

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 17520091150993

UDC\_\_\_\_\_

廈門大學

硕士学位论文

高管离职与 IPO 盈余管理相关性研究

——基于我国创业板市场的经验证据

Research on the Correlation Between Top Executives

Change and IPO Earnings Management:

An Empirical Study Based on the GEM in China

孙涛

指导教师姓名: 杜兴强 教授

专业名称: 会计学

论文提交日期: 2012年 4月

论文答辩时间: 2012年 月

学信授予日期: 2012年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评阅人: \_\_\_\_\_

2012年 4月

# 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。

声明人(签名):

年 月 日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 摘要

设立创业板是我国促进中小企业发展、推进科技自主创新、促进产业结构调整的重要战略举措，对我国经济发展具有重要的意义。我国创业板自 2009 年 10 月 30 日首批 28 家企业上市以来，截至 2011 年 12 月 31 日已经扩容到 281 家，创业板公司一经推出即受到市场的热烈追捧，经历了“三高”现象的疯狂。创业板也创造了无数个“财富神话”，成就了大批公司股东巨额的“纸上财富”。然而，另外一种疯狂也在上演，即许多创业板高管在公司上市后短期内迅速离职，其中不乏创业创始人，造成了创业板上市公司高管的离职潮。高管知道公司更多的信息，高管费尽辛苦使公司上市却离职而不愿享受公司成长的成果，让人怀疑上市公司的质量，可以想象带有这种投机性的目的上市，高管就会更倾向于对上市前的报表进行粉饰，甚至是对业绩不那么好的公司“包装”，以达到监管标准，顺利完成上市，高管离职后公司如果发生业绩变脸也与之无关，如果是持股高管离职更不禁让人怀疑此举是为原始股解禁后的套现“铺路”。

本文对以 2009 年 10 月 30 日第一批上市创业板公司至 2011 年 12 月 31 日两年多时间上市的创业板公司为主要研究样本，运用实证研究方法，并且对同期上市的中小板企业进行对比分析，研究并验证了高管在企业上市后短期内迅速离职与上市前 IPO 盈余管理存在正向的关系，即存在高管在公司 IPO 后迅速离职的情况时，IPO 前盈余管理水平会比较高，这对企业上市前的盈余管理提出并验证了这样的解释：即存在投机性的高管、以完成上市为目的的公司更有容易对企业报表进行粉饰，即上市前 IPO 盈余管理程度更高。这也初步验证了持股高管离职为以后套现做准备的假设。并且本文通过创业板与中小板企业的对比，发现同样发生高管离职情况的创业板普遍比中小板 IPO 盈余管理程度更大。

**关键词：**创业板；IPO 盈余管理；高管离职

## Abstract

The establishment of Growth Enterprise Market (GEM) in our country is a big step for the development of Small and Medium Enterprises, and it is a promotion for the scientific and technological innovation and industrial restructuring, and it will help much to the development of economic in our country. The GEM in our country was listed on October 30, 2009, and the number of enterprises has expanded from 28 to near 300. Ever since the list of GEM it was warm welcomed by the market, and the price of stocks, the PE ratios and the raised funds over expectation have been very high. Many shareholders became billionaires overnight. However, many executives including the founders resigned in a short time after the company was listed in the GEM. As the executives have more information about the company than others, their departure forces us to suspect the quality of the companies. Usually the executives would do earning management before IPO to meet the standard requirements. Some executives even have stocks of the company, and the departure will help them to change the stocks for money in the stock market.

This paper analyzes the companies listed in the GEM from October 30,2009 to December 31,2011, and compares them with the companies listed in the same period in the Small and Medium Enterprises board. I verified the positive relationship between the resignation shortly after IPO and the earning management before IPO. That is when there is rapid departure of the executives in the company after the IPO, pre-IPO earnings management level will usually be relatively high. I think this paper gives a new explanation for the pre-IPO earnings management, especially for the executives who hold shares of the company he or she worked in, the departure will be a preparation for cashing stock. Comparing the situation between Growth Enterprise Market and Small and Medium Enterprises board, I find the positive relationship is relatively strong in the Growth Enterprise Market.

