检察行政公益诉讼制度的负相关关系。

#### 3.地区执法强度的调节效应。虽然国家综合考量各种因素后选择了在北京、湖北、江苏等13个省、自治区、直辖市展开试点工作，但每个地区还是会由于自身经济、政治、文化等特殊性因素而在执行力度、重视程度上有不同的表现。安徽省、贵州省等地区在试点开展后就表现出了极高的积极性[[5]](#footnote-5)，贵州省的表现尤为突出，在试点开始之前就已经通过颁布地方性法规及其他规范性文件等方式来为行政公益诉讼制度的推行奠定基础。但在试点期间，北京市、云南省却并未就检察行政公益诉讼制度的推行出台支持性文件。从检察机关公益诉讼结果来看，各地区政府部门对试点政策的重视程度必然会影响制度试点的执行效率与成果（覃慧，2019）。政府部门如果直接以出台正式文件的形式来表示对检察行政公益诉讼制度的支持，那么当地检察机关也会承受较大政策性压力、积极性会相应提高，其他部门也会更加配合检察机关的工作，有利于检察机关进行案件线索的发现；反之，检察机关自身可能出现懈怠、对线索发现不积极或不及时，各部门提供的配合程度也有限，这些都会给试点成效造成损害。考虑到各地区执法力度不同可能给检察行政公益诉讼制度的实施带来的影响，本文引入执法强度这一变量做调节效应分析，并提出以下假设：

H3：各地区的执法强度会强化国有资产流失与检察行政公益诉讼制度的负相关关系。

## 三、研究设计

### （一）样本选择与数据来源

本研究所选择的样本均来自国泰安《中国上市公司并购重组研究数据库》，考虑到我国2007年开始实行了新会计准则以及检察行政公益诉讼制度于2017年6月底结束试点，本文首先选取2008年至2017年的全部并购交易数据作为初始选择，然后参考陈仕华和卢昌崇（2014）在研究国有资产流失时使用的样本筛选办法，从初始样本中选择卖方公司为国有上市公司且其当期出售资产或股权的样本，并剔除未公布交易价格或标的净资产的样本，最终筛选出1567个可被准确测算出并购溢价数据的样本。最终使用样本在研究期间的并购数量分布如图1所示。由图可知，随着国有企业体制改革的逐步推进，并购笔数基本呈现增长趋势。但2014年国企改革领导小组成立，国企改革方案的顶层设计处于逐步完成阶段，在改革方案并不完善的初期，贸然行动并不科学，因而该年国有企业作为卖方参与并购的数量有所下降。为避免极端异常值的影响，本文主要对并购溢价数据在上下1%水平上进行缩尾处理。

图1 最终使用样本年度分布

为了避免因样本选择给研究带来的问题，本文将并购交易中卖方为国有上市公司的样本（4336个并购样本）分成两组，即被筛选掉的样本和最终使用的有效样本，进行差异性检验。检验结果如表1所示，被筛选掉的样本与最终使用的有效样本在成长性（*Growth*）、资产负债率（*Lev*）、冗余资源（*Slack*）以及盈利能力（*ROA*）等关键公司特征方面均无显著性差异。说明本文最终使用样本是有效的，可以代表所有样本进行实证研究。

表1 样本差异性检验结果

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量 | 被筛选掉的样本 | | 最终使用的有效样本 | | 差异性检验 | |
| N | 均值 | N | 均值 | t值 | 显著性 |
| *Growth* | 2,715 | 0.133 | 1,567 | 0.141 | -0.506 | 0.613 |
| *Lev* | 2,750 | 0.576 | 1,567 | 0.575 | 0.082 | 0.935 |
| *Slack* | 2,715 | 1.305 | 1,567 | 1.330 | -0.907 | 0.365 |
| *ROA* | 2,750 | 0.013 | 1,567 | 0.014 | -0.539 | 0.590 |

### （二）变量定义

#### 1.被解释变量：并购溢价（Premium）。在检察行政公益诉讼制度冲击下，本文认为最为理想的衡量国有资产流失程度的指标数据应该来自制度实施前、后期涉及国有资产流失的法律案件。但在试点之初，最高检曾内部发文要求有关检察公益诉讼的案件报道须经层报最高检批准后方可组织宣传。这就导致目前全网可查询到的涉及国有资产流失案件较少，不足以支撑整个文章的实证研究。因此，本文借鉴陈仕华和卢昌崇（2014）在研究国有资产流失时的做法，采用并购溢价指标来衡量并购中的国有资产流失程度，并购溢价值与所代表的国有资产流失程度成反比。

关于并购溢价的计算方法，国外的学者们（Barclay & Holderness，1991；Kim et al，2011）主要通过计算股票的收购价与市值之间的差额占市值的比例来衡量。但是由于我国国情的特殊性，像是市场化程度不高及证券市场前期实行审批制导致的“借壳上市”等众多因素的存在，这种惯用于西方资本市场的计算方法并不适合应用到国内的并购交易活动中。因此，国内学者（唐宗明、蒋位，2002）根据我国资本市场的特殊性，提出将账面净资产作为基础来计算并购溢价。由于本文主要研究国内市场的并购交易活动，因此决定沿用国内学者的计算方法，即

并购溢价=（交易价格—标的净资产）÷标的净资产 （1）

#### 2.解释变量：检察行政公益诉讼制度试点（DIDjt）。检察行政公益诉讼制度于2015至2017年在13个省、自治区、直辖市的73个城市开展试点工作，具体试点地区见表2。本文设置了两个虚拟变量*Treatij*和*Policyit*，核心解释变量*DIDjt=Treatij\*Policyit*，在研究样本期内，如果企业*i*所在城市*j*被选为检察行政公益诉讼制度试点城市，*Treatij*取1，否则取0；如果时间*t*>=2015，则*Policyit*取1，否则取0。

表2 检察行政公益诉讼制度试点地区

|  |  |
| --- | --- |
| 13个试点省、  自治区、直辖市 | 73个试点城市 |
| 北京市 | 北京市 |
| 安徽省 | 蚌埠市、滁州市、阜阳市、合肥市、六安市、芜湖市、宿州市、宣城市 |
| 福建省 | 福州市、龙岩市、南平市、泉州市、三明市 |
| 甘肃省 | 白银市、嘉峪关市、酒泉市、兰州市、陇南市、庆阳市、天水市、张掖市 |
| 广东省 | 广州市、清远市、汕头市、韶关市、深圳市、肇庆市 |
| 贵州省 | 贵阳市、六盘水市 |
| 湖北省 | 黄冈市、黄石市、荆门市、荆州市、十堰市、随州市、武汉市、咸宁市、孝感市、宜昌市 |

续表2

|  |  |
| --- | --- |
| 13个试点省、  自治区、直辖市 | 73个试点城市 |
| 吉林省 | 白城市、白山市、吉林市、四平市、通化市、长春市 |
| 江苏省 | 常州市、南京市、苏州市、泰州市、无锡市、徐州市、盐城市 |
| 内蒙古自治区 | 包头市、赤峰市、鄂尔多斯市、呼和浩特市、呼伦贝尔市 |
| 山东省 | 德州市、聊城市、临沂市、青岛市、潍坊市、烟台市 |
| 陕西省 | 宝鸡市、汉中市、西安市、咸阳市、榆林市 |
| 云南省 | 昆明市、临沧市、普洱市、曲靖市 |

#### 3.控制变量。已有研究发现，支付方式会对并购溢价水平产生影响，在并购双方信息不完全对称情况下，买方企业若在并购交易中选择现金支付方式一定程度上就说明企业实力雄厚，进而提高其在交易中的优势地位，降低卖方企业索要的并购溢价水平（Slusky & Caves，1991）。关联交易同样会缓解信息不对称问题、降低代理成本，对并购行为产生影响（李善民、周小春，2007；王凤荣、苗妙，2015）。也有研究表明，公司股权结构（Jensen & Meckling，1976）、企业的成长性指标（Kim et al，2011）、公司规模（Hayward & Hambrick，1997）会对并购溢价水平有显著性影响。另借鉴多位学者的研究（潘红波等，2008；王凤荣、高飞，2012；陈仕华、卢昌崇，2014），本文还选取了相对绩效、盈利能力、资产负债率、赫芬达尔指数、市场化指数、人均GDP以及地方财政收入变量作为控制变量。综上，本文从企业、行业以及地区三个层面选取了一系列控制变量，具体定义如表3所示。同时还控制了时间效应、行业效应以及地区效应。

