

【工商管理】

投资者法律保护、所有权结构与困境公司 高层管理人员变更

沈艺峰, 陈舒予, 黄娟娟

(厦门大学管理学院, 福建 厦门 361005)

[摘要] 在投资者法律保护较差的国家里, 集中所有权结构被看成是能够替代投资者法律保护, 有效发挥公司治理作用的机制。本文以2000—2004年上海证券交易所和深圳证券交易所152家ST公司为样本, 实证检验当公司已陷入困境、被特别处理的情况下, 集中所有权结构对公司高层管理人员变更产生的积极影响。实证结果表明, 大股东持股比例与公司高层管理人员变更之间存在显著的正相关关系, 不同的大股东持股比例对高层管理人员变更产生不同的影响作用。检验证据支持了LaPorta等人(2000)提出的关于投资者法律保护与公司治理的主流理论。

[关键词] 投资者法律保护; 所有权结构; 管理者变更

[中图分类号]F270 [文献标识码]A [文章编号]1006-480X(2007)01-0096-08

一、问题的提出

法与财务学最新的研究文献表明, 一个好的公司治理结构应该基于对投资者法律保护与所有权结构一定程度上的良好结合, 投资者法律保护与所有权结构是公司治理结构的两个关键因素(Shleifer, Vishny, 1997; Mitton, 2002; Johnson et al., 2000; LaPorta et al., 2000)。衡量一个国家公司治理结构好坏的方法之一就是检验高层管理人员在公司经营不善时的变更情况。Coughlan和Schmidt(1985)对1978—1980年之间美国249家上市公司进行实证检验, 他们发现公司CEO变动概率与公司股票价格表现之间存在显著的反向关系。Warner、Watts和Wruck(1988)同样分析了1963—1978年之间在《华尔街日报》上公告高层管理人员变动的351家上市公司, 其中, 他们特别分析了43家高层管理人员被强迫离职(包括因为公司业绩表现不佳而离职)的公司样本。他们的检验结果显示, 样本公司里, 高层管理人员变动概率与公司股票价格之间的参数估计值均十分显著。而高层管理人员被强迫离职的公司样本里, 变动概率与公司股票价格和股票市场指数之间的关系更强。Weisbach(1988)在分析了1974—1983年之间的367家公众公司后也注意到:“不佳的股票收益率增加了CEO丢掉其职位的概率。”Gilson(1989)的研究则表明, 1979—1984年间, 190家陷入财务困境的公司, 99家(约占52%)的高层管理人员发生了变动, 而397家没有出现财务困境的公司中

[收稿日期] 2006-12-08

[基金项目] 国家自然科学基金项目“公司财务管理若干基础问题研究”(批准号70632001)。

[作者简介] 沈艺峰(1963—), 男, 福建厦门人, 厦门大学管理学院副院长, 教授, 博士生导师; 陈舒予(1982—), 男, 福建泉州人, 厦门大学管理学院财务研究与发展中心博士研究生; 黄娟娟(1978—), 女, 福建厦门人, 厦门大学管理学院财务研究与发展中心博士研究生。

只有 77 家高层管理人员出现变动,其变动比率仅为 19%。以上实证检验文献表明,在投资者法律保护较为完善的国家,当公司经营不善时,良好的投资者法律保护下的公司治理结构发挥有效的监督与约束管理者的作用,迫使公司董事会变更高层管理人员。

但以上研究都以英美法系国家的公众公司为样本,这些公司的所有权普遍较为分散,其公司治理结构在良好的投资者法律保护下能够充分发挥监督和约束管理者的有效作用 (LaPorta et al., 2000)。相反,在投资者法律保护相对较差的非英美法系国家里,公众公司的所有权结构存在显著的差异, LaPorta et al.(2000)、Mitton(2002) 以及 Lins(2003) 则发现,集中所有权结构是投资者法律保护较差国家公众公司的典型特征。例如:Mitton(2002) 的证据表明,在印度尼西亚、泰国和菲律宾等 5 个东南亚国家里,第一大股东的持股比例大致为 27%。Lins(2003) 的数据同样表明,在 18 个新兴市场上的 1433 家样本公司里,50%以上存在持股在 5%以上的大股东。以上文献均表明,在新兴市场国家里,集中的所有权结构取代投资者法律保护成为有效发挥公司治理结构作用的方法。

