



高管持股、高管的私有收益与公司的并购行为

李善民¹, 毛雅娟^{1,2}, 赵晶晶¹

1 中山大学 管理学院, 广州 510275
2 华南农业大学 经济管理学院, 广州 510642

摘要: 探讨公司高管发动的并购行为与谋取个人私有收益行为之间的关联性, 并尝试从高级管理层的私有收益角度对公司高管的并购行为进行研究。基于代理成本理论及中国高管薪酬管制和公司并购的特殊制度背景, 以 1999 年~2007 年全部 A 股上市公司为样本, 采用固定效应回归、随机效应回归和分层回归的实证方法, 得到一些重要结论。实证结果表明, 中国上市公司并购已经成为高管谋取私有收益的机会主义行为, 通过发动并购行动高管获得更高的薪酬和在职消费, 而高管发动并购事件谋求在职消费的私有收益动机最为明显。通过分层回归还发现, 目前中国的制度环境下管理者持股水平虽然相对较低, 但这一股权激励的确能够适当缓解高管以谋取私有收益为目的而发动毁损股东价值的并购行为。

关键词: 并购; 高管持股; 私有收益; 高管薪酬
中图分类号: F276 6 **文献标识码:** A **文章编号:** 1672-0334(2009)06-0002-11

1 引言

在现代企业理论出现之前, 企业被视为一个黑匣子, 直到 Berle 等提出企业所有权与控制权分离的重要命题^[1], 人们才开始对企业内部管理者行为产生浓厚兴趣。20 世纪 70 年代, Alchian 和 Jensen 等在两权分离命题基础上提出的代理成本理论更为研究公司管理者行为奠定了坚实的理论基石^[2,3]。基于此, 有两类公司管理者行为值得进一步关注, 一类是公司高管发动的并购行为, 另一类是公司高管谋取个人私有收益的行为。纵观以往的研究, 学术界对上述两类公司管理者行为分别展开了大量研究, 并已经取得了很多有价值的成果, 其中公司并购行为已成为公司金融学的核心问题之一。但不可否认, 至今学术界对公司并购之谜尚未完全解开, 即主并公司股东价值减损的日益加剧为何与并购事件频繁发生以及涉及金额不断加大的局面共存。对公司高管谋取个人私有收益行为的研究, 尤其是有关管理者

薪酬的研究开始于 20 世纪 60 年代, 并于 20 世纪 90 年代末大量涌现, 这些研究主要关注企业绩效、企业规模和管理者特征等对管理者薪酬的影响。而将公司高管发动的并购行为与公司高管谋取个人私有收益的行为结合起来, 探讨其关联性, 并置其于同一研究视角下的研究并不多见。

2 相关研究评述

Jensen 等认为管理者持股和合适的薪酬设计可以缓和 Berle 和 Means 两权分离问题下的代理冲突^[3]。基于代理理论视角国外学者积累了大量有关管理者薪酬问题的研究成果, 并且这一类研究强调管理者持股应该在管理者薪酬结构中扮演重要角色, 而只有这样的薪酬结构才能有效缓解管理者与股东激励不相容问题。虽然管理者薪酬问题的研究由来已久, 然而近年来国外学者对管理者薪酬与公司并购行为关系的实证研究才逐渐开始, 国内尚未

对这一问题展开深入研究。

Bliss等针对银行并购行为中管理者薪酬问题展开研究,认为主并银行在并购事件中运营绩效并未得到提高并且产生了负的超常收益,然而股价下跌的同时主并银行 CEO们的薪酬却在并购后有净增长,这说明 CEO薪酬结构对其发动并购行为的动机产生了重要影响,同时他们也发现股权性薪酬比重越多的 CEO发动并购的可能性较低^[4]。Datta等认为股权性薪酬在总薪酬中占比高的高管所推动的并购事件表现出一些特征,包括支付较低的并购溢价、并购更具有增长性的目标公司以及承担更多由并购引起的公司风险等,尤其是股权性薪酬水平还能显著解释主并公司并购后的股价绩效^[5]。

Grinstein等从西方 CEO薪酬制度的背景出发,研究 CEO从并购事件中获得奖金对其并购动机的影响,发现具有较高管理者权力的 CEO具有更强烈的动机追逐成功完成一项并购带来的高额奖金,并且市场对这些 CEO发动并购事件给予更负面的股价反应,然而并购奖金的金额与并购绩效之间不存在显著关系^[6]。基于此,Harford等探讨并购事件后 CEO的总财富问题,将并购公告当年的股票绩效分为正收益率和负收益率,发现并购事件后 CEO薪酬和总财富的增加对并购绩效的负效应并不敏感,但强势董事会的存在能增加这一敏感性,他们还发现 CEO总财富水平的增加会随并购事件后股价绩效的上升而上升^[7]。Harzell等对并购事件中目标公司 CEO薪酬问题的研究发现,当目标公司 CEO从并购中获得的好处较多时,包括特殊奖金或额外的金色降落伞,目标公司股东只能获得较少的并购溢价^[8]。

可见,以往研究多数采用管理者薪酬这一概念,而在探讨公司高管发动的并购行为中,采用高管私有收益一词将会是涵盖更广泛和更恰当的,因为此处界定的高管私有收益由管理者总薪酬和在职消费构成,其中管理者总薪酬包括管理者货币性薪酬和股权性薪酬。探讨中国公司高管谋取私有收益动机下的公司并购行为,必须明确中国高管私有收益与公司并购相关的特殊制度背景。长期以来,中国没有形成真正意义上的经理人市场,企业的高管薪酬在一定程度上受到管制^[9-10],而国有企业高管薪酬管制导致管理者相对收入水平扭曲更为严重。陈冬华等认为,国有资产的管理体制和政府的行政干预是造成这一制度特征的原因^[11]。薪酬管制下的高管薪酬激励不足带来了多方面的不良后果。

(1)高管在职消费成为货币性薪酬激励不足下谋取高管私有收益的替代手段。赵文红等认为当管理者工资水平过低便会寻求在职消费作为补偿个人收入差距的手段^[12]。该结果激发了学者们从在职消费角度探讨高管薪酬制度的热情,不仅关注高管货币性报酬,还将高管在职消费纳入实证分析^[13-14]。

(2)薪酬管制下的高管薪酬激励不足导致企业进行过多低效率投资行为。刘怀珍等指出,经理人私有收益是企业过度投资行为产生的决定因素^[15];

