# 高管离职与高管薪酬、公司绩效的关系

-基于2010~2013年创业板公司面板数据

## 蔡立新(副教授)、李 彪

【摘要】本文以2010~2013年连续上市四年的创业板上市公司为样本,利用Stata统计软件进行多元回归,并采取固 定效应法对面板数据进行处理,实证研究了高管薪酬以及公司绩效等因素对创业板上市公司高管离职的影响。研究表明, 高管现金薪酬激励不足并非影响高管离职的主要因素,而股权激励可以从很大程度上减少高管离职现象的发生,公司绩 效与创业板高管离职率呈显著负相关关系。在实证研究的基础上,本文立足于委托代理理论和激励理论,进一步分析了创 业板上市公司高管离职的主要动因,并提出相应的政策建议。

【关键词】创业板; 高管薪酬; 公司绩效; 高管离职 【中图分类号】F272.3

【文献标识码】A

【文章编号】1004-0994(2016)05-0025-5

#### 一、引言

公司高管薪酬和业绩之间的关系是委托代理理论中的 根本问题,同时也是公司薪酬激励设计的理论基础(Murphy, 1985、1986; Baker、Jensen 和 Murphy, 1988; Jensen 和 Murphy, 1990a、1990b; Bebchuk 和 Fried, 2003、2005)。公司经营的成败 很大程度上取决于高管的能力及其发挥,因此高管激励问题 始终是国内外学者研究的重点领域。

至2014年11月1日创业板已经走过五年历程,创业板上 市公司也已突破400家。提起创业板,人们常常将其与大跌、 暴涨、造富、减持等词汇联系起来,自从2009年10月30日首 批28家创业板上市公司在深圳证券交易所挂牌交易,五年的 时间IPO造就了300位财富超过5亿元的亿万富翁;但大股 东减持始终对上市公司有着负面的影响,这是创业板五年来 尚未能解决的问题。

虽然深交所在2010年11月4日发布了《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》,试图通过延长限售期来抑制高管离职现象的 频发,然而随着创业板上市公司数量的不断增加,高管离职 人数并没有减少的趋势。根据深交所披露的诚信数据进行统 计,2013年1月1日~2013年12月19日,共有247家创业板公 司遭到高管减持,参与减持的高管达到884人,总共发生 2063次减持,减持股数达7.84亿股,套现总额为148亿元。这 些减持股份的高管群体所具有的目的不言而喻——待原始 股解禁时合法变现获利。

面对这种现象我们不禁要思考:创业板上市公司高管的 股权激励机制是否存在缺陷?监管制度是否存在漏洞?应该 如何完善相应的股权激励机制以及监管制度以使高管有足 够的动力继续履职经营而非离职?高管离职现象的背后,高 管薪酬与公司绩效是否与高管离职现象的频繁发生存在关 联?针对上述问题,本文将利用2010~2013年我国创业板上 市公司的相关数据,对创业板上市公司的绩效、高管持股比 例等变量与高管离职现象之间的关系进行实证分析。

## 二、文献回顾与假设的提出

从20世纪50年代起,国外学者就开始对企业高管人员 变更的影响因素进行大量的理论与实证研究,而早期国内学 者更加侧重于从理论视角进行探索,对高管离职现象的实证 研究相对较少,特别是基于创业板上市公司对高管离职现象 进行的实证分析更是少之又少。

1. 关于高管离职的动因,一类研究是探求高管离职与公 司绩效之间的关系。龚玉池(2001)对高管离职与公司绩效之 间的关系进行了实证研究,结果显示高管的更换与资产收益 率、营业收入呈现显著负相关关系。赵山(2001)认为,高管的 离职主要集中于那些经营业绩较差的公司,即高管离职率与 企业业绩呈负相关关系。朱红军(2002)的研究发现,同时进

<sup>【</sup>基金项目】北京市教委社会科学研究计划项目"云计算时代的在线会计服务研究"(项目编号:SM201310038011); 2013年北京高等学校教育教学改革立项联合项目"校企联动培育集团型财务管控人才的实践研究"(项目编号: 2013LH10); 首都经济贸易大学研究生重点项目"中国上市企业管理会计信息化现状问题及对策研究"