表3 控制变量

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 分类 | 变量名称 | 变量符号 | 变量定义 |
| 企业层面 | 支付方式 | *Method* | 并购是否采取现金支付方式，若采取现金支付则取值为1，否则为0 |
| 关联并购 | *Rpt* | 并购是否属于关联交易，若属于关联交易则取值为1，否则取0 |
| 相对绩效 | *Profit* | 净资产收益率减去同行业平均净资产收益率 |
| 成长性 | *Growth* | （当年营业收入－上一年度营业收入）/上一年度营业收入 |
| 高管持股 | *Holding* | 用公司董监高持股比例表示 |
| 规模 | *Size* | 公司实现的资产总计，并取对数 |
| 冗余资源 | *Slack* | 流动资产/流动负债，即流动比率 |
| 盈利能力 | *ROA* | 公司实现的净利润/总资产平均余额 |
| 第一大股东持股比例 | *Ls* | 公司第一大股东持股比例 |
| 资产负债率 | *Lev* | 负债总额/资产总计 |
| 行业层面 | 赫芬达尔指数 | *HHIA* | 衡量行业集中度，剔除存在新上市、退市等异常情况的公司 |
| 地区层面 | 市场化指数 | *Marketization* | 各省份的市场化指数 |
| 人均GDP | *PGDP* | 我国各城市实现的人均国内生产总值，并取对数 |
| 地方财政收入 | *Revenue* | 用我国各城市的地方财政收入数据表示，并取对数 |

### （三）模型设定

本文利用基于准自然实验的双重差分模型来探索检察行政公益诉讼制度的实施给国有资产流失带来的影响，设计了如下模型来进行假设检验：

*Premiumit=β0*＋*β1DIDjt*＋*β2Treatij*＋*β3Policyit*＋*β4Controlsit-1*＋*γt*＋*μr*＋*θj*＋*ε*  （2）

其中，*Premiumit*表示并购溢价；*β0*表示常数项；*DIDjt*表示检察行政公益诉讼制度试点实施，即本文研究的自变量，是虚拟变量*Treatij*和*Policyit*的乘积，表示企业*i*所属城市*j*在时间*t*是否实行了检察行政公益诉讼制度，若实行则取值为1，否则取值为0，系数*β1*反映的是政策效应，并且因为试点时间较短，此政策效应为短期效应；在研究样本期内，如果企业*i*所在城市被选为检察行政公益诉讼制度试点城市，*Treatij*取1，否则取0；当样本观测值发生在检察行政公益诉讼制度试点之后（即2015年及之后），*Policyit*取值为1，否则取值为0；*Controlsit-1*代表一系列相关控制变量，除支付方式（*Method*）及关联并购（*Rpt*）外，其余控制变量用企业并购前一年的数据表示；*γt*为时间固定效应、*μr*为行业固定效应、*θj*为地区固定效应，*ε*为随机干扰项。

### （四）描述性统计结果

表4给出了主要变量的描述性统计结果，从表中可以看到并购溢价（*Premium*）的均值是1.217，标准差为4.216，最小值和最大值分别为-7.100和30.863，说明企业并购交易样本中并购溢价水平存在着较大差异。第一大股东持股比例（*Ls*）的均值是0.369，标准差、最小值和最大值分别为0.151、0.036和0.849，说明企业间股权集中度存在较大的差异。市场化指数（*Marketization*）的最小值和最大值分别为0.060、10.920，存在较大差异。同样，地方财政收入（*Revenue*）、规模（*Size*）及冗余资源（*Slack*）等变量均存在较大差异。

表4 主要变量描述性统计

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量 | 观测数量 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
| *Premium* | 1,567 | 1.217 | 4.216 | -7.100 | 30.863 |
| *ROA* | 1,567 | 0.014 | 0.052 | -0.155 | 0.127 |
| *Ls* | 1,567 | 0.369 | 0.151 | 0.036 | 0.849 |
| *Lev* | 1,567 | 0.575 | 0.196 | 0.019 | 0.996 |
| *Marketization* | 1,567 | 7.475 | 1.822 | 0.060 | 10.920 |
| *PGDP* | 1,567 | 11.313 | 0.745 | 9.806 | 12.818 |
| *Revenue* | 1,567 | 24.769 | 1.460 | 21.294 | 27.186 |
| *HHIA* | 1,567 | 0.138 | 0.158 | 0.014 | 1.000 |
| *Profit* | 1,567 | -0.010 | 0.169 | -0.225 | 0.615 |
| *Growth* | 1,567 | 0.141 | 0.614 | -0.844 | 3.073 |
| *Holding* | 1,567 | 0.002 | 0.014 | 0.000 | 0.258 |
| *Size* | 1,567 | 22.472 | 1.316 | 18.428 | 28.004 |
| *Slack* | 1,567 | 1.330 | 0.839 | 0.288 | 4.454 |
| *Method* | 1,567 | 0.955 | 0.208 | 0.000 | 1.000 |
| *Rpt* | 1,567 | 0.577 | 0.494 | 0.000 | 1.000 |

## 四、实证结果与分析

### （一）基本回归结果

表5中的列（1）至（3）回归结果均说明检察行政公益诉讼制度的实施提高了国有企业在并购交易中的溢价水平，亦即遏制了国有资产流失。从列（1）可以看出，在加入控制变量时*Treat\*Policy*估计系数为0.151，在1%的水平上显著；在控制了行业和地区效应后，列（2）交互项的估计系数依旧显著为正；列（3）在列（2）的基础上又增加了时间固定效应，*Treat\*Policy*的估计系数在5%水平上显著且为0.498。本文由此可以得出结论，检察行政公益诉讼制度试点的实施有效地抑制了国有资产流失，假设H1得到支持。国家通过法律制度层面的创新，提高了对公共利益的监督，有效维护了国有资产安全、促进国有资产保值增值。检察行政公益诉讼制度的实施给地方行政机关以及国有企业内部管理者敲响了警钟，为了不承担低价出售国有资产的责任、不担负国有资产流失的过错，他们会主动在并购交易中索要较高水平的溢价（陈仕华、卢昌崇，2014）。并购溢价率的提高，最终使国有资产流失现象得到了一定程度的抑制。

表5 基本回归结果

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 变量名称 | (1) | (2) | (3) |
| *Treat\*Policy* | 0.151\*\*\*  (64.58) | 0.556\*  (10.30) | 0.498\*\*  (22.03) |
| *Treat* | -0.109  (-2.27) | 3.421\*  (8.23) | 4.568  (1.34) |
| *Policy* | -0.033  (-0.33) | -0.196  (-0.38) | -0.012  (-0.01) |
| *ROA* | 7.158  (2.56) | 5.760  (1.43) | 6.602  (1.83) |
| *Ls* | -2.104  (-1.20) | -1.321  (-0.98) | -1.309  (-1.03) |
| *Lev* | 1.793  (1.68) | 0.787  (0.51) | 0.798  (0.44) |
| *Marketization* | 0.006  (0.40) | -0.064  (-0.74) | -0.234  (-0.49) |
| *PGDP* | -0.134  (-0.80) | 0.037  (0.02) | -0.183  (-0.09) |
| *Revenue* | 0.174  (3.16) | 0.130  (2.14) | 0.189\*  (12.46) |
| *HHIA* | -0.188  (-0.17) | -0.302  (-0.59) | -0.476  (-0.91) |
| *Profit* | 1.917\*\*  (15.44) | 1.764\*  (8.22) | 1.973\*\*  (14.49) |
| *Growth* | 0.011  (0.04) | 0.019  (0.04) | -0.043  (-0.07) |
| *Holding* | -18.711\*\*\*  (-220.46) | -12.809  (-0.89) | -13.102  (-0.95) |
| *Size* | -0.027  (-0.46) | -0.085  (-1.40) | -0.091  (-1.37) |
| *Slack* | 0.358\*  (6.63) | -0.053  (-2.09) | -0.053  (-0.67) |
| *Method* | -0.524  (-1.26) | -0.719  (-1.95) | -0.828  (-1.50) |

续表5

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 变量名称 | (1) | (2) | (3) |
| *Rpt* | -0.491  (-1.86) | -0.663  (-2.79) | -0.660  (-4.13) |
| 时间效应 | NO | NO | YES |
| 行业效应 | NO | YES | YES |
| 地区效应 | NO | YES | YES |
| *C* | -0.957  (-3.01) | -2.383  (-0.12) | -0.543  (-0.02) |
| *R2* | 0.016 | 0.176 | 0.186 |
| *N* | 1,567 | 1,567 | 1,567 |