辛清泉等的实证研究表明,当薪酬契约无法对高管作出补偿和激励时,由政府控制的上市公司存在由于薪酬契约失效而导致的投资过度现象^[16];孙进军等认为企业投资水平的增加会显著提高高管薪酬,并且过度投资也能显著增加高管薪酬^[17]。

(3)薪酬管制下高管股权性薪酬水平过低,但其比重有逐渐增大的趋势。李增泉认为中国上市公司管理者持股比例偏低,尚不能发挥其应有的激励作用^[18];魏刚也认为中国高管零持股现象比较普遍,导致高管薪酬结构形式单一^[19];刘国亮等指出管理层持股比例与企业经营绩效正相关^[20];张俊瑞等的研究表明,高管持股比例与高管年度薪酬基本呈现正相关关系^[21]。因此,中国国企改革和经理人市场不断完善的过程中,管理者持股水平逐渐增大的同时,高管股权性薪酬在缓和公司高管并购决策中的激励不相容问题值得进一步关注。

除了上述薪酬管制下高管激励不足的特殊制度背景及其导致的一系列后果,中国资本市场上的并购行为也表现出有别于西方国家的一些特征。从公司并购的动因看,中国公司进行的许多并购行为并非旨在寻求西方式并购的效率提升,如实现最佳生产边界、降低交易成本、减少代理成本等。关于这一点,现实中大量具有本土特色的并购事件就是很好的佐证,包括为了迂回解决壳资源稀缺并达到上市目的而进行的公司并购、国企改革中控制权在不同公司之间进行无偿划转的公司并购、以侵占中小股东利益为目的而进行的公司并购、以财务重组方式进行的虚假并购等。

对中国资本市场上公司并购,国内学者已获得一些有价值的研究结果。冯根福等认为中国股权集中度过高的公司并购动因可分为投机性资产重组和政府干预性资产重组^[22];陈信元等提出机会主义资产重组的概念,并将中国的公司并购动因归结于此^[23];另有一些学者指出公司并购的发生及其效率可能取决于并购各方的利益博弈过程和均衡结果^[24-25];李增泉等认为并购可能被公司的控股股东利用为支持或掏空上市公司的一种工具^[26];西方并购理论中的协同效应、自大假说和代理理论对中国公司并购的动因及主并公司收益也具有一定解释作用^[27]。

由于中国上市公司的并购开始于 1993 年,发展至今只有短短十几年的历史,因此中国的并购市场远不如西方国家的那么完备。到目前为止,中国基本未出现真正意义的敌意收购事件,多数公司并购行为是在政府干预下由主并公司管理者推动实现的,尤其是地方政府出于打造政绩的考虑鼓励当地企业的并购行为,这将导致主并公司高管有一个较宽松的环境追逐个人私有收益,并大大加剧并购毁损股东价值的问题。与国外制度环境不同,中国公司高管薪酬体制下管理者发动成功的并购后不存在获得一次性奖励性薪酬的可能性,这只能进一步加剧高管通过发动并购行动谋求其他替代性私有收益的行为,尤其表现为扩大在职消费的动机。

在国外相关研究基础上,本研究结合中国高级管理层私有收益与公司并购相关的特殊制度背景,将高管在职消费纳入实证分析的框架,将管理者股权性薪酬这一长期被忽略的部分纳入高级管理层私有收益中,主要探讨3个问题。中国公司高管发动的并购行为是否被作为他们谋取私有收益的手段,即从管理层私有收益角度解释并购毁损股东价值的问题及并购发生的动因;中国公司并购行为对构成主并公司高管私有收益的各维度产生何种影响以及多大的影响;如果公司高管意图通过并购行为谋取私有收益,管理者持股作为一种缓和激励不相容问题的工具,在目前中国的制度环境下能否适当缓解高管以谋取私有收益为目的而发动并购并毁损股东价值的行为。

3 数据和变量选择

本研究样本包括1999年~2007年在上海证交所和深圳证交所进行交易的全部A股上市公司,大部分数据来源于国泰安CSMAR数据库,股票年交易价格数据来源于色诺芬CCER数据库,进行实证分析的计量软件是STATA 10。针对研究目的,为保证实证分析的可靠性并获得所需要的总样本,初始样本按照如下原则进行筛选。①剔除金融类上市公司的样本;②剔除关键性数据缺失的样本;③剔除年度审计意见是无法发表意见、拒绝发表意见、否定意见或没有披露审计意见的样本。另外,为获得主并公司交易的并购样本作为并购子样本,在上述筛选原则的基础上对并购首次公告日发生在1999年~2007年间的样本按照如下原则进行进一步筛选。①剔除并购金额不足100万元的样本;②剔除发生重复并购的样本,即某一并购公告后一年内不能有其他并购公告;③合并同一主并公司在同一公告日上的多次并购交易;④剔除并购首次公告前一年到后一年中发生高管更迭的样本。最终实证研究获得符合条件的总样本数8546个,其中并购样本数为1120个,非并购样本数为7426个。

本研究涉及的因变量、自变量和控制变量的界定及计算方法如表1所示。实证分析中所涉及的因变量高管私有收益(PB)有3个,即高管货币性薪酬(PC)、高管总薪酬(TC)和高管在职消费(NPC),而实证分析中还将用董事、高管和监事的年度报酬总额和金额最高的前三名董事、高管和监事的报酬总额替换表1所示计算中的金额最高的前三名高级管理人员的报酬总额进行模型相关的稳健性检验。对于高管在职消费的测算,陈冬华和顾乃康等采用在公司年报关于支付的其他与经营活动有关的现金流量的附注中提取办公费、差旅费、业务招待费、通讯费、出国培训费、小车费和会议费等并将其加总^[11,14],同时顾乃康等指出这一方法可能高估管理者在职消费水平^[14]。然而,由于年报中披露这些明细费用的上市公司并不多,而涉及的具有数据可获取性的并购样本少之又少,会造成绝大部分并购样本

