

# 独董非规定性辞职公告的文字溢筹

## ——市场对措词的反应分析

方先明 陈 楚

(南京大学经济学院,江苏 南京 210093)

**内容提要:**独立董事作为上市公司的外部监督者,其非规定性辞职往往蕴含着极大的信息量,为市场高度关注。基于独董非规定性辞职公告信息,本文从语言情感层面对上市公司与非规定性辞职独董的关系进行量化,进而研究辞职公告中独董辞职的原因、上市公司是否对非规定性辞职独董表示感谢以及主观性评价等文字信号的语言溢筹。结果表明,相较于上市公司对非规定性辞职独董表示感谢,未表示感谢的情况会放大市场对独董非规定性辞职事件的消极反应。上市公司对非规定性辞职独董的主观评价反映出两者关系良好时,市场反应显著消极,但这一负向冲击并无持续性。相较于表明具体辞职原因的,独董辞职原因不明的情形下,辞职公告中上市公司是否对独董表示感谢和是否进行主观性评价的市场负向反应显著。

**关键词:**非规定性辞职 独立董事 语言溢筹 市场反应

**中图分类号:**F830.91 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2018)05—0073—19

### 一、引言

2001年8月,随着《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》的颁布,独立董事制度正式引入中国。其目的在于两个方面:一是希望独立董事(以下简称独董)发挥人力资本的积极作用,利用其专业知识和经验阅历为公司各项决策提出意见和建议,同时利用其社会网络关系为公司的发展笼络人脉、集聚资源;二是旨在完善委托代理关系,独董要对内监督上市公司的经营管理,约束决策者违法违规行,弥补治理结构漏洞,对外为中小股东的合法权益发声,维护资本市场有效运行。但是,在现行制度框架下,我国上市公司的独董一般是由大股东推荐产生,且从其任职的上市公司取得一定的劳务报酬,因此,实际上独董与大股东仍是利益相关者,往往扮演着“橡皮图章”的角色,“独董不独”成为常态。尽管如此,当中小股东与大股东的利益存在无法调和的矛盾或者公司存在经营风险时,为了维护声誉或逃避责任,独董通常会采取提前辞职的做法,由此形成独董非规定性辞职。根据《上市公司信息披露管理办法》规定,对于独董非规定性辞职,上市公司需要发布关于独董辞职的公告。独董辞职公告通常包括独董辞职的原因、上市公司对独董是否表示感谢以及其他的相关评价等内容,其文字叙述与语言情感一定程度上映射出上市公司对于独董履职期间是否勤勉尽职的看法,并能体现出独董和上市公司的关系好坏。根据信号传递理论,对于独董非规定性辞职事件,投资者会根据上市公司所发布的相关公告内容推测该上市公司的治理结构、财

收稿日期:2017-07-26

作者简介:方先明(1969-),男,江苏高邮人,教授,博士生导师,管理学博士,研究方向是金融理论与政策、金融市场与金融投资,电子邮箱:fxmfxm@nju.edu.cn;陈楚(1994-),女,江苏连云港人,博士研究生,研究领域是金融市场,电子邮箱:15895872328@163.com。通讯作者:陈楚。

务状况、经营水平等相关信息,试图解决信息不对称条件下的道德风险问题。如,2017年3月30日辉山乳业独立董事集体辞职,辞职公告中独董非规定性辞职的原因或为事务繁忙、或为精力有限。公告中特别说明董事会与四位非规定性辞职独董无意见分歧,并且在行文末尾仅表示感谢,无主观性评价。由此,投资者推测辉山乳业持续经营存在诸多问题。正如市场揣测,在2017年3月31日召开的2016年业绩发布会上,截至2016年末,辉山乳业公布其总负债已经达到217亿元,现金流无以为继,出现严重的财务危机。

不同于规定性辞职<sup>①</sup>公告,独董非规定性辞职公告对于投资者而言具有更加丰富的信息含量,特别是其中对于独董非规定性辞职原因的说明、上市公司是否对独董表示感谢和是否进行主观性评价,总会引起投资者的深度解读,并据此调整自己的投资策略。因此,本文根据上市公司针对独董非规定性辞职事件所发布的公告,甄别其中的语言情感,检验市场对此的反应,这对于完善我国独立董事制度、提高资本市场有效性具有较强的现实意义。

与现有文献不同,本文的边际贡献在于:(1)从人际交往和社会心理的视角出发,认为上市公司针对独董非规定性辞职的公告措词会体现两者关系的亲疏程度,投资者会对其进行挖掘与自行解读并付诸行动,从而使得市场做出反应,因此将上市公司、独董非规定性辞职以及市场反应纳入统一的理论分析框架,提出研究假设并进行检验。(2)指标选取方面,根据辞职公告中独董辞职的原因、上市公司是否对非规定性辞职独董表示感谢和是否进行主观性评价等文字信号,基于语言情感层面对上市公司与非规定性辞职独董的关系进行量化。(3)研究方法上,在短期时间窗口下采用事件研究法检验市场对上市公司与非规定性辞职独董关系的反应,同时增加中长期窗口,探讨市场反应的灵敏性与持续性。(4)研究样本上,剔除两类独董规定性辞职公告和存在污染相伴事件的独董非规定性辞职公告,采用清洁样本以提高研究结论的准确性。

## 二、文献综述

国外的研究将上市公司独董非规定性辞职主要原因归为两类:公司内部原因和外部因素。公司经营不善是独董非规定性辞职最主要的原因,公司呈现亏损状态后,独董常为摆脱与上市公司的关系而选择提前辞职(Arthaud-Day等,2005)<sup>[1]</sup>。除了经营业绩外,上市公司盈余管理不当同样威胁着独董的名声与操守,独董于任届期满前辞职的频率由此大幅增加(Choi,2012)<sup>[2]</sup>。首席执行官换届所导致的公司治理风险则是加大独董辞职事件发生概率的另一内因,公司管理层的动荡常使得公司经营理念与经营方式发生转变,这与独董选择该上市公司的初衷可能相悖(Carver,2014)<sup>[3]</sup>。独董自身因素是国外学者最常研究独董非规定性辞职的公司外部原因,特别是独董的自然人属性(性别、年龄、职业背景等)都与独董提前辞职有关(Yermack,2004<sup>[4]</sup>;Dewally和Peck,2010<sup>[5]</sup>)。外部监督也会左右独董的行为选择,当上市公司被要求盈余重述的次数过多时,独董更换率显著上升(Srinivasan,2005)<sup>[6]</sup>。尽管独董非规定性辞职的原因呈现多样化的特征,但独董非规定性辞职对上市公司产生的负面效应是受到国外学者一致认同的。一方面,独董作为上市公司日常经营的监督者,其辞职会导致公司的权力更具垄断性,进而降低公司的治理效率(Gupta和Fields,2009)<sup>[7]</sup>。此时投资者和分析师往往将独董非规定性辞职与公司业绩不良、财务预警紧密相联,公司业绩预测下滑(Barhava和Segal,2010)<sup>[8]</sup>。故而,独董本身越是有责任感,越能代表中小投资者的利益,独董非规定性辞职越会引致消极的市场反应,尤其是因独董与上市公司“矛盾冲突”导致的独董辞职事件会造成股价更大幅度下滑(Dewally和Peck,2010)<sup>[5]</sup>。同时,因独董“死

<sup>①</sup> 规定性辞职主要有两种情形:一是任届期满六年;二是根据2013年颁布的《关于进一步规范党政领导干部在企业兼职(任职)问题的意见》的相关规定,现职和不担任现职但未办理退休手续的党政领导干部不得在企业兼职或任职。

亡”造成的非规定性辞职也会对上市公司的股价产生冲击(Nguyen和Nielsen,2010)<sup>[9]</sup>。另一方面,尽管独董非规定性辞职一定程度上是为了维护自身声誉,但其社会地位仍会受到不利影响(Kaplan和Reishus,1994)<sup>[10]</sup>,其他上市公司会较少地接受从具有经营风险的公司提前辞职的独董作为外部监督者(Gilson,1990)<sup>[11]</sup>。

随着独立董事制度在我国的实行,国内学者也对上市公司独董非规定性辞职的原因给予了关注。独董非规定性辞职与多种因素显著相关,诸如独董开会次数和重大消极事件(关联交易、诉讼与仲裁事件)等公司内部原因,也有独董的个人属性(工作时间、教育与职业背景、地域属性)和审计意见的严重程度等外部因素(谭劲松等,2006<sup>[12]</sup>;唐清泉和罗党论,2006<sup>[13]</sup>)。在公司内部原因方面,公司的经营业绩与长期发展潜力是影响独董非规定性辞职的重要因素,当上市公司的财务状况存在诸多问题且潜在成长空间有限时,独董更倾向于提前辞职(杜胜利和张杰,2005)<sup>[14]</sup>。公司内部管理和治理结构对独董更迭也有一定影响,盈余管理过多、独董和管理层矛盾加剧、控股股东的变更会加大独董非规定性辞职的概率(支晓强和童盼,2005<sup>[15]</sup>;郑志刚等,2016<sup>[16]</sup>)。在外部因素方面,新闻媒体对上市公司负面报道的次数与其社会影响力会威胁独董的社会地位,对独董辞职有直接推动作用(李焰和秦义虎,2011)<sup>[17]</sup>。可见独董非规定性辞职的因素多数是非正面的,而其导致的社会影响也是消极的。独董非规定性辞职一定程度上传递出公司治理缺陷问题,且政治关系背景强大的企业信号传递效果也更强(戴亦一等,2014)<sup>[18]</sup>,由此,上市公司更容易收到非标准审计意见(醋卫华,2015)<sup>[19]</sup>。上市公司的负面消息越多,外部投资者对独董非规定性辞职的行为越敏感,越容易抛售其持有的上市公司股票(尚兆燕和扈唤,2016)<sup>[20]</sup>。为了隐藏公司的坏消息,上市公司会在独董非规定性辞职公告中采取捆绑披露的做法,以多变的语言和形式欺骗投资者(吴冬梅和刘运国,2012)<sup>[21]</sup>。然而,随着国内投资者专业知识技能的不断成熟,上市公司的“小心思”慢慢被发现,如张俊生和曾亚敏(2010)<sup>[22]</sup>研究发现,上市公司未表达感谢的独董非规定性辞职公告中,公司累计超额收益率显著为负值。

