

**本科生毕业设计[论文]**

**独立董事辞职的信号效应研究**

|  |  |
| --- | --- |
| 院 系 | 管理学院 |
| 专业班级 | 财务管理1802班 |
| 姓 名 | 朱湖成 |
| 学 号 | U201815897 |
| 指导教师 | 汪宜霞 |

2022年 5月5日

**学位论文原创性声明**

本人郑重声明：所呈交的论文是本人在导师的指导下独立进行研究所取得的研究成果。除了文中特别加以标注引用的内容外，本论文不包括任何其他个人或集体已经发表或撰写的成果作品。本人完全意识到本声明的法律后果由本人承担。

作者签名： 年 月 日

**学位论文版权使用授权书**

本学位论文作者完全了解学校有关保障、使用学位论文的规定，同意学校保留并向有关学位论文管理部门或机构送交论文的复印件和电子版，允许论文被查阅和借阅。本人授权省级优秀学士论文评选机构将本学位论文的全部或部分内容编入有关数据进行检索，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存和汇编本学位论文。

本学位论文属于 1、保密囗，在 年解密后适用本授权书

2、不保密囗 。

（请在以上相应方框内打“√”）

作者签名： 年 月 日

导师签名： 年 月 日

# 摘 要

2021年11月12日，广州中级人民法院发布了关于康美药业财务造假案的判决结果，根据判决书，五名相关独立董事由于职务疏忽需要承担相应连带赔偿责任。该事件打破了以往独立董事低风险，不操心的美好形象，也打开了独立董事辞职的潘多拉魔盒。本文旨在研究康美药业财务造假案发生之后，在特定研究时期范围内发生独立董事辞职事件的公司中，其独立董事辞职对公司价值的影响程度，在此基础上，进一步分析独立董事的相关特征是否对公司价值产生影响。

以沪深A股上市公司2021-2022年的发生独立董事辞职的相关公司年度数据为样本，论文采取事件研究法检验了独立董事辞职对公司价值的影响，以独立董事辞职公告发布日作为事件日，计算出事件窗口期内的累积异常收益率。同时我们将独立董事学历和任职期限，作为解释变量。通过实证分析，我们得出相关结论：独立董事辞职事件会导致累积异常收益率显著为负;独立董事自身学历与累积异常收益率呈正相关关系，独立董事学历越高，其辞职导致的累积异常收益率会更大；独立董事任职期限与累积异常收益率呈正相关关系，任职期限越长，辞职导致的累积异常收益率更大。公司盈余管理水平越高，累积异常收益率会更大。

**关键词：**独立董事辞职;事件研究法;累积异常收益率;公司价值

# Abstract

On November 12, 2021, the Guangzhou Intermediate People's Court issued the verdict on Kangmei Pharmaceutical's financial fraud case. According to the verdict, the five relevant independent directors need to bear the corresponding joint and several liability for compensation due to negligence in their duties. This incident broke the previous good image of independent directors with low risk and no worries, and also opened a Pandora's box for independent directors to resign. The purpose of this paper is to investigate the influence of the resignation of independent directors on the company's value in companies where the resignation of independent directors occurred within a specific research period after the occurrence of Kangmei Pharmaceutical's financial fraud case and whether characteristics have an impact on firm value.

Taking Shanghai and Shenzhen A-share listed companies in 2021-2022 as a sample, the paper adopts the event study method to test the impact of independent directors' resignation on the company's value, and takes the release date of the independent director's resignation announcement as the event date , calculate the cumulative abnormal return during the event window. At the same time, we take the educational background and tenure of independent directors as explanatory variables. Through empirical analysis, we draw relevant conclusions: the resignation of independent directors will lead to a significant negative cumulative abnormal return; the independent director's own educational background is positively correlated with the cumulative abnormal return. The rate will be greater; the term of office of independent directors is positively correlated with the cumulative abnormal rate of return. The longer the term of office, the greater the cumulative abnormal rate of return caused by resignation. The higher the level of earnings management of the company, the greater the cumulative abnormal return.

**Key Words：**the resignation of independent directors; event study; cumulative abnormal return; company value

**目录**

[摘 要 I](#_Toc104938594)

[Abstract II](#_Toc104938595)

[1 绪论 1](#_Toc104938596)

[1.1 选题背景 1](#_Toc104938597)

[1.2 研究目标与意义 2](#_Toc104938598)

[1.3 研究内容与方法 3](#_Toc104938599)

[2 理论基础与文献综述 5](#_Toc104938600)

[2.1 独立董事制度的国内外研究 5](#_Toc104938601)

[2.2 独立董事辞职影响因素的国内外研究 7](#_Toc104938602)

[3 研究假设与模型构建 10](#_Toc104938603)

[3.1 理论分析与研究假设 10](#_Toc104938604)

[3.2 样本选取 12](#_Toc104938605)

[3.3 变量设计 12](#_Toc104938606)

[3.4 研究模型构建 15](#_Toc104938607)

[4 实证研究和结果分析 17](#_Toc104938608)

[4.1 描述性统计 17](#_Toc104938609)

[4.2 相关性分析 18](#_Toc104938610)

[4.3 回归分析 20](#_Toc104938611)

[4.4 实证研究小结 26](#_Toc104938612)

[5 研究总结 28](#_Toc104938613)

[5.1 研究结论 28](#_Toc104938614)

[5.2 总结 29](#_Toc104938615)

[致谢 29](#_Toc104938616)

[参考文献 30](#_Toc104938617)

# 绪论

## 选题背景

企业是为实现一定经济目标所创建的组织架构，是经济活动的主体和市场运行的活力之源。随着客观形式和经济环境的变化，具备现代化经济特征，满足现代化经济发展需要的公司制日益成为企业的主要组织形式。作为独立法人，公司由股东出资设立，选举董事组成董事会作为最高决策机构。然而由于代理问题（委托人和代理人之间的利益冲突）和信息不对称问题，董事往往对公司的管理鞭长莫及，由此催生了一种新型的董事类型——独立董事。

独立董事与传统董事最大的不同就体现在独立性上。独立董事的独立性体现在工作业务和权利关系两方面。首先，独立董事立于公司股东且不在公司内部任职，即在公司运行架构上相对独立。其次独立董事与公司或公司经营管理者没有重要的业务联系和专业联系并对公司业务做出独立判断，即在公司权利关系上相对独立。正是因为这种工作业务上的剥离与非依附关系，独立董事能够从公司长远发展的角度促进公司的持续发展。而且独立董事往往拥有全面的知识结构和比较高的综合素质，独立董事制度的鲜明优势顺应了发展要求，其传播程度也有了很大的提升。

2001年以来，独立董事制度的规范化，制度化，本土化程度随着证监会相关指导意见的发布越来越高。然而随着我国经济形势的迅速变化，独立董事制度在实际运行中也产生了许多偏差，这种偏差主要体现在两方面，独立董事“不懂事”和独立董事“不独立"。我国独立董事制度建立的初衷，是希望通过独立于公司内部组织架构和公司权利关系的独立董事从外部视角深刻剖析公司运行发展的潜在问题，并运用自身的综合素质来将发展道路上的障碍一一清除，这必然要求公司任命的独立董事必须具有完整的知识框架，丰富的知识储备，坚实的理论基础和深厚的实践经验。在实际操作过程中，独立董事制度的任命往往出于公司管理者的自身喜好或被任命者的关系背景，使得公司任命的独立董事沦为中看不中用的“花瓶董事”，拥有独立董事的头衔而无法对公司的运行发展提出切实可行的建议。另一方面，在实际的独立董事制度运行过程中，独立董事往往空有独立董事的名头，无论是在公司内部组织架构，还是在公司权利关系中都没有真正的独立性，在董事会中很少发表自身意见，即使希望提出发展建议，其智力成果也难以被转化为现实，成为公司架构上的附庸。

