

# 独立董事辞职、政治关系与公司治理缺陷<sup>\*</sup>

戴亦一 陈冠霖 潘健平

(厦门大学管理学院 361005 厦门大学经济学院 361005)

**【摘要】**本文以2006-2012年沪深主板上市公司的独立董事辞职事件作为研究对象,选取重大财务报表重述和严重违规行为作为公司治理缺陷的代理变量,考察独立董事的提前辞职行为是否能够传递公司治理缺陷的信号。研究发现:(1)独立董事提前辞职行为的确具有传递公司治理缺陷的信号作用,即相比独立董事未辞职和正常辞职的公司,独立董事提前辞职的公司下年度出现重大财务报表重述和严重违规行为的概率会显著增加;(2)细分样本后发现,政治关系会显著影响这种信号作用,即政治关系强的企业其独立董事的提前辞职行为更可能预示公司存在严重的治理缺陷。本文不仅为监管机构建立独立董事追溯处罚机制提供了理论与实证支持,而且为学术界争议已久的独立董事制度有效性提供了一种新的认知。

**【关键词】**独立董事辞职 政治关系 公司治理缺陷

## 一、引言

独立董事制度是公司治理结构中一项重要的制度安排。为了提升我国上市公司的治理水平、保护外部股东利益,自2001年起,证监会开始在我国境内外上市公司全面推行该项制度。然而,长久以来,由于绝大多数的独立董事是由控股股东以及管理层提名并制定薪酬,其工作的“独立性”无法得到充分保证。因此,我国独立董事机制的有效性一直备受争议。而2005年科龙电器独立董事在公司被调查前的突然离职<sup>①</sup>,使得独立董事在公司不当行为“东窗事发”前提前离开现象开始受到关注,这令公众进一步怀疑独立董事是否能够真正起到权力制衡和有效监督的作用,还是仅仅作为任职者“名利创收”的工具之一。

一般说来,独立董事作为一项兼职工作,在向任职者提供较为丰厚的物质报酬的同时,并不会为其带来巨大的工作压力和工作负担,因而独立董事通常不会轻易选择辞职。而主动提前辞职的行为更可能是因为他们预见到公司存在较大风险但无力改变现状,继续任职又很可能使自己受到牵连。加之独立董事多为本职领域的成功人士,有着良好的社会声誉和较高的知名度,因而非常珍惜自己的声誉。如果上市公司存在严重的治理缺陷,且独立董事相对稳定的薪酬并不能与潜在的声誉风险完全匹配,独立董

事就会出于明哲保身的心理,选择在公司出现业绩下滑或者被监管机构处罚之前一走了之(Dewally and Peck, 2010; Fahlenbrach et al., 2010)。因此,独立董事的提前辞职事件很可能是公司治理危机的前置信号,具有较强的信号传递作用。张俊生和曾亚敏(2010)的研究发现,独立董事提前辞职后,上市公司的平均累计超额收益显著为负,这说明中国的独立董事提前辞职行为包含了一定的负面信息。然而,他们并没有就负面信息的具体内容作更深入的解析。那么,在我国,独立董事的提前辞职是否真的能够预示公司的治理危机?换言之,独立董事提前辞职所传递的负面信息中究竟反映了公司哪些治理缺陷和违规问题呢?这正是本文想要探究的主要问题。

本文搜集沪深主板上市公司2006-2012年期间407起独立董事辞职事件的数据,选取重大财务报表重述和严重违规行为作为公司治理缺陷的代理变量,通过比较独立董事未辞职、正常辞职与提前辞职三种不同类型的公司在下一期出现重大财务报表重述和严重违规行为的概率,来验证独立董事的提前辞职行为是否具有传递公司治理缺陷的信号作用,并在此基础上进一步分析了在不同政治关系的公司中,独立董事提前辞职行为的信号传递效应是否存在差别。与前人的研究相比,本文的研究贡献主要体现在以

<sup>\*</sup> 本文系国家自然科学基金(71372071, 71172051),中央高校科研业务费(XMU: 2012221009)项目资助的阶段性研究成果。通讯作者:潘健平。

<sup>①</sup> 2005年6月24日,科龙电器的三位独立董事因工作受限提出辞职,并于2005年8月23日后不再担任独董职务。2006年5月,科龙电器因“涉嫌未按期披露2005年年度报告事项”被证监会立案调查。

下两个方面：第一，丰富了独立董事辞职的研究内容。目前国内学术界有关独立董事辞职行为的研究才刚起步，仅见的几篇文献主要是从独立董事辞职的影响因素、公告形式等方面入手研究这一现象（唐清泉等，2006；李焰和秦义虎，2011；吴冬梅和刘运国，2012），这些都属于“事前研究”，而本文跳出此前的研究框架，创新性地从“事后研究”的角度，通过独立董事提前辞职之后公司所暴露的治理缺陷来考察独立董事辞职的信号传递作用，这不仅是对独立董事辞职研究的丰富和补充，同时也为政府监管部门建立独立董事追溯处罚机制提供了理论和实证支持；第二，拓展了政治关系的相关研究领域。本文首次将政治关系引入独立董事提前辞职行为的研究，考察了政治关系因素对独立董事内部治理功效的影响作用，这有助于更准确的理解和把握独立董事公司治理作用的外在影响机制，从而为学术界争议已久的独立董事制度有效性提供了一种新的认知。