**Keywords:** Growth Enterprise Market; Pre-IPO Earnings Management; TOP Executive Change

## 目录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 摘要.....                   | I  |
| Abstract.....             | II |
| <b>第一章 绪论</b> .....       | 1  |
| 1.1 研究背景.....             | 1  |
| 1.2 研究目的与意义.....          | 3  |
| 1.3 研究内容与方法.....          | 4  |
| <b>第二章 文献综述</b> .....     | 6  |
| 2.1 高管变动的文献回顾.....        | 6  |
| 2.2 盈余管理的研究.....          | 7  |
| 2.2.1 盈余管理特征与影响因素的研究..... | 7  |
| 2.2.2 IPO 盈余管理的研究.....    | 9  |
| 2.3 高管变更与盈余管理的关系.....     | 10 |
| <b>第三章 理论分析</b> .....     | 13 |
| 3.1 盈余管理定义.....           | 13 |
| 3.2 盈余管理的理论渊源.....        | 14 |
| 3.2.1 有效市场理论与盈余管理.....    | 14 |
| 3.2.2 契约理论与盈余管理.....      | 15 |
| 3.2.3 信息经济学与盈余管理.....     | 15 |
| 3.3 盈余管理的动机.....          | 16 |
| 3.3.1 盈余管理的客观动机.....      | 16 |
| 3.3.2 盈余管理的主观动机.....      | 17 |
| 3.4 盈余管理的利弊.....          | 19 |
| 3.4.1 盈余管理的积极作用.....      | 19 |
| 3.4.2 盈余管理的消极作用.....      | 20 |
| 3.5 IPO 与盈余管理.....        | 21 |
| 3.5.1 IPO 盈余管理的经济学理论..... | 21 |

|                                    |           |
|------------------------------------|-----------|
| 3.5.2 IPO 盈余管理的手段.....             | 22        |
| <b>第四章 研究设计</b> .....              | <b>25</b> |
| 4.1 引言 .....                       | 25        |
| 4.2 研究假设 .....                     | 25        |
| 4.3 样本选择 .....                     | 26        |
| 4.4 模型建立 .....                     | 29        |
| 4.4.1 盈余管理的度量.....                 | 29        |
| 4.4.2 模型的建立及定义变量.....              | 30        |
| <b>第五章 实证结果</b> .....              | <b>35</b> |
| 5.1 描述性统计 .....                    | 35        |
| 5.2 相关性检验 .....                    | 37        |
| 5.3 多元回归分析 .....                   | 39        |
| 5.4 稳健性检验 .....                    | 43        |
| 5.4.1 仅包括持有公司股份的高管的样本组.....        | 43        |
| 5.4.2 区分主动离职与非主动离职.....            | 45        |
| 5.4.3 将离职 LIZHI 虚拟变量变为离职率连续变量..... | 47        |
| <b>第六章 研究结论与局限</b> .....           | <b>50</b> |
| 6.1 研究结论 .....                     | 50        |
| 6.2 政策与建议 .....                    | 50        |
| 6.3 局限与不足 .....                    | 51        |
| <b>参考文献</b> .....                  | <b>53</b> |
| <b>致谢</b> .....                    | <b>56</b> |