2021年11月12日，广州中级人民法院对康美药业证券特别代表人诉讼案做出一审判决，全社会特别是A股市场对此产生重大反应。其中，尤其是对相应五名独立董事分别赔偿5%以及10%连带责任，支付1.23或2.46亿赔偿金和罚款的严厉惩罚，获得了社会各界的广泛关注。事件发生之后，独立董事辞职的消息如雨后春笋一般，在短短一周内就出现了20多家A股上市公司。一场A股独立董事辞职的风潮正悄然掀起。康美药业财务造假案使得广大投资者和笔者对独立董事制度有了更大的好奇心，而由康美药业财务造假案引发的一波A股市场独立董事辞职风潮，其导致的经济后果和影响因素也成为了我们关注的重点。

## 研究目标与意义

### 研究目标

论文采用事件研究法，研究范围为自2021年11月12日广东中级人民法院判决康美药业五名独立董事分别承担一定比例连带赔偿责任到2022年3月1日期间内，前后总计四个月为窗口期，将窗口期内发布独立董事辞职公告的公告日期作为事件日，事件日前后十天作为事件期，事件日发生前150天到前30天作为估计期。建立实证回归模型，希望揭示独立董事辞职事件导致的经济影响，同时进一步分析（1）独立董事辞职事件所导致的相关公司的累积异常收益率，即独立董事辞职与公司价值的相关性影响。（2）发生的独立董事辞职事件中，独立董事的相关特征是否会对公司价值产生影响，以及会产生何种影响以及相关的影响因素。此外，我们希望能够深入分析其事件的经济影响，使市场能够更好地应对诸如此类突发事件，尽量避免无谓损失。

### 研究意义

国内外许多学者都对独立董事制度和相关问题进行了深入的分析与研究，在我们整理的文献综述部分，我们也可以发现许多前辈提出的重要理论，计量模型和实证案例。考虑到事件发生的时效性，我们重点关注康美药业财务造假案发生以后，发生独立董事辞职事件的相关企业的价值变动状况，研究独立董事辞职的信号效应和对公司价值的影响，希望通过本文的研究能够分析此类突发事件的影响，为课题发展贡献力量。

从现实意义来说，康美药业财务造假案的判决结果打破了独立董事低风险高报酬的美好形象，也引发了A股市场一阵独立董事辞职的风潮，我们希望能够帮助投资者减少无谓损失。

## 研究内容与方法

### 研究框架

文章的研究框架主要包括五个部分：

第一部分是文章绪论。分析现实背景，并突出研究方向：独立董事辞职的信号效应，分析独立董事辞职对公司价值的影响，以及独立董事身份特征对公司价值的影响。然后简述文章意义，展示实证方法和数据结果。

第二部分是理论和文献总结。分类整理（1）独立董事制度相关研究（2）独立董事辞职原因和（3）独立董事辞职的影响，并对各个方面进行汇总概括。

第三部分是研究流程。在分析思考的基础上，我们充分考虑相关问题并提出猜想：假设一为独立董事辞职与公司价值的变动呈现负相关关系，由于独立董事的辞职，在一定研究时间范围内，相关企业的公司价值会降低。假设二为辞职独立董事自身的学历与相关公司的价值变动呈正相关关系。假设三为辞职独立董事自身任职期限与相关公司的价值变动呈正相关关系。假设四为公司盈余管理水平与累积异常收益率负相关。

第四部分是描述并分析模型结果。主要包括筛选后的样本和数据情况，列举出回归形式并展示计算公式，文章结果由stata15得出。分析表明独立董事的辞职与相关公司的公司价值有一个显著的负相关关系。其次，在不同独立董事的身份特征中，独立董事自身的学历特征会对公司价值的变动产生显著影响。此外，独立董事自身的任职期限会对公司价值的变动产生显著影响，且公司盈余管理水平与累积异常收益率变动呈正相关关系。

第五部分是结论和总结。在利用模型和计量软件进行实证分析过程之后，我们总结了论文的假设和对应的实证结果，与此同时，对本文研究假设，研究方法和研究结果等方面存在的不足进行了列举和分析，希望能够对以后的学习研究和进一步的深入了解做好充分准备。

### 研究方法

在行文过程中，我们采用了文献综述法，理论分析法和实证研究法来进行文章撰写，首先，我们对国内外相关理论和模型研究进行汇总，总结概括课题的相关研究，其次，我们通过对相关理论的学习与理解，进行大胆猜想并提出假设，最后进行实证分析得出结果。综合考虑（1）独立董事制度（2）独立董事辞职原因（3）独立董事辞职的影响，作为文章主体部分。我们选取了2021年11月12日判决书发布到2022年3月1日时间范围内，发布独立董事辞职公告的A股上市公司的各类信息，运用理论模型和stata15分析独立董事辞职与公司价值变动的关系，并给出实验结果。

# 理论基础与文献综述

## 独立董事制度的国内外研究

1940年《投资公司法》的横空出世，给美洲大陆的独立董事发展奠定了萌芽和基础，受此约束，独立人士在投资公司内部董事会构成结构中的比例必须达到40%。毫无疑问，独立董事制度产生的初衷就是防止股东和管理层不合理的内部控制，更好地保障投资者的利益。1970年，全美范围内，诸多董事和高管卷入到水门事件中的行贿受贿案件中，引发了公众对公司公信力的价值崩坏。为了切实增强市场信息，同时相应的提升公司管理层的监督和控制水平，一种由独立董事组成的新的审计形式登上了美国公司治理的舞台，独立董事制度从此越来越成为西方国家治理结构中不可替代的重要管理制度。

我国独立董事制度的确立则要追溯到2001年。1978年改革开放以后，中国进入了新的发展时代，迎来了前所未有的发展机遇和国内外环境。1984年城市企业改革，1992年提出建立社会主义市场经济体制，使得企业日渐成为我国经济活动的主体和细胞，与此同时，合理的企业内部管理也成为提高经济效率的重要手段。或许是响应经济的号召，建立董事制度的指导意见在证监会的推动下与2001年应运而生，建立独立董事制度由此成为白纸黑字的约定，独立董事制度的独立不仅在于职务方面，在工作事务中，受聘独立董事除独立董事身份以外不担任公司内部任何其他职务，在权利行使上，独立董事有权独立行使自身权利，在公司组织架构上具备充分自主性。由此标志着我国正式引进并确立独立董事制度。

关于独立董事制度的作用与意义，Bang Dang Nguyen et al.（2010）从反面角度来考察并论证独立董事对公司价值的重要意义，根据1994年-2007年发生独立董事突然去世事件的美国上市公司数据和市场反应，发现相关公司出现负面的股价波动，同时进一步强调了保持独立董事的独立性这一根本特征对发挥独立董事制度的重要作用。除了独立性以外，Ronald W, Masulis et al.（2013）研究认为一定的声誉激励也是独立董事充分发挥自身才能的重要因素，在多个公司任职的独立董事的其精力和才能分配会根据其职位在公司等级的高低进行匹配，职务等级越高的独立董事在相关公司的会议出席率和建议数量会显著增加。无独有偶， Alireza Vafaei et al.（2022）通过研究2004-2019年间澳大利亚前500家上市公司的公司绩效，认为独立董事对自身职位的认可度和尊严感越强，相关公司的公司绩效表现就越优异。Wonseok Choi et al.（2020）的研究则表明，独立董事在董事会议上提出的反对票数能够体现独立董事对公司事务和公司管理层的监督程度，因而会对公司绩效表现有明显的增强作用。