那么,在投资者法律保护较差的国家里,集中所有权结构对陷入经营困境公司的高层管理人员是否能够有效地起到监督与约束作用呢?换句话说,在投资者法律保护较差的国家里,集中所有权结构能否强制困境公司变更其高层管理人员呢?Vdpin(2002) 关于意大利公司高层管理人员变动与公司业绩及所有权结构之间关系的研究就相当具有代表性。意大利属于投资者法律保护较差的法国大陆法系,立法不完善,执法无效率。同时意大利公司为典型的集中所有权结构,以 Vdpin(2002) 的样本为例,1987—1996 年间米兰股票交易所 205 家公司里,控股股东分别掌握了 38%的现金流量权和 56.4%的表决权。Vdpin 的检验证据同时表明,当公司业绩表现较好时,意大利公司高层管理人员的变动概率小于公司业绩表现不好时的高层管理人员的变更概率。Vdpin 认为,除了公司业绩表现外,意大利公司高层管理人员变更还较多地受到所有权结构等其他因素的影响。

我国属于投资者法律保护较差的国家,投资者法律保护在我国虽属于国家政府立法,在《公司法》和《证券法》等国家性法律里进行规范,各地区也都颁布了不同的投资者法律保护的地方性法规,但条款往往仅具有原则性,可操作性较差,不利于执法。同时,我国上市公司所有权高度集中,上市公司中第一大股东平均持股比例为 48.9%,前五大股东持股比例则高达 64.6%。而另一方面,由于历史原因,我国在实行股份制试点时,对国有股和大部分法人股实行暂不上市流通,而允许社会公众股上市,从而使我国上市公司的所有权结构从一开始便被人多地分割为流通股和非流通股两大类,股权的交易与转让受到一定制约,从而影响到我国上市公司所有权结构的变动。那么,在投资者法律保护较差的环境里,我国高度集中的所有权结构是否成为一种替代方法,有效发挥监督和约束高层管理人员的作用呢?实证检验中,我国证券市场上被特别处理的上市公司是检验投资者法律保护、所有权结构与经营不善公司高层管理人员变更的理想样本。其中原因在于,关于如何准确衡量公司业绩表现,正确划定业绩表现不良的公司始终存在争论 (Demsetz, Lehn, 1985; Murphy, Zimmerman, 1993)。采用我国被特别处理上市公司样本可以较好地避免这个问题。

所谓的特别处理(Special Treatment,简称 ST)上市公司指从 1998 年 4 月开始,上海证券交易所和深圳证券交易所对部分上市公司实行的 ST 制度。被特别处理的上市公司在简称前被冠以“ST”字样,以区别于其他股票。特别处理指上市公司出现财务状况异常或其他状况异常,其中财务状况异常指公司最近两个会计年度审计结果显示的净利润均为负值或公司每股净资产低于公司股票面值。其他状况异常指公司生产经营活动因经营设施遭受损失、法律诉讼、仲裁或破产案件而不能正常进行。特别处理不属于对上市公司的处罚,上市公司在被特别处理期间的权利与义务不变。从法规制度上看,上市公司被列为特别处理意味着公司在经营上陷入困境。

因此,本文试图通过对我国被特别处理上市公司样本的分析,实证检验在我国这样一个投资者法律保护较差的国家里,当公司已陷入困境、被特别处理的情况下,所有权结构能否对公司高层管理人员的变更产生影响。