## 二、理论分析与研究假设

### （一）独立董事辞职与公司治理缺陷

近年来，伴随着独立董事制度在我国的日益完善，独立董事辞职现象也开始大量涌现。从个人角度而言，担任独立董事不仅可以为其获得薪酬、补贴等物质激励，而且可进一步提高自身声誉，为其带来更多的任职机会。但为何有人会辞去这一被各界视为“名利双收”的阳光职业？谭劲松等（2006）指出，独立董事辞职与薪酬水平无关，而是与公司的风险显著相关。风光背后，独立董事实际承担着法律和声誉风险，二者的根源是其任职公司的治理风险。其中财务报表重述和违规行为都可反映公司治理存在缺陷。

财务报表重述的本意是为投资者提供更加准确的公司财务信息，但在实际操作过程中，却普遍存在管理层利用公司的治理缺陷，通过操纵会计信息进行财务重述以达成个人晋升、公司并购、粉饰业绩、提升薪酬等自利性目的的现象（Efendi et al., 2007）。因此，财务报表重述行为更多的是表明了前期会计信息的低质量和不可信，反映出公司治理机制的失效，市场投资者和财务报表使用者一般将财务报表重述理解为公司治理存在缺陷的利空信号，这不仅会导致股价的大幅下跌，还会引起管理层变更、法律诉讼以及融资成本上升等一系列问题（Hribar and Jenkins, 2004）。而公司重大违规行为则更为直接，说明公司的治理缺陷问题已经严重到必须接受监管部门的行政处罚和管制。从理论上而言，这些事后行为所暴露的公司治理缺陷都应该受到独立董事的事前质疑、监督和规范。

独立董事设置的初衷，就是为了限制代理问题（Fama and Jensen, 1983）。根据独立董事制度的相关规定，独立董事必须出席绝大多数的上市公司董事会，必须担任一些重要的委员会，如审计委员会、薪酬委员会的主席，有权利获悉公司的内部信息并在制定公司重大决策中享有一定的发言权和投票权。因此，相对外部投资者而言，独立董事具有一定的信息优势，能够及早发现公司的代理问题，并且有责任去监督和解决这些代理问题所引致的公司治理

缺陷。然而，从我国的现实情况来看，由控股股东和管理层主导独立董事的薪酬制定乃至遴选、连任的现象非常普遍。独立董事大多都是“人情董事”，与管理层有着千丝万缕的连带关系，在出席董事会时也就成为摆设，沦为“花瓶董事”。在面对公司治理缺陷时往往会碍于情面，选择缄默不语，其监督约束的实际效力大大减弱。但是，仅仅“失语”是不够的，独立董事职位为任职者带来的不仅是名利双收，当公司在严重的公司治理缺陷暴露后而遭受监管机构处罚时，独立董事也可能因未勤勉尽职而遭到问责，甚至监管机构还会对独立董事施加行政处罚，导致其声誉受到严重损失（辛清泉等，2013）。在这种情况下，理性的独立董事在留任决策时就会权衡收益与风险：一般说来，独立董事的薪酬水平较为固定，当内部治理缺陷越来越严重时，公司的治理风险将逐渐增加。当独立董事较为稳定的薪酬与潜在的声誉损失不能完全匹配时，独立董事很可能倾向于“用脚投票”，在公司出现危机之前主动辞职，以保全自己的声誉（Fahlenbrach et al., 2010），避免日后失去更好的任职机会（Coles and Hoi, 2003）。

因此，本文认为，独立董事主动采取的提前辞职行为更可能是出于明哲保身的选择，同时能够传递公司存在治理缺陷的信号。可以推断，发生独立董事辞职的公司在未来出现重大财务报表重述或是严重违规行为的可能性都会大大提高。必须说明的是，独立董事辞职包括两种情况，正常辞职和提前辞职。所谓正常辞职是上市公司和独立董事个人为满足监管要求而采取的被动行为，如独立董事在任期满六年之后提出的辞职请求、公司拟引入担任内部职务或应中纪委、财政部、教育部等任职机关的要求而提出的辞职。这类辞职并不能作为公司治理缺陷的前置信号。据此，本文提出以下假设：

假设1：独立董事的提前辞职行为具有传递公司治理缺陷的信号作用，即相比独立董事未辞职和正常辞职的公司，独立董事提前辞职的公司下年度出现重大财务报表重述和严重违规行为的概率会显著增加。

### （二）政治关系对独立董事提前辞职信号传递作用的影响

本文认为，虽然总体而言独立董事提前辞职行为能够预示公司存在着较为严重的治理缺陷，但这种信号传递作用却有可能因企业政治关系的不同而存在显著差异。这是因为，独立董事做出辞职决策取决于其对收益与风险的权衡，由于不同政治背景的企业化解危机的能力有所不同，造成公司独立董事面临的声誉与法律风险相差较大，进而导致其辞职的概率也会有明显差别。如果企业拥有较强的化解危机的能力，但独立董事仍然选择主动辞职，说明公司治理存在缺陷的可能性更大，很可能已经逾越了其利用关系资源所能带来的庇护范围。