的损失并带来样本选择的偏差问题,为此实证分析中采用支付的其他与经营活动有关的现金流量与当年行业中位数比较的方法来测算高管在职消费的高低程度。

为了甄别高管发动并购行为背后的谋取个人私有收益动机,自变量设定为公司前一年是否发生并购事件(MA)、公司前一年股票正的年收益率(PR)、公司前一年股票负的年收益率(NR)以及它们之间的交互项。关于控制变量的选取问题,实证分析包括了那些会对管理者薪酬产生显著影响的因素。①公司经营特征方面的控制因素有公司规模(S)、公司成长性(MB)、公司业绩(SG和ROA)、公司财务风险(L)和公司是否处于发达地区(A);②公司股权特征方面的控制变量包括公司实际控制人是否是国有性质(SC)、公司股权集中度(H)和公司股权制衡度(B);③公司治理方面的控制因素有公司强势董事会(SB)和公司董事长或总经理是否两职合一(C);④另外,考虑到中国公司高管中不少人未在上市公司领取薪酬的制度特征,将公司未领取薪酬的高管人数(NM)作为控制变量之一。

4 研究设计

本研究在借鉴Harford等模型的基础上^[7],将中国高管私有收益与公司并购的特殊制度背景考虑进来,研究高管发动的并购行为是否出于谋求并购后个人私有收益的目的,如果这一意图确实成立,那么公司并购行为对主并公司高管私有收益的各维度产生何种影响以及多大的影响。更重要的是,实证分析针对管理者持股与否进行模型的分组回归,通过观察前一年是否发生并购事件在分组模型中显著性的差异,判断究竟目前在中国管理者持股水平偏低的情况下,管理者股权性激励是否已经能够适当缓解高管以谋取私有收益为目的而发动并购行为并毁损股东价值的问题。出于上述研究目的,主要回归模型设定如下。

$$PB_{it} = \alpha_0 + \beta_1 MA_{it} + \beta_2 PR_{it} + \beta_3 NR_{it} + \beta_4 MA_{it} \cdot PR_{it} + \beta_5 MA_{it} \cdot NR_{it} + \beta_6 S_{it} + \beta_7 MB_{it} + \beta_8 SG_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} L_{it} + \beta_{11} A_{it} + \beta_{12} SC_{it} + \beta_{13} H_{it} + \beta_{14} B_{it} + \beta_{15} SB_{it} + \beta_{16} C_{it} + \beta_{17} NM_{it} + \sum I + \sum Y + \epsilon_{it} \quad (1)$$

模型(1)中,因变量管理者私有收益涉及3个维度,分别采用高管货币性薪酬、高管总薪酬和高管在职消费描述,其他变量的界定及计算方法如表1所示,变量下标*i*代表面板数据对应的公司和年度。另外,发达地区虚拟变量与李增泉和Firth等提及的区域特征变量类似^[18,28],但对发达区域的具体设定有所不同。模型(1)设定的研究自变量,目的在于可以直接观测如若前一年公司发生了并购事件高管私有收益的水平是否呈增大的趋势、前一年正的或负的股票绩效是否影响高管私有收益水平以及交互项可以揭示并购当年正的或负的并购绩效是否显著地对高管私有收益产生影响。

表 1 变量的界定及计算方法
Table 1 Definitions and Measurement of Variables

| 变量 | 含义 |
|--------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 因变量 PB | |
| TC | 当年金额最高的前三名高级管理人员的报酬总额与年末管理者持股的市场价值之和的自然对数 |
| PC | 当年金额最高的前三名高级管理人员的报酬总额的自然对数 |
| EBC | 当年年末管理者持股的市场价值 = 管理者持股比例 × 年末总市值 |
| NPC | 当年高管在职消费总额的自然对数。如果支付的其他与经营活动有关的现金流量超过当年行业中位数, 则取其之差的自然对数; 如果支付的其他与经营活动有关的现金流量低于当年行业中位数, 则取其之差绝对值的自然对数的相反数。 |
| 自变量 | |
| MA | 并购虚拟变量。如果前一年有并购事件公告赋值为 1 其他赋值为 0 |
| PR | 前一年股票正年收益率。如果前一年股票收益率为负则赋值为 0 |
| NR | 前一年股票负年收益率。如果前一年股票收益率为正则赋值为 0 |
| MA* PR | 并购虚拟变量与前一年股票正年收益率的交互项。 |
| MA* NR | 并购虚拟变量与前一年股票负年收益率的交互项。 |
| 控制变量 | |
| S | 当年销售收入的自然对数 |
| MB | 当年及前一年资产的市账比平均值 |
| SG | 当年销售收入的增长率 |
| ROA | 当年总资产收益率 = $\frac{\text{净利润}}{\text{当年与前一年总资产平均值}}$ |
| L | 当年总杠杆比率 = $\frac{\text{总负债}}{\text{总资产}}$ |
| A | 发达地区虚拟变量。如果公司注册地在北京、上海、广州、深圳和珠海赋值为 1 其他赋值为 0 |
| SC | 国有实际控制人虚拟变量。如果实际控制人属性为国有赋值为 1 其他赋值为 0 |
| H | 当年股权集中度 = 前十大股东持股比例平方和 |
| B | 当年控股股东与外部股东的股权制衡度 = $\frac{\text{除控股股东外的前十大股东中持股超过 5\% 的股东持股比例之和}}{\text{控股股东持股比例}}$ |
| SB | 强势董事会虚拟变量。如果高管任职年数低于总样本高管任职年数的中位数赋值为 1 其他赋值为 0 |
| C | 董事长或总经理两职合一虚拟变量。如果董事长兼任总经理赋值为 1 其他赋值为 0 |
| NM | 当年未领取薪酬的高管人数 |
| I | 行业虚拟变量, 按证监会 CSRC 代码进行分类, 除制造业 C 类区分至小类以外, 其他行业按一位字母类别进行区分, 共有 21 个行业虚拟变量。 |
| Y | 年度虚拟变量, 1999 年 ~ 2007 年共有 9 个年度虚拟变量。 |

注: 因变量部分的人民币金额均以 1998 年作为基期, 逐年用 CPI 指数增长率进行调整。全部变量如果出现异常值, 采用其分布 1% 和 99% 分位上的缩尾方法进行调整。

©1994-2018 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

5 实证结果和分析

5.1 描述性统计结果

本研究涉及 1999 年 ~ 2007 年总样本和并购、非并购两个子样本,表 2 为其行业和年度分布情况,其中总样本数为 8 546 个观测值,并购样本数为 1 120 个,非并购样本数为 7 426 个,在各个行业和年度上呈现较均匀的分布。