由此可见,鉴于独董非规定性辞职事件的“非常规性”,国内外学者对其非规定性辞职的多样性原因及其溢出效应进行了大量研究,并形成了丰富的文献。然而,研究角度上,多数文献仅从公司层面和外部监督等客观事实分析独董非规定性辞职的原因,还缺少以独董非规定性辞职公告措词所体现出两者亲疏为视角开展的深入研究。研究内容上,大多分析独董非规定性辞职事件发生所形成的社会影响,而对于独董辞职公告文字叙述的市场反应未进行系统研究。虽有文献关注到市场对于独董非规定性辞职公告中上市公司是否表示感谢会引发市场的不同反应(张俊生和曾亚敏,2010)<sup>[22]</sup>,但考虑到上市公司所发布的独董非规定性辞职公告中的主观评价具有更加丰富的信息含量,探究的广度与深度还有所欠缺。研究数据上,现有文献未对独董未任届期满辞职的样本信息加以删选,存在污染数据或者不符合非规定性辞职定义的样本,研究结论的准确性值得商榷。

对于独董非规定性辞职,上市公司需要发布相关公告,其中的“核心板块”通常由三个部分构成,即是否公告独董非规定性辞职的原因、是否对独董任职期间的付出表示感谢、是否对独董在公司任职期间的贡献提供主观性评价。上市公司所发布的独董非规定性辞职公告的叙述方式不同、措词不同等都会向敏感的市场投资者传递差异化的信息,从而影响其投资行为,并引致市场不同的反应。在信息不对称的条件下如何从中挖掘独董非规定性辞职向市场所发出的信号,并据此检验市场对此的反应,值得深入研究。为此,本文研究独董非规定性辞职公告的文字溢筹,即利用独董非规定性辞职的清洁样本,深入挖掘独董非规定性辞职公告中所蕴藏的信息,基于独董非规定性辞职公告中是否阐明原因、是否表示感谢以及是否提供主观性评价三者间存在的系统性关联,依次检验市场对于相应文字信号的反应,并通过事件研究法从持续性和灵敏性两个角度加以分析。通过对独董非规定性辞职公告文字叙述全面而立体的解读,创新性地利用语言信息探索独董与上市公

司的亲疏关系,从而为投资者判断上市公司财务运行情况提供一个全新的视角,以期能为我国上市公司监督管理制度提供更有针对性的借鉴,并对国内外该领域的研究进行有益的补充。

### 三、研究假设

作为名义上中小股东利益保护者的独董,却往往在上市公司决策中扮演着“橡皮图章”的角色,只要上市公司的日常经营稳定,独董就会保持赞成或缄默的态度,不会采取提前辞职这一“对抗性行为”,演化成事实上的花瓶(李俊强和徐丹,2016)<sup>[23]</sup>。现行制度规定,上市公司需聘请三名以上的独董,而所选取的独董或熟谙公司经营领域,或在法律与财务方面有较强的专业能力,加之独董能够参加上市公司的股东大会与董事会,可以获得更为全面的公司经营管理信息,能够明确感知上市公司存在的潜在风险。一旦上市公司的风控敞口较大,或经营管理团队对于独董的意见不予以重视,独董便会主动要求辞职,以避免上市公司经营管理不善对自身声誉产生不良影响。因此,独董提前辞职实际上是公司经营业绩不良或治理结构存在缺陷的间接反映(戴亦一等,2014)<sup>[18]</sup>,市场会对独董非规定性辞职事件产生消极反应(王性玉和彭宇,2012<sup>[24]</sup>;唐雪松和刘畅,2012<sup>[25]</sup>)。

尽管如此,上市公司针对独董非规定性辞职所发布的公告中是否对该独董表示感谢,还是会向市场传递出不同的信号(张俊生和曾亚敏,2010)<sup>[22]</sup>。上市公司能够通过改变公告中措词的内容和形式来隐蔽事实,从而比数据粉饰更具欺骗性和误导性(周方超,2012)<sup>[26]</sup>。通常,即使上市公司与非规定性辞职独董之间可能存在意见分歧,但为了粉饰太平,尽量弱化市场对独董辞职事件的消极反应,上市公司往往会隐瞒矛盾(吴冬梅和刘运国,2012)<sup>[21]</sup>,因此,在辞职公告中上市公司对独董表示感谢的信息量不具有可辨别性。此外,受中庸文化的影响,部分上市公司采取折中调和的方式,通过表达感谢以缓和上市公司和独董的矛盾(李姝婉,2010)<sup>[27]</sup>,使得投资者无法准确捕捉上市公司对非规定性辞职独董表示感谢背后隐藏的信息。然而,若辞职公告中未对非规定性辞职的独董表示感谢,这绝不会是上市公司的无意疏忽,而一定是有意为之。独董的社会责任与管理层的经营理念相悖,或在公司面临危机时临阵脱逃,皆会引起上市公司的强烈不满。在国内特殊金融环境下,即使独董只是名义上中小股东利益的代表,其社会影响力仍足够大,上市公司惧于独董的威慑力不敢公开提出批评。但是,在中国提出否定意见的方式比起否定意见本身更加重要,上市公司可以“另辟蹊径”,以委婉的表达方式,即以不对独董表达感谢这一“语言游戏”来发泄不满(郑志刚等,2016)<sup>[16]</sup>。控股股东与中小股东间的利益博弈由来已久,因此,中小投资者接收到独董与上市公司间矛盾已不可调和的暗示,只会坚定地站在名义上代表中小股东利益的独董立场上(王维钢和谭晓雨,2010)<sup>[28]</sup>,使得上市公司处于被动地位,股价以更大幅度下滑。因此,本文提出如下研究假设:

H<sub>1</sub>:相较于上市公司对非规定性辞职独董表示感谢,未表示感谢的情况会加大市场对独董非规定性辞职事件的消极反应。

除了是否表示感谢外,上市公司常会在辞职公告中对非规定性辞职独董进行主观性评价,如“独立公正”“勤勉尽责”“提高董事会决策科学性”“保护广大投资者尤其是中小股东的合法权益”“为公司规范运作发挥了积极作用”等。尽管独董辞职公告中措词有一定的规范性,但是,上市公司对非规定性辞职独董的主观评价属于非强制性披露部分,可以说这部分文字信息完全由上市公司操控与发挥。上市公司在自利性归因倾向的诱导下,会选择自身利益最大化的文字叙述(周方超,2012)<sup>[26]</sup>,以表达对独董任职期间表现的态度。考虑到表达情感是语言最基本的功能之一(杨炳钧和胡东明,2016)<sup>[29]</sup>,投资者就可以从主观性评价的语言感情和肯定程度来分辨出非规定性辞职独董与上市公司关系的亲疏,进而对独董任职时出具的独董意见和公司经营产生不同看法,从心

理层面改观对上市公司基本情况的认知,并通过其投资行为的调整影响上市公司股价。即使上市公司对独董的主观性评价一定程度上造成显著的市场反应,但是,影响的时间可能较为短暂。由于记忆会随着时间的推移而衰减,投资者只保留最有意义和最经常使用的信息,次要信息会慢慢被遗忘(杨福萍等,2012)<sup>[30]</sup>,并且对于文字叙述信息,投资者做出判断反应的能力会随着时间变化逐渐减弱(刘金平等,2009)<sup>[31]</sup>。一方面,上市公司必须对独董非规定性辞职事件发布公告,因此,“独董非规定性辞职”这一信息会反复地出现在公告的标题、公告的内容、新闻媒体对上市公司的分析报告等内容中,是投资者观察频率最高的主要信息;另一方面,上市公司对独董的主观性评价只会在独董非规定性辞职公告中以较长篇幅的文字叙述出现,是投资者观察频率较低和容易忘却的次要信息。相较于独董非规定性辞职事件的发生,辞职公告中主观性评价对投资者的刺激较弱。简言之,独董提前辞职事件的冲击会迅速淹没上市公司与独董关系好坏对投资者的刺激,导致上市公司对独董主观性评价的市场反应不具有持续性。因此,本文提出如下研究假设:

H<sub>2</sub>:独董辞职公告中上市公司对非规定性辞职独董的主观性评价会造成显著的市场反应,但是持续时期不会长久。

独董非规定性辞职公告中,另一充满信息的模块是独董提前辞职原因表述,而这是影响投资者判断最为重要的因素(Dewally 和 Peck,2010<sup>[5]</sup>;张俊生和曾亚敏,2010<sup>[22]</sup>)。通常,辞职公告中有明确表明独董辞职的主观原因,例如身体、年龄、工作等原因;也有模糊的原因,如“个人原因”;还有不表明辞职原因的。独董辞职原因的差异性使得市场接收到的内部信号会有所不同,甚至会左右投资者对辞职公告中其他叙述性语言的解读(林卉等,2016)<sup>[32]</sup>,尤其是上市公司是否对独董表示感谢与是否提供主观性评价引发的市场反应会不尽相同。对于独董非规定性辞职公告中,存在明确辞职原因的,投资者更易考虑到独董自身的问题,从而接受独董有较大可能性是因为自身的身体、工作原因不得不离开上市公司,此时上市公司对非规定性辞职独董的感谢语与主观性评价在投资者心中不占有重要地位,其对资本市场的影响能力就会被削弱。由此,超额收益率并不受其他叙述性语言的影响。有经验表明,未明确表明辞职原因下,上市公司独董非规定性辞职暗示着公司未来爆发经营风险的可能性大大增加(Lin 等,2012)<sup>[33]</sup>。因此,对于原因不明的,越是模糊的表述,特别是不说明辞职原因的,越会引起投资者的“好奇心”,从而努力从辞职公告中挖掘自认为有效的信息,市场反应越是强烈(金合旭,2011)<sup>[34]</sup>。此时投资者更加注重叙述性语言的描述,语言情感对其投资行为的影响会增强,上市公司对独董是否表示感谢和是否提供主观性评价会造成显著的市场反应。当上市公司未对独董表示感谢时,投资者往往将独董非规定性辞职归因于公司经营不善,股价由此下滑(郑志刚等,2016<sup>[16]</sup>;王维钢和谭晓雨,2010<sup>[28]</sup>);而当上市公司对独董进行主观性评价时,特别是当叙述性语言反映出的二者关系较好(甚至亲密)时,上市公司这一举动在独董辞职原因不明的情况下更显得欲盖弥彰,独董非规定性辞职会使得投资者从心理层面更加否定上市公司的经营情况。因此,本文提出如下研究假设:

H<sub>3</sub>:独董非规定性辞职公告中对于辞职原因表述的差异性,会影响其他叙述性语言的溢筹。存在明确辞职原因的,上市公司对独董是否表示感谢以及是否进行主观性评价的市场反应并不显著,而对于原因不明的,上市公司对独董表示感谢以及主观性评价会造成显著的市场反应。

#### 四、样本选取与模型构建

##### 1. 样本选取

2011年末深交所发布了修订后的《独立董事备案办法》,进一步明确了上市公司独董候选人任职资格与独立性的标准和备案流程,故研究过程中样本的起始年份确定为2012年。同时,考虑到2016年3月31日为上市公司2015年年报公布的终止日期,故将2016年3月31日作为本文研究

的截止时间,最终样本区间确定为 2012 年 1 月 1 日至 2016 年 3 月 31 日。在该样本区间里共计 2027 条沪深两市主板上市公司独董辞职公告信息,剔除 ST 股、金融类股<sup>①</sup>后剩余 1922 条上市公司独董辞职公告。剔除两类独董规定性辞职公告后,共计 1214 条独董非规定性辞职公告。

为了减少其他因素对独董非规定性辞职事件的污染,以独董非规定性辞职公告发布为事件日,对于时间窗口 $[-3,3]$ 存在相伴事件发生的样本予以剔除。污染的相伴事件主要有盈余发布、股票发行、并购重组等共计 14 种类型,其中,盈余发布是相伴事件最多的类型。最终得到的沪市主板清洁样本为 175 条,深市主板清洁样本为 288 条,共计 463 条独董非规定性辞职公告样本(如表 1 所示的“无并发事件”)。

表 1 相伴发生事件类型

	沪市主板	深市主板
盈余发布	72	149
股票、债券发行等	53	82
并购重组	17	45
注册资本或股份数改变	13	25
股价异常波动	5	9
质押或解除质押	6	15
对外投资	8	32
分红或送股	1	12
非独董辞职或聘任	17	35
关联交易	18	6
担保	7	9
对外出售资产	2	5
诉讼与处罚	3	3
权益变动	0	4
其他	32	66
无并发事件	175	288
共计	429	785

资料来源:本文整理

## 2. 变量确定与模型构建

### (1) 变量的选取。

1) 被解释变量。为检验辞职公告中独董辞职的原因、上市公司是否对非规定性辞职独董表示感谢和是否提供主观性评价等文字信号的市场反应,选择事件窗口内的累计超额收益率作为被解释变量。超额收益率是指实际收益率减去预期收益率的差值,即:

$$\varepsilon_{it} = R_{it} - E[R_{it} | X_{it}] \quad (1)$$

式(1)中, $\varepsilon_{it}$ 表示  $t$  期的超额收益率; $R_{it}$ 为实际收益率,它包含独董非规定性辞职的原因、上市公司在独董辞职公告中是否对其表示感谢和是否对其主观性评价等该类信息; $X_{it}$ 表示在事件未发生时证券收益率包含的信息集; $E[R_{it} | X_{it}]$ 即为正常情况下的预期收益率。

测定超额收益率的统计模型有两种:一种是常数模型;另一种是市场模型。由于常数模型没有

<sup>①</sup> 金融类上市公司与非金融类上市公司财务报表存在较大差异,无法通过调整解决,且其现金流量大,故剔除。

考虑个股受大盘变动的情况,故研究过程中采用市场模型,通过分离资产收益率中由整个市场收益率变化带来的变动,进而减少超额收益率的方差,由此,独董非规定性辞职公告中文字信号的市场反应更容易检测。

假设  $X_{it} = R_{it}$ ,  $R_{mt}$  为市场组合收益率,模型设定证券收益率  $R_{it}$  是市场组合收益率  $R_{mt}$  的线性函数:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中,  $E(\varepsilon_{it}) = 0$ ,  $Var(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon_{it}}^2$ 。

对式(2)进行变换,可得,

$$\varepsilon_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt} \quad (3)$$

其中,  $R_{it}$  为证券收益率(对数收益率);  $R_{mt}$  为市场收益率,用沪深300指数的对数收益率作为替代变量。为了得到式(3)参数  $\alpha_i$ ,  $\beta_i$  的估计值,研究过程中采用[-180, -60]的时间窗口对样本内的上市公司日收益率与沪深300指数收益率进行线性回归。

累计超额收益率为股票超额收益率的时间加总,计算方法如下:

$$CAR_i = \sum \varepsilon_{it} \quad (4)$$

以往文献在研究独董辞职的市场反应时或仅限于短期时间窗口,或缺乏对辞职公告发布当日市场反应的考量(张俊生和曾亚敏,2010<sup>[22]</sup>; 醋卫华,2015<sup>[19]</sup>; 沈维涛和叶小杰,2012<sup>[35]</sup>)。故实证过程中选取独董辞职公告当日以及[-1, 1]、[-3, 3]、[-5, 5]三个时间窗口的超额收益率变动作为衡量资本市场灵敏性的指标,并对[-10, 10]、[-30, 30]、[-60, 60]三个中长期时间窗口内市场对辞职公告中文字信号的反应做进一步探讨,分析市场反应是否存在持续性。对处理后的数据做进一步筛选,将七个研究时间窗口中累计超额收益率均为0的样本予以剔除<sup>①</sup>,最终共得到355条数据。其中,由于辞职公告日当天可能为非交易日,0时间窗口实为281条样本数据。

2) 解释变量。模型中解释变量为独董非规定性辞职公告中上市公司是否对独董表示感谢和是否对其进行主观性评价。对上市公司是否对独董表示感谢(*THANKS*)这一语言信号构建二元变量,当未表达感谢时变量取1,否则取0。上市公司对独董进行主观评价时,对独董发挥的作用多用“独立公正”“勤勉尽责”“提高董事会决策科学性”“保护广大投资者尤其是中小股东的合法权益”“为公司规范运作都发挥了积极作用”这五个方面总结概括。因此,上市公司对独董发挥作用的正面描述越多,上市公司对独董在职所作的贡献越表示肯定,两者的关系越好。为此,按照上市公司描述独董发挥作用的程度对上市公司与独董的关系做了定义。如果上市公司描述独董发挥的作用在三个及以上,则定义上市公司与非规定性辞职独董的关系亲密(*CLOSE*);如果上市公司描述独董发挥的作用为两个,则定义两者关系较好(*GOOD*);如果上市公司描述独董发挥的作用仅有一个,定义两者的关系一般(*GENERAL*)。若上市公司仅对独董表示感谢,并未对独董在职发挥的作用有所描述,则两者间可能存在矛盾<sup>②</sup>。

3) 控制变量。为了控制非事件因素的影响,提高检验结果的可靠性,从上市公司基本面、上市公司治理结构与非规定性辞职独董信息三个方面进行了控制,并采用了年份固定效应与行业固定效应。上市公司基本面中,选取营业总收入(*ASSET*)、速动比率(*QR*)、资产负债比(*LEV*)、净资产收益率(*ROE*)与总资产净利率(*ROA*)以及亏损程度(*LOSS*)分别代表上市公司的资产规模、短期偿

① 该部分数据表明,在时间窗口内上市公司停牌,为非有效数据。

② 已有国内外研究探讨叙述性语言内容长短的溢出效应,并认为文字的长短能够给投资者提供进一步了解认知的机会(Herzenstein等,2011<sup>[36]</sup>; Mudambi和Schuff,2010<sup>[37]</sup>),从而影响股票市场的表现(Antweiler和Frank,2004<sup>[38]</sup>; Tetlock等,2008<sup>[39]</sup>)。本文在借鉴该方法的基础上,根据叙述性语言的内容多少对独董与上市公司关系进行层级划分。

债能力、长期偿债能力与盈利能力。以独董非规定性辞职公告公布时间为界限,若上市公司已发表去年财务数据,则公司基本面数据采用去年财务报表信息,否则采取前年财务报表数据,以提高上市公司信息的精度性。在公司治理结构中,采用独董非规定性辞职前一年董事会会议召开频率(*MEETING*)、独董辞职前一年独董占比(*INDEPENDENT*)和已公布的最新财务报表中前十大股东总持股比例(*SHA*)这三类数据,衡量上市公司董事监督权的行使水平、决策权的制衡程度和股权集中度。在非规定性辞职独董信息方面,考虑到独董的自然人属性和辞职公告的客观信息,独董的自然人属性涉及独董的性别(*GENDER*)、专业背景(法律背景(*LAW*)、财务背景(*ACCOUNT*)、学术背景(*ACADAMICS*)、金融背景(*FINANCE*)、政治背景(*POLITICS*)),辞职公告的客观信息包括独董非规定性辞职的原因(*REASON*)与非规定性辞职独董的人数(*PERSON*)。控制变量如表2所示。