具体而言，民营企业因私有产权性质在政府的政策支持方面受到天然的“歧视”。虽然民营企业可以通过积极参与政治活动与政府官员建立政治关系（戴亦一等，

2014),但是如果公司陷入严重危机,这种后天建立的关系的稳定程度并不足以使当地政府官员“冒天下之大不韪”为其进行政治庇护以平息危机风波。与之相比,国有企业的控股股东多为地方政府、国资委等各级政府机关,其领导在生产经营活动中更多的是扮演着“准官员”的角色。当国有企业出现上述不当行为时,企业领导凭借着与政府良好的关系,可以利用自身的行政级别和手中的政治资源,进行有效的危机公关,达到迅速平息事件风波的目的。此外,国有企业作为地方税收的重要来源以及地方官员创造政绩的重点对象,当地政府官员也有帮助其“大事化小,小事化了”的动机和意愿。因而,控股股东和企业领导都是国有企业天然的“保护伞”。因此,相比民营企业,如果国有企业出现相同的危机事件,其因拥有“红顶化”保护,独立董事对该事件的风险评估将小于民营企业,其独立董事较民营企业的独立董事而言,选择主动放弃职位、提前离开的可能性也更小。反之而言,如果国有企业的独立董事选择辞职,则意味着公司的治理缺陷已经较为严重,虽然有天然的保护机制但仍不可避免地将被监管机构处罚,预示着公司出现危机的风险概率较大。据此,本文提出以下假设:

假设 2.1: 相比民营企业,国有企业独立董事的提前辞职具有更强的信号传递作用,即相比独立董事提前辞职的民营企业,独立董事提前辞职的国有企业下年度出现重大财务报表重述和严重违规行为的概率会显著增加。

更进一步的分析,相比国有企业,确实民营企业的政治弱势普遍较为明显,但是也并不能对所有民营企业的政治背景一概而论。余明桂和潘红波(2008)指出若民营企业的董事长或者总经理为前任政府官员或者现任人大代表及政协委员,则可以认为公司具有政治关系。相关研究发现,由于人大代表和政协委员拥有行使参政议政的权利,并可在这一过程中保持和加强与当地政府官员的密切联系以便于更好地沟通,因而这类民营企业的政治关系可以帮助其缓解公司的融资约束、争取更多的补贴收入、获得税收上的优惠,甚至帮助公司进入政府管制的垄断行业(潘越等,2009;吴文锋等,2009;张敦力和李四海,2012)。这些政治利得都说明民营企业通过参与政治活动获得的政治关系可以为其争取到与国有企业相近的特殊待遇。因此类似地,当公司治理存在缺陷从而引发危机时,有政治关系的民营企业更有能力缓减、平息事件风波(Yu and Yu, 2012),其独立董事对相同事件风险的认定程度更低。因此,有政治关系民营企业的独立董事提前辞职反而具有更强的信号传递作用。据此,本文提出以下假设:

假设 2.2: 相比无政治关系的民营企业,有政治关系的民营企业独立董事的提前辞职具有更强的信号传递作用,即相比独立董事提前辞职的无政治关系的民营企业,独立

董事提前辞职的有政治关系的民营企业下年度出现重大财务报表重述和严重违规行为的概率会显著增加。

### 三、研究设计

#### (一) 研究样本与数据来源

本文选取在上交所和深交所上市的 A 股公司作为研究样本,样本期间为 2006 - 2012 年,同时并按以下要求对样本进行剔除:(1) 剔除上市时间不足一年的公司;(2) 剔除金融类的上市公司;(3) 剔除控制变量数据缺失的上市公司。最终搜集并整理以下数据:

1. 独立董事辞职样本。本文利用 Wind 数据库、深交所网站、上交所网站收集 2006 - 2012 年共计 372 家上市公司的 407 位独立董事辞职发布的辞职公告,并将独立董事辞职分为正常辞职和提前辞职。正常辞职的原因包括独立董事的任职时间已满六年、所在公司拟引入独立董事担任内部职务和独立董事为执行中纪委、财政部、教育部等部门和所在公司的规定而提出的辞职<sup>②</sup>。除此以外的辞职行为一律视为提前辞职。

2. 财务报表重述样本。本文选取 2007 - 2013 年作为财务重述的样本区间,通过 Wind 数据库手工检索并搜集这一期间发布的重大财务重述公告 947 份。已有研究发现,我国上市公司的财务重述约有三分之一是技术性问题,即因工作人员疏忽造成的录入、校对、排版等问题(魏志华等,2009)。除此之外,其他的一些问题,诸如会计政策变更、差错更正、会计估计变更或者是年报中缺少披露公司在生产经营、风险、公司治理等方面的必要信息,也都不会对公司形象和独立董事声誉造成过于严重的影响。因此以上这些财务重述公告都没有包括在本文样本中。只有因重大遗漏、披露不实、虚假记载等重大财务类缺陷而被交易所或者证监会等监管机构处罚或敦促更正的财务重述才意味着公司存在会计舞弊、重大会计差错等一系列严重的财务造假行为。当公司如此重大财务错误暴露之后,任职独立董事不仅有可能会因事前未尽责而遭到报纸、网络等媒体的质疑,甚至可能会受到交易所或者监管机构的谴责或通报批评,造成个人职业声誉的严重受损。考虑到任职风险过大,独立董事也就有强烈动机选择在事发前主动辞职,因此本文选择此类重大财务重述作为公司治理缺陷的事后代理变量之一。