为了进一步全面描述总样本和子样本特性,描述性统计部分考察了主并公司特征和主并公司高管私有收益各项统计的中位数,如表 3 所示。

在 Panel A 中,主并公司特征中位数的 Wilcoxon 检验结果表明,并购样本和非并购样本除了在 ROA

统计上无差异外,其他各项均在 5% 水平上统计显著,而回归模型将对这些主并公司特征予以控制。

Panel B 表明,主并公司高管私有收益的各个维度在两个子样本间表现出较大的差异,并购样本的高管货币性薪酬和总薪酬均显著高于非并购样本的各项,而并购样本的高管在职消费则大幅高于非并购样本,另外可以发现高管股权性薪酬在两个子样本中的水平基本相似,因此这些结果在未经过多元回归检验的情况下可以初步说明高管有可能通过并购实现提高私有收益的个人目的,尤其是高管在职消费部分,然而高管发动的并购行为并不能增加其股权性薪酬。

表 2 1999 年 ~ 2007 年总样本和子样本的行业、年度分布
Table 2 Industry and Event Year Distribution for a Full Sample and Two Sub-samples during the Period 1999-2007

| Panel A(样本的行业分布) | | | | Panel B(样本的年度分布) | | | |
|------------------|-------|-------|-------|------------------|-------|-------|-------|
| 行业代码 | 总样本 | 并购样本 | 非并购样本 | 年度 | 总样本 | 并购样本 | 非并购样本 |
| A | 194 | 28 | 166 | 1999 | 344 | 34 | 310 |
| B | 123 | 15 | 108 | | | | |
| C ₀ | 394 | 45 | 349 | 2000 | 279 | 20 | 259 |
| C ₁ | 391 | 57 | 334 | | | | |
| C ₂ | 18 | 4 | 14 | 2001 | 865 | 131 | 734 |
| C ₃ | 172 | 18 | 154 | | | | |
| C ₄ | 969 | 97 | 872 | 2002 | 972 | 130 | 842 |
| C ₅ | 310 | 37 | 273 | | | | |
| C ₆ | 777 | 75 | 702 | 2003 | 1 028 | 122 | 906 |
| C ₇ | 1 303 | 172 | 1 131 | | | | |
| C ₈ | 500 | 69 | 431 | 2004 | 1 183 | 174 | 1 009 |
| C ₉ | 102 | 20 | 82 | | | | |
| D | 376 | 59 | 317 | 2005 | 1 271 | 175 | 1 096 |
| E | 159 | 24 | 135 | | | | |
| F | 364 | 47 | 317 | 2006 | 1 282 | 151 | 1 131 |
| G | 498 | 73 | 425 | | | | |
| H | 630 | 91 | 539 | 2007 | 1 322 | 183 | 1 139 |
| J | 354 | 50 | 304 | | | | |
| K | 272 | 46 | 226 | | | | |
| L | 77 | 8 | 69 | | | | |
| M | 563 | 85 | 478 | | | | |
| 总数 | 8 546 | 1 120 | 7 426 | 总数 | 8 546 | 1 120 | 7 426 |

表 3 1999年~2007年总样本和子样本的描述性统计

Table 3 Descriptive Statistics for a Full Sample and Two Sub-samples during the Period 1999-2007

| | 总样本 中位数 | 并购样本 中位数 | 非并购样本 中位数 | Wilcoxon检验 P值 |
|---------------------|------------|-------------|--------------|------------------|
| Panel A(主并公司特征) | | | | |
| 总资产(亿元) | 14.60 | 16.20 | 14.40 | 0.00* |
| 市账比 | 1.33 | 1.28 | 1.34 | 0.02* |
| 销售增长率 | 0.14 | 0.16 | 0.14 | 0.00* |
| ROA | 0.03 | 0.03 | 0.03 | 0.21 |
| 杠杆率 | 0.50 | 0.52 | 0.50 | 0.00* |
| Panel B(主并公司高管私有收益) | | | | |
| 货币性薪酬(万元) | 39.00 | 44.55 | 38.00 | 0.00* |
| 股权性薪酬(万元) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.76 |
| 总薪酬(万元) | 43.69 | 49.23 | 42.77 | 0.00* |
| 在职消费(万元) | 565.30 | 2400.00 | 321.68 | 0.00* |

注: *为 Wilcoxon中位数检验在 5%水平上显著。

5.2 多元回归结果

多元回归分析根据混合 OLS回归、固定效应回归和随机效应回归的方法展开,并且依据 Hausman 检验和 Breusch-Pagan拉格朗日乘子检验的方法得出随机效应回归优于 OLS回归和固定效应回归方法。因此,表 4中各模型均采用面板数据随机效应回归,并控制行业和年度因素,同时 VIF 因子均不超过 10 表明模型不存在多重共线性问题。表 4概括了基于模型(1)获得的多元回归结果,其中对高管私有收益的 3个不同维度因变量 PC、TC和 NPC分别进行总回归和分组回归,分组以管理者是否持股(即是否获得股权性薪酬激励)为原则。回归分析中高管持股样本 1322个,高管非持股样本 7224个,总样本数为 8546个。

(1)关于中国公司高管发动的并购行为是否成为高管谋取私有收益的手段这一问题,可以从表 4的 3个总回归模型中得到解释。从表 4可以发现,无论因变量是 PC、TC或 NPC,高管私有收益的各个维度总是受到 MA的显著正影响。描述性统计结果也提供了支持,进一步说明高管推动并购事件一年后个人货币性薪酬、货币性薪酬和股权性薪酬构成的总薪酬以及在职消费部分都有明显的增长,这在一定程度上有助于解释中国公司并购之谜,即主并公司股东价值在并购事件中毁损严重但却阻止不了公司高管发动并购的强烈冲动,而在这一动机背后很

可能存在高管谋取并购后私有收益最大化的真实意图。有关 PR、NR的回归结果表明,前一年的股票正收益率可以在当年高管私有收益的各部分中有所体现,但前一年的股票负收益率的影响却不明显,这反映出目前中国高管薪酬体制的部分激励功能与薪酬“刚性”共存的局面。MA、PR的回归系数均不显著,说明在发生并购事件的情况下,高管私有收益的各个维度不会受到前一年的股票正收益率的显著影响,由于包含了股权性薪酬,总薪酬的回归系数为正。同时,MA、NR的回归系数也均不显著,说明并购的负绩效不会对高管私有收益产生影响,再次证明中国高管薪酬只能升不能降的“刚性”特征。