注：括号中为t值，\*\*\*、\*\*、\*分别代表在1%、5%和10%的统计水平上显著，下同。

从控制变量来看，高管持股（*Holding*）在1%水平上显著为负，说明高管持股比例与企业出售股权或资产时索要的溢价水平呈现负相关关系。这是因为当高管持股比例相对较高时，其自身利益已经与企业利益趋于一致，盈利弱并不是由于高管的懈怠（Jensen & Meckling，1976），这时如果再进行股权或资产的出售则不会达到一个较高的并购溢价水平。冗余资源（*Slack*）显著为正，说明企业冗余资源越多时可索要的并购溢价水平就越高，与Kim et al（2011）研究结果一致。相对绩效（*Profit*）在列（1）至（3）中均显著为正，表明被并购企业在同行业中的绩效水平越高也就越有利于其在并购中索要高水平的溢价，这一结论也符合Hayward & Donald（1997）认为相对绩效对并购溢价有显著影响的研究发现。

### （二）稳健性检验

#### 1.平行趋势及动态效果检验。满足平行趋势假设是使用双重差分模型的一个前提条件，即处理组和对照组两组样本在冲击或者政策发生前必须具有可比性。借鉴已有研究（陈天昊等，2020），对检察行政公益诉讼制度试点实施当年以及前、后各两年的平行趋势和动态效果进行检验。检验结果如表6所示，试点实施前两年*Before2*、前一年*Before1*的估计系数均不显著，表示通过平行趋势假定，满足使用双重差分模型的前提条件。从动态效果来看，2016年后估计系数值的大小以及显著性均有所提高，说明随着检察行政公益诉讼制度试点推行的深入，部分责任人或责任单位被依法处理、典型性案例被公开，加之检察机关本身所担负的政策性压力，都使其政策效果有所增强，从而对国有资产流失产生了较强的“威慑作用”。

表6 平行趋势及动态效果检验

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 变量名称 | (1) | (2) |
| *Before2* | -0.185  (-3.66) | -0.020  (-0.34) |
| *Before1* | -0.634  (-1.95) | -0.553  (-3.50) |
| *Current* | 0.748\*\*\*  (177.05) | 0.925\*\*  (17.32) |
| *After1* | 0.852\*  (7.82) | 1.018\*  (7.85) |
| *After2* | 1.249\*\*  (36.78) | 1.487\*  (6.94) |

续表6

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 变量名称 | (1) | (2) |
| 控制变量 | NO | YES |
| 时间效应 | YES | YES |
| 行业效应 | YES | YES |
| 地区效应 | YES | YES |
| *C* | -0.155  (-0.19) | -1.008  (-0.05) |
| *R2* | 0.185 | 0.194 |
| *N* | 1,567 | 1,567 |

2.安慰剂检验。除检察行政公益诉讼制度实施这一因素，其他的一些政策、战略以及随机性因素也可能使得国有企业资产流失情况产生差异，从而导致基本回归结果不成立。为了进一步排除其他不可观测因素所带来的影响，本文进行了安慰剂检验。首先，本文通过随机抽样的方式构建虚拟的处理组和对照组（叶永卫、李增幅，2020），并同样利用双重差分模型进行回归，结果如表7列（1）与列（2）所示。从表中可以看出无论模型中是否加入控制变量，*Treat\*Policy*项均不显著。其次，本文通过虚构政策实施时间来进行安慰剂检验，将样本时间范围控制在2008年至2014年间，并假设检察行政公益诉讼制度试点的实施是在2011年，重新进行回归后的结果如列（3）所示，交互项系数并不显著。这也就说明了国有企业并购交易中溢价率的提高、国有资产流失的减少并不是由不可观测的因素带来的，而是由检察行政公益诉讼制度试点引起的。同时，更进一步的说明了本文基准回归的稳健性。

3.排除同期制度干扰。2016年8月，国务院办公厅印发《国务院办公厅关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》，显然，这将对国有企业在经营过程中导致的国有资产流失产生监督作用。鉴于检察行政公益诉讼制度试点时间为2015年7月至2017年6月，试点时间与国有企业违规经营投资责任追究制度实施时间存在重叠，因此本文对干扰基本回归结果的同期制度干扰予以排除。本文特设置违规经营（*Violation*）变量，当样本观测值发生在国有企业违规经营投资责任追究制度实施以后（即2016年及之后），*Violation*取值为1，否则取值为0。将违规经营（*Violation*）变量加入基准模型后进行回归，结果如表7列（4）所示，*Treat\*Policy*项系数在5%水平上显著为正，基本回归结果依旧稳健。

4.更改样本范围。直辖市与其他城市相比，其在政策扶持、人口规模、经济活力、开放程度等方面都有着明显的优越性。为了避免因直辖市与其他城市的不同而引起的检验误差，本文剔除直辖市样本后重新进行回归（唐松等，2020）。结果如表7列（5）所示，在剔除直辖市样本后结果依然是显著的。另外，本文还将样本范围缩小到13个试点省份内已确定的试点城市和参选而未被选中的部分城市，总共143个样本城市（陈天昊等，2020）。如列（6）所示，在缩小样本范围后，回归结果中*Treat\*Policy*项系数依旧是显著为正的。

5.倾向得分匹配（PSM）。为了进一步的缓解内生性问题，本文采用倾向性得分匹配的方法进行稳健性检验，使处理组和对照组在各方面特征上尽可能地接近。各变量标准化偏差如图2所示，处理组和对照组的特征变量在匹配后的偏差相比未匹配时明显变小，基本上都在0附近。在进行平衡性检验后，显示匹配后的t值并不显著异于0，满足平衡性要求[[6]](#footnote-6)。

在重新匹配处理组和对照组的变量之后，本文再次进行回归。表7列（7）给出了在卡尺（caliper）半径为0.005时的检验结果，可以看到*Treat\*Policy*项估计系数显著为正。为了做到最大程度的消除选择性偏差，本文选择更为严格的卡尺半径0.0001来进行匹配，匹配后的回归结果如列（8）所示，*Treat\*Policy*项估计系数显著为正。

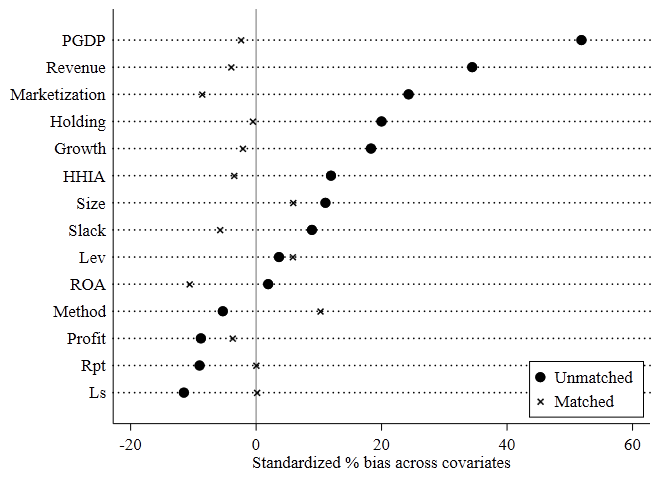


图2 各变量标准化偏差

表7 安慰剂检验、排除同期制度干扰、更改样本范围和PSM倾向得分匹配回归结果

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量名称 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
| 虚构处理组 | | 虚构政策时间 | 排除同期制度干扰 | 剔除直辖市 | 试点与参选试点城市 | caliper半径=0.005 | caliper半径=0.0001 |
| *Treat\*Policy* | -0.095  (-0.18) | -0.287  (-0.35) | -0.454  (-1.98) | 0.498\*\*  (22.03) | 0.359\*  (7.33) | 0.239\*\*  (14.12) | 0.318\*  (10.86) | 1.485\*  (7.05) |
| *Treat* | -1.256  (-1.24) | -4.351  (-3.67) | 3.192  (2.32) | 4.568  (1.34) | -3.258  (-3.00) | 5.193  (2.24) | 2.431  (3.21) | 15.960  (2.46) |
| *Policy* | 0.108  (1.00) | 1.168  (0.41) | -0.435  (-0.35) | -0.968  (-1.08) | -0.516  (-0.23) | 1.737  (4.18) | -1.061  (-0.81) | -6.449  (-0.38) |
| *Violation* |  |  |  | 0.956  (1.21) |  |  |  |  |
| 控制变量 | NO | YES | YES | YES | YES | YES | YES | YES |
| 时间效应 | YES | YES | YES | YES | YES | YES | YES | YES |
| 行业效应 | YES | YES | YES | YES | YES | YES | YES | YES |
| 地区效应 | YES | YES | YES | YES | YES | YES | YES | YES |
| *C* | 1.286  (2.16) | 18.179  (0.82) | 2.806  (0.14) | -0.543  (-0.02) | -6.090  (-0.40) | 12.918\*\*  (20.37) | -7.333  (-0.50) | -24.399  (-0.17) |
| *R2* | 0.213 | 0.220 | 0.198 | 0.186 | 0.183 | 0.153 | 0.189 | 0.496 |
| *N* | 1,567 | 1,567 | 1,031 | 1,567 | 1,093 | 1,109 | 1,475 | 336 |