表2 控制变量及其处理方式

类别	控制变量名称	处理方式
公司基本面	营业总收入( <i>ASSET</i> )	取自然对数
	速动比率( <i>QR</i> )	速动资产/流动负债
	资产负债比( <i>LEV</i> )	负债总额/资产总额
	净资产收益率( <i>ROE</i> )	净利润/股东权益
	资产净利率( <i>ROA</i> )	净利润/总资产
	是否亏损( <i>LOSS</i> )	企业利润为负视为亏损,取1,否则为0
公司治理结构	前一年董事会会议召开频率( <i>MEETING</i> )	对于当年上市的公司采取当年财务报表数据
	前一年独董占比( <i>INDEPENDENT</i> )	采取上一年离任之后的成员构成方式(导致部分上市公司会暂不满足独董占比三分之一以上的要求)
	前十大股东总持股比例( <i>SHA</i> )	年报公布时间为准
非规定性辞职独董信息	性别( <i>GENDER</i> )	非规定性辞职独董为男性取1,否则取0(对于一个辞职公告中存在两位及以上性别不同的非规定性辞职独董,考虑到女性的风险承受能力较差,取0)
	法律背景( <i>LAW</i> )	是法律专业或曾在法院、律师事务所任职过取1,否则取0(对于辞职公告中存在两位及以上专业背景不同的独董取并集,下同)
	财务背景( <i>ACCOUNT</i> )	会计专业或曾在会计师事务所任职过取1,否则取0
	学术背景( <i>ACADAMICS</i> )	曾在高校任职或进行过科研取1,否则取0
	金融背景( <i>FINANCE</i> )	曾在金融业或在沪深两市交易所任职过取1,否则取0
	政治背景( <i>POLITICS</i> )	曾在各级行政单位任职取1,否则取0
	非规定性独董辞职的人数( <i>PERSON</i> )	
独董非规定性辞职的原因( <i>REASON</i> )	身体、年龄等原因取0,工作原因取1,个人原因取2,未说明原因取3(对于辞职公告中提及两个及以上的原因,按照身体、年龄原因、工作原因、个人原因、未说明原因的重要性依次排列取值)	

资料来源:本文根据巨潮资讯网、国泰安数据库、WIND数据库与南京大学企业生态研究中心企业景气调研数据库整理

(2)模型构建。为研究独董非规定性辞职公告中上市公司对非规定性辞职独董是否表示感谢这一文字信号的市场反应,即检验假设  $H_1$ ,构建多元线性回归模型如下:



$$\begin{aligned}
 CAR = & \alpha_1 + \beta_1 THANKS + \lambda_{11} ASSET + \lambda_{12} QR + \lambda_{13} LEV + \lambda_{14} ROE + \lambda_{15} ROA \\
 & + \lambda_{16} LOSS + \lambda_{21} MEETING + \lambda_{22} INDEPENDENT + \lambda_{23} SHA + \lambda_{31} GENDER \\
 & + \lambda_{32} LAW + \lambda_{33} ACCOUNT + \lambda_{34} ACADAMICS + \lambda_{35} FINANCE \\
 & + \lambda_{36} POLITICS + \lambda_{37} PERSON + \lambda_{38} REASON + \varepsilon_1
 \end{aligned} \tag{5}$$

为了检验假设 H<sub>2</sub>, 基于上市公司对独董表示感谢的样本信息, 按照上市公司对独董的主观评价做了进一步分类, 故构建检验模型如下:

$$\begin{aligned}
 CAR = & \alpha_2 + \beta_2 CLOSE + \beta_3 GOOD + \beta_4 GENERAL + \lambda_{11} ASSET + \lambda_{12} QR + \lambda_{13} LEV \\
 & + \lambda_{14} ROE + \lambda_{15} ROA + \lambda_{16} LOSS + \lambda_{21} MEETING + \lambda_{22} INDEPENDENT + \lambda_{23} SHA \\
 & + \lambda_{31} GENDER + \lambda_{32} LAW + \lambda_{33} ACCOUNT + \lambda_{34} ACADAMICS + \lambda_{35} FINANCE \\
 & + \lambda_{36} POLITICS + \lambda_{37} PERSON + \lambda_{38} REASON + \varepsilon_2
 \end{aligned} \tag{6}$$

最后, 按照独董非规定性辞职原因对样本进行分组。构成“原因明确”组的为因身体、年龄原因、工作原因等辞职的样本, 构成“原因不明”组的为因个人原因或未告知原因辞职的样本, 然后分样本对式(5)和式(6)中的参数进行估计(剔除独董辞职原因这一控制变量), 由此检验假设 H<sub>3</sub>。

### 五、变量的描述性统计与检验结果

#### 1. 数据来源与描述性统计

研究过程中独董辞职的原因、上市公司对非规定性辞职独董是否表示感谢和是否提供主观性评价等文字信号的数据均根据沪深两市交易所独董辞职公告手动搜集与整理。上市公司股价、公司基本面与公司治理结构的数据来自巨潮资讯网、国泰安数据库、WIND 数据库与南京大学企业生态研究中心企业景气调研数据库。

表 3 报告了主要变量的描述性统计结果<sup>①</sup>。在 1% ~ 99% 水平上进行缩尾处理后, 除了[-60, 60]时间窗口的累计超额收益率为正数外, 其他所有时间窗口的累计超额收益率均为负数, 表明独董非规定性辞职事件的发生会造成消极的市场反应。总体样本中, 上市公司是否对非规定性辞职独董表示感谢这一解释变量的均值为 0.042254, 反映出上市公司多数会在独董辞职公告中对独董表示感谢, 未表示感谢的为少数。在上市公司对独董表示感谢的样本中, 上市公司与独董关系亲密的样本占多数, 关系较好或一般的样本数量相差不大。

表 3 变量的描述性统计

样本分类	变量分类	变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
总体样本	被解释变量	CAR0	281	-0.0047	0.026573	-0.07539	0.081747
		CAR1	355	-0.00453	0.039894	-0.13385	0.137213
		CAR3	355	-0.00447	0.063278	-0.22354	0.197602
		CAR5	355	-0.00861	0.079995	-0.37471	0.182789
		CAR10	355	-0.00462	0.120171	-0.46164	0.277409
		CAR30	355	-0.00396	0.246874	-0.86096	0.649898
	CAR60	355	0.008947	0.399393	-1.14009	1.213628	
	解释变量	THANKS	355	0.042254	0.201451	0	1

<sup>①</sup> 受文章篇幅限制, 本文没有报告控制变量的描述性统计与后续部分控制变量前参数估计结果, 有兴趣的读者可以联系作者索取。

续表 3

样本分类	变量分类	变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
感谢样本	被解释变量	CAR0	268	-0.00437	0.026822	-0.07539	0.081747
		CAR1	340	-0.00407	0.039745	-0.12883	0.137213
		CAR3	340	-0.00387	0.063196	-0.21897	0.197602
		CAR5	340	-0.00666	0.075396	-0.27404	0.182789
		CAR10	340	-0.00306	0.117531	-0.38562	0.277409
		CAR30	340	-0.00249	0.242038	-0.78415	0.649898
		CAR60	340	0.010757	0.396626	-1.04385	1.213628
	解释变量	CLOSE	340	0.344118	0.47578	0	1
		GOOD	340	0.044118	0.205659	0	1
		GENERAL	340	0.079412	0.270779	0	1

资料来源:本文整理

## 2. 检验结果及进一步分析

(1) 检验假设  $H_1$ 。表 4 显示了独董辞职公告中上市公司对非规定性辞职独董是否表示感谢的市场反应。表 4 中第 2 列显示,在独董非规定性辞职公告发布的当天,累计超额收益率与上市公司对非规定性辞职独董未表示感谢存在显著的负相关关系,而与上市公司对非规定性辞职独董表示感谢无显著关系,这验证了假设  $H_1$ 。张俊生和曾亚敏(2010)<sup>[22]</sup>、沈维涛和叶小杰(2012)<sup>[35]</sup>的研究也证实了上市公司对非规定性辞职独董未表示感谢的情况短期内会加大独董非规定性辞职事件的消极反应。上市公司对非规定性辞职独董感谢传递的信息具有迷惑性,使得投资者无法做出迅速合理的行为决策,股价受冲击的可能性非常小。而投资者接收到“公司未对非规定性辞职独董表示感谢”这一语言信号,认为独董在任职期间与上市公司间存在着观点不和甚至利益冲突。上市公司借由这一语言信号向市场暗示其对独董的不满(郑志刚等,2016)<sup>[16]</sup>,但即使独董自身存在问题,投资者更倾向于关心名义上代表中小股东利益的独董处境,并将矛盾的冲突点归因于上市公司的经营问题上,这会使市场反应更加强烈(王维钢和谭晓雨,2010)<sup>[28]</sup>;同时,表 4 中第 3 列到第 8 列显示,除了独董非规定性辞职公告发布当天,无论是短期还是中长期时间窗口,上市公司对非规定性辞职独董是否表示感谢的市场反应均不显著。随着市场上新信息的不断涌现,投资者针对上市公司对独董是否表示感谢这一语言信号的关注度与判别能力都有所衰减(刘金平等,2009)<sup>[31]</sup>,故尽管市场对该语言信号的反应极为灵敏,但是持续性不强。