(2)关于中国公司并购行为对构成主并公司高管私有收益的各维度产生何种影响以及多大影响的问题,也可以从表 4的 3个总回归模型中得到解释。比较 3个总回归模型中 MA的回归系数,虽然均显著为正,但可以发现并购行为对高管总薪酬正向的影响程度较小,回归系数为 0.06对在消费部分影响幅度较大,达到 0.08这说明高管发动并购事件的目的可能更多地是出于谋求在职消费的个人私有收益,而货币性薪酬的增长只是次要动机。这一结果对目前高管私有收益研究是至关重要的,由于以往绝大多数高管私有收益研究都忽略了在职消费对货币性薪酬的替代作用,导致对中国目前薪酬管制体制下人们对高管私有收益的过度低估。

表 4 1999年~2007年高管持股下公司并购行为与高管私有收益的分层回归
Table 4 Hierarchical Regression Results of Association between Corporate M&As and
Executive Private Benefits during the Period 1999-2007

| 变量 | 货币性薪酬 | | | 总薪酬 | | | 在职消费 | | |
|--------|--------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------------------|--------------------|-------------------|
| | 总回归 | 分组回归 | | 总回归 | 分组回归 | | 总回归 | 分组回归 | |
| | | 高管持股 | 高管未持股 | | 高管持股 | 高管未持股 | | 高管持股 | 高管未持股 |
| MA | 0.07 (2.56)* | 0.10 (1.52) | 0.07 (2.19)* | 0.06 (2.16)* | 0.04 (0.61) | 0.06 (2.12)* | 0.08 (2.24)* | 0.11 (1.19) | 0.09 (2.12)* |
| PR | 0.10 (10.53)* | 0.08 (3.27)* | 0.10 (10.26)* | 0.13 (9.96)* | -0.00 (-0.01) | 0.10 (10.32)* | 0.02 (2.05)* | 0.04 (1.20) | 0.02 (1.94)* |
| NR | -0.18 (-3.77)* | -0.19 (-1.44) | -0.19 (-3.63)* | -0.04 (-0.70) | 0.06 (0.46) | -0.19 (-3.62)* | -0.08 (-1.28) | -0.05 (-0.31) | -0.09 (-1.24) |
| MA° PR | -0.02 (-0.97) | -0.02 (-0.46) | -0.02 (-0.90) | 0.01 (0.32) | 0.06 (1.16) | -0.01 (-0.67) | -0.03 (-1.22) | -0.01 (-0.12) | -0.03 (-1.06) |
| MA° NR | 0.10 (0.83) | 0.75 (2.32)* | 0.01 (0.09) | -0.04 (-0.30) | 0.08 (0.24) | 0.01 (0.06) | 0.06 (0.34) | -0.10 (-0.22) | 0.10 (0.58) |
| S | 0.40 (29.48)* | 0.36 (9.41)* | 0.39 (27.82)* | 0.40 (24.94)* | 0.22 (4.64)* | 0.39 (27.72)* | 0.60 (41.88)* | 0.57 (15.98)* | 0.60 (39.19)* |
| MB | 0.00 (3.35)* | -0.02 (-1.03) | 0.00 (3.18)* | 0.00 (3.55)* | 0.14 (9.03)* | 0.00 (3.19)* | -0.00 (-4.22)* | -0.01 (-0.79) | -0.00 (-4.11)* |
| SG | -0.15 (-7.04)* | -0.14 (-2.65)* | -0.15 (-6.42)* | -0.16 (-7.23)* | -0.09 (-2.32)* | -0.15 (-6.53)* | -0.18 (-6.47)* | -0.10 (-1.63)** | -0.18 (-5.96)* |
| ROA | 0.40 (2.96)* | 0.96 (2.61)* | 0.35 (2.37)* | 0.30 (2.14)* | 0.82 (3.00)* | 0.35 (2.40)* | -0.69 (-4.25)* | -0.66 (-1.74)** | -0.65 (-3.45)* |
| L | 0.18 (3.11)* | -0.00 (-0.02) | 0.21 (3.26)* | 0.14 (2.22)* | -0.06 (-0.47) | 0.21 (3.32)* | 0.08 (1.21) | 0.01 (0.07) | 0.08 (1.06) |
| A | 0.50 (11.94)* | 0.62 (7.13)* | 0.50 (11.13)* | 0.42 (8.05)* | 0.22 (1.71)** | 0.50 (11.04)* | 0.19 (4.15)* | 0.23 (2.10)* | 0.18 (3.63)* |
| SC | -0.24 (-6.43)* | -0.21 (-2.55)* | -0.25 (-6.54)* | -0.18 (-3.86)* | 0.09 (0.88) | -0.25 (-6.50)* | -0.15 (-4.38)* | -0.16 (-2.03)* | -0.15 (-4.25)* |
| H | -1.64 (-13.44)* | -1.93 (-6.33)* | -1.51 (-11.74)* | -1.93 (-12.70)* | -0.80 (-2.20)* | -1.51 (-11.70)* | -0.56 (-4.13)* | -0.72 (-2.21)* | -0.58 (-4.09)* |
| B | -0.00 (-2.44)* | -0.00 (-0.21) | -0.00 (-2.93)* | -0.00 (-0.87) | 0.00 (0.60) | -0.00 (-2.96)* | 0.00 (0.34) | 0.00 (0.17) | 0.00 (0.19) |
| SB | 0.04 (2.96)* | 0.01 (0.30) | 0.04 (3.07)* | 0.01 (0.68) | -0.05 (-1.72)** | 0.04 (3.07)* | -0.02 (-1.28) | -0.01 (-0.39) | -0.02 (-0.93) |
| C | -0.01 (-0.17) | -0.09 (-1.43) | 0.01 (0.38) | 0.02 (0.46) | -0.02 (-0.48) | 0.01 (0.38) | -0.02 (-0.61) | 0.02 (0.21) | -0.02 (-0.62) |
| NM | 0.02 (0.49) | -0.03 (-0.49) | 0.03 (0.72) | 0.03 (0.86) | -0.10 (-1.82)** | 0.03 (0.72) | 0.03 (1.01) | 0.03 (0.53) | 0.03 (0.90) |
| 和 Y | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| n | 8 546 | 1 322 | 7 224 | 8 546 | 1 322 | 7 224 | 8 546 | 1 322 | 7 224 |
| Adj R | 0.32 | 0.35 | 0.32 | 0.26 | 0.24 | 0.32 | 0.42 | 0.47 | 0.42 |

注：括号内的数据为对应估计值的 t 值，*为估计值在 5% 水平下显著，**为估计值在 10% 水平下显著。
?1994-2018 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