3. 公司违规数据。本文选取 2007 - 2013 年作为公司违规的样本区间,通过 Wind 数据库手工搜集并整理这一期间内的违规样本共计 764 个。参考蔡志岳和吴世农(2007)的做法,本文将违规定义为公司因操纵股价、违规买卖股票、违规担保、擅自改变资金用途等而遭到上交

<sup>②</sup> 2008 年,中纪委、教育部和监察部印发《关于加强高等学校反腐倡廉建设的意见》,明确规定高校领导班子成员不得在上市公司兼任独立董事。2011 年,财政部发文明确规定财政部副处级以上领导干部不可在外兼任或担任独立董事。

所、深交所、证监会等监管机构处罚的行为<sup>③</sup>，将其作为公司治理缺陷的另一事后代理变量。

本文使用的其他公司治理数据和财务数据都来自 CS-MAR 数据库。

## (二) 检验模型及相关变量说明

### 1. 检验模型

为检验以上假设，本文构建以下基本模型：

$$\begin{aligned} \text{Logit}(\text{Restate}_{i,t}/\text{Foccur}_{i,t}) = & \alpha + \beta_1 \text{Indedirdepart1}_{i,t-1} / \\ & \beta_1 \text{Indedirdepart2}_{i,t-1} \\ & + \beta_2 \text{Control}_{i,t-1} \\ & + \beta_3 \text{IndDummy} \\ & + \beta_4 \text{YearDummy} + \varepsilon_i \quad (1) \end{aligned}$$

需要指出的是，为了更好地验证假设 1，本文采取两个实证步骤：首先通过对比独立董事正常辞职和未辞职两类公司未来发生重大财务报表重述和严重违规行为的概率，来考证独立董事的正常辞职行为是否具有信息含量；接着，进一步考察相比独立董事未辞职和正常辞职的公司，独立董事提前辞职的公司下年度出现重大财务报表重述和严重违规行为的可能性是否会显著增加，从而最终验证独立董事的提前辞职行为是否具有传递公司治理缺陷信号的作用。通过上述结果的对比，得到的结论将会更为可靠。

在分样本研究中，本文根据以下标准对样本进行分类：如果民营企业的董事长或者总经理为前任政府官员或者现任人大代表及政协委员，则认为该民营企业具有政治关系。否则，则认为该民营企业不具有政治关系。

### 2. 模型中各变量的含义及度量

本文以重大财务报表重述和严重公司违规行为作为回归模型的因变量。财务报表重述 (Restate) 为虚拟变量，若上市公司当期发生重大财务报表重述则取 1，否则取 0；

公司违规 (Foccur) 也是虚拟变量，若上市公司当期发生严重违规行为则取 1，否则取 0。

本文的实验变量定义如下：独立董事正常辞职 (Indedirdepart1) 为虚拟变量，若上市公司前一期发生独立董事正常辞职则取 1，若未发生独立董事辞职则取 0；独立董事提前辞职 (Indedirdepart2) 为虚拟变量，若上市公司前一期发生独立董事提前辞职则取 1，若未发生辞职及发生独立董事正常辞职则取 0。

另外，参考杨清香等 (2009) 的研究，本文选取董事长与总经理是否两职合一 (Dual)、董事会规模 (Lnbrdsize)、独立董事比例 (Indr)、董事会会议频繁程度 (Lnbrdmt)、第一大股东持股比例 (Top1)、资产规模 (Lnasset)、盈利能力 (ROE)、负债水平 (Lev)、总资产增长率 (Growth)、审计师事务所是否为国内十大 (Audit)<sup>④</sup>、是否连续两年亏损 (Loss)、管理费用率 (Expense)、两权分离度 (Separation) 作为研究的控制变量。此外，为了控制年份和行业的固定效应，本文在模型中还加入行业和年份的虚拟变量。为了消除极端值对回归结果产生的不利影响，本文对连续控制变量两端上下各 1% 的样本进行缩尾处理 (Winsorize)。

## 四、实证结果分析

### (一) 描述性统计结果

表 1 是对 2006 - 2012 年我国独立董事辞职原因的统计。按照辞职原因分类，可以分为正常辞职和提前辞职两类。在正常辞职的公告中，独立董事都会明确指出自己的辞职原因。而提前辞职的公告中，辞职原因往往只有寥寥数字，大部分独立董事都以“个人原因”、“工作原因”等理由请辞，而不会明示那些与公司风险和缺陷相关的深层次辞职原因，这与 Dewally and Peck (2010) 和 Fahlenbrach et al. (2010) 的研究一致。

表 1 独立董事辞职原因统计

辞职原因		数量	合计
正常辞职	六年任期已满	51	107
	相关机构要求	48	
	内部拟引入	8	
提前辞职	个人原因	108	300
	工作原因	76	
	工作变动	35	
	工作繁忙	40	
	年龄及身体原因	17	
	未披露原因	10	
	其他原因	14	
合计		407	407