行控股股东和高管人员的更换对于公司业绩的提升具有很大的帮助。皮莉莉(2005)等认为,总经理的强制性变更与正常性变更发生的可能性会随着公司绩效的提升而降低。马磊等(2008)认为,随着公司业绩的下降,高管人员变更的概率将会提升,然而公司的经营业绩并没有在变更高管之后得到改善。朱琪(2010)对我国上市公司控股股东和高管变更的绩效影响进行了分析,认为更换了高管人员的公司,高管显著提高了经营绩效,在高管变更中企业绩效改善主要来源于市场绩效的提升。可见公司经营绩效是高管变更最大的约束源,较差的经营业绩是导致高管离职现象发生的重要原因,高管人员由于业绩的压力亦会选择辞职。通过相关文献回顾可以看到,公司绩效的提升会降低高管离职现象的发生。据此,本文提出如下假设:

假设1:创业板上市公司的高管离职率与公司绩效呈负相关关系。

2. 另一类高管离职动因的研究是以委托代理理论和激励理论作为出发点,从股权结构对公司治理的影响角度来探求高管离职的动机是否很大一部分源自于公司激励制度的设计不合理以及高管激励不足。

国内学者有关管理层激励的实证研究比较丰富,最为重要的领域是管理层激励与经营业绩之间的关系,即高管现金薪酬激励、持股激励以及股票期权激励等激励手段是否与企业业绩呈现一定的相关关系;合理的激励制度会促使高管更好地为企业创造价值,在提升企业业绩的同时自己得到的报酬也会相应增加,从而高管离职的动机就会减弱,高管离职的概率亦会降低。

张俊瑞等(2003)采用经典回归分析技术与现代模型影 响评价理论,对我国上市公司高管人员的薪酬、持股等激励 手段与企业经营绩效之间的相关性进行了建模实证分析,指 出高管人员的人均年度薪金报酬与公司经营绩效变量及公 司规模变量之间呈现较显著的、稳定的正相关关系。周建波 等(2003)运用我国上市公司的经验证据来考察公司治理的 特征、经营者股权激励与公司经营业绩提高的关系,结果表 明成长性较高的公司,其经营业绩的提高与经营者因股权激 励增加的持股数显著正相关。胡婉丽等(2004)的研究表明, 高管薪酬水平与企业业绩显著正相关,高管团队内的薪酬差 距也与企业业绩显著正相关,而高管持股则与企业业绩负相 关,在统计上不显著。谢军(2005)实证研究发现,经理持股对 公司绩效具有显著的积极影响,即使在控制了经理现金报 酬、企业规模和行业属性的影响之后,这种显著性仍然存在。 徐向艺等(2007)认为,高管薪酬、公司绩效与代理成本之间 显著负相关,高管薪酬越低,代理成本越高,公司绩效越低。 进一步的研究认为,实施非年薪制货币报酬的公司其治理绩 效明显好于实施年薪制货币报酬的公司,由于高管持股比例 过低,因此与公司治理绩效不存在显著关系。王允娟等

(2009)对首批创业板上市公司进行关联性分析,得出28家创业板公司高管薪酬并未与其盈利水平明显挂钩,与公司规模的关联性更大一些。

在委托代理理论中,拥有经营权的高管会为自身短期利益考虑而非公司长远利益出发制定战略,从而造成所有者利益受损。为了保障契约的顺利履行,需要通过相应的激励和监管措施来引导和限制经理人行为,由此会产生高额的委托代理成本。合理的激励手段可以缓解股东与高管人员之间的利益冲突,而股权激励手段是降低委托代理成本最有效的措施。因此作为短期激励与长期激励的主要手段,现金薪酬和高管持股与创业板高管离职现象的发生应当有非常紧密的关系。

现金薪酬激励作为最基本的激励手段,基于理性经济人假设即强调个人总是追求自身目标值最大化的假设,当高管薪酬越少时,高管离职的可能性越高;从效率工资理论出发,如果高管人员拥有较高的薪酬回报,则其离职的机会成本将会很高,因此他会选择努力经营公司,并追求公司价值最大化,同时也为自己创造更大的价值,而非选择离职。鉴于此,本文提出如下研究假设:

假设2:创业板上市公司高管离职率与现金薪酬呈反向 关系。

向高管人员支付高额现金薪酬的同时也会带来较高的税负,这会在一定程度上造成对高管人员的激励不足,股权激励则不存在这样的问题。创业板上市公司作为一种发展潜力大、成长性高的上市公司,采用股权激励可以更好地留住高管人员。股权激励作为一种长期激励措施,高管持股比例的上升可以完善上市公司治理结构,实现高管人员与股东风险共担,那么其就会有更大的动力为企业的长远发展而努力。这样,一方面可以减少代理问题,另一方面可以削弱高管离职的动机。根据上述分析,本文提出如下研究假设:

假设3:创业板上市公司高管离职率与高管持股比例呈 反向关系。

## 三、研究设计

## (一)样本来源与变量选取

1. 数据来源与处理。本文以2010~2013年深市创业板上市公司年报作为基础资料,其中:高管离职人数、高管平均持股比例以及高管平均薪酬相关数据主要来自于上市公司年报中"董事、监事和高级管理人员情况"一栏,经过手工摘录并应用 Excel 软件分析计算所得;其他数据主要来自国泰安CSMAR 数据库。样本的选取遵循以下原则:①选取截止到2013年年底连续上市四年的创业板上市公司;②剔除数据不可得的上市公司。最终选取了在深市创业板连续上市四年的187家公司作为研究对象,并且获取了748个有效样本数据。本文利用 Stata 12.0 统计分析软件并采用面板数据回归分析最常用的方法——固定效应法处理数据。

- 2. 变量的选取与解释。本文主要对创业板上市公司高管 离职现象与公司绩效、高管薪酬之间的相关关系进行验证, 因此研究变量主要包括五大类,分别是:高管离职率变量、高 管薪酬变量、公司绩效变量、公司规模变量以及第一大股东 持股比例变量。由于独立董事不在公司内部任职,并且与公 司经营管理者没有重要的业务联系与专业联系,因此本文将 高管定义为除独立董事以外在公司担任重要职务、负责公司 经营管理的总经理、董事长、董事、监事等高级管理人员。
- (1)高管离职率。由于不同创业板上市公司员工规模不同,创业板高管离职情况的考察不能通过直接统计离职人数进行,也需要结合离职高管所在的企业员工规模进行考虑。本文采用高管离职率来衡量高管离职的情况,将分子定义为考察期间高管离职人数、分母定义为考察期期初与期末高管团队总人数的平均值。

高管离职率=高管离职人数/[(高管年初人数+年末人数)÷2]

- (2)高管持股比例。高管持股比例是指高管所持有的公司流通股份数占公司总股本的比例。为了比较的统一性,选择期末高管持股数量和期末股本两个时点指标进行比较。
- (3)高管薪酬。高管人员对于公司的发展具有巨大的推动作用,除了现金薪酬激励,公司还会采用一定的股权激励。 因此本文选取所有高管报告期内报酬平均额和高管平均持 股比例分别作为高管短期激励与长期激励指标。
- (4)公司绩效指标。本文将每股收益作为衡量公司绩效 的主要指标。
- (5)公司规模指标。参考魏刚(2000)对公司规模的处理 方式,本文选取资产总额的对数作为衡量公司规模的主要 指标。
- (6)第一大股东持股比例。指第一大股东所持股份占公司总股份的比例。

各变量定义与说明如表1所示:

表 1 变量的定义与说明

- N =	<u> </u>			
变量名称	变量符号	变量说明		
高管离职率	Turnover	高管离职人数/[高管年初人数+ 年末人数)÷2]		
高管持股比例	SR	高管平均持股比例		
高管薪酬	PAY	高管平均薪酬		
每股收益	EPS	净利润/年末普通股总股数		
资产总额	LnTA	资产总额的对数		
第一大股东 持股比例	S_holder	第一大股东所持股权比例		

**3.** 模型的构建。本文通过构建多元回归模型,采用固定效应法对面板数据进行处理。

 $P (Tunover) = \alpha_1 + \beta_1 SR + \beta_2 PAY + \beta_3 EPS + \beta_4 lnTA +$ 

 $\beta_5$ S\_holder+ $\epsilon$ 

其中:被解释变量为高管离职率P(Tunover);解释变量为高管平均持股比例、高管平均薪酬、每股收益;控制变量为资产总额的对数与第一大股东持股比例; $\beta_1 \sim \beta_5$ 为回归系数。