(3)关于公司高管试图通过并购行为谋取私有收益前提下管理者持股能否充当一种缓和激励不相容问题的工具,可以从表 4 的 3 组分组回归中得到解释。分组回归的结果表明,MA在上述 3 个总回归中的显著性主要来自于高管未持股样本,而在高管持股样本中 MA对 PC、TC和 NPC均不具有任何显著的正向解释作用,这说明高管一旦持股,其发动的并购事件意图并不在增加个人私有收益,而是超出个人私有收益外的某些其他目的;相反地,如果高管没有持股,则管理者与股东的激励不相容问题激化,高管势必通过推动股东价值毁损的并购事件获得并购后个人私有收益的提升。因此,多元分析的分组回归结果在一定程度上说明,在目前中国的制度环境下管理者持股实际上能够适当缓解高管以谋取私有收益为目的而发动并购行为并毁损股东价值的问题。尤其是随着中国公司管理者持股水平的逐渐提高,加之在以往高管薪酬体制基础上人们对管理者持股机制的接受程度逐步增大,可以预见未来管理者持股将能够有效化解公司高管以并购事件甚至其他资本性支出作为“幌子”追逐个人私有收益的机会主义动机。

至此,可以认为上述实证结论已经能对 3 个研究问题提供较好的解释。另外,多元回归中还考虑了多个影响高管私有收益的重要控制变量。

(1)有关公司经营特征方面的控制变量

S对高管私有收益的影响总是显著为正,说明公司规模仍然是决定中国高管薪酬和在职消费的影响因素。这与 Harford 李增泉和杜胜利等的结论是一致的^[7 18 29];与 Harford 等有关 MB 的结论不同的是^[7],成长性仅在高管未持股的子样本中呈现出极高的显著性,并且成长性越高,高管货币性薪酬和总薪酬越高,在职消费则越低;另外,李增泉指出中国公司高管年度薪酬与企业绩效并不相关^[18],而 Firth 等认为中国高管薪酬至少能够部分反映公司运营绩效^[28],表 4 中 SG和 ROA的相关结果基本支持了后者的观点;杜胜利等认为公司风险与高管薪酬之间负相关但却不显著^[29],高管持股的子样本中 L对货币性薪酬和总薪酬回归的系数估计值支持了他们的观点,但值得注意的是,以总负债比率衡量的公司财务风险并不会显著影响高管在职消费水平;与辛清泉、李增泉和 Firth 等的结论一致^[16 18 28],实证分析中的 A在各项回归中的系数均显著为正,这说明区域特征的确已经成为影响高管私有收益各个维度的重要决定因素。

(2)有关公司股权特征方面的控制变量

SC在各个回归中系数估计值基本都是显著为负的,说明目前国有企业中高管的薪酬管制体制仍然存在,并且国有实际控制人能够在一定程度上降低高管在职消费水平,而在高管持股情况下 SC并未显著降低高管总薪酬;H的回归系数显著为负,说明股权集中度越高,大股东对公司经营的监督和干预越强,高管越难获取较大的个人私有收益;B的结果表

明,在高管未获得股权激励的情况下,股权制衡度越高,高管货币性薪酬和总薪酬显著降低,但股权制衡度无法明显抑制高管的在职消费动机。

(3)有关公司治理方面的控制变量

SB的回归结果表明,在目前中国高管薪酬管制的体制下,董事会制度的强弱对高管在职消费没有起到显著的作用,但强势董事会的存在可能反而会增加高管货币性薪酬和总薪酬水平。唐雪松等指出,公司治理机制在制约过度投资行为中基本有效^[30];Firth等认为公司治理对中国高管薪酬有显著影响,但由于中国独特的制度环境,公司治理对高管薪酬的影响方式与其他国家不同^[28]。因此,可以认为 SB显著增加货币性薪酬和总薪酬这一结果有可能是由于 SB也可以描述公司治理机制的一个重要方面,而公司治理机制较完善的企业应该给予高管较为足够的薪酬激励,尤其是在高管未获得股权性薪酬的情况下。另外,C的相关结果并不支持两职合一的高管能够谋取更多个人私有收益。考虑到中国公司高管中不少人未在上市公司领取薪酬的制度特征,NM基本上未对高管货币性薪酬、总薪酬和在职消费产生显著影响。

6 稳健性检验

出于稳健性的考虑,基于 Hausman 检验和 Breusch-Pagan拉格朗日乘子检验的方法得出面板数据的随机效应回归优于其混合 OLS回归和固定效应回归,并且混合 OLS回归和固定效应回归的结果与表 4 的多元回归结果基本一致,支持了实证结果的可靠性。

实证分析还尝试一些其他稳健性检验。如基于支付的其他与经营活动有关的现金流量与当年行业中位数差异生成虚拟变量,度量高管在职消费程度,如果这一差异为正赋值为 1,如果这一差异为负赋值为 0 以此代替原回归的在职消费度量,并采用 Probit回归的方法进行分析;将董事、高管和监事的年度报酬总额和金额最高的前三名董事、高管和监事的报酬总额替换金额最高的前三名高级管理人员的报酬总额,并计算回归所需的货币性薪酬和总薪酬;将股权集中度以 CSMAR数据库中 HERFND AHL₅进行替代,即将前五大股东持股比例平方和作为股权集中度的代理变量;股权制衡度的计算采用除控股股东外的前五大股东中持股超过 5%的股东持股比例之和与控股股东持股比例进行替换。在上述代理变量的选取发生变化后,回归结果与表 4 基本一致,显著性与回归系数估计值的方向没有根本的改变,说明上述相关的实证结论是稳健的。

7 结论

探讨公司高管发动的并购行为与谋取个人私有收益行为之间的关联性,并尝试从高级管理层的私有收益角度对公司高管的并购行为进行研究。本研究基于代理成本理论及中国高管薪酬管制和公司并

