

学校编码: 10384  
学号: 32120101150588

分类号\_\_\_\_密级\_\_\_\_  
UDC\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

# 创业板高管离职的信息含量研究

A Research on the Information Content of Executive  
Turnover on the Growth Enterprises Market

谭咏雪

指导教师姓名: 李常青教授

专业名称: 财务学

论文提交日期: 2013年4月 日

论文答辩时间: 2013年 月 日

学位授予日期: 2013年 月 日

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评阅人: \_\_\_\_\_

2013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(媒体治理:转型国家投资者保护的补充机制研究(项目编号:G0206-71172050))课题(组)的研究成果,获得(国家自然科学基金)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

2009年10月23日创业板的开板，受到社会各界的广泛关注。创业板市场的建立，使中国的资本市场更加完善。创业板市场快速发展的同时，也出现了大规模的高管离职事件。这些离职事件的发生引发了投资者对高管离职套现动机的猜测，并对公司的发展前景产生质疑。高管离职事件频繁发生，不仅对公司发展不利，还损害了投资者的利益，更不利于新兴起的创业板市场健康稳定的发展。

本文选取2010年1月1日至2012年12月31日期间的创业板高管离职事件作为研究对象，采用市场调整法计算高管离职前后各窗口的累计超额收益率，对不同职位、不同持股情况和不同离职原因的高管离职事件分别进行单变量检验，并通过多元回归分析研究创业板高管离职引起的市场反应，对高管离职背后的信息含量进行解析。最后，本文采用市场模型法对研究结果进行稳健性检验。

本文通过研究发现：创业板离职公告的发出会引起显著为负的市场反应；不同职位的高管离职引起的市场反应均显著为负，但反应程度和持续时间有所不同；持股高管的离职相对于未持股高管来说会引发更强烈的负的市场反应。相对于高管持股比例，投资者对于高管是否持股及持股数的敏感度更高。并且高管持股比例越高，市场反应越强烈；相对于正常离职，创业板高管的非正常离职会带来更加显著的负的市场反应；创业板高管离职时点的不同与其带来的市场反应显著相关，并且创业板高管离职时点以距上市公司20个月这一时点为分界点，与其产生的市场反应呈倒U型关系。这些离职事件的信号效应仅在短时间内存在，随着时间的延长逐渐减弱。最后，在这些研究结论的基础上，本文提出了创业板市场发展的政策建议，并给出投资者相关投资建议。

**关键词：**创业板高管；高管离职；信息含量

## Abstract

The Growth Enterprises Market (GEM) board opened on September 23, 2010, bringing widespread concern. Its establishment improves the development of China's capital market. With the rapid development of GEM, there have been massive executive turnover events. The occurrence of these events triggers investors' speculation that executives may sell their shares for cash. At the same time, the investors will doubt the company's prospects. The frequent occurrences of executive turnover affect the company's long-term development, and also damage the interests of investors. It is not conducive to the healthy and stable development of GEM market.

This paper chooses the GEM executive turnover events occurred between January 1, 2010 and December 31, 2012 as the research sample, calculates the cumulative abnormal return during different windows using market adjustment method. This paper first do univariate test, according to executives' different positions, different share holdings and different turnover reasons. Multiple regression analysis is then given to test market reaction and mine the information content caused by the GEM executive turnover. Finally, robustness test is done using the market model method.

This study finds that the announcement of the GEM executive turnover brings significant negative market reaction. The market reactions brought by turnover of executives with different positions are all significantly negative, but their reaction extent and duration are different. It brings more significant market reaction for shareholding executives than non-shareholding executives. Compared to executive share ratio, investors are more sensitive to whether executive share holding and the number of holdings. More shareholdings bring higher market reaction. Relative to turnover event with normal reasons, turnover events with non-normal reasons bring more significant negative market reaction. Turnover events with different time point bring significantly different market reactions. There is inverted U-shaped relationship between the time point of executive turnover and the market reaction, with the cut-off

point of 20 months. And all the signal effects exist only in a short period time. On the basis of the conclusions, this paper proposes some recommendations for the development of the GEM market, and also gives investors some investment advices.