委托代理理论和董事会职能分化理论是独立董事制度设计的基本理论。委托代理理论是指由于所有权和经营权的分离，委托人（股东）与代理人（管理层）由于利益冲突导致的委托人意志与代理人实际行为产生冲突的现实情况，而且由于沟通成本，外界氛围等限制因素导致的信息不对称，会产生事前的逆向选择和事后的道德风险，从而加剧委托代理问题。由于实际运行中，企业股东和公司管理层之间的代理问题比较突出，需要新的董事制度来加强公司的内部监督和控制管理。代理理论产生的代理问题的解决，尤其是公司全局管控方针中的重中之重，特别是是股东与董事之间的委托代理问题。曹立（2001）研究表明调解管理层内部的矛盾关系，不仅要完善公司管理框架，更要提高独立董事在董事会构成中的比例，制衡大股东，维护中小股东利益。回首我国证券市场发展的十几年历史轨迹，从整个中国市场上来看，高垚（2007）研究表明与英美企业等相比较，我国上市公司的股权分散程度并不高，“一股独大”的现象较为普遍。此时，独立董事不再像英美企业一样是股东的代理人而成为小股东的代理人，其所谓的“独立性”也是指对大股东的独立，对小股东利益的保护. 同时，牛子晗（2019）研究认为中国的上市公司应当反对一刀切的独立董事制度，基于哈贝马斯的交往行为理论，公司内部董事和独立董事之间的有效沟通能够较大幅度的改善信息不对称的情况。. 陆晓飞（2011）研究认为，根据董事会职能分化理论，在一元治理结构的公司中，监事会的缺少使得董事会承担了自我决策和自我监督的职责，为了满足权力制衡的需要，应当对董事会内部组成进行分化，这为独立董事制度的设计提供了理论基础。

## 独立董事辞职影响因素的国内外研究

为了更好的分析与概括，根据独立董事辞职事件主体的不同，其不同的特征会对影响因素有不同的反馈作用。首先是公司自身的经营状况，其次是独立董事任期内的任职成本，最后是独立董事自身的风险感知。

首先是公司自身经营状况。关于独立董事辞职是如何受公司自身经营状况所影响的研究，主要是考察公司经济状况对独立董事的影响。Arthaud-Day（2002）分析了美国境内1997-2002年有独立董事辞职的公司，发现在公司风险时期该事件频率和概率会更加显著，且公司经营状况与辞职行为存在正相关关系，公司的经营状况越差，独立董事辞职的概率越高，尤其是期间内出现CEO变动情况时。Yermack（2004）在对1994-1996年世界五百强企业中独立董事变更事件的公司研究过程中，发现辞职事件与企业的股价存在负相关性。Srinivasan（2005）基于公司经营绩效的角度，研究了1997-2001年间409家公司的经营情况，发现独立董事变更与公司业绩具有较大的相关性。Keren Bar-Hava et al.（2018）分析了独立董事辞职的相关原因，在各种名目繁多的辞职理由背后，出于对自身未来可能的不佳表现导致的对自身名誉的损害，独立董事往往会选择辞职，即使辞职行为会导致负面市场影响且损害股东利益。支晓强，童盼（2005）研究发现，独立董事的变更与所在公司盈余管理水平有紧密联系，随着公司盈余管理水平的提高，独立董事的辞职概率和比例也会相应提高。林小聪（2010）通过事件研究法，采用回归对独立董事辞职原因进行分析，发现净资产收益率(ROA)，盈余管理，审计意见是影响独立董事辞职的主要因素。

其次是独立董事的任职成本，基于任职成本的国内外现有研究情况，谭劲松，郑国坚，周繁（2006）将独立董事的任职成本大致划分为现实成本，机会成本和风险成本三类。1）现实成本是指独立董事在任职期限内，为了完成自身的各项任务，发挥自身才能促进企业发展过程中直接承担并付出的成本，包括时间，精力支出等有形或无形成本的付出。研究表明，现实成本越高，辞职行为的频率和概率越大。2）由于独立董事的理性人假设，独立董事的任职成本必须包括机会成本。机会成本是采取某种决策或行为时，放弃的采取其他决策或行为产生的最大收益，独立董事任职多半由利益驱动，因此，选择担任独立董事所放弃的其他收益即机会成本可以理解为其他职位收入与心理情感所得。研究表明，机会成本越高，独立董事辞职的可能性越大。3）从成本是否发生以及成本发生的不确定性，可以得到风险成本。风险成本是独立董事在任职期间可能发生的潜在风险，大体可以分为法律责任风险和声誉损失风险。法律责任风险产生于独立董事任职期间公司经营偏差。李焰，秦义虎（2011）研究表明，媒体负面报道量与媒体自身影响力，公信力和独立董事辞职概率存在一定的正向相关关系。由此表明，为了提高对独立董事的监督和控制水平，需要充分发挥声誉机制的制衡作用。

最后是独立董事自身的风险感知。风险主要由风险因素，风险事故，风险主体，风险损失构成。是否构成风险，是否造成风险损失，主要取决于是否存在风险主体也即风险承受者。与此同时，唐清泉，罗党论 （2007）研究认为，面对同样的风险和潜在损失，不同的独立董事做出的风险判断和风险抉择可能是大相径庭的，因此相同的风险因素可能对不同的风险主体有不同的影响程度，面对众多的风险因素，只有少数的风险信息能够被独立董事感知到。除了风险因素感知程度的差异，不同独立董事自身的风险偏好也不同。前景理论是研究风险偏好的行为经济学理论之一，是指由于参考点的不同，面对相同的风险选择，同一个风险决策者可能会做出不同的决策，当风险主体处于盈利状态时，会偏向风险回避，倾向于选择避免风险。而当风险主体处于亏损状态时，会更偏向于风险偏好，选择风险与收益更高的决策。通常独立董事在任职以外都有一定的主要收入来维持自身生活水平和实际需要，因此，大多数独立董事任职是出于丰富人生经历和社会责任感动机，由此，唐清泉，罗党论，王莉（2006）研究认为独立董事们可能往往持风险回避态度，对损失的敏感程度更高，独立董事面对的风险程度越高，其辞职的可能性越大。.

信号传递理论是研究独立董事辞职影响的重要理论基础。西方相关学者研究的狭义上的信号传递理论，主要是指由于信息的不对称，利润公告，股利宣告和融资公告是公司常用的三种信号传递手段，由此来潜在表明公司的经济信息。

广义上的信号传递理论可以推广到各个领域，各个主体，可以表示为任何有形或无形经济主体的经济行为所蕴含的潜在信息。根据辞职原因的特殊性，我们认为辞职原因可以分为由于期满或身体原因等正常辞职和由于违法行为等导致的非正常辞职。因此，我们认为独立董事辞职的不同原因也能够传递不同的市场信号。张俊生，曾亚敏（2010）分析研究2004-2008年间112起独立董事辞职事件，将独立董事辞职后的公司股票的累积超额收益率情况联系起来考察，以此衡量市场对此类行为的反应。结果表明1）与任职期满，工作变动等正常原因导致的行为相比，其他非正常原因的独立董事辞职行为会产生负面的市场反应。2）独立董事非正常原因辞职后的250个交易日内累计超额收益率显著为负3）如果没有对申请辞职的独立董事进行致谢，相关公司的累积超额收益率会更加显著。根据实验研究结果，市场投资者能够通过独立董事辞职行为和相关公司的公告来进行辅助决策，避免无谓的经济损失。

# 研究假设与模型构建

## 理论分析与研究假设

### 独立董事辞职与累积异常收益率

独立董事作为公司内部聘请的高级管理人员，通常与公司内部事务或公司内部人员没有依赖关系，因而能够对公司各项事务做出独立判断。就独立董事自身而言，在担任独立董事这一身份时，他们往往拥有能够满足自身经济需要的主业收入，相对全面的知识结构，坚实的理论基础，丰富的实践经验和一定的名誉需求。就公司而言，独立董事的任命能够更好的避免公司内部管理层操纵公司事务，独揽大权，进而能够一定程度上降低代理成本，通过对独立董事讨论提出的具有一定科学性和实践性的各项意见和观点的分析与筛选，企业自身能够显著提升经营管理效率，避免不必要成本，减少无谓损失。因此，根据历史数据和理性分析，我们有理由认为，独立董事的辞职行为与累积异常收益率呈负相关，即独立董事的辞职行为会传递出负面经济信号，进而导致股票累计异常收益率波动变化。同时为了使辞职行为更加具有代表性，我们选取由于个人原因的主动辞职独立董事作为研究样本。因此为了研究独立董事辞职行为与累计异常收益率的关系，我们提出了论文的第一个假设。即：