二、研究设计

根据我国《公司法》第一百一十四条规定,董事长负责召集和主持董事会会议;第一百一十二条规定,董事会向股东大会报告工作,执行股东大会的决议,决定公司的经营计划和投资方案,制定公司的年度财务预、决算方案和公司利润分配方案,决定公司内部管理机构的设置,制定公司基本管理制度,聘任或者解聘公司总经理。第一百一十九条规定,公司(总)经理对董事会负责,主持公司的生产经营管理工作、组织实施董事会决议、组织实施公司年度经营计划和投资方案及拟定公司基本管理制度和制定公司的具体规章等。因此,公司被特别处理,公司董事长和总经理等高层管理人员应负经营失败的责任。从上述文献可以假定,如果所有权结构作为公司治理的主要因素能够在监督管理者方面发挥有效的作用,它们应该对陷入困境(被特别处理)公司董事长和总经理等高层管理人员变更产生影响。实证检验上,我国证券市场上被特别处理的上市公司是检验投资者法律保护、所有权结构与经营不善公司高层管理人员变更的理想样本。为此,本文共检验如下两个研究假设:

假设 1: 大股东持股比例是影响 ST 公司高层管理人员变更的显著因素之一;

假设 2: 大股东持股比例较高的 ST 公司里,所有权结构对高层管理人员变更的影响作用要高于大股东持股比例较低的 ST 公司里所有权结构对高层管理人员变更的影响作用。

1. 样本的选取

虽然上海证券交易所和深圳证券交易所自 1998 年即开始实行特别处理制度,但由于我国上市公司也是从 1998 年起才被要求在年报中披露有关高层管理人员变动方面的信息,而 ST 公司在被特别处理前 2 年已出现经营不善的情况,所以,本文选取 2000—2004 年上海证券交易所和深圳证券交易所发行 A 股的上市公司中被冠以 ST 的上市公司为研究样本,全部 ST 公司共 152 家。上市公司被冠以 ST 可能因为两方面原因,或者出现财务状况异常,或者出现其他状况异常。2000—2004 年 152 家 ST 公司中,147 家属于财务状况异常,5 家属于其他状况异常。财务状况异常的原因主要包括两类:最近两个会计年度审计结果显示的净利润均为负值,计有 78 家;最近一个会计年度审计结果显示其股东权益低于注册资本,即每股净资产低于股票面值,计有 25 家。其中,还有 30 家同时具有以上两类原因。表 1 给出全部 152 家样本公司被特别处理的原因及年度分布情况。

表 1 样本公司被特别处理的原因及年度分布

原因	2000	2001	2002	2003	2004	合计
最近两个会计年度的审计结果显示的净利润均为负值	10	6	21	27	14	78
最近一个会计年度股东权益低于注册资本,即每股净资产低于股票面值	5	1	11	8	0	25
最近两个会计年度的审计结果显示的净利润均为负值,且最近一个会计年度每股净资产低于股票面值	3	11	3	11	2	30
追溯调整导致最近 2 年连续亏损	0	0	0	2	1	3
追溯调整导致最近 2 年连续亏损,最近一个会计年度股东权益低于注册资本	1	0	0	1	0	2
最近一个会计年度股东权益低于注册资本,被注册会计师出具无法表示意见或否定意见的审计报告	0	0	2	5	2	9
其他	0	0	0	3	2	5
合计	19	18	37	57	21	152

2. 变量的定义

(1) 高层管理人员变更。本文所指的高层管理人员变更包括拥有总经理和董事长头衔的个人因披露或没有披露出来的原因被撤换掉原有头衔,这一定义类似于其他学者的通常做法(Weisbach,

1988; Warner et al., 1988; Gilson, 1989; Kaplan, 1994)。总经理和董事长之间的相互调任则不属于高层管理人员变更的范畴(Kang, Shivdasani, 1995)。据本文统计,上市公司年报中对总经理和董事长变更原因的解释大致有如下几种:辞职(被免去或者自动提请)、工作原因(相同词语还包括工作需要、工作调整、工作调动等)、个人原因(包括健康原因、年龄原因、病逝)、公司治理的要求(包括换届、到期、落实证监会公司治理要求而实施的董事长与总经理两职分离)、股权变更(包括大股东变更、股权转让、资产重组等)以及未说明等。表2给出上市公司年报中披露出来的样本公司在被特别处理当年及前两年高层管理人员变动的主要原因。