#### 6.替换被解释变量。本文在计算被解释变量并购溢价（*Premium*）时，沿用了国内学者的普遍做法，用账面净资产作为基础进行了基本回归检验，且结果显著。但因本文所研究样本范围内有部分样本涉及上市公司的股权交易，为避免因计算方式的选择而引起的实验误差，因此通过替换被解释变量的方式进行稳健性检验（李成友等，2021）。本文设置变量*Premium\_stock*代替原有被解释变量*Premium*重新进行回归检验。借鉴国外学者一般做法（Barclay & Holderness，1989；Kim et al，2011），本文将变量*Premium\_stock*定义为以股票市值为计算基础得出的并购溢价。具体计算公式：

并购溢价=（每股成交价格—每股市值）÷每股市值 （3）

替换被解释变量后，对样本进行新一轮的实证检验，检验结果如表8所示。可以看到，列（1）与列（2）结果仍然显著为正。假设H1依然成立，即检察行政公益诉讼制度的实施会抑制国有资产流失。本文所采用的并购事件样本中，部分样本涉及土地等资产的交易。为避免因土地等资产与股权资产之间的差异而对实验结果产生影响，列（3）与列（4）特将涉及土地等资产的并购事件剔除，只针对标的物为股权的样本进行了新的回归检验。显然，交互项*Treat\*Policy*系数显著且为正值，假设H1得到支持。

表8 替换被解释变量

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量名称 | (1)  *Premium\_stock* | (2)  *Premium\_stock* | (3)  *Premium\_stock* | (4)  *Premium\_stock* |
| *Treat\*Policy* | 0.021\*\*  (17.48) | 0.021\*\*  (18.96) | 0.134\*  (6.95) | 0.103\*\*  (46.77) |
| *Treat* | -0.026  (-0.71) | -0.046  (-0.39) | -0.143  (-1.90) | -0.927  (-0.99) |
| *Policy* | -0.017  (-2.66) | -0.005  (-0.31) | -0.127  (-5.17) | -0.883  (-1.10) |
| 控制变量 | YES | YES | YES | YES |
| 时间效应 | NO | YES | NO | YES |
| 行业效应 | YES | YES | YES | YES |
| 地区效应 | YES | YES | YES | YES |
| C | -0.973\*  (-8.22) | -1.034  (-3.68) | -1.405  (-2.58) | -11.408  (-1.13) |
| R2 | 0.226 | 0.237 | 0.191 | 0.204 |
| N | 1,567 | 1,567 | 1,337 | 1,337 |

### （三）异质性分析

#### 1.卖方企业层级的异质性分析。本文从国企层级角度出发，对检察行政公益诉讼制度试点推行给国有资产流失带来的影响进行分类讨论。考虑到检察行政公益诉讼制度是在13个省、自治区、直辖市内选择了73个城市作为试点，试点地区为城市级别，所以市级及以下地方政府所控制国有企业受到的冲击最为直接，而省属国有企业及央企因不属于试点城市检察机关的直接检察范围受到的冲击会比较小。据此，本文以市为界限将国有企业按层级分成两类：一类为市及以下层级国企，另一类则为省属国有企业或央企。回归结果如表9所示，从列（1）可以看到当并购中卖方为市及以下层级国企时，检察行政公益诉讼制度试点的实施对国有资产流失起明显的抑制作用；列（2）结果说明检察行政公益诉讼制度试点的实施对省属国有企业或央企的资产流失没有明显的抑制作用。组间系数差异检验结果显示p值为0.097，表明相较于省属国有企业或央企，市及以下层级国有企业的资产流失受到检察行政公益诉讼制度实施的抑制性影响更强。基于并购交易导致的控制权转移以及对被并购企业所在地经济发展、社会就业产生的影响，地方政府确实有动机对直接控制企业的并购决策进行干预（潘红波等，2008），这些企业更易实施本地并购以及无关的多元化并购，而央企具有中央政府背景所赋予的权威不易受地方政府干预（方军雄，2008），省属国有企业亦然。检察行政公益诉讼制度的实施，使得检察机关对地方行政机关的监督力度增强，地方政府对直接控制企业的干预行为受到约束，从而使市及以下层级的地方性国有企业资产流失受到更强烈冲击。

2.买方企业性质的异质性分析。在国有企业体制改革以及大力提倡搞活民营经济的过程中必定会出现大量国有资产出售给民营企业或其他非国有企业的现象，民营企业也乐于借此机会与政府产生联系，享受“政府关系”带来的便利（Chen et al，2010）。因此，本文根据企业性质将买方企业分为国有企业和非国有企业两类，并进一步从并购中买方企业性质出发来讨论检察行政公益诉讼制度试点的实施给国有资产流失带来的影响。回归结果如表9列（3）与列（4）所示，当并购中的买方为国有企业时，制度的实施没有起到明显抑制资产流失的作用；当买方为非国有企业时，制度实施对国有资产流失起明显的抑制作用。组间系数差异检验结果显示p值为0.080，说明列（3）与列（4）中*Treat\*Policy*系数差异显著，表明与国有企业相比，当买方企业为非国有性质时并购引起的国有资产流失会受到检察行政公益诉讼制度更强的抑制作用。国有企业间进行并购交易时，资产只是在国企内部进行流动，其国有属性不会发生改变，并不属于严格意义上的国有资产流失；而国有企业与非国有企业的并购交易中会出现资产性质的转变，控制权也从国家手中被转移出来，导致实际上的国有资产流失问题，需要重点关注（陈仕华、卢昌崇，2014）。因此，检察行政公益诉讼制度制度试点的实施首先对国有企业流向非国有企业的资产交易起到了一个重点监督作用。

表9 异质性分析回归结果

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量名称 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
| 市及以下层级国企 | 省属国有企业/央企 | 买方为国企 | 买方非国企 | 跨省并购 | 非跨省并购 | 跨行业并购 | 非跨行业并购 |
| *Treat\*Policy* | 0.751\*  (6.59) | 1.139  (5.03) | 0.435  (2.25) | 0.614\*\*  (15.89) | 1.317\*\*  (35.51) | 0.228  (2.02) | 0.258\*\*  (15.73) | 0.169  (0.13) |
| *Treat* | 0.595  (0.11) | -6.524  (-3.85) | 9.543  (3.85) | -1.237  (-0.45) | -4.082  (-0.39) | 5.359\*  (8.34) | -0.007  (-0.00) | 5.840\*  (7.73) |
| *Policy* | 1.215  (1.66) | -5.225  (-1.42) | 0.660  (2.21) | 1.608  (1.74) | -1.934  (-0.63) | 1.293  (0.29) | 0.620  (1.03) | 4.288  (4.92) |
| *ROA* | 3.273\*\*  (19.45) | 1.093  (0.06) | -5.117  (-1.05) | 12.165  (1.81) | 3.574  (0.12) | -0.548  (-4.29) | 3.430\*  (10.91) | -15.780  (-0.92) |
| *Ls* | -1.378  (-1.01) | -4.015\*  (-11.14) | -0.922\*  (-11.60) | 0.991  (0.98) | 1.526  (1.07) | -1.458  (-1.62) | -0.545  (-0.36) | 3.446  (3.53) |
| *Lev* | -0.153  (-0.07) | -0.251  (-0.38) | 0.853  (0.80) | 1.564\*  (7.70) | 5.058  (1.88) | -0.774  (-0.39) | 0.830  (0.48) | -2.546  (-0.76) |
| *Marketization* | -0.121  (-0.21) | 0.889  (2.35) | -0.503  (-6.23) | 0.337  (1.72) | 0.525  (0.42) | -0.233  (-0.63) | 0.013  (0.07) | -0.228  (-0.76) |
| *PGDP* | -4.112  (-4.56) | 5.474  (2.32) | 1.042  (3.78) | -2.364  (-1.08) | 3.073\*  (8.58) | -1.310  (-0.32) | -0.880  (-0.88) | -2.577  (-0.66) |
| *Revenue* | 0.828  (2.07) | 0.106  (0.28) | -1.011  (-2.80) | 1.010\*  (7.89) | 0.476  (0.30) | -0.265  (-1.44) | 0.456  (0.62) | -1.056  (-3.22) |
| *HHIA* | -2.488  (-2.01) | 1.291  (1.02) | -0.290  (-1.22) | -2.199  (-0.35) | 2.252  (0.25) | -1.773  (-2.01) | -2.053  (-1.12) | 3.360  (1.03) |
| *Profit* | 1.313  (0.83) | 1.934  (0.72) | -1.691  (-1.02) | 3.363  (1.13) | 1.105  (0.16) | 0.235  (0.26) | 0.832  (0.90) | -1.735\*\*  (-22.12) |
| *Growth* | -0.199  (-0.32) | 0.123  (0.25) | -0.307  (-1.78) | 0.165  (0.27) | 0.071  (0.29) | -0.033  (-0.06) | -0.032  (-0.07) | 0.820  (0.50) |
| *Holding* | 12.617  (4.63) | 4.084  (0.16) | 1.556  (0.17) | -7.111  (-0.60) | -6.978  (-0.15) | -4.611  (-0.81) | -17.401  (-3.58) | 42.262  (1.28) |
| *Size* | -0.021  (-0.17) | -0.319  (-1.84) | -0.053  (-1.30) | -0.054  (-0.22) | -0.425  (-1.16) | 0.007  (0.41) | -0.079  (-0.47) | 0.124  (1.81) |