**Key words:** GEM Executive; Executive Turnover; Information Content

厦门大学博硕士学位论文摘要库

# 目 录

<b>第一章 绪论</b> .....	<b>1</b>
<b>第一节 研究背景</b> .....	<b>1</b>
<b>第二节 研究对象及意义</b> .....	<b>2</b>
<b>第三节 研究思路及框架</b> .....	<b>5</b>
<b>第二章 文献综述</b> .....	<b>8</b>
<b>第一节 高管变更的影响因素文献综述</b> .....	<b>8</b>
一、公司绩效与高管变更 .....	8
二、公司治理与高管变更 .....	10
三、高管特征与高管变更 .....	13
<b>第二节 高管变更的效应文献综述</b> .....	<b>15</b>
一、高管变更对公司绩效的影响 .....	15
二、高管变更的市场反应 .....	17
<b>第三节 创业板高管离职相关文献综述</b> .....	<b>21</b>
<b>第四节 文献综述小结</b> .....	<b>22</b>
<b>第三章 研究设计</b> .....	<b>24</b>
<b>第一节 创业板高管离职描述性统计</b> .....	<b>24</b>
一、创业板离职高管的职位统计 .....	24
二、创业板离职高管持股情况统计 .....	25
三、创业板高管离职原因统计 .....	26
四、创业板高管离职时点统计 .....	28
<b>第二节 研究假设</b> .....	<b>29</b>
<b>第三节 样本筛选和数据来源</b> .....	<b>32</b>
一、样本筛选 .....	32
二、数据来源 .....	33
<b>第四节 变量设置和模型构建</b> .....	<b>33</b>
一、研究方法和变量度量 .....	33
二、回归模型构建 .....	34



<b>第四章 实证结果与分析</b> .....	<b>37</b>
<b>第一节 描述性统计</b> .....	<b>37</b>
一、被解释变量的描述性统计 .....	37
二、解释变量和控制变量的描述性统计 .....	38
三、事件日前后累计超额收益走势图 .....	39
<b>第二节 单变量分析</b> .....	<b>40</b>
一、样本总体单变量检验 .....	40
二、不同职位高管离职的单变量检验 .....	41
三、不同持股情况高管离职的单变量检验 .....	42
四、不同原因高管离职的单变量检验 .....	44
<b>第三节 多元回归分析</b> .....	<b>45</b>
一、多重共线性检验 .....	45
二、短时窗多元回归分析 .....	47
三、不同窗口期多元回归分析 .....	50
<b>第四节 稳健性检验</b> .....	<b>51</b>
<b>第五章 研究结论和展望</b> .....	<b>54</b>
<b>第一节 研究结论</b> .....	<b>54</b>
<b>第二节 政策建议</b> .....	<b>56</b>
<b>第三节 研究创新与不足</b> .....	<b>58</b>
<b>参考文献</b> .....	<b>59</b>
<b>致 谢</b> .....	<b>64</b>

# Contents

<b>Chapter1 Introduction .....</b>	<b>1</b>
<b>Section1 Research Background.....</b>	<b>1</b>
<b>Section2 Significance of Research.....</b>	<b>2</b>
<b>Section3 Research Method and Framework.....</b>	<b>5</b>
<b>Chapter2 Literature Review .....</b>	<b>8</b>
<b>Section1 Research on Influence Factors of Executive Turnover .....</b>	<b>8</b>
1、Corporate Performance and Executive Turnover .....	8
2、Corporate Governance and Executive Turnover .....	10
3、Executive Characteristics and Executive Turnover.....	13
<b>Section2 Research on Consequence of Executive Turnover.....</b>	<b>15</b>
1、Consequence on Corporate Performance of Executive Turnover .....	15
2、Market reaction of Executive Turnover.....	17
<b>Section3 Research on the GEM Executive Turnover .....</b>	<b>21</b>
<b>Section4 Literature Review Summary .....</b>	<b>22</b>
<b>Chapter3 Research Design.....</b>	<b>24</b>
<b>Section1 Descriptive Statistics of the GEM Executive Turnover .....</b>	<b>24</b>
1、Statistics of Executive Position .....	24
2、Statistics of Executive Shareholdings .....	25
3、Statistics of Executive Turnover Reason.....	26
4、Statistics of Executive Turnover Time Point.....	28
<b>Section2 Research Hypothesis.....</b>	<b>29</b>
<b>Section3 Data Selecting and Source.....</b>	<b>32</b>
1、Data Selecting.....	32
2、Data Source .....	33
<b>Section4 Variables Definition and Model Design .....</b>	<b>33</b>
1、Research Methods and Variables Definition .....	33
2、Regression Model Design.....	34

<b>Chapter4 Empirical Results and Analysis.....</b>	<b>37</b>
<b>Section1 Descriptive Statistics.....</b>	<b>37</b>
1、 Descriptive Statistics of Explanatory Variables .....	37
2、 Descriptive Statistics of Explained Variables and Control Variables .....	38
3、 The Cumulative Excess Return Graph Before and After the Events .....	39
<b>Section2 Univariate Analysis.....</b>	<b>40</b>
1、 Univariate Test of the Overall Sample .....	40
2、 Univariate Test of Samples According to Executive Position .....	41
3、 Univariate Test of Samples According to Executive Shareholdings.....	42
4、 Univariate Test of Samples According to Executive Turnover Reason.....	44
<b>Section3 Multiple Regression Analysis.....</b>	<b>45</b>
1、 Multicollinearity Test .....	45
2、 Multiple Regression Analysis of Short Window .....	47
3、 Multiple Regression Analysis of Different Windows .....	50
<b>Section4 Robustness Test.....</b>	<b>51</b>
<b>Chapter5 Conclusions and Suggestion .....</b>	<b>54</b>
<b>Section1 Research Conclusions.....</b>	<b>54</b>
<b>Section2 Policy Suggestion.....</b>	<b>56</b>
<b>Section3 Research Innovation and Limitations.....</b>	<b>58</b>
<b>Reference .....</b>	<b>59</b>
<b>Acknowledgments .....</b>	<b>64</b>