表2 样本公司在年报中披露的高层管理人员变更原因

类型	原因	被 ST 前 2 年		被 ST 前 1 年		被 ST 当年		合计
		总经理	董事长	总经理	董事长	总经理	董事长	
正常变更	死亡或健康原因	1	0	2	2	1	2	8
	公司治理结构变动——两职合一	1	0	0	0	0	0	1
	其他公司治理结构变动	2	1	2	1	1	0	7
	股权变更	1	3	1	2	1	2	10
	退休	1	0	0	1	0	0	2
业绩不佳	换届选举	4	6	5	16	4	6	41
	免职	2	0	2	6	4	6	20
	工作原因	13	9	13	11	14	17	77
	辞职	10	9	22	6	14	10	71
	个人原因	0	0	0	0	1	0	1
	未说明	4	4	8	15	6	9	46
合计		39	32	55	60	46	52	284

若高层管理人员因年龄、健康及死亡等个人原因而出现变动,则被认为属于正常范围的变动(Coughlan 和 Schmidt, 1985),在我国,上市公司高层管理人员因公司治理和股权变更原因而出现的变动也属于正常变动。但若高层管理人员因其他原因出现变更则应归为公司经营业绩不佳。

(2) 所有权结构。文献显示,所有权结构可以通过高层管理人员持股比例来表示,例如:Morck et al.(1988)、McConnell, Servaes(1990)和Kaplan(1994);或者通过大股东持股比例来表示,例如:Demsetz, Lehn(1985)、Kang, Shivdasani(1995)、Demsetz, Villalonga(2001)以及Volpin(2002)。本文主要采用第一大股东持股比例(A1)来反映大股东持股比例。同时本文加入第二大股东至第五大股东持股比例,用于衡量股权制衡情况。由于第一大股东持股比例和第二至第五大股东持股比例之间存在高度的相关性(本文样本中两者的简单相关系数高达0.9627),为了避免多重共线性问题,本文按照Demsetz和Lehn(1985)的做法,对A1进行如下对数化处理,即: $LA1=LN[A1/(1-A1)]$ 。为了进一步检验不同所有权结构对高层管理人员变更的影响,本文将第一大股东持股比例按照全部样本公司第一大股东平均持股比例另外再分为两组,即第一大股东持股比例较低样本组(第一大股东持股比例<36.1%)和第一大股东持股比例较高样本组(第一大股东持股比例>36.1%)。

(3) 控制变量。在一定的投资者法律保护下,ST公司高层管理人员变更概率可能同时还要受到公司其他因素的影响。为了正确反映一定投资者法律保护下,所有权结构对ST公司高层管理人员的边际影响,本文借鉴Warner et al.(1988)、Gilson(1989)、Kaplan(1994)的研究成果,加入其他可能对高层管理人员变更概率产生影响的控制变量,如总经理年龄或董事长年龄(CEOage/BCage)、董事会规模(NumBOD)、总经理与董事长两职分离(LS)、董事会构成(内部董事比例)(BC)、第二至

第五大股东持股比例的赫芬达尔指数 (H25)、ROE 的增长率 (Growth)、市场调整后的收益率 (Yield)、财务杠杆(Leverage)和总资产(TA)。

3. 检验模型

本文的检验模型如下:

$$\text{Pro}(\text{Turnover}_{it}=1) = \alpha_0 + \alpha_1 \text{LA1} + \sum_{j=1}^{10} \beta_j \text{CV}_{it}^j + \epsilon_{it} \quad (1)$$

其中: $\text{Pro}(\text{Turnover}_{it}=1)$ 为被解释变量, 当样本公司在被 ST 当年及前 2 年出现高层管理人员变更时, 取值为 1, 否则取值为 0; LA1 为对数化处理后的第一大股东持股比例, $\sum_{j=1}^{10} \beta_j \text{CV}_{it}^j$ 为控制变量, ϵ_{it} 为随机干扰项。