|                                                                                 |    |
|---------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>Abstract</b> .....                                                           | II |
| <b>Chapter 1 Introduction</b> .....                                             | 1  |
| <b>1.1 Research background</b> .....                                            | 1  |
| <b>1.2 Research purposes and significance</b> .....                             | 3  |
| <b>1.3 Research contents and methods</b> .....                                  | 4  |
| <b>Chapter 2 Literature review</b> .....                                        | 6  |
| <b>2.1 Literature review of executive changes</b> .....                         | 6  |
| <b>2.2 Research on earnings management</b> .....                                | 7  |
| 2.2.1 Research on the factors of earnings management.....                       | 7  |
| 2.2.2 Research on IPO earnings management .....                                 | 9  |
| <b>2.3 Relationship between executive changes and earnings management</b> ..... | 10 |
| <b>Chapter 3 Theoretical analysis</b> .....                                     | 13 |
| <b>3.1 The concept of earnings management</b> .....                             | 13 |
| <b>3.2 Theoretical origins of the earnings management</b> .....                 | 14 |
| 3.2.1 Efficient market theory and earnings management.....                      | 14 |
| 3.2.2 Contract theory and earnings management.....                              | 15 |
| 3.2.3 Information economics and earnings management.....                        | 15 |
| <b>3.3 The motivation of earnings management</b> .....                          | 16 |
| 3.3.1 Objective motivation for earnings management.....                         | 16 |
| 3.3.2 Subjective motivation for earnings management.....                        | 17 |
| <b>3.4 The pros and cons of earnings management</b> .....                       | 19 |
| 3.4.1 The positive role of earnings management .....                            | 19 |
| 3.4.2 The negative role of earnings management .....                            | 20 |
| <b>3.5 IPO and earnings management</b> .....                                    | 21 |
| 3.5.1 Economic theory of IPO earnings management .....                          | 21 |
| 3.5.2 Means of earnings management.....                                         | 22 |
| <b>Chapter 4 Research design</b> .....                                          | 25 |

|                                                                    |    |
|--------------------------------------------------------------------|----|
| <b>4.1 Introduction</b> .....                                      | 25 |
| <b>4.2 Research hypothesis</b> .....                               | 25 |
| <b>4.3 Sample and data</b> .....                                   | 26 |
| <b>4.4 The model of research</b> .....                             | 29 |
| 4.4.1 Measurement of earnings management .....                     | 29 |
| 4.4.2 The model and variables .....                                | 30 |
| <b>Chapter 5 Emperical results and analysis</b> .....              | 35 |
| <b>5.1 Descriptive statistics</b> .....                            | 35 |
| <b>5.2 Correlation test</b> .....                                  | 37 |
| <b>5.3 Multiple regression analysis</b> .....                      | 39 |
| <b>5.4 Robustness test</b> .....                                   | 43 |
| 5.4.1 Sample of executives holding shares .....                    | 43 |
| 5.4.2 Distinguish between initiative and passive departure.....    | 45 |
| 5.4.3 Change the dummy variable LIZHI to continuous variable ..... | 47 |
| <b>Chapter 6 Conclusions and research limitations</b> .....        | 50 |
| <b>6.1 Conclusions</b> .....                                       | 50 |
| <b>6.2 Proposals</b> .....                                         | 50 |
| <b>6.3 Research limitations</b> .....                              | 51 |
| <b>Reference</b> .....                                             | 53 |
| <b>Acknowledgements</b> .....                                      | 56 |

## 第一章 绪论

### 1.1 研究背景

我国股市证券资本市场到现在已经发展有 21 年多的时间，市场在逐步完善，多层次资本市场初步建立，尤其是 2009 年酝酿很久的创业板推出，极大的推动我国中小企业、高科技、高风险企业的发展，广大股民又多了新的投资方向。创业板一经推出便受到市场的爆炒，首批上市的 28 家创业板共有 10 日股票首日涨幅超过 100%，其中以金亚科技为最高，涨幅达到了 209.73%，而最高价达到百元以上的有红日药业 145.5 元、神州泰岳 147.8 元以及机器人 108 元。截至 2011 年 12 月 31 日，创业板市场在两年多的时间里虽然不再那么疯狂，然而还是以高发行价、高发行市盈率、高超募资金著称。