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 第一章 绪论

### 第一节 研究背景

创业板自 2009 年 10 月 23 日成立以来，受到社会各界的广泛关注。历经三年多的时间，截至 2012 年 12 月 31 日，创业板上市公司数量已从最初的 28 家迅速发展至 355 家，总市值达到 9014.37 亿元，成交金额 207.54 亿元。创业板的建立，使中国的资本市场逐步完善，为中小高科技创新企业开拓了新的融资渠道，同时为我国多层次资本市场的建立作出重要贡献。但是，仅发展三年的创业板市场也暴露出诸多问题，引发许多争议。其中最饱受争议的便是创业板市场上涌现的高管离职现象。

创业板市场成立不久，便引发了“高管离职潮”现象，大批创始人高管在公司上市后不久便选择离职。2010 年 1 月 20 日，银江股份副总经理 47 岁的章笠中离职，距公司上市仅 2.7 个月。2010 年 2 月 27 日，梅泰诺副总裁 46 岁的施文波离职，距离公司上市仅 1.6 个月。二人都是年轻的创始人高管，似乎没有理由提前离职。对于离职，他们分别给出工作原因和身体原因的离职理由，但是二人 60 万和 225 万原始股的持股情况，让人普遍认为他们离职的真实目的在于套现。

截至 2012 年 12 月 31 日，共有 287 家公司的 1195 位高管递交了辞职报告，即其中 80.85% 的公司都出现过高管离职现象。上市公司的高管离职本是正常现象，然而大规模的创始人高管离职在我国还是第一次出现。纵观这些离职事件，普遍具有三个特点：（1）高管在任期内离职，多数持有公司股份。（2）离职公告中公布的离职原因多是“工作原因”、“个人原因”、“身体原因”等含糊其辞的说法，令投资者难以辨别真假。（3）高管多选择在特殊的时点离职。

对于创业板高管离职的原因，国内已有学者进行了相关研究，学者们普遍认为这与创业板公司上市前入股成本低和股价的高估值有关，多数高管选择离职是为了获得套现的便利。创业板市场上的高发行价和高市盈率使得高管有十分强烈的套现意愿。因为相对于薪酬，高管的持股才是其利益所在。股份持有在手中，受创业板市场高风险的影响，缩水的可能性很大。而将所持股票套现，则可以落

袋为安。以华测检测为例，副总裁魏屹持有公司 42.89 万股股份、聂鹏翔持有公司 35.38 万股股份，二人分别于 2010 年 6 月 1 日和 2010 年 6 月 30 日相继离职，按照其离职时的股价计算，二人持有的股票股权价值相当于 975.75 万元和 783.31 万元，分别是二人近 50 年和 40 年的年薪。

根据我国《公司法》<sup>①</sup>以及深交所对于创业板市场的相关规定<sup>②</sup>，高管在职时，若卖出所持股票，其所在公司须上市满一年，且每年不超过 25%，即在职高管要想将所持股票完全套现，至少需要 5 年时间，这大大制约了其套现的进程。若离职，则半年后可卖掉 50%。因此，许多高管都选择了离职这一可以快速套现的途径。创业板高管通过离职套现，造就了许多亿万富翁，使创业板在短时间内迅速沦为“造富板”。

针对创业板市场上严重的高管离职现象，深交所随后出台了更严格的政策<sup>③</sup>，但并未遏制住高管离职的势头，创业板高管离职事件仍然频频出现，许多高管选择恰当的时机辞职，以实现自身利益的最大化。在创业板发展的三年多时间里，高管离职事件一直持续不断的发生。

对于这一特殊现象，市场会做出怎样的反应呢？高管离职公告的发出有没有向投资者传递出信息？如果传递出了信息，又是哪些信息？这种效应又能持续多长时间呢？本文将针对这些问题进行研究。