续表9

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量名称 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
| 市及以下层级国企 | 省属国有企业/央企 | 买方为国企 | 买方非国企 | 跨省并购 | 非跨省并购 | 跨行业并购 | 非跨行业并购 |
| *Slack* | 0.041  (0.50) | 0.066  (0.56) | 0.030  (0.41) | 0.030  (0.47) | 0.241  (2.03) | 0.056  (1.65) | 0.053  (0.57) | 0.046  (0.27) |
| *Method* | -1.978  (-0.98) | -0.675  (-5.18) | -0.297  (-0.60) | -2.415  (-2.00) | -2.470\*\*  (-24.59) | -0.249\*  (-7.32) | -0.943  (-4.74) | -1.116  (-0.33) |
| *Rpt* | -0.704  (-3.44) | -0.383  (-0.96) | -0.390  (-0.99) | -0.277  (-0.78) | -0.663  (-2.00) | -0.641  (-3.67) | -0.281  (-4.16) | -1.341  (-4.65) |
| 时间效应 | YES | YES | YES | YES | YES | YES | YES | YES |
| 行业效应 | YES | YES | YES | YES | YES | YES | YES | YES |
| 地区效应 | YES | YES | YES | YES | YES | YES | YES | YES |
| *C* | 31.665\*\*  (20.82) | -57.546  (-2.28) | 12.048  (1.16) | 1.186  (0.07) | -40.785  (-0.98) | 20.249  (0.40) | 1.154  (0.11) | 55.212  (1.21) |
| *R2* | 0.266 | 0.369 | 0.223 | 0.366 | 0.437 | 0.292 | 0.207 | 0.559 |
| *N* | 698 | 403 | 847 | 565 | 482 | 883 | 1,098 | 210 |
| 组间差异 | p value=0.097 | | p value=0.080 | | p value=0.049 | | p value=0.381 | |

3.并购交易活动是否跨越省份的异质性分析。中国存在地区市场分割，而中央政府将部分国有企业的管辖权下放到省一级使得地方政府拥有实质上的所有权是中国省际地区市场分割存在的一个重要因素（银温泉、才婉茹，2001）。我国由于存在行政力量对资源配置的干预，经济发展呈现零散分割状态、跨地区协作水平也比较低下。省际地区市场分割的存在给不少投机行为提供了可能，某些企业或个人借用地区市场分割实现自身非法利益[[7]](#footnote-7)。但是，企业间的并购交易并不会因此而局限于其所处的行政区域内，跨省进行并购是其正常交易状态。根据以上分析，本文决定从并购活动是否跨越省份这个角度出发来进一步探索检察行政公益诉讼制度与国有资产流失之间的关系。如表9所示，列（5）、列（6）对并购交易活动是否跨越省份进行了回归，结果显示跨省并购的*Treat\*Policy*估计系数显著为正，非跨省并购交易的估计系数不显著且为负值。组间系数差异检验结果显示，*Treat\*Policy*系数差异在5%水平上显著。可见，相比于发生在省内的并购行为，买卖双方在跨省层面进行并购活动时，其国有资产流失受到检察行政公益诉讼制度实施带来的抑制影响更为强烈。通过对中国社会情况进行具体分析，本文发现“灯下黑”以及“人情社会”的存在是其重要影响因素。“灯下黑”的存在使得检察机关对于本地区内国有资产流失现象的察觉较为不敏感，毕竟相较于跨省并购来说非跨省并购交易就属于“灯下黑”的范围，这使得试点期间内非跨省并购中的国有资产流失未受到检察行政公益诉讼制度实施的明显抑制。另外，中国人自古至今一直具有很强的人情观念，极度重视人际关系，这种人际关系发展使得“事本主义”受到了挑战（王思斌，1996）。相比非跨省并购交易行为，跨省并购反而受到制度实施更强的抑制作用正是由于中国现阶段正处于一个“人情社会”的状态，同一省份各机关因复杂的人际关系而变得紧密相连、利益同体。为了维护地方政绩和自身人际关系的稳定，检察机关会违背“事本主义”遵从“人情主义”，忽略本省范围内某些违法违规案件，转而盯住涉及外省的违规事件。在摆脱“不作为”帽子的同时，维护同地区相关部门、相关人员的利益。

4.并购交易活动是否跨越行业的异质性分析。政府经常会利用颁布产业政策的方式来达到引导行业发展、调整产业结构的目的，这会激起企业的套利欲望，目前社会上涌现出的与政府战略“攀关系”、“蹭政策热点”的事件正体现了这一点（蔡庆丰等，2017）。企业（尤其是实体企业）在利益的驱动下会进入那些可以获得高利润的行业来实现跨行业套利。本文试图从并购活动是否跨越行业这个角度出发来进一步探索检察行政公益诉讼制度与国有资产流失之间的关系。表9列（7）、列（8）回归结果显示跨行业并购的*Treat\*Policy*估计系数显著为正，非跨行业并购的估计系数不显著且为负值。组间系数差异检验结果显示p值为0.381，说明列（7）与列（8）中*Treat\*Policy*系数差异并不显著，但列（7）比列（8）中的交互项系数数值大且显著性高。因此，同样可以得出结论，即相比于发生在同行业内的并购行为，买卖双方跨行业进行并购交易时其国有资产流失受到检察行政公益诉讼制度实施带来的抑制影响更为强烈。从代理成本角度来讲，我国的国有上市公司高管多由政府行政任命，与股东利益不完全一致，为了分散其在职风险及谋求政治生涯发展，他们有动机在任期内开展跨行业并购（李善民、周小春，2007）。另外，国有企业比非国有企业承担了更多的政策性负担，其经营决策通常要在地方政府部门的干预、指导下进行，政府经常会采取利用其控制企业对困难企业进行跨行业并购等措施来帮助这些困难企业脱离困境（陈信元、黄俊，2007）。在制度试点后，国有资产受到的监督力度加强，地方政府的行政权力以及国有企业高管的管理权力受到约束，跨行业并购作为其“牟利”行为首先受到冲击，通过无偿划转、高价购买及低价出售等措施来帮扶困难企业、分散在职风险的行为备受监督，进而使国有资产流失现象得到抑制。

**（四）调节效应分析**

1.企业亏损状态的调节效应分析。本文将企业的亏损状态（*Loss*）设为调节变量，当卖方企业在并购交易前一年度的净利润为负值时*Loss*取值为1，否则取值为0。表10中列（1）至列（3）是将调节变量*Loss*以及其与各变量交互项加入回归中所得结果，*Treat\*Policy\*Loss*的系数均显著为负，说明企业的亏损状态将减弱检察行政公益诉讼制度与国有资产流失之间的负相关关系，假设H2得到支持。卖方企业的盈利或者亏损状态，对于其参与并购交易的目的以及能否占据主动权有很大的影响。当企业处于亏损状态时为了尽快套取资金摆脱困境，其在并购活动中很难处于有利地位，难以索要并购高价；而当企业处于盈利状态时，其参与并购活动的动机多是为了实现更优的资本结构、战略布局，在并购活动中可以借助优势地位择优挑选买方，从而更易在并购中索要高水平的溢价。此研究结果也支持了流动性假设理论，即在并购交易活动中被并购企业会计信息质量越高，买方企业支付的并购价格就越高。