## (二)描述性统计

进行回归分析之前,首先对各样本相关变量进行描述性统计,试图从所有样本变量的最大值、最小值、均值、标准差等数据中获取一定的信息。具体如表2所示:

表 2 各变量描述性统计

变量	观测量	均值	标准差	最小值	最大值
Turnover	748	0.0954	0.123	0	1
SR	748	0.0293	0.0201	0	0.164
PAY	748	22.44	13.29	4.001	137.6
EPS	748	0.471	0.413	-2.88	2.79
LnTA	748	138532	99059	12953	813273
S_holder	748	0.33508	0.1333	0.0585	0.855

从表2可以看出,2010~2013年间,在连续四年上市的 187家创业板公司的748个样本数中,高管离职率的平均值 为9.54%,说明我国创业板上市公司高管整体的离职率并不 算很高,但是不同企业之间的离职率存在较大的差异,标准 差达到了0.123,极大值为1,极小值为0。创业板上市公司高管平均薪酬的平均值是22.44万元,可见我国高管现金薪酬 水平极低,现金薪酬的激励作用或许难以有效发挥。高管平均薪酬的标准差较大,说明不同企业高管薪资待遇差距非常大——最高为137.6万元,最低只有4万元,这可能是由创业板上市公司规模不同所致。

高管平均持股比例从0到16.4%不等,可以看到创业板上市公司在股权激励水平上存在一定的差距,但高管的平均持股比例(2.93%)却是一个相当可观的股权激励比例,对于创业板高管的激励作用将会非常大。

反映公司绩效水平的变量每股收益存在显著的个体差异,在总样本中的均值为0.471,标准差为0.413,最小值甚至出现负数,为-2.88,最大值为2.79,这说明我国创业板上市公司的盈利能力相对较弱,样本公司之间绩效差距较大,但同时可以看到离散度较低,绩效水平相对稳定。

创业板上市公司规模差距更是悬殊,这亦可以从资产总额最大值与最小值之间的对比看出来。

创业板上市公司第一大股东持股比例很高,最大值高达 85.5%,平均值约为33.5%,这说明创业板上市公司的股权相 对集中,这也是我国上市公司的一个基本特征,这或许由创 业板上市公司多为民营企业甚至很多是家族式企业所致。

## (三)回归分析

表3列示了高管离职率的固定效应回归结果。

## □改革·发展

假设1认为创业板上市公司的高管离职率与公司绩效呈负相关关系。从回归结果来看,高管离职率与每股收益的回归系数为负,且在5%的水平上显著,每股收益每增加一个单位、离职率降低0.0297066%,这说明公司绩效与高管离职率呈现显著负相关关系,验证了假设1。

假设2认为创业板上市公司高管离职率与高管现金薪酬成反向关系。从回归结果来看,虽然高管离职率与高管现金薪酬的回归系数为负,但并不显著,没有通过显著性检验,假设2没有得到验证。

假设3认为创业板上市公司高管离职率与高管持股比例成反向关系。从回归结果来看,高管离职率与持股比例的回归系数为负,且在1%的水平上显著,持股比例每增加1%、离职率降低1.909747%,这说明高管持股比例与高管离职率呈显著负相关关系,验证了假设3。

表 3 公司高管离职率的固定效应回归分析

衣 3 公司尚官离职举的固定效应回归分析				
变量	高管离职率			
SR	-1.909747*** (-3.05)			
PAY	-0.0005959 (-0.91)			
EPS	-0.0297066** (-2.08)			
LnTA	0.1089677*** (3.89)			
S_holder	0.0196638 (0.21)			
常数项	-0.3671877 (-2.57)			
样本量	748			
公司数量	187			
R <sup>2</sup>	0.0596			

注:\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1;括号内为t值。

表3中,作为控制变量的第一大股东持股比例与高管离职率不存在显著相关关系;而资产总额的对数与高管离职率存在十分显著的关系,资产总额的对数每增加一个单位、高管离职率增加0.1089677%。这在一定程度上说明公司规模越大,高管面临的竞争越强,如果面临巨大的业绩压力,大公司的高管更加倾向于离职。