表 4 上市公司对非规定性辞职独董是否表示感谢的市场反应

变量	CAR0	CAR1	CAR3	CAR5	CAR10	CAR30	CAR60
THANKS	-0.01156* (-1.69)	-0.0049 (-0.42)	-0.00984 (-0.59)	-0.01255 (-0.41)	-0.00781 (-0.23)	0.006134 (0.09)	0.031516 (0.26)
SHA	-0.00856 (-0.76)	-0.01321 (-0.93)	-0.02935 (-1.24)	-0.02536 (-0.81)	-0.01118 (-0.25)	-0.1467* (-1.67)	-0.06822 (-0.48)
ROE	-0.02178 (-1.16)	0.008907 (0.44)	0.023351 (0.55)	0.028968 (0.63)	0.058626 (0.78)	0.099112 (0.71)	0.228366 (1.16)
ROA	0.028608 (0.73)	-0.09954 (-1.21)	-0.05788 (-0.62)	-0.21263 (-1.39)	-0.41497** (-2.16)	-0.34449 (-0.7)	-0.73696 (-1.21)

续表 4

变量	CAR0	CAR1	CAR3	CAR5	CAR10	CAR30	CAR60
LEV	0.008219 (0.76)	-0.03689 ** (-2.22)	-0.04691 ** (-2.06)	-0.04618 (-1.17)	-0.09633 ** (-2.04)	-0.04899 (-0.43)	-0.01689 (-0.1)
QR	8.29E-05 (0.16)	-0.00313 (-1.36)	-0.00279 * (-1.89)	-0.0057 (-0.88)	-0.00962 (-1.38)	0.004648 (0.24)	-0.02142 (-0.77)
ASSET	0.000253 (0.19)	0.003506 * (1.96)	6.03E-05 (0.02)	5.49E-05 (0.01)	-0.00175 (-0.33)	0.020749 * (1.88)	-0.00741 (-0.44)
GENDER	0.004486 (1.13)	0.003704 (0.55)	0.004452 (0.47)	0.002561 (0.21)	0.015889 (0.86)	0.088223 ** (2.41)	0.11245 ** (2.02)
LAW	0.003121 (0.52)	0.005708 (0.69)	0.010296 (0.78)	0.025304 * (1.81)	0.023159 (1.11)	0.021418 (0.55)	0.122475 * (1.96)
ACCOUNT	-0.0028 (-0.72)	-0.00354 (-0.67)	-0.00769 (-0.88)	-0.01407 (-1.18)	-0.02758 * (-1.72)	-0.02795 (-0.92)	-0.04907 (-1.01)
ACADAMICS	-0.00562 (-1.58)	-0.00397 (-0.86)	0.005119 (0.7)	0.004761 (0.51)	0.013262 (0.98)	0.020713 (0.76)	0.08521 * (1.95)
PEASON	0.004818 (1.11)	0.004736 (1.05)	-0.00226 (-0.2)	0.001859 (0.14)	0.026627 (0.87)	0.089838 ** (2.07)	0.058412 (0.7)
REASON	-0.00142 (-0.51)	0.004488 (1.18)	0.000536 (0.1)	0.000885 (0.12)	0.003979 (0.38)	0.013497 (0.65)	0.00069 (0.02)

注：\*\*\*、\*\* 和 \* 分别表示 1%、5% 以及 10% 水平上显著异于 0

资料来源：本文整理

(2) 检验假设 H<sub>2</sub>。表 5 列示了独董辞职公告中上市公司对非规定性辞职独董主观性评价的市场反应。表 5 中第 2 列表明,事件发生日市场对上市公司与非规定性辞职独董关系较好的反应是显著消极的,而两者关系亲密或者一般的市场反应并不显著。前者易于理解,而后者则与常识相悖。研究过程中查阅了大量国内外文献,未发现现有研究涉猎过对公告中主观性评价引致市场反应的分析,可以说这是一个非常有趣且新奇的发现。两者的关系较好会造成显著的市场反应,这是因为投资者认为辞职公告中上市公司对于与非规定性辞职独董之间关系“较好”的表述,只是人之常情,这一叙述性语言并不能引发投资者对于独董非规定性辞职是基于其自身原因的联想,因此更倾向于独董非规定性辞职是公司内部原因引起的,由此投资者从心理层面否定上市公司的经营情况,大规模抛售上市公司股票,从而导致股价更大程度下跌。如果辞职公告中两者的关系为亲密和一般,则投资者更倾向于认为这是独董个人的行为,与公司经营没有实质性关联。因为,如果是“亲密的伙伴”,即使公司经营暂时陷入困境,也会同舟共济,共渡难关,不会选择独善其身。由此投资者可以认定独董在上市公司经营情况呈现良好态势下选择提前辞职更可能是因为自身问题,无需抛售股票。而如果辞职公告体现出两者的关系一般,则表明公司有足够的自信,独董非规定性辞职事件并不会对公司带来灾难性影响,均无需粉饰,投资者也就无需对两者关系有所反应。同时,表 5 中第 3 列到第 8 列表明,上市公司对非规定性辞职独董的主观性评价并无中长期效应,可见,上市公司对独董的主观性评价对投资者并不具有长期记忆的价值,这验证了假设 H<sub>2</sub>。

表 5 上市公司对非规定性辞职独董主观性评价的市场反应

变量	CAR0	CAR1	CAR3	CAR5	CAR10	CAR30	CAR60
<i>CLOSE</i>	0.000341 (0.09)	-0.00427 (-0.85)	-0.00652 (-0.77)	-0.00863 (-0.85)	0.000339 (0.02)	0.027218 (0.94)	0.010582 (0.22)
<i>GOOD</i>	-0.01462* (-1.73)	-0.00743 (-0.46)	-0.00125 (-0.05)	-0.01328 (-0.58)	-0.001 (-0.03)	-0.04442 (-0.68)	-0.04161 (-0.38)
<i>GENERAL</i>	0.0019 (0.3)	-0.00488 (-0.57)	0.014828 (1.1)	0.019236 (1.08)	0.037311 (1.5)	2.67E-05 (0)	-0.0543 (-0.64)
<i>SHA</i>	-0.0075 (-0.68)	-0.01792 (-1.25)	-0.02526 (-1.03)	-0.03765 (-1.25)	-0.00339 (-0.08)	-0.10609 (-1.23)	-0.04392 (-0.3)
<i>ROE</i>	-0.01021 (-0.45)	0.002122 (0.15)	0.035896 (0.9)	0.008825 (0.2)	0.066037 (0.93)	0.137523 (0.95)	0.096757 (0.4)
<i>ROA</i>	0.00835 (0.19)	-0.03298 (-0.53)	-0.12799 (-1.12)	-0.11451 (-1.11)	-0.28348 (-1.6)	-0.14606 (-0.41)	-0.45943 (-0.76)
<i>LEV</i>	0.00353 (0.33)	-0.02556* (-1.72)	-0.05015** (-2.09)	-0.02643 (-0.94)	-0.0641 (-1.36)	0.031067 (0.32)	0.008006 (0.05)
<i>QR</i>	-0.00014 (-0.16)	-0.00117 (-1.04)	-0.00295** (-2.04)	0.000064 (0.03)	-0.01242* (-1.8)	-0.00152 (-0.11)	-0.01319 (-0.57)
<i>ASSET</i>	-0.0001 (-0.08)	0.002919* (1.83)	-4.2E-05 (-0.02)	0.000955 (0.28)	-0.00123 (-0.24)	0.009887 (0.93)	-0.00129 (-0.08)
<i>GENDER</i>	0.004362 (0.92)	0.004625 (0.67)	0.005804 (0.61)	0.003376 (0.26)	0.025794 (1.37)	0.082676** (2.16)	0.10338* (1.66)
<i>LAW</i>	0.001041 (0.2)	0.004815 (0.55)	0.00893 (0.65)	0.024574* (1.71)	0.011734 (0.58)	0.03198 (0.78)	0.112261 (1.63)
<i>ACCOUNT</i>	-0.00371 (-0.92)	-0.0067 (-1.19)	-0.0073 (-0.79)	-0.0201* (-1.79)	-0.03081** (-1.98)	-0.03829 (-1.21)	-0.07127 (-1.32)
<i>ACADAMICS</i>	-0.00566 (-1.61)	-0.00438 (-0.95)	0.003735 (0.49)	0.005621 (0.59)	-0.00201 (-0.15)	0.008473 (0.31)	0.083139* (1.81)
<i>PEASON</i>	0.00506 (0.55)	0.009807* (1.9)	-0.00138 (-0.12)	0.002158 (0.1)	0.027485 (0.92)	0.102038* (1.68)	0.065798 (0.64)
<i>RERSON</i>	-0.0021 (-0.76)	0.004631 (1.18)	0.00142 (0.25)	0.000577 (0.08)	0.0177* (1.67)	0.017454 (0.81)	0.002856 (0.08)

注：\*\*\*、\*\*和\*分别表示1%、5%以及10%水平上显著异于0

资料来源：本文整理

(3) 检验假设  $H_3$ 。多数研究仅从市场对独董辞职原因的敏感性进行分析,如蒋先玲和赵一林(2016)<sup>[40]</sup>探讨独董主动辞职和被动辞职的市场反应。本文将独董辞职原因与辞职公告中上市公司是否对独董表示感谢以及提供主观性评价系统关联,进一步拓展了独董辞职原因市场反应的研究。表6与表7分别报告了在独董辞职原因不明与原因明确的情形下上市公司对非规定性辞职独董是否表示感谢的市场反应。在原因明确的情况下,上市公司对非规定性辞职独董是否表示感谢并无显著的市场反应。在投资者看来,相比感谢用语,明确的辞职原因更能吸引视线,独董因其自