三、研究结果及讨论

表 3 给出本文样本公司主要变量的描述性统计数据。可以看出, 2000—2004 年上海证券交易所和深圳证券交易所被 ST 的上市公司中, 公司平均总资产为 20.436 亿元; 第一大股东的平均持股比例为 36.1%, 最高达到 74.4%; 第二至第五大股东的持股比例之和达 40.5%, 最高持有比例为 82.2%; 董事会平均由 9 名董事组成, 最多达到 18 名, 其中内部董事平均仅有 2 名, 最多为 9 名; 董事长的平均年龄超过 47 岁, 总经理的平均年龄接近 45 岁。

表 3 主要变量的描述性统计

	平均值	中位数	最大值	最小值	标准差	样本数
A1	0.361	0.339	0.744	0.074	0.679	256
H25	0.405	0.401	0.822	0.169	0.129	256
BCage	47.62	47.00	67.00	27.00	7.63	256
CEOage	44.92	45.00	63.00	25.00	6.87	256
Leverage	0.676	0.638	2.669	0.078	0.336	256
NumBOD	9.301	9.000	18.000	4.000	2.428	256
BC	2.203	2.000	9.000	0.000	1.640	256
TA	20.436	20.411	23.597	18.073	0.920	256

1. 高层管理人员变更与所有权结构的关系

2000—2004 年间, 152 家被 ST 公司中, 共出现 284 起高层管理人员变更的事件, 平均每年约发生 57 起, 变更概率高达 186.84%。78% 的变更事件均出现在公司被 ST 的前一年或被 ST 当年。董事长和总经理被变更的概率大致相同, 各占 39%。表 4 显示高层管理人员变更与 ST 公司所有权结构之间的 logit 回归结果。从表 4 中可以看出, ST 样本公司中, 在控制其他变量的情况下, 高层管理人员变更与第一大股东持股比例之间的参数估计值为 1.0757 (p 值=0.0729), 说明高层管理人员变更与所有权结构统计上具有显著的正相关关系, 换句话说, 公司所有权结构越趋向集中, 高层管理人员因公司经营不善而被变更的概率相应也会提高。研究结果支持了假设 1, 即第一大股东持股比例是影响 ST 公司高层管理人员变更的显著因素之一。同时, 表 4 也显示, 第二至第五大股东的持股比例与高层管理人员变更之间的参数估计值达 -3.7821 (p 值=0.0238), 第一大股东和第二至第五大股东的持股比例的交乘项与高层管理人员变更之间的参数估计值达 -3.1897 (p 值=0.0709), 两者在统计上均显著, 说明除第一大股东外, 其他大股东对高层管理人员的变动起到制衡作用, 符合 Pagano 和 RÄoell (1998) 以及 Bennedsen 和 Wolfenzon (2000) 关于股东制衡的观点。

表 4 高层管理人员变更与所有权结构关系的实证检验结果

	模型 1		模型 2	
	系数	P 值	系数	P 值
常数项	- 0.0025	0.9874	2.5158	0.4439
LA1	- 0.0043	0.9793	1.0757	0.0729*
NumBOD			- 0.0061	0.9211
BC			- 2.9739	0.0015**
LS			- 0.2399	0.5970
CEOage			- 0.0213	0.2903
BCage			- 0.0383	0.0413**
Yield			- 0.1821	0.6583
TA			0.1135	0.4845
Leverage			0.0843	0.8418
Growth			- 0.0017	0.1488
H25			- 3.7821	0.0238**
H25 \times LA1			- 3.1897	0.0709*
LR 统计量	0.0007		29.0065	
P 值	0.9793		0.0039	
McFadden R ²	0.0000		0.0817	
样本数	256		256	