## (四)稳健性检验

为了检验以上研究结果的稳健性,本文进行了如下的敏感性分析。首先,我们采用每股净资产作为衡量公司绩效的主要指标,再次进行回归分析,对假设1进行检验,检验结果同样说明公司绩效与高管离职率呈显著的负相关关系,验证了假设1。其次,我们选取营业收入的对数作为衡量公司规模的主要指标再次进行回归分析,结果同样发现作为控制变量的公司规模衡量指标与高管离职率显著正相关。实证结果表

明,上述敏感性分析不会对本文结论产生实质性的影响,说 明本文的结论具有较好的稳健性。

## 四、研究结论与政策建议

#### (一)研究结论

- 1. 加大创业板上市公司高管现金薪酬的激励并不能有效减少高管离职现象的发生。从实证结果可以看出,高管平均薪酬对高管离职率的影响并不显著。高管薪酬的增加并不能增强高管留任的动力,说明高管现金薪酬激励在我国创业板上市公司的激励效果极差,这对于创业板上市公司长远发展十分不利。我国创业板上市公司高管平均薪酬较低,但并不是影响高管离职的主要因素。这一现象与主板上市公司高管薪酬激励不足不能成为导致高管工作积极性下降、离职现象频发主要动因的结论相吻合。
- 2. 创业板上市公司高管持股比例对高管离职影响较为显著。回归分析表明,与高管薪酬对高管离职影响较弱不同,高管持股可以显著地降低高管离职现象的发生,说明与高管薪酬激励相比,高管持股更能激发高管人员工作的积极性,削弱高管离职的动机。这是因为高管拥有较高的持股比例使得高管人员不仅拥有公司的经营权,而且在董事会中拥有较大的决策权,可同时实现管理层与公司利益的最大化,激励高管为股东利益最大化而努力,高管离职的动机自然会减弱。
- 3. 创业板上市公司绩效与高管离职率呈显著负相关关 系,创业板上市公司绩效良好时高管离职的概率会降低。面 对巨额的套现回报,大部分高管并没有选择离职,除去道德 约束的影响,更多的是对公司前景充满信心,高管预期未来 的收益必然会超过套现带来的收益。深交所金融创新实验室 《创业板五周年投资者结构与行为分析报告》披露的数据显 示,截至2014年9月末,考虑所有股本,创业板投资者合计盈 利 9137.5亿元(未扣除交易成本、利息成本及其他税费)。个 人投资者整体盈利高于机构投资者,分别为6066.1亿元和 3071.4亿元,但从户均盈利金额来看,机构投资者(614.9万 元)则远远高于个人投资者(5.5万元)。投资者资金规模越 大,盈利金额越高,收益率也越高。起初创业板上市公司的高 盈利、高成长、高回报吸引了大量投资者,但如果缺少公司业 绩的支持,这种"三高"的能力是无法维系的,当企业高管预 计公司业绩无法达到目标时,他们便会在限售期解禁时进行 离职套现。可以看出,良好的经营业绩是高管坚持继续经营 而非离职的最大动力。

## (二)政策建议

通过对创业板上市公司高管离职现象进行实证研究可发现,长期激励手段是留住高管最有效的措施,公司绩效的好坏亦是左右高管去留的重要因素,短期激励手段并不能减少高管离职现象的发生。然而创业板上市公司现有的股权激励制度并不完善,考虑到高管离职对企业发展以及市场造成的重大影响,笔者提出以下几项政策性建议:

1. 继续完善股权激励制度。创业板上市公司的主要盈利来自于人力资本等无形资产的投入,人才是推动创业板上市公司发展的最大原动力,对企业竞争优势的凸显起着决定性作用。股权激励作为一种新兴的人力资本定价机制,通过高管认购企业股份,将其个人利益与公司长期利益联系起来,从而使高管与企业成为利益与共、风险共担的整体。

2014年5月,国务院发布资本市场新"国九条",明确鼓励和支持上市公司实践股权激励和员工持股,证监会随后发布《关于上市公司实施员工持股计划试点指导意见》。创业板市值排名前20位的上市公司中有15家在上市后推出过股权激励或员工持股方案,占比达75%。股权激励与员工持股无疑是公司吸引和留住人才、改善公司治理、提升绩效和进行市值管理的有效方式。对于留住人才最有效的激励手段——股权激励,十分有必要进行相应的规范与完善。