③ 这里的公司违规行为不包括重大遗漏、披露不实、虚假记载等与财务报表真实性相关的违规行为，以避免与重大财务报表重述样本重合。

④ 国内“十大”指 2006 - 2012 年连续七年在注册会计师协会网站公布的会计师事务所综合评价百家排名中处于前 15 位的 10 家会计师事务所。

表2列示的是财务重述公司与非财务重述公司,以及违规公司与非违规公司就模型中实验变量的比较分析结果。从表中可以发现,在财务重述的公司中,大约有1.27%的独立董事正常辞职;在非财务重述公司中,大约有1.05%的独立董事正常辞职,但根据均值检验的结果来看,两者之间并没有明显差别。类似的,违规公司的独立董事正常辞职与非违规公司的独立董事正常辞职的比例

也没有明显不同。然而,在财务重述的公司当中,有4.12%的独立董事提前辞职,而在非财务重述的公司中,这一比例仅为2.87%。根据均值检验的结果,财务重述公司的独立董事提前辞职比例显著高于非财务重述公司。这一结论在违规公司和非违规公司中依然成立。通过上述对比分析可以发现,均值检验的结果初步验证了本文的假设1<sup>⑤</sup>。

表2 均值比较检验

变量	财务重述公司	非财务重述公司	均值检验	违规公司	非违规公司	均值检验
	均值	均值	T 值	均值	均值	T 值
Indedirdepart1	0.0127	0.0105	0.60	0.0118	0.0106	0.30
Indedirdepart2	0.0412	0.0287	1.92*	0.0445	0.0287	2.21**

注: (1) \*\*\*、\*\*、\* 分别表示1%、5%、10%的显著性水平

## (二) 回归结果分析

表3列示了本文对假设1的回归检验结果。表3的列1比较独立董事正常辞职与未辞职的公司在下一年度发生重大财务报表重述的可能性。结果显示,独立董事正常辞职变量 Indedirdepart1 系数为正但不显著,这说明两类公司未来重述财务报表的可能性没有差别,独立董事的正常辞职并不能传递公司治理缺陷的信号。表3列2则进一步比较了独立董事提前辞职与独立董事未辞职和正常辞职的公司未来财务报表重述的概率,结果与列1截然不同。独立董事提前辞职变量 Indedirdepart2 系数在10%的水平上显著为正,这说明独立董事提前辞职的公司下一期发生重大财务报表重述的可能性要显著高于其他两类公司。表3的列4、列5是检验独立董事辞职与下一期公司违规行为之间的关

系。与前两列的结果相同,独立董事的正常辞职没有包含任何信息,但独立董事提前辞职的公司未来暴露公司存在违规行为的可能性却大大提高,这与本文假设1的预期完全一致。为了避免因遗漏关键变量而产生的偏误,本文将正常辞职和提前辞职两个变量同时加入模型,并对模型重新进行检验。表3列3、列6的结果与本文假设1的预期仍然保持一致。这表明独立董事的提前辞职行为确实是公司治理存在缺陷的前置信号。虽然独立董事能为任职者带来额外的物质报酬和社会地位,但如果意识到公司存在严重的治理缺陷,独立董事就会对留任的收益与风险成本进行权衡。如果声誉或法律风险过高,独立董事就会选择在任职到期之前主动提前离开,这种“明哲保身”的逃避行为就向外界传递出公司治理危机的信息。

表3 假设1的检验结果

变量	正常辞职与 财务重述	提前辞职 与财务重述	正常辞职、提前 辞职与财务重述	正常辞职与 公司违规	提前辞职 与公司违规	正常辞职、提前 辞职与公司违规
	1	2	3	4	5	6
Indedirdepart1	0.1565 (0.50)		0.1397 (0.44)	0.1739 (1.08)		0.1604 (0.96)
Indedirdepart2		0.3076* (1.85)	0.3049* (1.84)		0.2588* (1.86)	0.2557* (1.85)
Dual	0.2859*** (2.80)	0.2859*** (2.79)	0.2864** (2.80)	0.1584 (1.37)	0.1578 (1.37)	0.1583 (1.37)
Lnbrdsize	0.3631 (1.19)	0.3525 (1.16)	0.3525 (1.16)	0.1529 (0.50)	0.1426 (0.47)	0.1427 (0.47)