假设1：独立董事辞职行为与股票收益率呈负相关，即独立董事辞职行为，会导致累积异常收益率呈负值。

### 独立董事的自身学历与累积异常收益率

独立董事不光要“独立”，做到公司组织结构上的独立性和公司权利关系上的独立性，更要“懂事”，能够运用自身的综合素质对公司发展现状，潜在问题和未来规划提出具有科学性和实践性的建议。为了更好的履行自己的职责，独立董事必须具备严谨的知识框架，丰富的知识储备，完善的知识结构，坚实的理论基础和深厚的实践经验。由于独立董事自身综合素质作为抽象指标难以进行具体的量化和考察，且综合素质通常与自身的受教育程度密切相关，因此我们用独立董事自身的学历水平来对独立董事的综合素质进行衡量。自身学历越高的独立董事，越有可能对公司的发展提出建设性意见，同理，独立董事自身学历越高，其辞职行为对公司价值变动的影响就更显著，由此我们提出论文的第二个假设。即：

假设2：独立董事的学历特征与公司价值变动呈正相关关系。即辞职独立董事的学历越高，其导致的公司的负累积异常收益率会越显著。

### 独立董事的任职期限与累积异常收益率

“衣莫如新，人莫如旧。”独立董事的任职效果不仅与独立董事自身的知识结构，认知水平，理论基础和实践经验有关，也与独立董事任职期间的长短有着密不可分的关系。通过对过往相关问题研究的阅读，我们发现随着独立董事在任时间的延长，独立董事与公司审计信息质量呈现倒U型关系，即随着其在任时间的增长，公司信息质量会呈现先增后减的现象，同时有研究表明，独立董事在任期间的公司投资效率与独立董事留任的概率呈正向相关关系。以上种种表明，随着独立董事任期的延长，其对公司相关信息的了解程度，对公司内部事务的控制能力会逐渐增强，因而任期越长的独立董事就越能对公司产生更加明显的影响，为了进一步分析独立董事任职期限与累积异常收益率的关系，我们提出了论文的第三个假设。即：

假设3：辞职独立董事任职期限越长，累积异常收益率就会更显著的呈负值。

### 公司的盈余管理水平与累积异常收益率

盈余管理作为评估公司会计信息质量的重要指标，能够比较直观的体现公司会计信息的透明度和管理水平，出于业绩需要，满足股东意愿，稳定或提高股价，向市场传递正面的经济信号等原因，盈余管理越来越成为重要的公司财务数据管理手段。在本文中，我们选取基础琼斯模型中的操纵性应计利润（DA）作为研究对象，关注盈余管理水平与独立董事辞职行为导致的累积异常收益率变动的关系。公司的盈余管理水平越高，其对公司相关数据的操纵性就越强，因此发生独立董事辞职等此类突发事件时，市场投资者会对相关公司的会计信息质量更加担忧，由此，我们提出了论文的第四个假设。即：

假设4：公司的盈余管理水平越高，独立董事辞职行为导致的累积异常收益率就会越大

## 样本选取

论文选取沪深A股上市公司作为初始研究样本，样本数据选自2021年11月12日至2022年3月1日发布独立董事辞职公告的上市公司，变量数据选自2021年6月1日至2022年4月30日。论文数据来自于巨潮资讯网，choice金融终端，深圳证券交易所，上海证券交易所研究期间内发布的独立董事辞职公告的上市公司，通过手工整理出134份独立董事辞职公告，并将公告与CSMAR国泰安数据库的公司高管信息相对照得出相关的变量信息。具体的研究数据有：正常收益率，市场收益率，累积异常收益率，总资产，托宾Q值，每股负债，资产负债率，，独立董事任职年限，操纵性应计利润等。

同时，考虑到模型准确性和数据的完备性情况，我们对样本数据进行了一定条件的筛选：（1）不考虑ST公司和\*ST公司。（2）不考虑独立董事出于如健康因素，任职年限，工作调动等正常原因辞职的公司。（3）不考虑独立董事职位调动而非辞职的公司。（4）忽略研究区间内独立董事数据不完整或缺失的公司.（5）删除研究期间发生独立董事辞职事件公司的相关数据不完整或缺失的公司，剩余51家A股上市公司。

## 变量设计

### 被解释变量

论文的被解释变量为累积异常收益率CAR。参考以往的文献研究，为了考察独立董事辞职的经济影响，我们采取了由Ball&Brown（1968）以及Fama教授开创的事件研究法。从股票收益率的变动出发，通过事件发生前后窗口的数据对比，考察并衡量某种事件发生对公司价值变动的影响。其中对股票正常收益率的衡量大致有以下几种方法：（1）市场模型：股票正常收益率由市场收益率加上随机误差项得到。（2）市场调整模型：股票正常收益率由截距项，市场收益率，随机误差项的回归得到。（3）FAMA三因素模型：股票的超额收益率可以由市场资产组合，市值因子，账面市值比因子来解释。在本文中，我们采取市场调整模型，通过回归来预测股票的正常收益率：

其中，𝐸(𝑅𝑖𝑡)表示第i支股票在t时间的期望正常收益率，𝑅𝑚𝑡表示t时间的市场收益率，为了获取相对稳定的数据结果，𝛼𝑖和𝛽𝑖由相应的第i家公司（-150，-30）期间共120个交易日的个股收益率和市场收益率进行回归得到。此外，超额收益的度量方法如下：

其中，𝐴𝑅𝑖𝑡表示第i家公司在t时间的股票异常收益率，𝑅𝑖𝑡是第i家公司在t时间的实际股票收益率，𝐸(𝑅𝑖𝑡)是根据第i家公司（-150，-30）共120个交易日的市场收益率采用市场调整模型进行回归的预期结果。

最后，计算,表示第i家公司股票的累积异常收益率，其度量方法如下：

### 解释变量

为了探讨辞职独立董事自身学历特征对累积异常收益率的影响，我们构建变量degree,并按照学历的不同，将degree分为中专及中专以下，大专，本科，硕士研究生，博士研究生五个等级，并分别进行赋值，中专及中专以下，大专degree=0，本科，硕士研究生，博士研究生degree=1,来进一步分析独立董事自身学历特征对相关公司股票累积异常收益率的影响。

为了探讨辞职独立董事任职期限长短对累积异常收益率的影响,我们构建连续变量tenure来表示独立董事的任职时间来进一步揭示独立董事其任职时间的不同对公司股票累积异常收益率的影响。

为了探讨公司盈余管理水平高低对累积异常收益率的影响，我们采取基本琼斯模型中的操纵性应计利润DA作为公司盈余管理水平的衡量标准来进一步揭示盈余管理水平对公司累积收益率的影响。

### 控制变量

综合考虑国内国外各方面学者的研究方法，我们使用：资产负债率（LEVERAGE），企业规模（SIZE）,托宾Q值（TBQ）,每股负债（BPS）作为控制变量。

资产负债率（LEVERAGE）：根据公式，企业的资产负债率LEVERAGE等于企业总负债（Total Liabilities）/总资产（Total Assets）,企业资产负债率衡量了企业的风险水平，资产负债率LEVERAGE越高，公司的风险水平相应的也会增加。

企业规模(SIZE)：根据资产负债表，公司的总资产越大，其规模往往越大，参考以往文献资料，我们用总资产进行衡量，单位为百万元，并取对数增强平滑性，企业规模越大，相应的累积异常收益率CAR可能更大。

托宾Q值（TBQ）：该比例能够衡量目标企业被市场的看好程度，其计算公式为市值(Market value)/（资产总计(Total Assets)—无形资产净额(Net Intangible Assets)—商誉净额(Net Goodwill)）。

每股负债(BPS) :根据公式，企业的每股负债额BPS等于期末负债（Debt）合计 / 实收资本(Capital)期末值,该项指标能够比较准确的衡量目标公司盈利能力。