表10 调节效应回归结果

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量名称 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| 亏损状态的调节效应 | | | 地区执法强度调节效应 | |
| *Treat\*Policy* | 2.263\*  (6.57) | 1.529\*\*  (16.56) | 2.736\*\*  (15.21) | 0.904\*\*  (13.33) | 0.977\*\*  (14.25) |
| *Treat* | 0.738  (1.99) | -1.748  (-4.95) | 4.531  (0.96) | 2.721  (6.21) | 3.846  (1.32) |
| *Policy* | -2.846  (-5.86) | -0.976  (-4.44) | -1.852  (-0.83) | -0.248  (-0.74) | 0.135  (0.20) |
| *Treat\*Policy\*Loss* | -2.378\*  (-12.67) | -1.717\*\*  (-28.55) | -2.705\*\*\*  (-75.80) |  |  |
| *Treat\*Loss* | 1.544\*  (11.51) | 1.651\*  (11.27) | 1.586\*\*  (17.87) |  |  |
| *Policy\*Loss* | 3.250\*  (9.68) | 1.997  (5.77) | 3.347\*\*  (13.48) |  |  |

续表10

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量名称 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| 亏损状态的调节效应 | | | 地区执法强度调节效应 | |
| *Loss* | -2.152\*\*\*  (-84.10) | -1.670  (-2.62) | -2.111  (-2.85) |  |  |
| *Treat\*Policy\*Law* |  |  |  | 0.640\*  (11.94) | 0.822\*\*  (20.67) |
| *Law* |  |  |  | -0.865  (-4.21) | -0.921\*\*  (-17.35) |
| 控制变量 | NO | YES | YES | NO | YES |
| 时间效应 | YES | YES | YES | YES | YES |
| 行业效应 | YES | YES | YES | YES | YES |
| 地区效应 | YES | NO | YES | YES | YES |
| *C* | 0.968  (1.59) | 4.386  (0.86) | 18.797  (0.73) | -1.707  (-2.13) | 4.172  (0.36) |
| *R2* | 0.219 | 0.071 | 0.227 | 0.190 | 0.195 |
| *N* | 1,567 | 1,567 | 1,567 | 1,567 | 1,567 |

#### 注：因地区执法强度（*Law*）变量的取值与试点地区以及时间相关，为避免共线性问题，未将其与*Treat*、*Policy*的交互项加入回归。

2.地区执法强度的调节效应分析。本文将各地区的执法强度（*Law*）设为调节变量。借鉴覃慧（2019）文章数据，并通过查阅、整理在试点期间各省份检察院、高级法院的出台文件以及党政主要领导的发言，本文决定如果省份在试点期间出台过对检察行政公益诉讼制度的相关支持性文件或者主要党政领导人有明确表示支持检察行政公益诉讼制度的发言，其执法强度则赋值为1，否则赋值为0。具体情况如表11所示。将执法强度加入回归后的结果如表10列（4）、列（5）所示，交互项*Treat\*Policy\*Law*的系数均显著为正，说明各地区执法强度确实会对检察行政公益诉讼制度与国有资产流失的关系产生影响，并且会加剧两者之间的负相关关系，假设H3得到支持。此结果符合余明桂和潘红波（2008）的研究发现，即法治和金融发展可以减少地方政府干预给国有企业带来的影响。执法强度的高低体现出各地区党政机关对其的重视程度，当执法强度高时，检察机关自身便面临更大的政策性负担，各部门也会遵照指示精神提供最大程度的配合，这有利于促进检察机关权威性的提升，也有利于促进政府依法行政、维持社会和谐稳定；反之，检察机关失去政策性负担就会有所懈怠、各相关部门也会怠于配合，进而影响试点成效。

表11 各试点省份对检察行政公益诉讼制度支持情况

|  |  |
| --- | --- |
| 试点省份 | 支持性文件 |
| 安徽、福建、甘肃、广东、贵州、湖北、吉林、江苏、内蒙古、山东、陕西 | 有 |
| 北京、云南 | 没有 |

## 五、机制检验

### （一）机制设计

本文前期实证结果已证实假设1的正确性，即检察行政公益诉讼制度试点的实施有效抑制了国有资产流失。那么检察行政公益诉讼制度的实施究竟通过什么渠道促进了并购交易中溢价水平的提高，进而导致国有资产流失现象被抑制的呢？这值得本文进一步探究。多数学者认为所有权与经营权分离导致的“代理人问题”是造成国有资产流失的主要因素（Lin et al，1998；潘红波等，2008；王凤荣、高飞，2012），而企业内存在的“代理人问题”严重与否一定程度上是通过代理成本的高低来反映（刘灿雷等，2020）。加之，检察行政公益诉讼制度的实施理论上不仅可以利用行政公益诉讼手段加强对政府机关的约束、减少地方政府机关作为所有者对国有企业经营行为的不恰当干预，而且可以提高对国有企业高管行为的外部监督、降低其在职期间侵害国有资产的动机，从而降低代理成本，缓解国有企业内部“代理人问题”。因此，本文认为代理成本可能是检察行政公益诉讼制度与国有资产流失之间的作用渠道。另外，信息披露质量的高低也可以影响企业的“代理人问题”（Healy & Palepu，2001）。在大力推行信息公开制度、强调信息公开透明的当下，随着典型案例在全网的逐步公开以及政府、公众对公共利益关注度的日益提高，检察行政公益诉讼制度实施必定会进一步加强企业的信息披露质量，从而加强国有企业的管理效率，最终达到提高国有资产安全性、使国有资产得到保值增值的目的。据此，本文将从代理成本以及信息披露质量两个方面对检察行政公益诉讼制度与国有资产流失之间可能的作用渠道展开实证分析。

**（二）机制检验结果与分析**

本文采用三步骤DID进行机制检验，第一步检验检察行政公益诉讼制度实施对国有资产流失的影响；第二步将机制变量作为被解释变量，考察检察行政公益诉讼制度实施对机制变量的影响；第三步将机制变量加入第一步的回归中进行检验。

1.代理成本机制分析。企业的代理成本越高，说明内部“代理人问题”越严重、管理效率越低下（刘灿雷等，2020），越不利于缓解国有资产流失严重的状况。本文将代理成本（*Agencycost*）变量引入机制分析，该指标用并购交易前一年度企业管理费用支出在总销售收入中的占比来表示（甄红线等，2015）。表12展示了代理成本机制检验结果，列（1）为基本回归结果；列（2）的被解释变量是*Agencycost*，可以看到*Treat\*Policy*显著为负，说明检察行政公益诉讼制度的实施能够加强对国有企业管理人员的约束，从而有效降低了企业的代理成本；相较于列（1），列（3）将*Agencycost*加入基本回归后其系数在5%水平上显著为负，但交互项*Treat\*Policy*的系数与基本回归结果相比明显变小且显著性降低，说明代理成本是检察行政公益诉讼制度抑制国有资产流失的一个机制。检察行政公益诉讼制度的推行为国有资产，尤其是以权力价值形式存在的国有资产提供了司法监督，它以兜底保障式的制度设计弥补了地方政府机关以及国资委对国有企业的监管漏洞，通过独立的司法运转机制加强对董事长、总经理等管理人员的监督，降低其大肆占用国有资源来实现自身利益的动机，从而使代理成本得以降低、管理效率得到提高，最终使国有资产流失现象得到抑制。

2.信息披露质量机制分析。更透明、更全面、更完整的信息披露有助于解决企业代理问题、缓解信息不对称，达到保护利益相关者的目的（Healy & Palepu，2001）。本文将信息披露质量（*KV*）这一指标引入机制分析，采用并购交易卖方企业的年度信息披露质量数据并滞后一期。该指标有KV 度量法、应计利润测度法以及信息披露指数法等多种衡量方法。基于KV 值能够真正反映上市公司信息披露的实际效果的优点（林长泉等，2016），本文决定采取KV度量法来测算信息披露质量，具体计算方法参考Kim & Verrecchia（2001）。

KV度量法：

*Ln | (Pt－Pt－1) / Pt－1 | =α+ β (Volt －Vol0 ) +ε*

*KV = β* ×106 （4）

其中，*Pt*是第 t 日的收盘价，*Volt* 是第 t 日的交易量，*Vol0*是年内平均每日交易量。*β* 由最小二乘法的回归得到。*KV*指标值与企业的信息披露质量成反比，*KV*值越高说明企业的信息披露质量越低；反之，则越高。

