

“保守”的婚姻: 夫妻共同持股与公司风险承担^{*}

肖金利 潘越 戴亦一

内容提要: 婚姻和性别是影响经济主体风险决策行为的关键因素。本文以 2007—2015 年上市家族企业为样本, 研究实际控制人夫妻共同持股对公司风险承担水平的影响。结果发现, 由夫妻共同持股的家族企业, 其杠杆水平显著更低、现金持有水平显著更高; 妻子持有股份会显著地提高其进入公司任职的概率并且增加公司聘用女性高管的概率, 同时, 乐意与妻子共享股份的丈夫大男子主义倾向更低, 这些因素使得夫妻共同持股公司的风险承担水平显著更低。进一步的研究发现, 夫妻共同持股对公司风险承担的作用受管理层中夫妻双方的亲戚涉入、双方学历差异以及地区婚姻氛围影响。本文同时将婚姻和性别问题与公司财务行为结合, 探讨了“夫妻店”式家族企业的风险承担特点, 发现企业家的夫妻关系具有超出家庭范围的影响, 这为从更广阔的视野理解家族企业的决策模式和财务行为提供了新思路。

关键词: 婚姻 性别 夫妻共同持股 风险承担

一、引言

长期以来, 经济学家认为家庭结构和特征是影响经济发展的重要变量。家庭以婚姻为基础, 而婚姻状况影响着个人健康、寿命、时间的分配甚至风险偏好 (Schmidt & Sevak, 2006; Gellatly & Störmer, 2017)。以美国学者 Becker 为代表的婚姻经济学家把经济学的研究方法引入对婚姻行为和家庭决策的分析中, 认为家庭是经济系统中的一个基本决策单元, 家庭决策对许多经济问题都有决定性影响。基于婚姻经济学领域丰富的研究成果, 财务学文献近年来开始探究婚姻、家庭问题与公司财务行为的关系。Roussanov & Savor (2014) 发现单身 CEO 比已婚 CEO 更加偏好风险, 由其管理的公司的行为也更加激进。Nicolosi & Yore (2015) 考察了 CEO 的婚姻状况与风险承担的关系, 发现 CEO 婚姻重组与公司的风险偏好正相关。Griffin et al. (2017) 基于一家交友网站数据的研究发现, 对婚姻有不忠倾向的 CEO 或 CFO 会增加公司的违规概率。徐莉萍等 (2015) 发现高管的婚变对公司绩效有着深刻的影响, 高管离婚后公司盈利能力下降、股票估值水平下降、股票波动加剧、资本支出减少、负债水平降低。

研究婚姻、家庭与公司财务行为的关系, 家族企业是一类理想的样本。家族企业的控制权被掌握在一个家庭中, 企业决策和家庭决策因此联系在一起, 企业家的家庭成员可能会涉入公司并影响公司行为, 家庭决策很有可能与公司选择发生重合 (Van Auken & Werbel, 2006)。这其中, 企业家夫妻之间的关系更是影响企业行为的关键因素 (Poza & Messer, 2001)。但是在不同的家族企业中, 企业主夫妻涉入公司的程度往往存在差异, 这可能影响家族企业的经营和发展, 这在最近我国资本市场上上市公司实际控制人的婚变事件中有很好的体现。

2017 年 1 月, 上市公司一心堂发布公告称公司控股股东与妻子离婚, 由此引致夫妻间的股权

^{*} 肖金利, 厦门大学管理学院企业管理系, 邮政编码: 361005, 电子信箱: mailjinli@126.com; 潘越 (通讯作者), 厦门大学经济学院金融系, 邮政编码: 361005, 电子信箱: panyue@xmu.edu.cn; 戴亦一, 厦门大学管理学院, 邮政编码: 361005, 电子信箱: yydai@xmu.edu.cn。本文系国家自然科学基金 (71772155, 71572158) 项目资助的阶段性研究成果。作者感谢中组部青年拔尖人才项目以及中央高校基本科研业务费专项资金 (20720171002) 的支持, 感谢匿名审稿人的建设性意见。当然, 文责自负。

分割。但巧合的是,一心堂实际控制人夫妻双方离婚前都拥有上市公司股份,夫妻持股比例分别是33.75%和18.37%。根据公司公告中的披露,双方经一致协商,两人按解除婚姻关系前各自所持有的上市公司股份进行分割,分割后双方持股数量不变,实际控制人由夫妻二人变为丈夫一人。

从《婚姻法》的规定来看,家庭投资公司时,丈夫或妻子单独持股和夫妻共同持股没有区别,配偶是否持有股份及持有的数量并不影响家庭财产权的归属,万一发生婚变引致股份分割,应该是按照双方持股总数进行平等分配。但是从上述一心堂实际控制人的离婚事件中,家族企业实际控制人夫妻初始股权配置状态就决定了最终股权分割的结果。显然,夫妻双方是否持有公司股份有着非常重要的现实意义。通过查阅我国上市家族企业实际控制人的持股情况得知,有超过30%的公司的实际控制人夫妻都共同持有公司股份,这是一种随机选择还是有特殊目的?当夫妻共同持股家族企业,是否意味着婚姻涉入企业的程度更深,家庭决策更有可能影响企业决策?