表 1.01 创业板的首发日市盈率以及首日涨幅统计

| 时间段           | 观测值   | 首发日市盈率 |       |        | 首日涨幅 (%) |        |        |
|---------------|-------|--------|-------|--------|----------|--------|--------|
|               |       | 平均值    | 最小值   | 最大值    | 平均值      | 最小值    | 最大值    |
| 前批 28 家       | N=28  | 55.70  | 40.12 | 82.22  | 106.23   | 75.84  | 209.73 |
| 截至 2009 年底    | N=36  | 61.70  | 40.12 | 126.67 | 92.67    | 33.30  | 209.73 |
| 2009 年-2010 年 | N=116 | 70.21  | 36.98 | 138.46 | 38.35    | -9.91  | 151.93 |
| 2010 年-2011 年 | N=129 | 53.67  | 18.12 | 150.82 | 22.28    | -16.68 | 198.89 |

资料来源：锐思数据库

通过上表可以看出，两年多来创业板首发日市盈率平均一直在 50 多倍以上，最高达到了 150.82 倍。而首批 28 家创业板的首日涨幅平均高达 106.23%，最高超过了 200%，随着市场的越来越理性，首日涨幅越来越低，但总体来看涨幅仍然很大。

然而自从创业板 2009 年 10 月推出以来，迅速上演了高管的辞职潮。同花顺（300033）首开创业板公司高管辞职先河。该公司是 2009 年 12 月 25 日挂牌，2010 年 1 月 18 日，公司监事易晓梅和董秘方超就双双辞职，距公司上市仅 15 个交易日。首批 19 名高管平均辞职时点为上市后 5.2 个月，此后，更加夸张，辞职时点缩短为上市后 2.1 个月。高管辞职可能有各种各样的原因，但如此迅速、

大规模的辞职还是引起了人们的注意。2010年11月4日，深圳证券交易所又发布了《关于进一步规范创业板上市公司董事、监事和高级管理人员买卖本公司股票行为的通知》，规定创业板上市公司高管所持股票的限售期分为两种情形，一是在创业板新股上市之日起半年内辞职的，限售期为辞职之日起18个月；二是在上市第七个月至第十二个月之间辞职的，限售期为申报辞职之日起12个月。很显然，《通知》只是对原有高管所持股票的限售期稍作延长，实际上只要高管们选择在公司新股发行上市后的第七个月辞职，其套现意愿的实现和之前的效应是相同的。

高层离职有各种原因，根据锐思（RESSET）数据库里划分标准，变动原因可以分为调任、辞职、辞退、退休、逝世、换届、控股权变动、完善治理结构、违规或涉案、健康原因、结束代理、股东大会否决、其他原因、未披露等14种原因。以下是统计出截至2011年12月31日创业板市场上合计的高管离职情况。

表 1.02 创业板高管变动统计表

| 变动原因   | 数量  | 百分比 (%) |
|--------|-----|---------|
| 辞职     | 351 | 47.12   |
| 换届     | 253 | 34.00   |
| 调任     | 67  | 9.00    |
| 未披露    | 45  | 6.05    |
| 其他原因   | 16  | 2.15    |
| 辞退     | 3   | 0.40    |
| 逝世     | 2   | 0.27    |
| 健康原因   | 2   | 0.27    |
| 完善治理结构 | 2   | 0.27    |
| 结束代理   | 2   | 0.27    |
| 退休     | 1   | 0.13    |
| 违规或涉案  | 0   | 0       |
| 合计     | 744 | 100     |