## 第二节 研究对象及意义

### 一、研究对象

本文所选取的研究对象为创业板上市公司。众所周知，创业板在成立时被赋予诸多使命，一度被冠以“新兴企业的摇篮”、“自主创新的平台”、“结构调整的推手”、“国民经济的引擎”等名号。创业板公司上市时有着超高的股价和市盈率，然而，上市之后的业绩增长并没有赶上中小板。并且，创业板上市几年来频频发生高管离职现象，甚至引发高管离职潮，让创业板市场一度陷入尴尬。表 1.1

<sup>①</sup>我国《公司法》第 142 条规定：“上市公司的董事、监事以及高级管理人员在其任职期间内每年转让的本公司股份数量不得超过其所持公司股份总数的 25%；并且其所持有的本公司股份自公司股票上市交易之日起一年内不得转让。”

<sup>②</sup>深交所《创业板股票上市规则》规定：“在高管申报离任 6 个月后的 12 个月内，减持公司股份数量不得超过自身持有该股份总量的 50%；12 个月期满后，将全部解锁。”

<sup>③</sup>2010 年 11 月 4 日，深圳交易所颁布《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》。

和图 1.1 比较了近三年中国资本市场各板块的高管离职情况。

表 1.1 中国资本市场各板块的高管离职情况比较

	离职人次			离职比率 <sup>④</sup>		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
沪深主板	1674	1908	2190	6.94%	7.36%	7.91%
中小板	824	905	1058	7.24%	7.68%	7.54%
创业板	195	486	514	9.37%	10.52%	9.68%

数据来源：锐思数据库

从表 1.1 和图 1.1 中可以看出：相对于沪深主板和中小板，创业板市场上的离职比率更高，即离职高管人数占高管总人数的比重更大。2010-2012 年三年的时间里，创业板市场上的高管离职情况较之于其他市场更加严重。



图 1.1 中国资本市场各板块的高管离职情况比较

这主要是由于创业板市场相比于其他市场具有其特殊之处。创业板市场的设立是为了服务于那些未达到主板上市条件但又急需资金来进行发展，并且具有成长潜力的公司。创业板上市公司高管离职的特殊性主要体现在以下几个方面：

#### 1、公司发展角度

创业板上市公司规模小，风险大，公司发展的不确定性较高，随着时间的推移，公司股价下跌的可能性大。而公司的高管对于公司的发展状况更加了解，当他对公司的发展不看好时，会选择离职以达到自身利益的最大化。

#### 2、高管职位角度

创业板上市公司普遍较为年轻，治理水平低，并没有形成典型的委托代理关

<sup>④</sup>离职比率=各离职人次/相应版块高管总人数

系。董事长、经理、监事等职位的设置往往是为了公司上市的需要，公司业绩和内部控制对高管的约束力不强，高管受到的内外部监管都相对较弱。在这种情况下，公司高管更有可能不考虑公司的发展和投资者的利益而作出离职的决定。

### 3、高管持股角度

创业板上市公司普遍实行股权激励政策，公司高管多为公司的创始人，高管持有廉价原始股，持股情况较主板公司更严重。公司上市后，股票获得大幅溢价，管理层持股市值暴涨。高管离职后的套现价值远高于其薪酬的激励价值。创业板市场定价机制的不完善导致了股价的高估，而股权激励的缺陷使高管为尽快套现不惜放弃职业生涯。此外，当高管持有的原始股解禁时，在任高管若要减持需作出披露。并且公司高管的持股市值相较于其年薪，数额巨大，使创业板公司的持股高管具有很强的减持意愿。

### 4、离职原因角度

创业板高管离职给出的原因众多，其中不乏退休、换届等不可避免的原因，但更多的是“个人原因”、“工作原因”等五花八门的理由，其背后的真实动机或是为套现，或是担心公司股价下跌，发展前景不乐观。在创业板高管离职事件频发的情况下，这些离职原因也十分值得关注。

### 5、离职时点角度

面对《公司法》及《深交所创业板股票上市规则》，创业板高管们纷纷选择对自己最为有利的时点离职，由此引发“高管离职潮”。针对创业板市场上严重的高管离职现象，2010年11月4日，深圳交易所颁布《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》，以进一步限制创业板上市公司董监高的离职套现行为。<sup>⑤</sup>虽然有更严格的规定出台，但是高管只要在合适的时点选择离职，仍可在公司上市满18个月时实现股份的全部解锁。因此高管对离职时点进行选择的情况依然存在。

## 二、研究意义

作为一个新兴的资本市场，创业板市场在法规、制度、投资者保护等各方面都不够成熟，并且大部分的上市公司正处于成长期，公司结构和公司治理机制都

<sup>⑤</sup>深交所进一步规定：“上市公司董监高在首次公开发行股票上市之日起6个月内申报离职的，自申报离职之日起18个月内不得转让其直接持有的本公司股份；在首次公开发行股票上市之日起第7个月至第12个月之间申报离职的，自申报离职之日起12个月内不得转让其直接持有的本公司股份。”



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