表 3‑1变量定义表

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 变量类型 | 变量名称 | 符号 | 计算说明 |
| 被解释变量 | 累积异常收益率 | CAR | 个股实际收益率-个股预期收益率 |
|  | 任职时间 | Tenure | 独立董事任职期限 |
|  | 学历 | Degree | 独立董事学历水平 |
|  | 操纵性应计利润 | DA | 应计利润-非操纵性应计利润 |
| 控制变量 | 公司规模 | SIZE | 总资产取对数 |
|  | 资产负债率 | LEVERAGE | 总负债/总资产 |
|  | 托宾Q值 | TBQ | 市值/资产总计-无形资产净额-商誉净额 |
|  | 每股负债 | BPS | 负债总计/实收资本 |

## 研究模型构建

为了检验提出的假设一，我们通过采取事件研究法的被解释变量car（累积异常收益率），具体模型如下：

其中𝐴𝑅𝑖t的计算方法由被解释变量部分给出，此处不加赘述，为了考察独立董事辞职对相关公司价值变动的影响，我们将事件日（相关公司发布独立董事辞职公告的具体日期）前后各十天作为事件窗口期，并计算事件窗口期内的累积异常收益率CAR（-10，10），并进行显著性检验。如果事件日前后十天内的累积异常收益率CAR显著为负，则表明随着独立董事辞职，发生独立董事辞职事件的相关公司其公司价值会受到独立董事辞职事件的影响，即独立董事辞职事件的发生会导致相关公司受到负面的市场反应。

为了检验提出的假设二，即独立董事辞职行为与独立董事学历特征对累积异常收益率的影响，我们将事件窗口期内的累计异常收益率CAR作为被解释变量，用Degree作为解释变量构建回归模型,在假设二的基础上加上解释变量Degree，其回归模型具体情况如下：

如果Degree的系数为正，则表明独立董事的学历特征与相关公司的价值变动即累积异常收益率存在正向相关关系，即辞职独立董事自身的学历水平越高，发生独立董事辞职事件的相关公司的价值变动即累积异常收益率会更大。

为了检验提出的假设三，即独立董事辞职行为与独立董事任职时间对累积异常收益率的影响，我们将事件窗口期内的累计异常收益率CAR作为被解释变量，用Tenure作为解释变量构建回归模型,其回归模型具体情况如下：

如果Tenure的系数显著为正，则表明独立董事的任职期限与相关公司的价值变动即累积异常收益率存在正向相关关系，即辞职独立董事自身的任职期限越长，发生独立董事辞职事件的相关公司的价值变动即累积异常收益率会更大

为了检验提出的假设四，即公司的盈余管理水平越高，独立董事辞职行为导致的累积异常收益率就会越大我们将事件窗口期内的累计异常收益率CAR作为被解释变量，用操纵性应计利润DA作为解释变量构建回归模型,其回归模型具体情况如下：

如果DA的系数为正，则表明公司的盈余管理水平与相关公司的价值变动即累积异常收益率存在正向相关关系，即公司的盈余管理水平越高，发生独立董事辞职事件的相关公司的价值变动即累积异常收益率会更大。

# 实证研究和结果分析

## 描述性统计

为了更加全面，慎重地考察独立董事辞职的信号效应即其对相关公司累积异常收益率变动的影响，我们首先对发生独立董事辞职事件的原因做出描述性统计，希望能够发现促使独立董事辞职事件发生的深层次原因。为了实现这个目的，我们在巨潮资讯网，choice金融终端，上海证券交易所，深圳证券交易所所披露的数据中，通过手动收集2021年11月12日至2022年3月1日期间发布的独立董事辞职公告。

经过筛选，剔除数据不足的公司，我们最终得到如上表中的51家A股上市公司辞职公告，并收集到辞职原因。从数据上看，个人原因占据了独立董事辞职原因的绝大部分，在51家A股上市公司公告中，有44人出于个人原因申请辞职，另外有2人出于工作变动申请辞职，3人由于我国独立董事任职管理条例在任职期满后申请离职，此外分别有1人出于管理规定和未知原因选择离职。与其他原因相比，相对模糊的个人原因更加体现出独立董事辞职的复杂性与隐晦性。尤其是在康美药业财务造假案发生，独立董事被判处承担连带赔偿责任的市场环境和特殊节点下，独立董事或许是出于对康美药业财务造假案的处罚结果的担忧，或许是出于对风险成本和任职回报的仔细考较，或许是对公司的持续发展缺失信心还是出于其他原因，我们不得而知。

表 4‑1 辞职原因汇总

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 辞职原因 | 次数 | 比例 | 累积比例 |
| 个人 | 44 | 86.27 | 86.27 |
| 工作变动 | 2 | 3.92 | 90.20 |
| 任职期满 | 3 | 5.88 | 96.08 |
| 未知 | 1 | 1.96 | 98.04 |
| 管理规定 | 1 | 1.96 | 100 |
| 总计 | 51 | 100 |  |

本文包含的主要研究变量如表格4-2所示，从表格4-2中我们可以看出变量的详细数据，具体情况如下：

在我们手工收集并经过筛选后的51个研究样本中，托宾Q值的平均值为1.767，最小值大于1，表明所选研究样本的市值均高于有形资产净值，总体上拥有较高的产业投资回报率。

企业规模（企业总资产的对数值）的最大值为24.509，最小值为20.499。

在51个研究样本中，资产负债率的平均值为0.417，资产负债率的最大值为0.967，几乎占据了所有的融资额，最小资产负债率为0.049，融资方式以权益融资为主。

每股负债平均值为4.25，最大值为16.8，最小值仅为0.15。51家公司中独立董事的平均任职事件在三年以上（37.49月），其中任职最长的独立董事其任职时间达到91个月，超过7年。

学历水平的平均值为0.745，最大值为1，最小值为0，表明在51家研究样本公司中，74.5%的相关独立董事其学历水平在本科及以上，占据研究样本的四分之三。

表 4‑2 描述性统计

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
| Tenure | 51 | 37.49 | 18.482 | 10 | 91 |
| Degree | 51 | .745 | .44 | 0 | 1 |
| Tbq | 51 | 1.767 | .657 | 1.096 | 4.329 |
| Size | 51 | 22.216 | 1.08 | 20.499 | 24.509 |
| Lev | 51 | .417 | .193 | .049 | .967 |
| Bps | 51 | 4.254 | 3.605 | .148 | 16.801 |

## 相关性分析

从表格4-3中，我们可以发现累积异常收益率CAR与tenure呈正向相关关系，相关系数为0.294，这与我们提出的假设三初步相符合。

第2行第1列学历degree与累积异常收益率呈正相关关系，系数为0.040，这与我们提出的假设二相符合。第4行第1,3列可以看出托宾Q值与累积异常收益率car和tenure呈负向相关关系，相关系数分别为-0.006，-0.041。

第5行第2列可以看出企业规模size与累积异常收益率car呈负向相关关系，相关系数为-0.069，与以往研究结果想符合，企业规模越大的公司，抵抗风险的能力越强，因而面对独立董事辞职此类的突发事件，其价值变动即累积异常收益率可能会更小。

第5行第4列表明，企业规模size与托宾Q值呈负向相关关系，且相关系数为-0.253，这与托宾Q值的计算公式相一致，根据公式，托宾Q值等于市值与有形净资产总额，因而企业规模size越大，托宾Q值相应就会越小。

第6行第2列可以看出资产负债率leverage与累积异常收益率car呈正向相关关系，相关系数为0.002。第7行第2列累积异常收益率与每股负债呈负向关系，相关系数为-0.34.