⑤ 由于篇幅所限,本文没有列示变量 Pearson 相关性检验的结果,结果显示实验变量与控制变量之间的相关系数较低,表明模型不存在多重共线性问题。

续表

变量	正常辞职与 财务重述	提前辞职 与财务重述	正常辞职、提前 辞职与财务重述	正常辞职与 公司违规	提前辞职 与公司违规	正常辞职、提前 辞职与公司违规
	1	2	3	4	5	6
Indr	-0.4992 (-0.35)	-0.5144 (-0.36)	-0.5129 (-0.36)	-0.1757 (-0.19)	-0.1875 (-0.20)	-0.1867 (-0.20)
Lnbrdmt	0.3846*** (3.62)	0.3789*** (3.63)	0.3779*** (3.59)	0.4765*** (4.57)	0.4728*** (4.57)	0.4718*** (4.55)
Top1	-0.0130*** (-4.96)	-0.0130*** (-4.97)	-0.0130*** (-4.93)	-0.0131*** (-3.50)	-0.0131*** (-3.48)	-0.0131*** (-3.47)
Lnasset	-0.3640*** (-6.47)	-0.3596*** (-6.43)	-0.3597*** (-6.44)	-0.2681*** (-4.16)	-0.2649*** (-4.15)	-0.2649*** (-4.15)
ROE	-0.2354 (-1.09)	-0.2448 (-1.15)	-0.2433 (-1.13)	-0.1209 (-0.46)	-0.1286 (-0.49)	-0.1268 (-0.48)
LEV	1.2964*** (4.61)	1.2885*** (4.60)	1.2882*** (4.60)	0.9610*** (3.61)	0.9548*** (3.60)	0.9545*** (3.59)
Growth	0.1239 (0.81)	0.1253 (0.83)	0.1252 (0.83)	0.0240 (0.26)	0.0253 (0.27)	0.0250 (0.27)
Audit	-0.2062*** (-2.62)	-0.2056*** (-2.61)	-0.2056*** (-2.61)	-0.0276 (-0.26)	-0.0266 (-0.25)	-0.0267 (-0.25)
Loss	0.6724*** (2.93)	0.6713*** (2.94)	0.6718*** (2.95)	0.3096* (1.67)	0.3094* (1.70)	0.3097* (1.70)
Expense	0.6705 (1.03)	0.6677 (1.02)	0.6683 (1.02)	0.6186 (1.16)	0.6138 (1.14)	0.6154 (1.15)
Seperation	0.0044 (0.54)	0.0044 (0.54)	0.0043 (0.54)	0.0200** (2.44)	0.0200** (2.43)	0.0201** (2.43)
IndDummy	控制	控制	控制	控制	控制	控制
YearDummy	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0665	0.0669	0.0669	0.0432	0.0434	0.0434
观测值	9731⑥	10031	10031	9731	10031	10031

注：(1) \*\*\*、\*\*、\* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平；(2) 括号内为 t 统计值；(3) 模型经过个体和时间的 cluster 调整。

表 4 列示的是分样本回归的结果。由于独立董事正常辞职并不具有信息含量，因此分样本回归仅考察独立董事提前辞职的信号传递作用。表 4 的列 1、列 2 针对国有企

业和民营企业财务报表重述的回归结果进行了统计。结果显示，在国有企业样本组，独立董事提前辞职变量 Indedi-rdepart2 回归系数为 0.3596，这一系数在 10% 的水平下显

⑥ 如前文所述，文章首先比较相比独立董事未辞职的公司，独立董事正常辞职的公司下年度发生财务报表重述和违规行为的概率是否会显著增加，因而在回归时剔除了 300 个发生提前辞职的样本。

著为正,但在民营企业样本组中,该变量系数虽然为正,但是未通过显著性检验。列3、列4是对根据政治关系对民营企业的进一步分组分析。从结果来看,在具有政治关系的子样本中,独立董事提前辞职变量 *Indedirdepart2*

系数在5%的水平上显著为正;在不具有政治关系的子样本中, *Indedirdepart2* 系数虽然为正但并不显著。相同的实证结果也出现在表4后四列针对公司违规行为的回归中。

表4

假设2的检验结果

变量	财务重述				公司违规			
	国有企业	民营企业	有政治关系的民营企业	无政治关系的民营企业	国有企业	民营企业	有政治关系的民营企业	无政治关系的民营企业
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>Indedirdepart2</i>	0.3596* (1.88)	0.2881 (1.04)	1.3599** (2.43)	0.2685 (0.69)	0.4329* (1.65)	0.2151 (0.86)	1.3701** (2.05)	0.2854 (0.69)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0593	0.0831	0.1349	0.1188	0.0546	0.0355	0.1193	0.0673
观测值	5656	4375	737	1415	5656	4375	737	1415

注: (1) \*\*、\*、\* 分别表示1%、5%、10%的显著性水平; (2) 括号内为t统计值; (3) 模型经过个体和时间的cluster调整。

以上结果完全符合本文假设2的理论预期,即企业的政治背景,无论是因企业产权性质而赋予的“先天”的政治关系,还是企业家“后天”努力创造的政治关系,都会显著影响独立董事提前辞职行为的信号传递效应。政治关系作为企业的“保护伞”,在帮助企业度过经营危机的同时也会影响独立董事对公司治理风险的评估,提高了独立董事对于潜在声誉与法律风险的忍耐水平,进而降低了独立董事提前辞职的可能性。而独立董事一旦发生提前辞职行为,则表明公司的治理缺陷已经非常严重,超过政治关系可以庇护的范围,因而独立董事选择提前离开这家公司。因此,政治关系越强的企业其独立董事发生主动提前离职,就预示着公司治理危机的严重程度越大。

### (三) 稳健性检验

为了增加研究的可靠性,本文在上述理论假设的基础上进行了以下两方面的稳健性检验,总体说来,以下检验并没有改变本文的研究结论<sup>⑦</sup>。

第一,由于部分公司存在同一年度多个独立董事同时辞职的情况,因而本文选取独立董事正常辞职次数变量和独立董事提前辞职次数变量重复以上回归结果,主要结果仍然支持本文的理论假设。