身特殊情况辞职的可能性变大,上市公司自身存在问题的可能性被削弱。而表6第5列表明,在原因不明的情况下,在[-5,5]的时间窗口内上市公司未对非规定性辞职独董表示感谢的市场反应显著消极,投资者认为上市公司未来极有可能存在经营困境。仔细分析这一结果还可发现,在原因不明的情况下市场反应有了明显时滞。考虑到投资者挖掘信息的可能性,投资者会在独董非规定性辞职原因不明时对语言信号的隐藏信息做进一步分析,延迟了市场的反应速度。因此,辞职公告中对于非规定性辞职独董辞职原因表述的差异性,不仅会改变市场对于语言信号反应的显著性,还会改变显著性所处时间窗口的位置。

表6 独董辞职原因不明情形下上市公司对非规定性辞职独董是否表示感谢的市场反应

变量	CAR0	CAR1	CAR3	CAR5	CAR10	CAR30	CAR60
THANKS	-0.01379 (-1.25)	-0.01664 (-1.02)	-0.03189 (-1.3)	-0.05026* (-1.67)	-0.06005 (-1.16)	-0.04128 (-0.45)	-0.04395 (-0.31)
SHA	-0.01449 (-0.95)	-0.01348 (-0.63)	-0.03926 (-1.22)	-0.05752 (-1.45)	-0.02239 (-0.33)	-0.24648** (-2.05)	-0.19037 (-1.01)
ROE	0.016762 (0.57)	0.02401 (0.59)	0.043554 (0.72)	0.094552 (1.27)	-0.00831 (-0.07)	0.111436 (0.49)	0.08319 (0.24)
ROA	-0.01981 (-0.31)	-0.1048 (-1.2)	-0.11961 (-0.91)	-0.12384 (-0.77)	-0.0161 (-0.06)	0.109965 (0.23)	0.596156 (0.78)
LEV	-0.01278 (-0.77)	-0.03987* (-1.71)	-0.0698** (-2.09)	-0.03744 (-0.91)	-0.08365 (-1.15)	0.035973 (0.29)	0.046072 (0.24)
QR	-0.00336 (-1.46)	-0.00417 (-1.33)	-0.00886** (-2)	-0.00573 (-1.05)	-0.01976** (-2.01)	0.00042 (0.03)	-0.01458 (-0.57)
ASSET	0.000482 (0.26)	0.001458 (0.57)	0.000354 (0.09)	-0.00117 (-0.25)	0.002041 (0.25)	0.014772 (1.03)	0.003176 (0.14)
GENDER	0.012132* (1.91)	0.005231 (0.58)	0.015987 (1.18)	0.014092 (0.84)	0.026775 (0.93)	0.13307*** (2.63)	0.18969** (2.41)
LAW	0.001792 (0.26)	0.015974* (1.66)	0.006995 (0.47)	0.015212 (0.83)	0.017553 (0.58)	0.019968 (0.36)	0.067221 (0.78)
ACCOUNT	0.001519 (0.27)	-0.0069 (-0.88)	-0.00867 (-0.72)	-0.02228 (-1.5)	-0.03898 (-1.59)	-0.00758 (-0.17)	-0.01642 (-0.23)
ACADAMICS	-0.00698 (-1.49)	-0.00466 (-0.73)	-0.00187 (-0.19)	-0.00108 (-0.09)	-0.01085 (-0.53)	-0.02088 (-0.56)	-0.01427 (-0.25)
PERSON	0.001617 (0.15)	0.007916 (0.49)	-0.01908 (-0.79)	-0.01616 (-0.55)	0.052075 (1.04)	0.162487* (1.81)	0.178917 (1.28)

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示1%、5%以及10%水平上显著异于0

资料来源:本文整理

表7 独董辞职原因明确情形下上市公司对非规定性辞职独董是否表示感谢的市场反应

变量	CAR0	CAR1	CAR3	CAR5	CAR10	CAR30	CAR60
THANKS	-0.00939 (-0.75)	0.009049 (0.56)	0.009459 (0.41)	0.008877 (0.29)	-0.003 (-0.06)	-0.00164 (-0.02)	-0.02404 (-0.14)
SHA	0.000667 (0.04)	-0.01708 (-0.8)	-0.02348 (-0.74)	-0.01092 (-0.27)	0.000463 (0.01)	0.013506 (0.1)	-0.09615 (-0.43)

续表 7

变量	CAR0	CAR1	CAR3	CAR5	CAR10	CAR30	CAR60
ROE	-0.09006 (-1.26)	-0.03493 (-0.94)	0.06188 (1.13)	0.040142 (0.56)	0.196406* (1.66)	0.294994 (1.29)	0.79301** (2.05)
ROA	-0.01022 (-0.07)	-0.16258 (-1.55)	-0.4260*** (-2.65)	-0.44735** (-2.14)	-0.76264** (-2.26)	-1.08816* (-1.67)	-2.3476** (-2.14)
LEV	0.04867** (2.14)	-0.00496 (-0.19)	0.002349 (0.07)	-0.02748 (-0.6)	-0.02728 (-0.32)	0.1721 (1.04)	0.220743 (0.79)
QR	0.00892** (2.13)	0.006701 (1.3)	0.013786* (1.77)	0.008467 (0.83)	-0.0008 (-0.05)	0.038125 (1.19)	-0.00771 (-0.14)
ASSET	0.00094 (0.44)	0.00542** (2.07)	0.001321 (0.36)	0.001658 (0.36)	-0.00513 (-0.63)	0.015496 (0.96)	0.02644 (0.97)
GENDER	-0.00635 (-0.8)	-0.00522 (-0.56)	-0.00794 (-0.58)	0.003139 (0.18)	0.045347 (1.51)	0.081874 (1.41)	0.163418* (1.67)
LAW	0.000559 (0.07)	0.0012 (0.11)	0.018953 (1.18)	0.022504 (1.09)	0.022678 (0.66)	0.041157 (0.62)	0.040238 (0.36)
ACCOUNT	-0.01309** (-2.12)	-0.00181 (-0.23)	-0.00496 (-0.43)	-0.01787 (-1.24)	-0.03332 (-1.36)	-0.04114 (-0.84)	-0.0869 (-1.05)
ACADAMICS	-0.00379 (-0.66)	-0.00187 (-0.28)	0.000415 (0.04)	0.007059 (0.55)	0.029571 (1.39)	0.07238* (1.73)	0.14936** (2.12)
PERSON	0.013451 (0.66)	-0.00291 (-0.22)	0.01613 (0.78)	0.017148 (0.64)	0.031566 (0.74)	0.048188 (0.58)	0.013925 (0.1)

注：\*\*\*、\*\*和\*分别表示1%、5%以及10%水平上显著异于0

资料来源：本文整理

表8与表9分别列示了在独董辞职原因不明和独董辞职原因明确两种不同情形下独董辞职公告中上市公司对非规定性辞职独董提供主观性评价的市场反应。表8第2列显示,独董辞职事件发生当日,原因不明情况下上市公司与独董关系较好会造成消极的市场反应;而表8第3列显示,在[-1, 1]的时间窗口内独董与上市公司关系亲密的市场反应显著,但是影响极为短暂。表9显示,独董辞职原因明确时,独董与上市公司关系就会被投资者所忽略,资本市场不会受到影响。独董非规定性辞职事件发生后,辞职公告中对于独董辞职原因的说明会弱化两者关系表述的文字溢筹,因为能够放于辞职公告中的原因多为冠冕堂皇的原因,可以削减市场对于公司经营出现问题的怀疑度。然而,如果辞职公告中并未说明原因,则市场更倾向于认为独董出于某些不可描述的事件被迫辞职,引发投资者无限联想。此时公告中对于两者关系较好(甚至亲密)的措词描述更加显得上市公司欲盖弥彰,更强化了市场对于上市公司经营陷入困境的怀疑,从而导致公司股价下滑。这进一步验证了假设H<sub>3</sub>。

表8 独董辞职原因不明情形下上市公司对非规定性辞职独董主观性评价的市场反应

变量	CAR0	CAR1	CAR3	CAR5	CAR10	CAR30	CAR60
CLOSE	-0.0071 (-1.13)	-0.01382* (-1.89)	-0.01534 (-1.5)	-0.00322 (-0.22)	0.006318 (0.27)	0.014252 (0.32)	-0.04401 (-0.59)
GOOD	-0.04747** (-2.08)	-0.027 (-1.38)	-0.04124 (-1.42)	-0.03317 (-0.84)	-0.02783 (-0.45)	-0.02404 (-0.19)	-0.12662 (-0.6)

续表 8

变量	CAR0	CAR1	CAR3	CAR5	CAR10	CAR30	CAR60
GENERAL	0.003161 (0.27)	-0.01218 (-0.87)	0.000607 (0.03)	0.011876 (0.42)	0.050849 (1.13)	0.104198 (1.16)	0.227679 (1.5)
SHA	-0.00462 (-0.26)	-0.02111 (-0.96)	-0.03259 (-1.03)	-0.01206 (-0.27)	0.001308 (0.02)	-0.02307 (-0.17)	-0.17673 (-0.76)
ROE	-0.14057* (-1.9)	-0.03114 (-1.11)	0.06722* (1.66)	-0.00317 (-0.06)	0.150474* (1.69)	0.161683 (0.93)	0.371289 (1.25)
ROA	0.186178 (1.36)	-0.05514 (-0.66)	-0.28604** (-2.28)	-0.20142 (-1.18)	-0.58464** (-2.17)	-1.02645* (-1.89)	-1.75343* (-1.91)
LEV	0.033151 (1.35)	-0.00726 (-0.27)	-0.00467 (-0.13)	-0.00369 (-0.07)	-0.0332 (-0.38)	-0.0489 (-0.32)	-0.12947 (-0.51)
QR	0.00498 (1.15)	0.00433 (0.84)	0.009086 (1.19)	0.008932 (0.85)	-0.00521 (-0.31)	0.026109 (0.79)	-0.02267 (-0.41)
ASSET	0.000208 (0.09)	0.005162* (1.92)	-0.00055 (-0.15)	0.003826 (0.7)	-0.00605 (-0.73)	0.005992 (0.39)	0.017012 (0.65)
GENDER	-0.00746 (-0.91)	-0.0049 (-0.51)	-0.00759 (-0.55)	0.005297 (0.27)	0.047062 (1.53)	0.041214 (0.69)	0.085282 (0.84)
LAW	-0.00334 (-0.39)	-0.00289 (-0.26)	0.01541 (0.96)	0.008126 (0.36)	0.015368 (0.44)	0.081144 (1.17)	0.089881 (0.77)
ACCOUNT	-0.01106* (-1.68)	-0.00322 (-0.39)	-0.01073 (-0.94)	-0.01846 (-1.11)	-0.03634 (-1.43)	-0.09298* (-1.89)	-0.156* (-1.87)
ACADAMICS	-0.00462 (-0.74)	0.000314 (0.04)	0.00043 (0.04)	0.002408 (0.17)	0.031171 (1.38)	0.079508* (1.79)	0.185759** (2.47)
PERSON	0.027751 (1.21)	0.003798 (0.27)	0.024634 (1.17)	0.019889 (0.7)	0.022674 (0.51)	0.040687 (0.45)	-0.03324 (-0.22)