表 4‑3相关性分析1

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Variables | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) |
| (1) car | 1.000 |
| (2) degree | 0.040 | 1.000 |
| (3) tenure | 0.294 | -0.174 | 1.000 |
| (4) tbq | -0.006 | 0.123 | -0.041 | 1.000 |
| (5) size | -0.069 | 0.006 | -0.059 | -0.253 | 1.000 |
| (6) lev | 0.002 | -0.052 | -0.039 | -0.133 | 0.349 | 1.000 |
| (7) bps | -0.340 | 0.193 | -0.066 | -0.087 | 0.484 | 0.576 | 1.000 |

考虑到相关数据的缺失，经过筛选和比较，我们从51家样本公司中筛选出36家上市公司，我们继续对计算得到的36家A股上市公司的相关数据进行相关性分析。

从表格4-4中我们可以发现，操纵性应计利润DA与累积异常收益率CAR的相关性系数为-0.042。，其余变量与累积异常收益率CAR的相关性则没有发生太多变化。

表 4‑3相关性分析2

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Variables | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
| (1) car | 1.000 |
| (2) degree | 0.105 | 1.000 |
| (3) tenure | 0.226 | -0.103 | 1.000 |
| (4) tbq | 0.186 | 0.122 | 0.112 | 1.000 |
| (5) size | -0.102 | 0.044 | -0.070 | -0.291 | 1.000 |
| (6) lev | 0.005 | 0.012 | -0.107 | -0.026 | 0.305 | 1.000 |
| (7) bps | -0.161 | 0.303 | -0.030 | -0.119 | 0.597 | 0.634 | 1.000 |
| (8) DA | -0.042 | 0.027 | -0.032 | -0.384 | 0.085 | 0.015 | 0.163 | 1.000 |

## 回归分析

### 假设一的回归检验

表 4‑4不同事件期

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| T | NoFirms | CAARE | NCAAREt\_test | P | Star |
| [-10;10] | 51 | -0.06666 | -2.392926 | 0.0186003 | \*\* |
| [-3;3] | 51 | -0.00969 | -0.6443244 | 0.5208552 |  |
| [-1;1] | 51 | -0.01451 | -1.480602 | 0.1418881 |  |
| [-2;2] | 51 | -0.01132 | -0.8907949 | 0.375199 |  |
| [-5;5] | 51 | -0.01711 | -0.8976952 | 0.371526 |  |
| [-4;4] | 51 | -0.01873 | -1.094758 | 0.276279 |  |
| [-8;8] | 51 | -0.05596 | -2.31272 | 0.0228081 | \*\* |

为了考察不同事件期内独立董事辞职事件对公司价值变动的影响，我们将事件窗口期分为，（-1，1），（-2，2），（-3，3），（-4，4），（-5，5），（-8，8），（-10，10）七组分别进行了数据分析。从表格4-5中我们可以发现，51家发生独立董事辞职事件的A股上市公司在事件日发生的前后一段时间内，其累积平均异常收益率均为负值，其数据分别为-0.01451，-0.01132，-0.00969，-0.01873，-0.01711，-0.05596，-0.06666。其中事件窗口期（-10，10）和事件窗口期（-8，8）内两组数据在5%水平上显著，其他事件窗口期内的累积平均异常收益率则没有得到显著性结果。而且在事件日发生前后十天内，发生独立董事辞职事件的A股上市公司累积平均异常收益率最高。

经过分析，我们认为从独立董事辞职事件的发生，独立董事辞职信号的外部传递，再到市场收到辞职信息并做出相应反应需要一定的时间周期。考虑到信号传递的时效性和决策主体分析信息和采取行动的滞后性以及事件日集中在2021年底和2022年年初的时间背景，我们认为市场需要至少一周的时间来处理独立董事辞职信息，并根据自身利益做出合理的决策。

为了保证模型的合理性和数据的显著性，根据以上的相关分析，我们选取了独立董事辞职事件日发生前后十天作为具体研究对象，并将car(-10,10)以天为单位划分为二十个期间，分别进行分析，并进行显著性检验。检验结果如下表格所示。

表 4‑5（-10，10）每日数据

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| T | CAARE | NCAAREt\_test | p | star |
| [-10;-10] | -0.00435 | -0.76325 | 0.447127 |  |
| [-10;-9] | -0.01153 | -1.41785 | 0.1593737 |  |
| [-10;-8] | -0.01786 | -1.81258 | 0.0729269 | \* |
| [-10;-7] | -0.0255 | -2.245 | 0.0269927 | \*\* |
| [-10;-6] | -0.03081 | -2.42745 | 0.0170122 | \*\* |
| [-10;-5] | -0.03348 | -2.39833 | 0.0183435 | \*\* |
| [-10;-4] | -0.03825 | -2.53448 | 0.0128287 | \*\* |
| [-10;-3] | -0.04108 | -2.54869 | 0.0123491 | \*\* |
| [-10;-2] | -0.03764 | -2.18896 | 0.0309502 | \*\* |
| [-10;-1] | -0.04153 | -2.29391 | 0.0239092 | \*\* |
| [-10;0] | -0.0503 | -2.64733 | 0.0094408 | \*\*\* |
| [-10;1] | -0.05215 | -2.62122 | 0.0101432 | \*\* |
| [-10;2] | -0.0524 | -2.50493 | 0.0138799 | \*\* |

续表

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| T | CAARE | NCAAREt\_test | p | star |
| [-10;3] | -0.04794 | -2.19927 | 0.0301861 | \*\* |
| [-10;4] | -0.05222 | -2.29989 | 0.0235541 | \*\* |
| [-10;5] | -0.04791 | -2.03831 | 0.0441853 | \*\* |
| [-10;6] | -0.0546 | -2.23296 | 0.0278037 | \*\* |
| [-10;7] | -0.06075 | -2.41416 | 0.0176085 | \*\* |
| [-10;8] | -0.06748 | -2.57213 | 0.0115929 | \*\* |
| [-10;9] | -0.06919 | -2.54445 | 0.0124904 | \*\* |
| [-10;10] | -0.06666 | -2.39293 | 0.0186003 | \*\* |

从表格4-5中，我们可以发现随着时间向前推移，累积平均异常收益率呈波动上升趋势，且事件窗口期内每一日的累积平均异常收益率都为负，这与我们的假设一符合。其中累积平均异常收益率的最大值出现在事件日发生后第九天。（-10，-9）窗口期内的累积平均异常收益率没有得到显著性证明。（-10，-8）窗口期内累积平均异常收益率为-0.01786，且在5%置信水平上显著。（-10，-7），（-10，-6），（-10，-5），（-10，-4），（-10，-3），（-10，-2），（-10，-1），（-10，1），（-10，2），（-10，3），（-10，4），（-10，5），（-10，6），（-10，7），（-10，8），（-10，9）窗口期内的累积平均异常收益率在置信水平5%上显著为负，（-10，0）窗口期内在1%置信水平上显著。

由于先前的分析，在独立董事辞职事件发生以后的事件窗口内，样本公司窗口期间内的累计平均异常收益率为负不难理解，此外在独立董事事件发生之前的累积平均异常收益率为负，对此我们进行了相应的理论分析。

我们认为在独立董事辞职公告发布以前，由于信息不对称和沟通成本的存在，市场上会分化为两个群体，其中一个群体受限于信息传递，没有提前采取相应的风险回避措施来尽量削弱相关影响，而另一个群体能够提前获取内部消息，能够提前对独立董事辞职事件进行风险分析并采取相应措施，用脚投票。

### 假设二的回归检验

表 4‑6假设二回归分析

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Car | Coef. | | St.Err. | t-value | | p-value | [95% Conf | | Interval] | Sig |
| Degree | .05 | | .039 | 1.26 | | .213 | -.029 | | .129 |  |
| Tbq | -.002 | | .026 | -0.07 | | .944 | -.054 | | .051 |  |
| Size | .013 | | .018 | 0.71 | | .481 | -.023 | | .049 |  |
| Lev | .209 | | .107 | 1.96 | | .057 | -.006 | | .424 | \* |
| Bps | -.021 | | .006 | -3.38 | | .001 | -.034 | | -.009 | \*\*\* |
| Constant | -.41 | | .404 | -1.01 | | .316 | -1.224 | | .405 |  |
| Mean dependent var | | -0.095 | | | SD dependent var | | | 0.124 | | | |
| R-squared | | 0.209 | | | Number of obs | | | 51 | | | |
| F-test | | 2.384 | | | Prob > F | | | 0.053 | | | |
| Akaike crit. (AIC) | | -69.277 | | | Bayesian crit. (BIC) | | | -57.686 | | | |