注: * 表示 10%水平上显著,** 表示 5%水平上显著。

2. 不同所有权结构下高层管理人员的变更概率

表 5 显示第一大股东持股比例高低不同的两个分样本组的主要回归结果。

表 5 不同所有权结构与高层管理人员变更关系的实证检验结果

	第一大股东持股比例较低样本组		第一大股东持股比例较高样本组	
	系数	P 值	系数	P 值
常数项	3.8743	0.4797	4.7013	0.3194
LA1	1.0629	0.5035	3.6133	0.0235**
NumBOD	0.0702	0.4581	- 0.0046	0.9567
BC	- 2.9039	0.0382	- 3.1156	0.0227**
LS	- 1.6985	0.0505	0.1386	0.8333
CEOage	0.0264	0.4621	- 0.0498	0.0703*
BCage	- 0.0672	0.0615	- 0.0348	0.1823
Yield	- 0.5187	0.4332	0.0695	0.8895
TA	0.0405	0.8943	0.1758	0.4193
Leverage	- 0.9436	0.2929	0.6002	0.2732
Growth	- 0.0015	0.2863	- 0.0059	0.1239
H25	- 3.7749	0.1308	- 9.5284	0.0280**
H25 \times LA1	- 3.2118	0.5254	- 8.4731	0.0287**
LR 统计量	21.7225		19.0852	
P 值	0.0408		0.0865	
McFadden R ²	0.1414		0.0950	
样本数	111		145	

注: * 表示 10%水平上显著,** 表示 5%水平上显著。

与表 4 的回归结果相类似,无论是第一大股东持股比例较高的样本组,还是第一大股东持股比例较低的样本组里,高层管理人员变更与公司所有权结构之间的参数估计值都为正,但是,在第一大股东持股比例较低的样本组里,参数估计值只为 1.0629(p 值=0.5035),在统计上并不显著;相反,

在第一大股东持股比例较高的样本组里,参数估计值达 3.6133(p 值=0.0235),在 5%的水平上显著。实证检验证据表明,不同所有权结构对经营不善公司高层管理人员变更概率所起的影响作用不同,在第一大股东持股比例较高的公司里,经营不善公司的高层管理人员更容易受到离职的惩罚,相反,第一大股东持股比例较低的所有权结构对公司高层管理人员变更的作用并不显著。检验证据支持了本文的假设 2,即第一大股东持股比例较高的 ST 公司里,所有权结构对高层管理人员变更的影响作用要高于第一大股东持股比例较低的 ST 公司里所有权结构对高层管理人员变更的影响作用。

同时,从表 5 还可以看出,在第一大股东持股比例较高的样本公司里,第二至第五大股东与高层管理人员变更之间的参数估计值达- 9.5284(p 值=0.0280),第一大股东和第二至第五大股东的持股比例的交乘项与高层管理人员变更之间的参数估计值达- 8.4731(p 值=0.0287),说明第二至第五大股东对第一大股东起到显著的制衡作用;相反,这种制衡作用在第一大股东持股比例较低的样本公司里并没有得到显著的发挥。同样的两个参数估计值分别仅为- 3.7749(p 值=0.1308)和- 3.2118(p 值=0.5254),统计上并不显著。本文的研究检验证据与 Volpin(2002)等人的研究成果相符合。

四、主要结论

通过对 2000—2004 年我国 152 家被特别处理上市公司中 284 起高层管理人员变更样本所进行的实证检验,本文的研究结果表明,大股东持股比例与公司高层管理人员变更之间存在显著的正相关关系,而不同的大股东持股比例对高层管理人员变更产生不同的影响作用。以上证据说明,虽然我国上市公司的所有权高度集中,无论是理论还是实践都对这种集中的所有权结构所带来的种种问题提出了尖锐的批评,但同时我们也应该认识到,现阶段我国尚处于投资者法律保护较差的时期,通过与投资者法律保护在一定程度上的结合,集中的所有权结构能够发挥有效的公司治理的监督与约束作用,特别是当公司已陷入困境、被特别处理的情况下,一个集中的所有权结构能够及时和有效地替换掉失职的管理者,从而有效地提高公司治理水平。

本文的政策性建议如下:在中国投资者法律保护不完善的制度环境里,集中的所有权结构和完善的董事会制度是监督和约束上市公司管理者的两个重要方面。一方面,应该积极地完善上市公司的所有权结构,充分发挥大股东在公司治理中对管理层的监督作用,强调大股东的“主人翁”意识,妥善解决所有者缺位的问题,调动大股东积极参与公司治理的积极性,克服和减少因委托代理关系所产生的股东和管理者的代理成本;另一方面,应该强化董事会作为股东代理人的作用,有效激活董事会作为公司内部治理的核心机制,提高上市公司的董事会治理效率,充分发挥董事会对上市公司,其中特别是经营效益不好的上市公司管理层的监督和控制作用。