资料来源：锐思数据库

通过统计可以看出，创业板上市两年多的时间里，有744人次高管职位发生了变动，变动原因中辞职占首位，有351人次，占比有47.12%，其次是换届，有

253 人次，占比 34%，这两种原因合计超过了 80%的比例。而其他原因中调任有 67 人次，未披露的有 45 人次，其它原因都数量很小。

这种迅速的离职行为不禁让人怀疑高管的动机，尤其是存在很多经历过上市程序的高管，他们成为了拟上市公司眼中的香馍馍，这些高管以帮助、完成公司上市为目的，希望通过其上市后的股权溢价来赚取超额利润，而非长期分享公司成长所带来的成果。他们会利用各种方法帮助企业上市，如进行盈余的管理，以达到监管的要求，而在企业完成上市后，他们的离职就可以使自己能够在很短的时间内将持有的股份在市场上套现，以“落袋为安”。所以本文即是基于这样的假设，即存在高管在完成企业上市后迅速离职的企业，在 IPO 前盈余管理程度会比较高。盈余管理是企业会计质量的很重要的一方面，如果这个假设得到了验证，那么也为投资者分析公司质量及投资决策提供了帮助。

## 1.2 研究目的与意义

高管在完成企业上市后迅速离职，尤其是为以后的套现做准备，这加大了市场上从业人员的投机性，不利于企业的稳定发展。上市公司高管辞职套现看似合乎法律自由，其实质背离公平正义，其背后隐藏着制度漏洞带来的寻租危害，如果不对这种造富深刻认识并加以制度规范，将严重背离证券市场法治精神，损害广大股东的利益。有人认为：创业板高管辞职以备套现，不违法，但是缺德。

本文在对国内外关于高管变动与盈余管理，尤其是与上市前公司盈余管理的关系的相关研究文献综述的基础上，通过对创业板上市公司高管变动与盈余管理行为进行理论分析，提出相关假设，并根据实证分析，得出高管辞职与上市前公司盈余管理的关系。本文的高管变动是基于这样的假设，即高管离职都是在企业上市前就计划好的，高管并不想分享公司成长带来的收益，而是为了获取更多的佣金或是股权溢价带来的超额收益。而且离职后可以省去很多的麻烦，比如说盈余会有转回的时候，如果质量差的公司经营会有更大的压力，而如果辞职了就不会再受这方面的影响，那么在公司 IPO 过程中顾虑就会少很多，从而更倾向于对公司进行包装，实施盈余的操纵。本文预达到的目的是：(1) 验证上市后迅速离职的高管是促使公司 IPO 前盈余管理的因素，即分析验证存在上市后高管短

期内辞职的创业板公司比未发生短期内高管辞职的公司，在上市前的盈余管理更加严重。（2）基于创业板为高风险、高科技企业提供上市平台，并且创业板上市财务条件有财务持续增长的要求，验证同样存在高管离职情况下，创业板公司比同期上市的中小板公司存在更加严重的盈余管理行为。本文试图从一种新的角度来解释 IPO 前的盈余管理，并旨在为完善治理结构、加强证券市场外部监管提供有意义的参考。

本文首先对公司高管变动与盈余管理之间的关系的相关文献进行深入的回顾，来探讨产生盈余管理现象的种种原因，以提高对盈余管理的认识，对相关高管变动与盈余管理的关系的研究有所帮助。其次，本文旨在完善企业上市的机制，使 IPO 过程带来更多的好的质量的公司，并使企业能够长久的发展，减少短视行为。再次，希望能够为投资者的投资决策产生一定的帮助，帮助投资者做出正确的投资决策。

### 1.3 研究内容与方法

与大多数主板公司不同，创业板公司大多为民营企业，在股权结构方面有显著特点，即实施了广泛的股权激励。创业板公司大部分是自然人创建的民营企业，大股东多为公司创始人，且大多兼任主要高管，这种股权结构从委托代理理论上讲，实现了剩余索取权与控制权的相匹配，减少了管理层与股东的利益冲突，一定程度上会减少盈余管理。但上市引起的巨大的财富创造效应，又会导致管理层有强烈的动机去实施盈余管理。本文选取 2009 年 12 月 30 日第一批上市的创业板公司至 2011 年 12 月 31 日两年多的时间上市的公司作为样本，并且加上同期上市的中小板企业对比研究。首先回顾前人对盈余管理及离职理论研究的基础上，然后提出自己的假设，运用实证的方法，运用单变量及多元线性回归进行研究，对解释变量与被解释变量进行分析，并通过稳健性测试，验证了作者的假设，并根据发现的情况，为证券市场政策的制定及对投资者的保护提出建议。