第二,剔除独立董事提前辞职样本中辞职原因为“未披露原因”和“其他原因”的观测值,以避免不可知的干

扰对结果的影响,在重复上述实证检验后,实证结论也没有改变。

### 五、研究结论及启示

近年来,在学界和业界广泛争议独立董事“花瓶”角色的同时,有越来越多的独立董事选择在任期届满前离职,这种辞职大多是“安静性”辞职,通常离职原因语焉不详,让外部投资者无法参透其中奥妙。那么,究竟是什么原因导致独立董事愿意放弃这一原本可以带来丰厚回报的职位呢?市场投资者又应该如何解读独立董事的这种提前辞职行为呢?本文以2006-2012年沪深主板的上市公司独立董事辞职事件作为研究对象,选取重大财务报表重述和严重违规行为作为公司治理缺陷的代理变量,来探究独立董事提前辞职行为是否具有传递公司治理缺陷信号的作用。研究结果发现:

(1) 独立董事的正常辞职行为并没有预示任何公司治理缺陷的信息,但是相比独立董事未辞职和正常辞职的公司,独立董事提前辞职的公司下年度发生重大财务报表重述和严重违规行为的概率却会显著增加,这说明独立董事的提前辞职行为确实能够传递公司存在严重治理缺陷的信号。当独立董事在感知到公司的潜在风险后,为了避免自身声誉受损以及承担可能的法律责任,会选择在危机爆发前提前离开。

<sup>⑦</sup> 囿于篇幅,稳健性检验的结果未在文章中披露,留存备案。

(2) 政治关系会显著影响独立董事提前辞职的信号传递效应。首先,相比民营企业,国有企业独立董事的提前辞职具有更强的信号传递作用,即相对于独立董事提前辞职的民营企业,独立董事提前辞职的国有企业下年度出现重大财务报表重述和严重违规行为的可能性要大得多;其次,更进一步的分析,根据政治关系将民营企业样本分组研究后,发现在没有政治关系的民营企业中,其独立董事的提前辞职行为不具有信息含量,但在具有政治关系的民营企业中,这种独立董事提前辞职预示公司治理缺陷的效应仍然存在。这是因为政治关系是企业经营的“保护伞”,但这种保护作用也会降低其独立董事对公司治理缺陷的风险评估,如果此时独立董事仍然选择辞职,说明公司治理危机已经严重到政治关系无法庇护的程度。因此,公司的政治关系越强,其任职独立董事的提前辞职行为就越可能预示着公司存在着严重的治理缺陷。

本文的研究启示在于:首先,本文研究为辩证地理解独立董事提前辞职这一现象提供了新的思路。一方面,长期以来我国上市公司内部人“越位”现象严重,导致独立董事的独立性不足,知情权和发言权受限,提前离开是独立董事在意识到公司危机后的无奈被迫之举,是其监管作用受到制约的表现。因此相关监管部门应当积极创造政策环境进一步完善独立董事机制,帮助其摆脱“花瓶”角色,赋予其更多的话语权和决策权,促使其积极主动参与到公司治理中来;但另一方面,也必须看到,独立董事的辞职行为多为“安静性”辞职,并未具体揭示与公司相关的潜在风险,这虽然保全了自己,但是当公司的风险集中爆发时,就会致使外部投资者遭受损失。因而,对于独立董事这样一种明哲保身、规避责任的行为,监管机构也应该采取相应的措施,通过建立健全追溯处罚机制,完善辞职的信息披露制度,来遏制独立董事不负责任的提前离开行为。

其次,本文结论为学术界争议已久的独立董事有效性提供了一种新的认知。研究发现,与政府构建的良好政治关系有可能成为企业违规的“保护伞”,降低了独立董事可能面临的声誉风险和法律风险,导致其建言监督的积极性、主动性大大减弱,从而弱化了独立董事的内部治理作用。因此,提高独立董事制度的有效性不仅需要强化公司的内部治理机制,还必须考虑外部制度环境的影响,这就要求政府部门应该自觉抵制企业利用“政治关系”等非公开机制进行寻租的行为,同时还应有序、有效减少对市场的非必要干预,还市场经济“无形之手”以真正的本原,以进一步完善、优化公司治理的内外部环境及机制。

#### 主要参考文献

- 戴亦一,潘越,冯舒. 2014. 中国企业的慈善捐赠是一种“政治献金”吗?——来自市委书记更替的证据. 经济研究, 2: 74~86
- 吴冬梅,刘运国. 2013. 捆绑披露是隐藏坏消息吗?——来自独立董事辞职公告的证据. 会计研究, 12: 19~25
- 吴文锋,吴冲锋,芮萌. 2009. 中国上市公司高管的政府背景与税收优惠. 管理世界, 3: 134~142
- 辛清泉,黄曼丽,易浩然. 2013. 上市公司虚假陈述与独立董事监管处罚——基于独立董事个体视角的分析. 管理世界, 5: 131~143
- 杨清香,俞麟,陈娜. 2009. 董事会特征与财务舞弊——来自中国上市公司的经验证据. 会计研究, 7: 64~70
- 余明桂,潘红波. 2009. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款. 管理世界, 9: 9~21
- 张敦力,李四海. 2012. 社会信任,政治关系与民营企业银行贷款. 会计研究, 8: 17~24
- 张俊生,曾亚敏. 2010. 独立董事辞职行为的信息含量. 金融研究, 8: 155~170
- Coles, J., and C. Hoi. 2003. New Evidence on the Market for Directors: Board Membership and Pennsylvania Senate Bill 1310. *Journal of Finance*, 58 (1): 197~230
- Dewally, M., and S. W. Peck. 2010. Upheaval in the Boardroom: Outside Director Public Resignations, Motivations, and Consequences. *Journal of Corporate Finance*, 16 (1): 38~52
- Efendi, J., A. Srivastava, and E. Swanson. 2007. Why Do Corporate Managers Misstate Financial Statements? The Role of Option Compensation and Other Factors. *Journal of Financial Economics*, 85 (3): 667~708
- Fahlenbrach, R., A. Low, and R. M. Stulz. 2010. The Dark Side of Outside Directors: Do They Quit When They are Most Needed?. Working Paper, NBER
- Fama, E., and M. C. Jensen. 1983. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26 (2): 301~325
- Hribar, P., and N. T. Jenkins. 2004. The Effect of Accounting Restatements on Earnings Revisions and the Estimated Cost of Capital. *Review of Accounting Studies*, 9 (2): 337~356
- Yu, F., and X. Yu. 2012. Corporate Lobbying and Fraud Detection. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46 (6): 1865~1891