本文的理论意义如下:法与金融学是国内外公司治理研究的理论前沿。本文根据中国特殊制度背景的数据所做的实证检验结果支持了 LaPorta, Lopez- de- Silanes, Shleifer, Vishny (2000) 以及 Denis, McConnell(2003) 等人为代表的法与金融学的主要理论观点,即一个好的公司治理结构应该基于对投资者法律保护与所有权结构一定程度上的良好结合。

〔参考文献〕

- [1]Bennedsen, M., and Wolfenzon, D. The Balance of Power in Closely Held Corporations [J]. Journal of Financial Economics, 2000, (58).
- [2]Coughlan, Anne T., and Ronald M. Schmidt. Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance: An Empirical Investigation[J]. Journal of Accounting and Economics, 1985, (7).
- [3]Demsetz, Harold, and Kenneth Lehn. The Structure of Corporate Ownership: Cause and Consequences [J]. Journal of Political Economy, 1985, (93).
- [4]Demsetz, Harold, and Belen Villalonga. Ownership Structure and Firm Performance [J]. Journal of Corporate Finance, 2001, (7).

- [5] Denis, Diane K., and John McConnell. International Corporate Governance[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003, (38).
- [6] Gilson, Stuart C. Management Turnover and Financial Distress[J]. Journal of Financial Economics, 1989, (25).
- [7] Johnson, S., LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. Tunneling[J]. American Economic Review Papers and Proceedings, 2000, (90).
- [8] Kaplan, Steven N. Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany[J]. Journal of Law, Economics, & Organization, 1994, (10).
- [9] Kaplan, Steven N. Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States[J]. Journal of Political Economy, 1994, (102).
- [10] Kaplan, Steven N., and Bernadette A. Minton. Appointments of Outsiders to Japanese Boards Determinants and Implications for Managers[J]. Journal of Financial Economics, 1994, (36).
- [11] Kang, Jun-Koo, and Anil Shivdasani. Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan[J]. Journal of Financial Economics, 1995, (38).
- [12] LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. Investor Protection and Corporate Governance[J]. Journal of Financial Economics, 2000, (58).
- [13] Lins, K. V. Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003, (38).
- [14] McConnell, John, and Henri Servaes. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 27.
- [15] Morck R., A. Shleifer, and R.W. Vishny. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis [J]. Journal of Financial Economics, 1988, (20).
- [16] Mitton, Todd. A Cross-firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis [J]. Journal of Financial Economics, 2002, (64).
- [17] Murphy, Kevin J., and Jerold L. Zimmerman. Financial Performance Surrounding CEO Turnover [J]. Journal of Accounting and Economics, 1993, (16).
- [18] Pagano, Marco, and Ailsa R. Aöell. The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring and the Decision to Go Public[J]. Quarterly Journal of Economics, 1998, (113).
- [19] Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny. A Survey of Corporate Governance[J]. Journal of Finance, 1997, (52).
- [20] Volpin, Paolo F. Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover in Italy[J]. Journal of Financial Economics, 2002, (64).
- [21] Weisbach, Michael S. Outside Directors and CEO Turnover[J]. Journal of Financial Economics, 1988, (20).

Investor Protection, Ownership Structure and Management Turnover in Distressed Firms

SHEN Yi-feng, CHEN Shu-yu, HUANG Juan-juan

(Management School of Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: High ownership concentration is generally regarded as an alternative to the poor investor protection in corporate governance. By a sample of 152 special treatment companies, this empirical study shows that there is a statistically significant positive relation between the controlling shareholder and management turnover. Different ownership structure has a different impact on management turnover in distressed firms. The evidence from this study support the argument by LaPorta et al.(2000).

Key Words: investor protection; ownership structure; management turnover

[责任编辑: 王燕梅]