表12中列（1）为基本回归结果；列（2）的被解释变量是*KV*，可以看到*Treat\*Policy*显著为负，说明检察行政公益诉讼制度的实施有效提高企业的信息披露质量；相较于列（1），列（3）将*KV*变量加入回归后交互项*Treat\*Policy*的系数明显变小且显著性下降，*KV*系数在1%水平上显著为负，说明信息披露质量同样是检察行政公益诉讼制度抑制国有资产流失的一个机制。检察行政公益诉讼制度实施后，涉及国有资产流失的典型案例陆续在全网公布，各界对国有资产领域关注度得到提高。此制度通过有效提高国有企业信息披露质量，改善了“代理人问题”，同时也使得社会公众对国有资产监督力度增加，为国有资产保护创造了良好的环境。

表12 机制检验回归结果

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量名称 | 代理成本机制检验 | | | 信息披露质量机制检验 | | |
| （1）  *Premium* | （2）  *Agencycost* | （3）  *Premium* | （1）  *Premium* | （2）  *KV* | （3）  *Premium* |
| *Treat\*Policy* | 0.498\*\*  (22.03) | -0.001\*  (-6.72) | 0.400\*  (10.30) | 0.498\*\*  (22.03) | -0.009\*  (-6.35) | 0.404\*  (10.29) |
| *Treat* | 4.568  (1.34) | -0.003  (-1.42) | 0.879  (0.68) | 4.568  (1.34) | -0.034  (-6.06) | 5.408  (5.51) |
| *Policy* | -0.012  (-0.01) | 0.004  (2.61) | 0.791  (0.71) | -0.012  (-0.01) | 0.207\*\*  (35.20) | 1.902\*  (6.75) |
| *Agencycost* |  |  | -1.469\*\*  (-21.25) |  |  |  |
| *KV* |  |  |  |  |  | -1.651\*\*\*  (-93.11) |
| 控制变量 | YES | YES | YES | YES | YES | YES |
| 时间效应 | YES | YES | YES | YES | YES | YES |
| 行业效应 | YES | YES | YES | YES | YES | YES |
| 地区效应 | YES | YES | YES | YES | YES | YES |
| *C* | -0.543  (-0.02) | 0.070  (1.79) | 7.265  (0.83) | -0.543  (-0.02) | -0.307\*  (-12.35) | 20.866\*  (12.34) |
| *R2* | 0.186 | 0.566 | 0.173 | 0.186 | 0.486 | 0.203 |
| *N* | 1,567 | 1,392 | 1,392 | 1,567 | 1,337 | 1,337 |

#### 注：加入*Agencycost*和*KV*变量后，部分研究样本因缺少这两个变量的测算信息而导致参与回归的样本量减少。

## 六、研究结论与政策建议

国有资产是社会经济发展的重要基础，要想更加健康、高效、可持续地推进我国经济建设，社会各界需要更加积极地付出努力来保护国有资产、减少国有资产的流失。本文利用双重差分模型对2008年至2017年间的国有上市企业并购数据进行了研究，结果表明：首先，检察行政公益诉讼制度试点的实施有效地抑制了国有资产流失，这一结论在经过多重稳健性讨论后依然成立。其次，本文从国企层级、企业性质以及并购类型等多方面进行异质性分析后发现：相比省属国有企业、央企的国有资产流失，其他国有企业的资产流失与该制度的负相关关系更强，说明地方检察机关对直接控制企业的监督力度更大；与国有企业相比，当买方企业为非国有性质时并购引起的国有资产流失会受到检察行政公益诉讼制度明显的“威慑效应”，进一步说明当资产从国有企业流向非国有企业时更易发生国有资产流失；相比于发生在省内或行业内的并购行为，买卖双方在跨省或跨行业层面进行并购活动时，其国有资产流失受到检察行政公益诉讼制度实施带来的抑制影响更为强烈，说明跨省、跨行业并购更易成为不法分子攫取国有资产这种公共利益的途径。再次，本文在调节效应分析中发现卖方企业在并购实施前的亏损状态会减轻检察行政公益诉讼制度与国有资产流失之间的负相关关系；而地区的执法强度会加强这种关系。结合实际，检察机关需要对涉及亏损卖方国有企业的并购交易重点关注，各地区则要加强对检察行政公益诉讼制度的推行力度。最后，本文从代理成本以及信息披露质量两个方面对检察行政公益诉讼制度与国有资产流失之间可能的作用渠道展开实证分析。研究证明检察行政公益诉讼制度不仅可以降低代理成本，而且可以通过提高信息披露质量来有效抑制国有资产的流失。

本文创造性的从法律制度创新视角出发研究国有资产流失问题，并从法律制度环境变化如何影响并购中国有资产流失的角度拓展了“法与金融”相关研究；首次基于双重差分模型对检察行政公益诉讼制度与国有资产流失之间的关系进行了实证检验，其研究结果充分说明检察行政公益诉讼制度的实施加强了对国有资产等公共利益领域的监督，更进一步地丰富了国家全面推进检察行政公益诉讼制度并以立法形式将其载入《行政诉讼法》的理论依据。基于本文的研究结果，提出以下政策建议：

（1）加大检察行政公益诉讼制度的落实力度，强化其国有资产保护效应。检察行政公益诉讼制度对于并购中国有资产流失的抑制作用得到论证，为了进一步发挥其制度效果，应该强化该创新性法律制度在各地区的执行、落实力度。检察机关可以利用多种方式来展示其“查错纠错”的决心，像是通报典型案件、进行普法宣传、明确违反检察机关合理检察权应承担的责任、加大惩戒力度等。各地区应积极提高检察机关的公信力及独立性，发挥好检察行政公益诉讼制度在公共利益领域的司法救济作用。

（2）建立全面监督和重点检察的工作机制，防止制度监管漏洞。检察行政公益诉讼制度对并购中国有资产流失的抑制作用会因为企业性质、是否跨地区以及行业并购等因素的不同而有不同表现。因此在我国全面推进检察行政公益诉讼制度的时期，还要注重一些领域的重点检察，防止“灯下黑”、“人情主义”等现象的出现。检察机关可以借助现代技术力量，主动作为、主动监督，利用网络信息技术与大数据库对有可能发生的国有资产流失进行24小时无间歇、全面、重点地监督。

（3）完善国有资产增值保值制度，发挥国有企业主体作用。本文研究发现代理成本与信息披露质量是检察行政公益诉讼制度与并购中国有资产流失之间的两个作用渠道，加之，国有资产流失具有一定隐蔽性，因此各地区应该发挥国有企业在减少国有资产流失以及保护国有资产安全方面的主体作用，并且可以通过完善相关法规、加强审计或畅通各方监督等方式来提高国有企业的信息披露质量、降低其代理成本，最终达到抑制国有资产流失的目的。