购的特殊制度背景,以1999年~2007年全部A股上市公司的8546个观测值为样本,采用固定效应回归、随机效应回归和分层回归的实证方法,得到一些重要结论。

实证结果表明,中国上市公司并购已经成为高管谋取私有收益的机会主义行为,高管通过发动并购行动,个人货币性薪酬、货币性薪酬和股权性薪酬构成的总薪酬以及在职消费都有明显的增长,这有助于解释公司高管为何不断发动毁损主并公司股东价值的并购行为。同时,高管发动并购事件的目的更多地是出于谋求在职消费的个人私有收益,而货币性薪酬的增长只是次要动机,另外发现高管发动的并购行为并不能增加其股权性薪酬。分层回归结果进一步表明,高管一旦持股,其发动的并购事件意图并不在增加个人私有收益,而是超出个人私有收益外的某些其他目的;相反地,如果高管没有持股,则管理者与股东的激励不相容问题激化,高管势必通过推动股东价值毁损的并购事件获得并购后个人私有收益的提升。因此,可以认为目前中国的制度环境下管理者持股水平虽然相对较低,但管理者持股实际上已经能够适当缓解高管以谋取私有收益为目的而发动并购行为并毁损股东价值的问题。尤其是随着中国公司管理者持股水平的逐渐提高,加之在以往高管薪酬体制基础上人们对管理者持股机制的接受程度正在逐步增大,可以预见未来中国管理者持股可以有效化解资本性投资中高管的机会主义行为。

本研究从主并公司高管谋取个人私有收益行为的角度探讨公司高管发动的并购行为,可以对毁损股东价值的公司并购现象之谜做出新的解释;公司并购行为作为企业最重要投资方式是一个可观测的独特投资事件,由此视角研究管理者通过并购谋取私有收益的行为可以丰富以往关于管理者薪酬的研究;本研究中高管私有收益不仅考虑了高管的在职消费,还将股权性薪酬记入高管总薪酬,这样可同时完善国内外研究,其中将高管在职消费纳入实证分析的框架,可以深入探讨高管追逐在职消费而发动公司并购行为的动机;将股权性薪酬纳入高管私有收益中,弥补由于中国管理者持股水平过低导致长期以来忽略股权性薪酬在缓和激励不相容问题中作用的不足。

参考文献:

- [1] Berle A A, Means G C. The Modern Corporation and Private Property Rights[M]. New York: Macmillan, 1932.
- [2] Alchian A, Demsetz H. Production, Information Costs and Economic Organization[J]. American Economic Review, 1972, 62(5): 777-795.
- [3] Jensen M, Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [4] Bliss R T, Rosen R J. CEO Compensation and Bank Mergers[J]. Journal of Financial Economics, 2001, 61(1): 107-138.
- [5] Datta S, Iskandar Datta M, Raman K. Executive Compensation and Corporate Acquisition Decisions[J]. Journal of Finance, 2001, 56(6): 2299-2336.
- [6] Grinstein Y, Hribar P. CEO Compensation and Incentives—Evidence from M&A Bonuses[J]. Journal of Financial Economics, 2004, 73(1): 119-143.
- [7] Harford J, Li K. Decoupling CEO Wealth and Firm Performance: The Case of Acquiring CEOs[J]. Journal of Finance, 2007, 62(2): 917-949.
- [8] Hartzell J, Ofek E, Yermack D. What's In It for Me? CEOs Whose Firms Are Acquired[J]. Review of Financial Studies, 2004, 17(2): 37-61.
- [9] Grove T, Hong Y M, McMillan J, Naughton B. China's Evolving Managerial Labor Market[J]. The Journal of Political Economy, 1995, 103(4): 873-892.
- [10] Qian Y. Reforming Corporate Governance and Finance in China[C] // Corporate Governance in Transitional Economies—Insider Control and the Role of Banks. The World Bank, 1995: 215-252.
- [11] 陈冬华, 陈信元, 万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费[J]. 经济研究, 2005(2): 92-101.
Chen D H, Chen X Y, Wan H L. Regulation and Non-pecuniary Compensation in Chinese SOEs[J]. Economic Review Journal, 2005(2): 92-101. (in Chinese)
- [12] 赵文红, 李垣. 中国国企经营者“在职消费”行为探讨[J]. 经济体制改革, 1998(5): 82-84.
Zhao W H, Li Y. Probe into the In-Serving Consuming Behaviour of China's State Enterprise's Operators[J]. Reform of Economic System, 1998(5): 82-84. (in Chinese)
- [13] 夏冬林, 李晓强. 在职消费与公司治理机制[J] // 中国会计学会第6届理事会第2次会议暨2004年学术年会论文集, 2004.
Xia D L, Li X Q. Non-pecuniary Compensation and Corporate Governance[C] // The Second Meeting of the 6th Board of Directors of ASC/2004 Annual Meeting of ASC Conference Proceedings, 2004. (in Chinese)
- [14] 顾乃康, 孙进军. 管理者报酬与公司多元化的实证研究[J]. 中山大学学报(社会科学版), 2007, 47(4): 95-101.
Gu N K, Sun J J. Managers' Pecuniary Compensation, Non-pecuniary Compensation and Corporate Diversification[J]. Journal of Sun Yat-sen University