\*\*\* p<.01, \*\* p<.05, \* p<.1

为了检验假设二：独立董事学历水平与独立董事辞职行为对相关公司价值变动呈正相关关系。我们将学历特征degree作为解释变量，并与控制变量托宾Q值（tbq），企业规模（size），资产负债率（lev）,每股负债（bps）一同进行回归分析。

从表格4-6中，我们可以发现事件期内的公司累积异常收益率car与辞职独立董事的学历水平degree相关系数为0.05大于零，因此独立董事的学历水平与公司累积异常收益率呈正向相关关系， 即辞职独立董事自身的学历水平越高，其辞职行为导致的负累积异常收益率会更加明显，这与我们提出的假设二的结果相符合。

此外，在本次回归分析中，我们发现资产负债率lev与累积异常收益率car呈正相关关系，且在10%水平上显著；每股负债bps与累积异常收益率car呈负相关关系，且在1%水平上显著。我们认为资产负债率是衡量企业风险的重要指标，资产负债率越高的公司其面临的债务压力就越大，抵抗风险能力就越弱，因而可能会使负的累积异常收益率更加显著。

每股负债bps表示每股承担的负债，虽然一定程度上也体现了风险系数，但根据有序融资理论和信号理论，企业选择举债来进行外部融资，一定程度上能够彰显公司管理层对未来盈利能力的信心，因而在一定程度上，可能会相对削弱负的累积异常收益率。

企业规模越大，表明公司的市场认可度越高，越受到市场各方面的关注，因而遇到独立董事辞职此类突发事件，其经济后果即价值变动的程度会被进一步放大。

### 假设三的回归检验

表 4‑7 假设三回归分析

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| car | Coef. | | St.Err. | t-value | | p-value | [95% Conf | | Interval] | Sig |
| tenure | .002 | | .001 | 2.45 | | .018 | 0 | | .004 | \*\* |
| degree | .065 | | .038 | 1.72 | | .092 | -.011 | | .141 | \* |
| tbq | .001 | | .025 | 0.02 | | .984 | -.049 | | .05 |  |
| size | .015 | | .017 | 0.88 | | .384 | -.019 | | .049 |  |
| lev | .218 | | .101 | 2.15 | | .037 | .013 | | .422 | \*\* |
| bps | -.021 | | .006 | -3.60 | | .001 | -.033 | | -.009 | \*\*\* |
| Constant | -.557 | | .388 | -1.43 | | .158 | -1.34 | | .225 |  |
| Mean dependent var | | -0.095 | | | SD dependent var | | | 0.124 | | | |
| R-squared | | 0.305 | | | Number of obs | | | 51 | | | |
| F-test | | 3.212 | | | Prob > F | | | 0.011 | | | |
| Akaike crit. (AIC) | | -73.818 | | | Bayesian crit. (BIC) | | | -60.295 | | | |

\*\*\* p<.01, \*\* p<.05, \* p<.1

为了检验假设三：独立董事任职期限的不同，会使独立董事辞职行为对相关公司价值变动造成不同的影响，我们将任职期限tenure作为解释变量，加入到假设一中的回归模型，并与控制变量托宾Q值（tbq），企业规模（size），资产负债率（lev）,每股负债（bps）一同进行回归分析。

从表格4-7中，我们可以发现任职期限tenure对累积异常收益率的回归系数为0.002，即独立董事任职期限tenure与公司累积异常收益率呈正向相关关系，且实证结果在5%置信水平上显著，这与我们提出的假设三相符合。

与此同时，在表格中，我们可以发现独立董事自身学历水平的回归系数由0.05变为0.065，且在10%显著性水平上显著，依然呈正相关关系，这与我们的假设二相符合，同时由于回归系数的增加，我们可以得出结论，在独立董事辞职事件后，负的累积收益率与独立董事自身的学历和任职期限呈正相关关系，而且在考虑任职期限影响因素之后，独立董事自身学历水平对累积收益率的影响程度会增加，即相同任期的独立董事发生辞职行为，自身学历水平越高的独立董事，其经济后果更加显著。

此外，托宾Q值（tbq），企业规模(size)，资产负债率(lev)的回归系数均大于零，即与累积异常收益率呈正相关关系。我们认为托宾Q值越高的公司，表明其市值高于有形净资产的幅度越大，企业价值被高估，因而公司面对独立董事辞职此类突发事件其价值变动会有更大的几率。

同时企业规模越大，表明公司的市场认可度越高，越受到市场各方面的关注，因而遇到独立董事辞职此类突发事件，其经济后果即价值变动的程度会被进一步放大。

资产负债率的回归系数大于零，且在10%置信水平上显著，表明财务杠杆越大，公司的累积异常收益率也会更加明显，我们认为财务杠杆作为风险衡量指标，能够体现公司的财务风险状况，因而资产负债率越高，其对风险抵抗能力越差，累积异常收益率也会相应更显著。

最后每股负债(bps)的回归系数为-0.463，即与公司累积异常收益率呈负相关在1%置信水平上显著。虽然一定程度上也体现了风险系数，但根据有序融资理论和信号理论，企业选择举债来进行外部融资，一定程度上能够彰显公司管理层对未来盈利能力的信心，因而在一定程度上，可能会相对削弱负的累积异常收益率。

### 假设四的回归检验

表 4‑8假设四回归分析

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Car | Coef. | | St.Err. | t-value | | p-value | [95% Conf | | Interval] | Sig |
| DA | .074 | | .182 | 0.41 | | .685 | -.296 | | .445 |  |
| Tbq | .036 | | .035 | 1.04 | | .306 | -.035 | | .107 |  |
| Size | .008 | | .022 | 0.36 | | .72 | -.037 | | .053 |  |
| Lev | .095 | | .12 | 0.79 | | .434 | -.15 | | .341 |  |
| Bps | -.009 | | .008 | -1.13 | | .266 | -.026 | | .008 |  |
| Constant | -.337 | | .505 | -0.67 | | .51 | -1.367 | | .694 |  |
| Mean dependent var | | -0.089 | | | SD dependent var | | | 0.112 | | |
| R-squared | | 0.078 | | | Number of obs | | | 36 | | |
| F-test | | 0.509 | | | Prob > F | | | 0.767 | | |
| Akaike crit. (AIC) | | -47.607 | | | Bayesian crit. (BIC) | | | -38.106 | | |
| \*\*\* p<.01, \*\* p<.05, \* p<.1 | | | | | | | | | | |

为了检验假设四：公司盈余管理水平的不同，会使独立董事辞职行为对相关公司价值变动造成不同的影响，我们将薪酬管理水平DA作为解释变量，并与控制变量托宾Q值（tbq），企业规模（size），资产负债率（lev）,每股负债（bps）一同进行回归分析。

从表格4-9中，我们可以发现盈余管理水平DA对累积异常收益率的回归系数为0.074，即盈余管理水平DA与公司累积异常收益率呈正向相关关系，这与我们提出的假设四相符合。

## 实证研究小结

在实证研究部分，我们首先检验了假设一：独立董事辞职事件会对相关公司价值造成负面影响。为了体现结论的准确性，我们设置了（-1，1），（-2，2），（-3，3），（-4，4），（-5，5），（-8，8），（-10，10）七组事件窗口期，进行数据分析并进行显著性检验，其中（-8，-8），（-10，10）两组事件窗口期内的累积平均异常收益率分别为-0.05596，-0.06666，且两组累积平均异常收益率均在5%置信水平上显著。

为了进一步分析窗口期内累积异常收益率的变动和影响，我们选取事件窗口期（-10，10）前后二十天作为研究对象，以天为单位，将事件窗口期分为20个研究区间。其中20个研究区间内的累积平均异常收益率均为负，其中1个研究区间在10%置信水平上显著，1个研究区间在1%置信水平上显著，18个研究区间在5%置信水平上显著。

为了检验假设二：独立董事自身学历水平与公司价值变动（累积异常收益率）呈正相关关系。我们以独立董事自身学历水平degree作为解释变量进行回归，得到学历水平的回归系数0.05，资产负债率lev的回归系数0.209且在10%水平上具备显著性，每股负债bps的回归系数为-0.021，且在1%的置信水平上具备显著性。