## 参考文献:

蔡庆丰 田霖 郭俊峰，2017：《民营企业家的影响力与企业的异地并购——基于中小板企业实际控制人政治关联层级的实证发现》，《中国工业经济》第3期。

陈仕华 卢昌崇 姜广省 王雅茹，2015：《国企高管政治晋升对企业并购行为的影响——基于企业成长压力理论的实证研究》，《管理世界》第9期。

陈仕华 卢昌崇，2014：《国有企业党组织的治理参与能够有效抑制并购中的“国有资产流失”吗?》，《管理世界》第5期。

陈天昊 邵建树 王雪纯，2020：《检察行政公益诉讼制度的效果检验与完善路径 基于双重差分法的实证分析》，《中外法学》第5期。

陈信元 黄俊，2007：《政府干预、多元化经营与公司业绩》，《管理世界》第1期。

方军雄，2008：《政府干预、所有权性质与企业并购》，《管理世界》第9期。

黄学贤，2005：《行政公益诉讼若干热点问题探讨》，《法学》第10期。

姜涛，2015：《检察机关提起行政公益诉讼制度:一个中国问题的思考》，《政法论坛》第6期。

孔祥稳 王玎 余积明，2017：《检察机关提起行政公益诉讼试点工作调研报告》，《行政法学研究》第5期。

李成友 孙涛 王硕，2021：《人口结构红利、财政支出偏向与中国城乡收入差距》，《经济学动态》 第1期。

李善民 周小春，2007：《公司特征、行业特征和并购战略类型的实证研究》，《管理世界》第3期。

林长泉 毛新述 刘凯璇，2016：《董秘性别与信息披露质量——来自沪深A股市场的经验证据》，《金融研究》第9期。

刘灿雷 王若兰 王永进，2020：《国企监管模式改革的创新驱动效应》，《世界经济》第11期。

马亚军 韩文明，2003：《上市公司国有资产价值流失分析》，《中国工业经济》第5期。

梅傲寒 石晓波，2019：《论国有资产公益诉讼的价值功能与完善路径》，《南京社会科学》第8期。

米盈，2006：《中国上市公司MBO过程中国有资产流失研究》，《管理世界》第8期。

潘红波 夏新平 余明桂，2008：《政府干预、政治关联与地方国有企业并购》，《经济研究》第4期。

苏锡坤 刘永清，1998：《企业兼并收购中的问题和对策研究》，《中国软科学》第1期。

覃慧，2019：《检察机关提起行政公益诉讼的实证考察》，《行政法学研究》第3期。

唐松 伍旭川 祝佳，2020：《数字金融与企业技术创新——结构特征、机制识别与金融监管下的效应差异》，《管理世界》第5期。

唐宗明 蒋位，2002：《中国上市公司大股东侵害度实证分析》，《经济研究》第4期。

王凤荣 苗妙，2015：《税收竞争、区域环境与资本跨区流动——基于企业异地并购视角的实证研究》，《经济研究》第2期。

王凤荣 高飞，2012：《政府干预、企业生命周期与并购绩效——基于我国地方国有上市公司的经验数据》，《金融研究》第12期。

王思斌，1996：《中国人际关系初级化与社会变迁》，《管理世界》第3期。

王太高，2002：《论行政公益诉讼》，《法学研究》第5期。

王万华，2018：《完善检察机关 提起行政公益诉讼制度的若干问题》，《法学杂志》第1期。

叶永卫 李增福，2020：《续贷限制与企业技术创新》，《金融研究》第11期。

银温泉 才婉茹，2001：《我国地方市场分割的成因和治理》，《经济研究》第6期。

余明桂 潘红波，2008：《政府干预、法治、金融发展与国有企业银行贷款》，《金融研究》第9期。

袁志刚，1995：《关于国有资产流失问题的若干思考》，《经济研究》第4期。

张宁 才国伟，2021：《国有资本投资运营公司双向治理路径研究——基于沪深两地治理实践的探索性扎根理论分析》，《管理世界》第1期。

甄红线 张先治 迟国泰，2015：《制度环境、终极控制权对公司绩效的影响——基于代理成本的中介效应检验》，《金融研究》第12期。

周煊，2012：《中国国有企业境外资产监管问题研究——基于内部控制整体框架的视角》，《中国工业经济》第1期。

朱全宝，2017：《检察机关提起环境行政公益诉讼:试点检视与制度完善》，《法学杂志》第8期。

Barclay, M. J. & C. G. Holderness(1989),“Private Benefits from Control of Public Corporations”, *Journal of Financial Economics* 25(2):371-395.

Chen, C. J. P. et al(2010), “Rent-seeking incentives, corporate political connections, and the control structure of private firms: Chinese evidence”, *Journal of Corporate Finance* 17(2): 229-243.

Chen, S. et al(2010), "Government intervention and investment efficiency: Evidence from China" , *Journal of Corporate Finance* 17(2):259-271.

Finkelstein, S. et al(2009), Strategic Leadership,Oxford University press.

Hayward, L. A. M. & Donald C. H.(1997),“Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris”, *Administrative Science Quarterly* 42(1):103-127.

Healy, P. M. & K. G. Palepu (2001) ,“Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature”, *Journal of Accounting and Economics* 31(1):405-440.

Jensen, M. C. & W. H. Meckling(1976),“Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics* 3(4):305-360.

Jia, N.(2014),“Are Collective Political Actions and Private Political Actions Substitutes or Complements?Empirical Evidence from China's Private Sector”,Strategic Management Journal 35(2):292-315.

Kim, J-Y. et al(2011),“When Firms are Desperate to Grow via Acquisition: The Effect of Growth Patterns and Acquisition Experience on Acquisition Premiums”, *Administrative Science Quarterly* 56(1): 26-60.

Kim,O. & R. E. Verrecchia(2001),“The Relation Among Disclosure,Returns and Trading”,*The* *Accounting Review* 76(4):633-654.

Lin, J. Y. et al(1998),“Competition, Policy Burdens, and State-Owned Enterprise Reform”, *The* *American Economic Review* 88(2):422-427.

Slusky, A. & R. E. Caves(1991),“Synergy, Agency, and the Determinants of Premia Paid in Mergers”, *Journal of Industrial Economics* 39(3):277-296.

**Can the Administrative Public Interest Litigation System of Procuratorate Organ Effectively Protect State-owned Assets**

**——Discussion on M & A of state-owned enterprises**

BU Xiaoning1 PAN Xiaoshan1 ZHANG Shaohua 2

(1.Shandong University of Finance and Economics; 2.Guangzhou University)

**Abstract：**As the common wealth of the whole nation, state-owned assets are facing the problem of loss.Administrative public interest litigation system of procuratorate organ is a system innovation, but whether it can effectively supervise the public interest and prevent the loss of state-owned assets needs to be further explored.This paper uses the difference-in-differences method to study whether the implementation of the system has effectively restrained the loss of state-owned assets during the pilot period.It is found that the implementation of the system has effectively restrained the loss of state-owned assets and produced a strong "deterrent effect".Compared with provincial enterprises and central enterprises, this system has a stronger inhibitory effect on the loss of assets of other state-owned enterprises; Compared with the state-owned enterprises, when the buyer enterprise is non-state-owned, the loss of state-owned assets caused by M & A will be more restrained by the system; The system also has a stronger inhibitory effect on the loss of state-owned assets caused by M & A in different provinces and industries.The regulatory effect analysis shows that the loss of the seller enterprises before the implementation of M & A will reduce the inhibitory effect of this system,but the strength of system enforcement will strengthen the inhibitory effect.Mechanism analysis shows that the procuratorial administrative public interest litigation system can reduce the loss of state-owned assets by reducing agency costs and improving the quality of information disclosure.This study provides a theoretical basis for China to explore the role of legal system innovation in protecting state-owned assets.

**Keywords:** Administrative Public Interest Litigation; State-owned Assets Loss; Merger and Acquisition

1. \*\* 步晓宁，山东财经大学金融学院，邮编：250014，电子邮箱：buxiaoning@126.com；潘晓珊，山东财经大学金融学院，邮编：250014，电子邮箱：1124258904@qq.com；张少华，广州大学经济与统计学院，邮编：510006，电子邮箱：ahua1688@126.com。感谢审稿专家的宝贵意见，文责自负。 [↑](#footnote-ref-1)
2. 试点期间广州市南沙区检察院在履行职责中发现原黄阁镇党委书记陈某某在2010年5月期间滥用其手中权力，通过其任职镇政府下辖的集体企业黄阁镇房地产开发公司对华星酒店进行投资，达到变相低价出让国有土地资源的目的，使得国有资产流失了9000多万元。直至2016年6月15日，南沙区检察院发现此国有资产受损的情况向黄阁镇政府发出检察建议书才使得事件曝光。后期在南沙区检察院的监督以及大力支持下，黄阁镇房地产开发公司得以追索因低价转让国有土地而导致的国有资产损失，最终得到了1.2亿元的资金赔偿。 [↑](#footnote-ref-2)
3. 地方环保督察遇难题 “基层科长”难管“国企厅官” http://www.xinhuanet.com/2020-05/13/c\_1125976695.htm。 [↑](#footnote-ref-3)
4. 央企华润电力控股有限公司早年间花费80亿元收购民营企业山西金业集团所属煤矿以及焦化厂等资产，其中仅股权一项的估价就比大同煤矿集团公司出价高50亿，一煤矿更是已成为当地农民放羊场地的未开发井田，单此一项收购或致数十亿元的国有资产流失。 [↑](#footnote-ref-4)
5. 安徽省高级人民法院与人民检察院经过共同研讨形成了《关于办理人民检察院提起行政公益诉讼案件适用法律若干问题的会议纪要》，且安徽省人民政府办公厅印发了《关于加强行政公益诉讼有关工作的意见》，要求全省政府系统坚决支持配合检察机关开展公益诉讼试点工作。 [↑](#footnote-ref-5)
6. 篇幅所限，这里没有列出平衡性检验结果，有兴趣的读者可以向作者索取。 [↑](#footnote-ref-6)
7. 2020年12月江西省峡江县人民法院宣判了一起跨省非法倾倒危险废物案件，被告人孙某坡等5人犯有污染环境罪被判处有期徒刑并处罚金，这些案件造成了公众受损、政府埋单的恶劣后果。 [↑](#footnote-ref-7)