本文的创新首先在于基于创业板的特征将高管职位变动的主观动机与 IPO 盈余管理的行为联系起来，透过现象从本质入手，揭示了盈余管理行为的一个动因；其次本文拿创业板与同为中小企业服务的中小板进行比较，更加揭示出了创

业板板块的特征；最后本文样本基于 2009 年 10 月 30 日第一批创业板上市公司至 2011 年 12 月 31 日上市的公司止，利用最新的数据拓展了相关研究。

本文总体结构安排如下：

第一章：绪论。介绍本文选题的背景、研究的目的和意义以及研究内容和方法。

第二章：文献综述。回顾国内外学者对高管离职变动的研究、对盈余管理的研究、以及高管变动与盈余管理之间关系的研究和评述。

第三章：理论分析。本章对盈余管理的理论渊源进行回顾的基础上，分析了盈余管理的动机和利弊，并介绍了与 IPO 相关的盈余管理的相关理论。

第四章：研究设计与模型的建立。首先提出假设，然后对样本数据进行统计分析，并建立模型。

第五章：在单变量关系与多元回归分析下，验证假设的成立，并且运用稳健性测试进行检验。

第六章：总结研究结论并指出研究的局限与不足，并提出政策建议。

最后是参考文献和致谢。



## 第二章 文献综述

### 2.1 高管变动的文献回顾

高管变更作为公司治理的一个重要方面，很早就是学术界研究的热门话题之一。Denis(1995) 研究发现高级管理人员变动会提升公司的经营业绩，从而有些公司为了上市、融资目的等短期的收益而进行更换公司的高管人员，使自己的经营业绩提高。

Lili 和 Julian Lowe(2009)研究了政治关系及任期内工作能力对总经理强制性变更的影响，研究发现，总经理的组织能力，政治联系以及任期能力都能够增强他们抵抗非自愿变更的能力。

朱红军（2002）发现高级管理人员变动与公司业绩呈负相关，即当经营业绩越差时，它的高管变动越频繁，而在有优质经营业绩的公司，它的高管变动是不常见的。

郝云宏、任国良（2010）用面板模型实证研究了监事会对企业高管变更机制的影响，发现监事持股与上市高管变更呈显著正相关，监事会规模与高管变更呈负相关关系，高管持股能显著减小高管变更的概率。

龚玉池（2001）实证研究了中国上市公司的公司绩效与高管变更的关系，发现高层非常规更换与经产业调整后的资产收益率、负营业收入显著负相关，不同股权结构与公司绩效相互作用变量对高层更换的敏感性是相同的，并且高层更换对改善公司业绩只在短期内有效而在长期是无效的。

游家兴、徐盼盼等（2010）对我国388家被特别处理公司中800多位高管人员变更情况进行实证检验，研究发现高管的政治关联越密切，越不可能因为业绩的低劣而被迫离职，并且董事长和总经理同时离职的公司未来业绩表现要明显好于两者都不变的公司，说明了高管所拥有的政治关联遏制了公司治理效率的提高。

陈水林、李洁雯（2010）选择1997-2000年发生控制权转移的公司为研究对象，发现随着控制权的转移，经营业绩低下的董事长或总经理面临更大的被撤换的威胁。

张明（2011）截取2006年1月1日至2010年4月1日 A 股新上市的企业，发现了高管持股比例对高管辞职概率的影响是一个非线性的关系，即高管持股比例对高管辞职概率存在倒 U 型的非线性影响，当高管持股比例较小时，随着高管持股比



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库