- (Social Science Edition), 2007, 47(4): 95-101. (in Chinese)
- [15] 刘怀珍, 欧阳令南. 经理私人利益与过度投资 [J]. 系统工程理论与实践, 2004, 24(10): 44-48
Liu H Z, Ouyang L N. A Study on the Relationship between Manager's Private Benefits and Over-investment [J]. Systems Engineering Theory & Practice, 2004, 24(10): 44-48. (in Chinese)
- [16] 辛清泉, 林斌, 王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资 [J]. 经济研究, 2007(8): 110-122
Xin Q Q, Lin B, Wang Y C. Government Control, Executive Compensation and Capital Investment [J]. Economic Research Journal, 2007(8): 110-122. (in Chinese)
- [17] 孙进军, 顾乃康. 管理者报酬与企业投资的实证研究 [J]. 经济与管理研究, 2008(6): 12-16
Sun J J, Gu N K. Empirical Study on Executive Compensation and Corporate Investment [J]. Research on Economics and Management, 2008(6): 12-16. (in Chinese)
- [18] 李增泉. 激励机制与企业绩效——一项基于上市公司的实证研究 [J]. 会计研究, 2000(1): 24-30
Li Z Q. Incentive Mechanism and Firm Performance——The Empirical Evidence from China's Public Listed Companies [J]. Accounting Research, 2000(1): 24-30. (in Chinese)
- [19] 魏刚. 高级管理层激励与上市公司经营绩效 [J]. 经济研究, 2000(3): 32-39
Wei G. Incentives for Top-Management and Performance of Listed Companies [J]. Economic Research Journal, 2000(3): 32-39. (in Chinese)
- [20] 刘国亮, 王加胜. 上市公司股权结构、激励制度及绩效的实证研究 [J]. 经济理论与经济管理, 2000(5): 40-45
Liu G L, Wang J S. Positive Analysis of Listed Companies' Equity Structures, Incentive Systems and Performances [J]. Economic Theory and Business Management, 2000(5): 40-45. (in Chinese)
- [21] 张俊瑞, 赵进文, 张健. 高级管理层激励与上市公司经营绩效相关性的实证分析 [J]. 会计研究, 2003(9): 29-34
Zhang J R, Zhao J W, Zhang J. Empirical Study on the Association between Executive Incentives and Listed Companies' Performance [J]. Accounting Research, 2003(9): 29-34. (in Chinese)
- [22] 冯根福, 吴林江. 我国上市公司并购绩效的实证研究 [J]. 经济研究, 2001(1): 54-61
Feng G F, Wu L J. Empirical Study on the M&A Performance of China's Listed Companies [J]. Economic Research Journal, 2001(1): 54-61. (in Chinese)
- [23] 陈信元, 叶鹏飞, 陈冬华. 机会主义资产重组与刚性管制 [J]. 经济研究, 2003(5): 13-22
Chen X Y, Ye P F, Chen D H. Opportunistic Restructuring and Regulation Rigidity [J]. Economic Research Journal, 2003(5): 13-22. (in Chinese)
- [24] 张宗新, 季雷. 公司购并利益相关者的利益均衡吗? ——基于公司购并动因的风险溢价套利分析 [J]. 经济研究, 2003(6): 30-37
Zhang Z X, Ji L. Does the Stakeholders' Benefit of Merger and Acquisition Become Equilibrium? [J]. Economic Research Journal, 2003(6): 30-37. (in Chinese)
- [25] 谭劲松, 黎文靖, 谭燕. 企业合并中的多方利益博弈——一项 10 起换股合并案例为基础的研究 [J]. 管理世界, 2003(3): 107-118
Tan J S, Li W J, Tan Y. Multi-interest Game in Firm Mergers——A Study on Ten Stock-swap Cases [J]. Management World, 2003(3): 107-118. (in Chinese)
- [26] 李增泉, 余谦, 王晓坤. 掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据 [J]. 经济研究, 2005(1): 95-105
Li Z Q, Yu Q, Wang X K. Tunneling, Propping and M&A: Evidence from Chinese Listed Companies [J]. Economic Research Journal, 2005(1): 95-105. (in Chinese)
- [27] 张新. 并购重组是否创造价值? ——中国证券市场的理论与实证研究 [J]. 经济研究, 2003(6): 20-29
Zhang X. Do Mergers and Acquisitions Create Value? Evidence from Chinese Listed Companies [J]. Economic Research Journal, 2003(6): 20-29. (in Chinese)
- [28] Firth M, Fung P M Y, Rui O M. How Ownership and Corporate Governance Influence Chief Executive Pay in China's Listed Firms [J]. Journal of Business, 2007, 60(7): 776-785.
- [29] 杜胜利, 瞿艳玲. 总经理年度报酬决定因素的实证分析——以我国上市公司为例 [J]. 管理世界, 2005(8): 114-120
Du S L, Qu Y L. Empirical Study on the Determinants of CEO's Annual Compensation——The Evidence from China's Public Listed Companies [J]. Management World, 2005(8): 114-120. (in Chinese)
- [30] 唐雪松, 周晓苏, 马如静. 上市公司过度投资行为及其制约机制的实证研究 [J]. 会计研究, 2007(7): 44-52

Tang X S, Zhou X S, Ma R J. Empirical Research
on Over-investment Behavior and Its Restriction Sys-

tem in China's Listed Companies [J]. Accounting
Research, 2007(7): 44-52. (in Chinese)

Executive Equity-Based Compensation,
Executive Private Benefits and Corporate M&As

LI Shanmin¹, MAO Ya-juan², ZHAO Jing-jing²
1 School of Business, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China
2 School of Economics and Management, South China Agricultural University, Guangzhou 510642, China

Abstract This paper aims to investigate the association between executive private benefits and acquiring managers' M&A decisions and attempts to shed new light on the causes and consequences of corporate M&As from a fresh angle of executive private benefits. Considering China's regulation on executive compensation and special institutional features of corporate M&As, the study investigates data from all China's listed companies over 1999-2007 based on Agency Theory. With the analysis of data by fixed effects regressions, random effects regressions and hierarchical regressions, we find significant empirical evidence. The results indicate that corporate executives launch M&A deals for their opportunistic incentives of private benefits and their pecuniary compensation and especially non-pecuniary compensation significantly increases following M&As. By using hierarchical regressions, the paper also finds that equity-based compensation can partially alleviate executives' incentives to pursue private benefits via value-destroying M&As even if the equity-based compensation is averagely low under current institutional environment.

Keywords M&As; executive equity-based compensation; private benefits; executive compensation

Received Date: July 23rd, 2009 Accepted Date: November 19th, 2009
Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China (70572054), Humanities and Social Science Research by the State Education Commission General Program (Youth)
Biography: Dr. LI Shanmin, a Sichuan Bazhong native (1963—), graduated from Nanjing Agricultural University and is a professor and Ph.D. advisor in the School of Business at Sun Yat-sen University. His research interests include corporate M&As, capital markets and corporate governance, etc. E-mail: mnsism@mail.sysu.edu.cn

中国第一部管理类综合性大型工具书
管理科学思想与方法的知识宝库

管 理 大 辞 典

中国管理科学学会组织编写的《管理大辞典》已由中央文献出版社出版。

该书由国家科技部批准编著，国家财政部、国家教育部鼎力支持，中国工程院作为联办单位，10位院士担任顾问，全国140多所高校和科研院所的650多位专家参加编审工作。全书约1.5万个辞条、600余万字，涵盖管理理论和方法、部门和行业管理、经济与公共管理等方面。

全国政协原副主席、两院院士宋健为《管理大辞典》题写书名，中国工程院院长徐匡迪作序，国家人事部原副部长蒋冠群撰写前言。辞书结构科学，内容丰富，设计严谨，资料翔实。可供各级党政机关领导干部、各行业的管理人员、科研人员、高等院校师生在工作和学习中使用、参考，亦可供社会各界人士阅读、借鉴。

《管理大辞典》采用大16开本，字典纸印刷，封面烫金，精装，每册定价1200元。

征订地址：北京市海淀区大柳树路2号铁道科学院电子所307室 邮编：100081
联系电话：010-51849136 51893659 邮箱：mns@railscn.cn 网址：www.mss.org.cn