注：\*\*\*、\*\*和\*分别表示1%、5%以及10%水平上显著异于0

资料来源：本文整理

表 9 独董辞职原因明确情形下上市公司对非规定性辞职独董主观性评价的市场反应

变量	CAR0	CAR1	CAR3	CAR5	CAR10	CAR30	CAR60
CLOSE	0.003322 (0.57)	0.001955 (0.27)	0.003437 (0.29)	-0.00356 (-0.27)	0.016973 (0.78)	0.037323 (0.89)	0.073314 (1.05)
GOOD	-0.00812 (-0.8)	-0.00664 (-0.46)	0.009723 (0.42)	0.000924 (0.04)	0.036896 (0.87)	-0.02324 (-0.28)	0.021008 (0.16)
GENERAL	0.001495 (0.17)	0.000261 (0.02)	0.023139 (1.2)	0.004115 (0.19)	0.034479 (0.98)	-0.02192 (-0.32)	-0.15836 (-1.41)
SHA	-0.01504 (-0.9)	-0.02576 (-1.19)	-0.01922 (-0.55)	-0.01918 (-0.48)	0.026294 (0.41)	-0.19913 (-1.61)	0.022185 (0.11)

续表 9

变量	CAR0	CAR1	CAR3	CAR5	CAR10	CAR30	CAR60
ROE	0.007861 (0.28)	0.021031 (0.59)	0.034438 (0.6)	0.03732 (0.58)	-0.03908 (-0.37)	-0.05126 (-0.25)	-0.11212 (-0.33)
ROA	0.019038 (0.33)	-0.00393 (-0.05)	-0.04593 (-0.38)	0.012279 (0.09)	-0.04113 (-0.19)	0.253485 (0.59)	0.514323 (0.75)
LEV	0.00086 (0.05)	-0.03443 (-1.6)	-0.06259* (-1.81)	-0.01721 (-0.44)	-0.02852 (-0.45)	0.101613 (0.91)	0.178114 (0.88)
QR	-0.00427* (-1.74)	-0.00573* (-1.92)	-0.01254** (-2.61)	-0.01014* (-1.86)	-0.01654* (-1.88)	0.007213 (0.91)	-0.01738 (-0.62)
ASSET	-0.00114 (-0.56)	0.001074 (0.43)	-0.00159 (-0.4)	-0.00569 (-1.26)	-0.00473 (-0.65)	0.013442 (0.99)	-0.02835 (-1.22)
GENDER	0.014095* (1.94)	0.011158 (1.19)	0.017367 (1.15)	0.014536 (0.85)	0.005346 (0.19)	0.108061** (2.09)	0.08085 (0.92)
LAW	0.001693 (0.23)	0.007501 (0.78)	0.012289 (0.79)	0.013004 (0.74)	0.023209 (0.82)	0.019351 (0.34)	0.107414 (1.19)
ACCOUNT	-0.00224 (-0.38)	-0.00912 (-1.17)	-0.01012 (-0.8)	-0.02282 (-1.6)	-0.04296* (-1.86)	-0.0125 (-0.28)	-0.03844 (-0.52)
ACADAMICS	-0.00964* (-1.94)	-0.01038 (-1.58)	-0.00775 (-0.73)	-0.0098 (-0.82)	-0.0141 (-0.74)	-0.02253 (-0.59)	0.010155 (0.17)
PERSON	0.004118 (0.34)	0.016723 (1.05)	-0.00152 (-0.06)	0.005895 (0.2)	0.051614 (1.1)	0.143848 (1.58)	0.136839 (0.91)

注：\*\*\*、\*\*和\*分别表示1%、5%以及10%水平上显著异于0

资料来源：本文整理

### 3. 稳健性检验

稳健性检验以独董辞职公告发布时间为起始点,使用[60,180]时间窗口的数据对模型中的参数进行估计,进而检验假设 $H_1$ 至假设 $H_3$ ,得出了与前文相似的结论。即,相较于上市公司对非规定性辞职独董表示感谢,未表示感谢这一语言信号会造成消极的市场反应;市场对独董辞职公告中上市公司关于非规定性辞职独董的主观性评价有显著的反应,但反应的时间极为短暂;若公告中非规定性辞职独董不表明具体辞职原因的,其他叙述性语言的市场反应仍然显著。稳健性检验的结果证明了本文研究结论的可靠性。

## 六、结论与启示

鉴于独董非规定性辞职公告的丰富内涵,本文从辞职公告的措词出发,研究独董非规定性辞职的原因、上市公司是否对独董表示感谢和提供主观性评价等语言信号的文字溢筹。结果表明,相较于上市公司对非规定性辞职独董表示感谢,未表示感谢的情况会加大市场对独董非规定性辞职事件的消极反应;独董辞职公告中上市公司对非规定性辞职独董主观性评价的市场反应视公告中措词的不同而存在差异,在事件发生日市场对独董与上市公司关系较好的反应显著消极,但持续时间



极为短暂。若独董辞职公告中表明非规定性辞职独董具体辞职原因的,上市公司对独董是否表示感谢和是否提供主观性评价的市场反应均不显著;若独董辞职原因不明的,上市公司对独董未表示感谢的市场反应有明显时滞,且市场对上市公司与独董两者关系良好甚至亲密的反应显著。本文研究结论的启示在于以下几个方面:

投资者应该审慎看待上市公司所发布的独董非规定性辞职公告。服从于自身收益最大化原则,上市公司与投资者对于独董非规定性辞职公告的态度是不一致的。上市公司尽量粉饰太平,而投资者则尽量从中挖掘对自身投资决策有用的信息。上市公司所发布的独董非规定性辞职公告形式多样,其中叙述性语言的措词也是挖空心思,例如上市公司从未细致具体地披露过独董离职原因,描述的方式模糊而又分散(蒋先玲和赵一林,2016)<sup>[40]</sup>,这给投资者的信息挖掘增加了难度。投资者对独董非规定性辞职公告的“误读”客观上会加剧市场的振荡,从而使得独董非规定性辞职的市场效应变得难以捉摸。

上市公司应保证独董非规定性辞职公告措词的客观与真实。对于上市公司而言,任何为了掩盖缺陷与不足而做的“语言修辞”方面的努力,最终的结局只能是欲盖弥彰。因为,经过多年的历练,我国市场中的投资者逐渐变得“聪明”,他们会从自身的积累出发,对上市公司所发布的独董非规定性辞职公告自行解读。上市公司与其费尽心思地“设计”公告,不如客观、真实地发布独董非规定性辞职公告,以防市场“过度解读”。同时,为了根本性解决上市公司的“虚假陈述”问题,必须从源头抓起,上市公司应该努力完善治理结构,弥补经营漏洞,以强有力的事实而非华丽的语言说服投资者。

监管部门和第三方机构要加强对独董非规定性辞职公告披露内容的监督。作为一种制度性安排,独立董事制度的实行对于完善我国上市公司治理结构、保护中小投资者利益具有极为重要的现实意义,而独董非规定性辞职公告也有利于提高市场的透明度。然而,当独董非规定性辞职事件真实发生时,上市公司对于独董非规定性辞职公告用心的遣词造句,以及投资者对此所进行的各种解读,却在信号传递过程加入了许多“杂音”,降低了市场效率,也使得制度设计的初衷不能得到完全实现。因此,一方面,监管部门应该加强规范上市公司独董非规定性辞职公告,利用监管约束力强制公告内容披露的格式和具体程度,增强公告的可读性(周方超,2012)<sup>[26]</sup>;另一方面,新闻媒体要提高对上市公司公告措词的关注度,通过其社会影响力引导投资者进行正确解读。

## 参考文献

- [1] Arthaud-Day, M. L., S. T. Certo, C. M. Dalton, and R. D. Dan. A Changing of the Guard: Executive and Director Turnover Following Corporate Financial Restatements[J]. *Academy of Management Annual Meeting Proceedings*, 2005, 49, (6): 1119 - 1136.
- [2] Choi, J. H. The Association between Income-increasing Earnings Management and Operating Performance, and Voluntary Resignation of Outside Directors[J]. *Korean Accounting Review*, 2012, (31): 195 - 226.
- [3] Carver, B. T. The Retention of Directors on the Audit Committee Following an Accounting Restatement[J]. *Journal of Accounting & Public Policy*, 2014, 33, (1): 51 - 68.
- [4] Yermack, D. Remuneration, Retention, and Reputation Incentives for Outside Directors[J]. *Journal of Finance*, 2004, 59, (5): 2281 - 2308.
- [5] Dewally, M., and S. W. Peck. Upheaval in the Boardroom: Outside Director Public Resignations, Motivations, and Consequences[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2010, 16, (1): 38 - 52.
- [6] Srinivasan, S. Consequences of Financial Reporting Failure for Outside Directors: Evidence from Accounting Restatements and Audit Committee Members[J]. *Journal of Accounting Research*, 2005, 43, (2): 291 - 334.
- [7] Gupta, M., and L. P. Fields. Board Independence and Corporate Governance: Evidence from Director Resignations[J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2009, 36, (1 - 2): 161 - 184.
- [8] Bar-Hava, K., and D. Segal. Do Outside Directors Tell the Truth, the Whole Truth, and Nothing But the Truth When They Resign?