## Abstracts of Main Papers

### The Tendency and Pathway on Accounting Higher – Education Reform

*Sun Zheng & Li Zengquan*

The accounting higher – education is at a critical historical stage of development. No one could fail to notice the fact that it has been the strategic choices for the governments from all over the world to cultivate the young generation of accountant , and to shape the accounting talents in the future. For establishing the target of higher – education reform in accountancy , making relative pathway and policy , and taking active action , the education and practice need to exert themselves to cooperate. Whether the accounting higher – education can change the mode of development , and then adhere to the way of connotation – based development depends on if we can establish the accreditation system with high quality for education evaluation. It is necessary to build a learned profession for the future by purposeful integration of accounting research , education , and practice for students , accounting practitioners , and educators. It may be accepted as an innovation to advance the development of accounting higher – education that keep the openness and confluence in the subject , and design the reasonable learning progressions in professional accounting study.

### Independent Director Resignation , Political Connection and Corporate Governance Defects

*Dai Yiyi et al.*

In this paper , we collect independent director resignation events from 2006 to 2012 whose company listed in Shanghai and Shenzhen as a research sample. We use financial reporting restatement and company violation as two proxy variables. In this way we want to explore whether the quit behavior of independent directors can transfer the bad signal of corporate governance defects or not. This study has found following conclusions: ( 1) Compared to the company occurring normal independent directors resignation and non – director resignation , company occurring abnormal resignation will significantly increase the probability that company arise financial reporting restatement and serious company violation. This shows that independent directors choose to leave the company before suffering into a crisis in order to avoid the reputation damage; ( 2) After further subdividing sample , we find that political connection will influence the signal effect. If the company has stronger political connection , the independent director resignation behavior indicates that company has worse governance defects. This paper not only provides a theoretical and empirical support for regulators to set up a independent director retrospective punishment mechanism , but also provides a new cognition for independent director effectiveness which has depute for a long time in academic.

### Affiliated Management and Firm Value: Evidence from China

*Zheng Gaoping et al.*

We provide evidence on how the presence of a top manager who is a controlling shareholder or the employee of a controlling shareholder ( i. e. affiliated management) is associated with firm value. By analysing the data of Chinese listed firms in the A – share stock market from 2001 to 2009 , we find that affiliated management is negatively associated with firm value. Furthermore , although firms with affiliated management have higher return on assets and return on sales , affiliated management is positively associated with the value and the frequency of loan – based related party transactions and with the likelihood of irregularity in information disclosure. Our findings imply that even if affiliated management may enhance shareholders’ ability to monitor managers and increase the operational profitability , affiliated management can facilitate the expropriation of the interests of the minority shareholders by the controlling shareholders.

### Managerial Power , Changes of Executive Compensation and Corporate M&A Behavior Analysis

*Fu Qi et al.*

This paper focuses on the association between executive private benefits and underlying opportunistic motivation of acquiring managers’ M&A decisions. The empirical results indicate that the executives of state – owned companies has the more motives to launch the larger M&A deals in order to increase their compensation , and The changes of their salary is related to the firm size not the company’s performance. At the same time , our research reveals that the changes of compensation of the private listed companies whose executives are majority shareholders or family members will be influenced by the complexity of M&A and skills of managers. Moreover , the study shows that managerial power can explain the obvious difference of the executive compensation and market performance after M&As to some extent for the central government owned companies and some private listed companies whose executives are composed of the professional managers. The change of compensation of the local state – enterprise is more affected by the size of the company. Our research enriches the connotation of managerial theory and M&A theory , and provides the further empirical evidence for the corporate M&A behavior influenced by managerial power.

### Investor Heterogeneous Beliefs and Long – run Performance Following Private Equity Placements

*Deng Lu & Wang Huacheng*

Research on behavior finance based on heterogeneous beliefs has become a recent hot issue in finance field. This paper is the first to investigate long – run performance following private equity placements from the perspective of investor heterogeneous beliefs with China’s special institutional settings. The empirical results show that investor heterogeneous beliefs negatively associate with firms’ long – run market performance after private equity placements. Such effect is more significant when the offering targets are institutional investors. The paper further shows that investor heterogeneous beliefs also have negative relationship with firms’ operation performance after private equity placements.