为了检验假设三：独立董事任职期限与公司价值变动（累积异常收益率）呈正相关关系。我们以独立董事任职期限tenure作为解释变量，加入到假设二的回归模型之中进行实证分析和检验，得到任职期限tenure的回归系数0.002，且在5%置信水平上显著。与此同时，我们得到学历水平degree的回归系数为0.065，增加了0.015，且在10%水平上显著，即学历水平的影响程度增加了。

为了检验假设四：盈余管理水平与公司价值变动（累积异常收益率）呈正相关关系。们以盈余管理水平DA作为解释变量，得到盈余管理水平DA的回归系数0.002，与我们的假设相符合。

# 研究总结

## 研究结论

论文选取2021年11月12日至2022年3月1日内发布独立董事辞职公告的沪深A股上市公司作为初始研究样本。在假设一模型中，采取事件研究法，以独立董事辞职公告发布日期作为事件日，公告发布前150天到前30天作为估计期，估算出正常收益率，与实际收益率做差得出异常收益率，进而得到累积异常收益率。在假设二模型中，以累积异常收益率car（-10，10）对学历degree进行回归.在假设三模型中，以累积异常收益率car（-10，10）对任职期限tenure进行回归。在假设四中, 以累积异常收益率car（-10，10）对盈余管理水平DA进行回归。我们得到以下结论：

1. 独立董事辞职对公司价值变动会产生负面影响。受独立董事辞职事件的影响，相关公司的累积异常收益率为负，公司的市场价值下降。
2. 独立董事的学历水平与累积异常收益率呈正向相关关系，辞职独立董事的学历越高，其辞职行为导致的累积异常收益率会更明显。
3. 独立董事的任职期限与累积异常收益率呈正向相关关系，独立董事任职期限越长，其辞职导致的负的累积异常收益率会更明显，而且在考虑的独立董事任期因素之后，独立董事学历水平的影响程度增加了。
4. 公司盈余管理水平与累积异常收益率呈正相关关系，盈余管理水平越高，辞职导致的负累积异常收益率就越大。

## 总结

由于个人能力有限和其他多方面的原因，论文在数据选取和模型构建上还存在许多不完善的地方：

1. 论文旨在研究受2021年11月12日康美药业财务造假案影响，发生独立董事辞职事件的公司价值变动情况。由于时间范围较小，相关公司数据缺乏，筛选后的51家公司样本与预期样本数量有较大差异。
2. 由于备选数据的不足，没有考虑高管个人的行业背景，行业性质等因素。

# 致谢

写到这里，也就意味着我的大学生活行将结束，虽然之前一直期待大四的生活，渴望早点毕业，可如今真到了这一步，难免有些怅然若失。

回首我的大学生活，它没有我预想之中的那么精彩热烈，但它胜在真实，胜在每一日都是我用心度过，亲身体验的时光。四年时间悄然走过，每一次上课时紧张又放松的复杂情绪，每一次考试之前备考的紧张焦虑，每一次成绩公布时的欣喜或是懊恼，每一次想要举手却选择放手的遗憾都历历在目。

也有很庆幸在认识新朋友的同时，也没有忘记与老朋友保持联络。感谢陈同学在我低落时寄来的明信片，感谢刘学长在我学习计量软件时为我解惑，感谢于同学和我分享日常生活，感谢吴同学在留学时期的大方分享。感谢四年与我一同生活学习的室友和各位同学。

感谢汪老师对毕业论文的诸多指导，感谢毕业小组的胡心怡同学和何影同学的相互打气。

感谢父母，奶奶在我成长路上的细心陪伴，感谢他们在我低沉时鼓励我迎难而上，感谢他们在我骄傲时提醒我保持谦卑，感谢他们对我的缺点和脾气包容接纳，感谢他们在生活中吃尽苦难却对我只字不提。

感谢一路走来所有遇到过的，帮助过我的人。

希望在以后的生活中，我能够真正做到随心所向，无问西东。

# 参考文献

1. Gordon J N (2006). The rise of independent directors in the United States, 1950-2005: Of shareholder value and stock market prices[J]. Stan. L. Rev.59: 1465.
2. Nguyen B D, Nielsen K M (2010). The value of independent directors: Evidence from sudden deaths[J]. Journal of financial economics, 98(3): 550-567.
3. Masulis R W, Mobbs S (2014). Independent director incentives: Where do talented directors spend their limited time and energy?[J]. Journal of financial economics, 111(2): 406-429.
4. Haldar A, Shah R, Rao S V D N, et al (2018). Corporate performance: Does board independence matter?–Indian evidence[J]. International Journal of Organizational Analysis.
5. Jenwittayaroje N, Jiraporn P (2019). Do independent directors improve firm value? Evidence from the great recession[J]. International Review of Finance,19(1): 207-222.
6. James H L, Ngo T, Wang H (2021). Independent director tenure and corporate transparency[J]. The North American Journal of Economics and Finance, 57: 101413.
7. Bonini S, Deng J, Ferrari M, et al (2021). Long‐tenured independent directors and firm performance[J]. Strategic Management Journal.
8. Bar-Hava K, Huang S, Segal B, et al (2021). Do independent directors tell the truth, the whole truth, and nothing but the truth when they resign? [J]. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 36(1): 3-29.
9. Choi W, Rabarison M K, Wang B (2021). Independent directors’ dissensions and firm value[J]. The Quarterly Review of Economics and Finance, 80: 258-271.
10. Le Q, Vafaei A, Ahmed K, et al (2022). Independent directors' reputation incentives and firm performance–an Australian perspective[J]. Pacific-Basin Finance Journal: 101709.
11. 李善民,陈正道.独立董事制度与股东的财富变化[J].中山大学学报：社会科学版,2002,42(5):92-99
12. 支晓强,童盼.盈余管理、控制权转移与独立董事变更——兼论独立董事治理作用的发挥[J].管理世界,2005(11):137-144
13. 唐清泉,罗党论,王莉.上市公司独立董事辞职行为研究——基于前景理论的分析[J].南开管理评论,2006,9(1):74-83
14. 唐清泉,罗党论.风险感知力与独立董事辞职行为研究——来自中国上市公司的经验[J].中山大学学报：社会科学版,2007,47(1):91-98127
15. 张俊生,曾亚敏.独立董事辞职行为的信息含量[J].金融研究,2010(8):155-170
16. 李焰,秦义虎.媒体监督、声誉机制与独立董事辞职行为[J].财贸经济,2011(3):36-4160
17. 戴亦一,陈冠霖,潘健平.独立董事辞职、政治关系与公司治理缺陷[J].会计研究,2014,0(11):16-2396
18. 郝云宏,甘甜,林仙云.独立董事的身份对企业绩效的影响[J].管理学报,2014,11(4):520-524
19. 醋卫华.独立董事的价值:来自独立董事集中辞职的证据[J].经济管理,2015,0(3):56-66
20. 陈非,刘林丹.独立董事辞职的市场反应——以中国独立董事辞职潮为背景的研究[J].金融论坛,2016,21(10):72-80
21. 王性玉,彭宇.独立董事辞职行为的信号传递效应[J].管理评论,2012,24(12):31-3983
22. 李想.独立董事辞职的影响因素及其经济后果研究——文献综述[J].时代金融,2014,0(11X):141-142
23. 谭劲松,郑国坚,周繁.独立董事辞职的影响因素：理论框架与实证分析[J].中国会计与财务研究,2006(2):119-162
24. 宁向东,崔弼洙,张颖.基于声誉的独立董事行为研究[J].清华大学学报：哲学社会科学版,2012,27(1):129-136161
25. 唐清泉,罗党论.设立独立董事的效果分析——来自中国上市公司独立董事的问卷调查[J].中国工业经济,2006(1):120-127
26. 程姣姣.政治关联型独立董事辞职与企业业绩——基于中国A股上市公司的实证研究[J].中南财经政法大学研究生学报,2016,0(3):101-107