- [R]. Working Paper, Hebrew University of Jerusalem and Singapore Management University, 2010.
- [9] Nguyen, B., and K. Nielsen. The Value of Independent Directors: Evidence from Sudden Death [J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98, (3): 550 – 567.
- [10] Kaplan, S. N., and B. A. Minton. Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers [J]. *Journal of Financial Economics*, 1994, 36, (2): 225 – 258.
- [11] Gilson, S. C. Bankruptcy, Boards, Banks, and Blockholders: Evidence on Changes in Corporate Ownership and Control When Firms Default [J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, 27, (2): 355 – 387.
- [12] 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]. 北京: 中国会计与财务研究, 2006, (2): 119 – 162.
- [13] 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]. 北京: 中国工业经济, 2006, (1): 120 – 127.
- [14] 杜胜利, 张杰. 独立董事更迭影响因素的实证研究 [J]. 北京: 中国软科学, 2005, (7): 128 – 136.
- [15] 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]. 北京: 管理世界, 2005, (11): 137 – 144.
- [16] 郑志刚, 李俊强, 黄继承, 胡波. 独立董事否定意见发表与换届未连任 [J]. 北京: 金融研究, 2016, (12): 159 – 174.
- [17] 李焰, 秦义虎. 媒体监督、声誉机制与独立董事辞职行为 [J]. 北京: 财贸经济, 2011, (3): 36 – 41.
- [18] 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]. 北京: 会计研究, 2014, (11): 16 – 23.
- [19] 酷卫华. 独立董事的价值: 来自独立董事集中辞职的证据 [J]. 北京: 经济管理, 2015, (3): 56 – 66.
- [20] 尚兆燕, 扈唤. 独立董事主动辞职、内部控制重大缺陷及非标审计意见——来自中国上市公司的经验证据 [J]. 北京: 审计研究, 2016, (1): 94 – 100.
- [21] 吴冬梅, 刘运国. 捆绑披露是隐藏坏消息吗? ——来自独立董事辞职公告的证据 [J]. 北京: 会计研究, 2012, (12): 19 – 25.
- [22] 张俊生, 曾亚敏. 独立董事辞职行为的信息含量 [J]. 北京: 金融研究, 2010, (8): 155 – 170.
- [23] 李俊强, 徐丹. 出具否定意见的独立董事能够连任吗? [J]. 大连: 财经问题研究, 2016, (8): 38 – 43.
- [24] 王性玉, 彭宇. 独立董事辞职行为的信号传递效应 [J]. 北京: 管理评论, 2012, (12): 31 – 39.
- [25] 唐雪松, 马畅. 独立董事背景特征、辞职行为与企业价值 [J]. 北京: 会计与经济研究, 2012, (4): 3 – 13.
- [26] 周方超. 我国上市公司年报语言信息自利性归因倾向的实证研究 [D]. 成都: 西南财经大学, 2012.
- [27] 李姝婉. 中国上市公司独立董事辞职行为模式和实证研究 [D]. 北京: 清华大学, 2010.
- [28] 王维钢, 谭晓雨. 中国大股东与中小股东的利益博弈模型分析 [J]. 北京: 中央财经大学学报, 2010, (7): 33 – 37.
- [29] 杨炳钧, 胡东明. 语言与情感相互建构关系概观 [J]. 北京科技大学学报(社会科学版), 2016, (2): 8 – 15.
- [30] 杨福萍, 王洪国, 董树霞, 赵学臣. 基于记忆效应的协同过滤推荐算法 [J]. 上海: 计算机工程, 2012, (23): 63 – 66.
- [31] 刘金平, 郑洪冰, 刘亚丽. 作为事件边界的时间变化对文本阅读的影响 [J]. 上海: 心理科学, 2009, (1): 190 – 192.
- [32] 林卉, 许允洋, 刘峰. 中国资本市场“框架效应”现象的实证研究——基于中组部 18 号文的自然实验 [J]. 北京: 经济研究, 2016, (12): 161 – 175.
- [33] Lin, K. J., J. D. Piotroski, Y. G. Yang, and J. Tan. Voice or Exit? Independent Director Decisions in an Emerging Economy [R]. Working Paper, The Chinese University of Hong Kong, 2012.
- [34] 金合旭. 独立董事辞职传递信号了吗 [D]. 厦门大学, 2011.
- [35] 沈维涛, 叶小杰. 市场化程度、独立董事独立性与公司价值——基于独立董事辞职公告的实证检验 [J]. 北京: 经济管理, 2012, (12): 100 – 110.
- [36] Herzenstein, M., S. Sonenshein, and U. M. Dholakia. Tell Me a Good Story and I May Lend You Money: The Role of Narratives in Peer-to-Peer Lending Decisions [J]. *Journal of Marketing Research*, 2011, 48, (SPL): S138.
- [37] Mudambi, S. M., and D. Schuff. What Makes a Helpful Online Review? A Study of Customer Reviews on Amazon.com [M]. Society for Information Management and The Management Information Systems Research Center, 2010.
- [38] Antweiler, W., and M. Z. Frank. Is All That Talk Just Noise? The Information Content of Internet Stock Message Boards [J]. *Journal of Finance*, 2004, 59, (3): 1259 – 1294.
- [39] Tetlock, P. C., M. Saar-Tsechansky, and S. Macskassy. More Than Words: Quantifying Language to Measure Firms' Fundamentals [J]. *Journal of Finance*, 2008, 63, (3): 1437 – 1467.
- [40] 蒋先玲, 赵一林. 独立董事离职公告的财富效应——来自 A 股上市公司的经验证据 [J]. 南京: 现代管理科学, 2016, (9): 9 – 11.

# Market Reaction to Text Signals of Independent Director's Voluntary Resignation Announcement

FANG Xian-ming, CHEN Chu

(School of Economics of Nanjing University, Nanjing, Jiangsu, 210093, China)

**Abstract:** According to the measures for the administration of information disclosure of listed companies, the listed company needs to issue an announcement about the voluntary resignation of the independent director. The announcement usually includes the independent director's voluntary resignation reasons, and whether the listed company expresses thanks to or makes a subjective evaluation on the independent director. The text and language emotion to some extent reflect the views of the listed company on the independent director's work performance, and further can reflect the relationship between the independent director and the listed company. According to the signal transmission theory, investors will use the announcement wording to speculate about the governance structure, financial status, management level and other related information of the listed company, so as to solve the moral hazard problem under the condition of asymmetric information. Therefore, it's valuable for making full use of the text in the independent director's voluntary resignation announcement. It's of great practical significance for perfecting our independent director system and promoting the capital market to be gradually effective.

Therefore, the paper in-depth taps the value of information hidden behind the announcement and then studies the market response to the announcement wording. Compared with the previous literature, the paper has its unique value. From the research point of view, the paper considers that the announcement wording will reflect the degree of affinity between the independent director and the listed company from the perspective of interpersonal communication and social psychology. So investors will interpret the announcement wording by themselves and then put into action, thus making the stock price fluctuate. Based on this, the paper puts the listed companies, the independent director and the market reaction into a unified theoretical framework. As to the selection of indicators, the paper quantifies the relationship between the listed company and the independent director based on linguistic affective level by using the independent director's voluntary resignation reasons and whether the listed company expresses thanks to or makes an subjective evaluation on the independent director in the announcement. With regard to the research methodology, the paper studies market reaction to text signals of independent director's voluntary resignation announcement from two angles of persistence and sensitivity by using event study method under the short, medium and long time window. On the study sample, the paper uses the clean sample by removing two kinds of announcement of the required resignation of independent director and eliminating pollution associated events in order to improve the accuracy of the conclusion of the study.

On the basis of the analysis, the paper draws the following three conclusions: (1) Compared with the situation where the listed company says thanks to the independent director, the dilemma of the listed company not expressing thanks will increase the market negative reaction. (2) The subjective evaluation on the independent director has significant influence on the cumulative abnormal return. Especially when the subjective evaluation reflects the good relationship between them, the market reaction is more negative. But the impact is very short. (3) Contrast to showing the specific reason of his resignation, if the independent director doesn't indicate the specific reason, whether the listed company thanks or evaluates the independent director will make the market reaction significant.

Since the information contained in the announcement has an important impact on the capital market, it's very necessary to take measures against announcements. Firstly, investors should treat the independent director's voluntary resignation announcement prudently. Only thus the investors can discover the useful information which is available for their own investment decisions. Secondly, the listed company should ensure that the text of the announcement must be objective and true. Above all, the listed company ought to make efforts to perfect the governance structure and make up for loopholes in the management. Finally, department supervisors and third party institutions are supposed to strengthen the supervision of the independent director's voluntary resignation announcement. On one hand, the regulatory authorities should gradually standardize the announcement wording to improve the announcement's authenticity and reliability. On the other hand, the news media should guide the investors to make the correct interpretation of the announcement so as to enhance the effectiveness of independent director system.

**Key Words:** voluntary resignation; independent directors; market reaction

**JEL Classification:** D22, G14, M12

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2018.05.005

(责任编辑: 霄 雪)