据不完全统计,从2014年7月1日至11月20日短短数月,A股共有1210家上市公司发布高管离职公告,部分公告涉及多位高管离职。根据上市公司章程,高管们所持股份自公司上市之日起一年内不能转让,之后每年减持数量不能超过持股总数的25%,而离职后的半年内不能减持。这意味着高管离职半年以后减持将不再受到限制。

而高管离职对于上市公司的负面影响巨大,一方面鉴于高管对于上市公司的了解程度要远远高于其他人,若其选择减持将会大大打击股民的信心;另一方面,高管辞职的最终目的是减持,在目前经济并未明显好转的情况下,大量抛售股票从股市套现会在很大程度上造成股价的下跌和市场效率降低。因此十分有必要对现有的创业板高管股份减持规定进行完善,进一步规范高管离职行为,延长减持时间的限制期,比如将半年期延长至三年期等。

2. 继续推进创业板退市制度改革。积极探索创业板上市公司退市制度,充分发挥市场优胜劣汰的机制,从而提高创业板上市公司的危机意识,防止投机操作,减少高管减持套现。2011年11月28日深交所出台《关于完善创业板退市制度的方案(征求意见稿)》,明确了创业板的两个退市制度,即创业板公司在最近36个月内累计受到交易所公开谴责三次的,其股票将终止上市;创业板公司股票出现连续20个交易日每日收盘价均低于每股面值的,其股票将终止上市。2014年11月16日深交所正式出台《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》,规定实施重大违法公司强制退市制度,严格执行不满足交易标准要求的强制退市指标,严格执行体现公司财务状况的强制退市指标(包含关于公司净利润、净资产、营业收入、审计意见类型的退市指标等)。

虽然相关退市机制不断完善,但退市改革还远未到位。 一方面,退市制度并不严格,暂停上市期间创业板上市公司 可以进行重大重组,最终依靠外力继续霸占市场资源。另一 方面,退市红线不够严格,有空可钻。目前规定创业板上市公 司连续三年亏损需要暂停上市,亏损指标主要以当年审计的 净利润进行计量,而审计净利润的可调性是导致退市制度并 不严格的最大影响因素。

## 主要参考文献:

Baker George P., Mirchael C. Jensen, Kevin J. Murphy. Compensation and Incentives: Practice vs. Theory [J]. Journal of Finance, 1988(3).

Bebchuk Lucian A., Jesse M. Fried. Executive Compensation as An Agency Problem [J]. Journal of Economic Perspectives, 2003(3).

Bebchuk Lucian A., Jesse M. Fried. Pay without Performance: Overview of the Issues [J]. Journal of Applied Corporate Finance, 2005(4).

Jensen Michael C., Kevin J. Murphy. Performance Pay and Top Management Incentives [J]. Journal of Political Economy, 1990a(2).

Jensen Michael C., Kevin J. Murphy. CEO Incentives ——It's Not How Much You Pay, But How [J]. Harvard Business Review, 1990(3).

Boeker, Warren. Power and Managerial Dismissal: Scapegoating at the Top [J]. Administrative Science Quarterly, 1992(3).

朱红军.大股东变更与高级人员更换:经营业绩的作用 [J].会计研究,2002(9).

赵震宇,杨之曙,白重恩.影响中国上市公司高层变更的 因素分析与实证检验[J].金融研究,2007(8).

马磊,辛立国.公司业绩、董事会特征与高管更换[J].产业经济评论,2008(7).

朱琪.上市公司控股股东和高管变更是否改善了公司绩效[J].管理工程学报,2010(1).

张俊瑞,赵进文,张建.高级管理层激励与上市公司经营 绩效相关性分析[1].会计研究,2003(3).

周建波,孙菊生.经营者股权激励的治理效应研究——来自中国上市公司的经验证据[1].经济研究,2003(5).

胡婉丽,汤书坤,肖向兵.上市公司高管薪酬与企业业绩 关系研究[J].运筹与管理,2004(6).

谢军.经理持股和经营绩效:经理持股激励功能的实证评价[J].财经论丛,2005(6).

徐向艺,王俊韡,巩震.高管人员报酬激励与公司治理绩效研究——一项基于深、沪A股上市公司的实证分析[J].中国工业经济,2007(2).

王允娟,黄怡.激励的力量——来自首批创业板公司的一线观察[J].董事会,2009(12).

作者单位:首都经济贸易大学会计学院,北京100070