在家庭投资决策中,家庭整体特征如家庭背景(李雪莲等,2015)、金融可得性(尹志超等,2015)都会对决策产生影响。婚姻是由风险偏好存在差别的两个不同性别的个体组合而成,因此夫妻双方的参与情况及对风险决策的影响是一个重要问题,许多文献发现男女性别在风险态度上存在显著差异(Rosenblitt et al.,2001)。财务学文献也发现在投资和 Company 管理活动中,男性更加激进而女性相对保守。如 Faccio et al.(2016)发现女性 CEO 所管理公司的资产负债率和盈利波动性更低,说明女性 CEO 更规避风险。那么,当夫妻共同持股家族企业时,性别不同的双方会如何进行家族企业的风险权衡?与由夫妻某一方单独持股的公司相比,夫妻共同持股企业的风险决策是否更有可能体现夫妻双方的意志?对这一问题的分析可以将婚姻与财务的研究视角从仅仅关注 CEO 婚姻状况变化,拓展到婚姻存续期间家族企业实际控制人夫妻的持股选择对公司风险承担水平的影响,有利于更加深入地理解性别、婚姻、家庭对公司财务行为的影响。

一些婚姻经济学的文献考察了丈夫和妻子在家庭投资决策中的作用,认为家庭决策一般是由丈夫和妻子共同作出(de Palma et al.,2011; Carlsson et al.,2012),夫妻双方都会在家庭的风险决策中发挥作用(Carlsson et al.,2013; Yilmazer & Lich,2015)。而性别间风险态度的差异在家庭投资决策中也有体现,Jianakoplos et al.(2003)认为家庭作出决策的风险水平可能是丈夫和妻子风险偏好水平的折衷。而且,夫妻双方共同决策不同于单人决策。Bateman & Munro(2005)基于心理实验的研究发现,夫妻双方在共同决策的过程中都害怕“反责”,即担心被对方责备,所以夫妻共同决策和夫妻各自单独决策相比更保守。由于很难直接观察到夫妻双方在决策中的作用,上述研究大多基于心理实验的数据(Carlsson et al.,2012),但实验过程中的资金数量无法与真实的家庭投资决策相提并论,而且主要着眼于养老金、股票投资等小规模家庭投资决策,研究婚姻对家族企业风险决策影响的文献还较为匮乏。Amore et al.(2017)研究了夫妻高管对公司发展的影响,认为由于夫妻双方共同生活、共育子女,因此夫妻双方的利益最容易达成一致,因此由夫妻双方共同领导的企业投资更加长远。Belenzon et al.(2017)利用欧洲各国微型企业数据的研究发现,由夫妻共同拥有的企业投资更少、更少依赖外部资金,但其研究样本大部分是雇员人数只有10人左右的微型家族企业,主要是基于夫妻企业家会更加关注家族和谐和企业传承视角的解释,不一定能类推到大型企业,同时由于微型企业财务数据缺失,该论文也存在遗漏变量等内生性问题。基于以上理论问题和研究文献的不足,本文利用沪深两市上市家族企业数据,实证考察上市家族企业实际控制人夫妻共同持股对公司风险承担水平的影响,与以往的文献相比,本文的贡献在于:

首先,拓展了家庭涉入与家族企业公司财务行为的研究。本文基于婚姻经济学的研究基础,探讨夫妻双方不同的风险偏好对企业决策的影响,将家庭内部夫妻二人决策的视角延伸到由夫妻共同控制的上市家族企业中,利用上市公司公开数据实证检验婚姻关系中丈夫和妻子共同持股一家公司时的风险决策行为,为从更广阔的视野理解企业家的决策模式提供新的思路。

其次,拓展了女性高管和家族企业的相关研究。投资和管理是女性参与商业活动的两大形式,以往财务学领域广泛研究了女性高管的风险态度对公司财务决策的影响,本研究有效弥补现有文献中主要关注女性管理活动这一研究缺憾,证实女性股东是公司实际控制人时,其保守态度同样影响公司的风险承担水平。同时,现有家族企业研究鲜有探讨男性企业家妻子在家族企业中的作用,本文立足于女性越来越多地参与家族企业经营的中国情境,考察实际控制人妻子对上市家族企业风险决策的影响,这也是对家族企业研究文献的丰富和补充。

二、理论构建与研究假设

家族企业是世界上最具有普遍意义的企业组织形态。近四十年来,在私营经济中占绝大比例的家族企业得到了长足的发展。中国有“成家立业”的古训,意思是先成家后立业,在这种文化观念的影响下,中国的家族企业绝大多数都在婚后创立,更有相当部分家族企业是与“枕边人”共同奋斗创立起来的,这类公司被形象地称为“夫妻店”。夫妻同心保持了公司的稳定繁荣和长久经营,使得公司不断发展并实现上市。夫妻店式家族企业在上市过程中,夫妻两人是共同持股还是单独持股,单独持股是由丈夫持股还是妻子持股,是创业夫妻必然面临的选择。从法律的规定来看,夫妻共同持股与丈夫或者妻子单独持股没有本质差别。即使只有丈夫或者妻子一方持有而另一方不持有公司股份,任何一方持有的股份都应认定为夫妻共同财产,夫妻任意一方对股份有平等的处理权,一旦发生离婚,夫妻应当平分家庭共有财产。那么,单独持股或者夫妻共同持股这两种不同的持股安排是否就毫无差别呢?

就相关法律规定而言,夫妻共同持股和夫妻一方单独持股还是有一些不同。首先,《婚姻法》规定,夫妻可以约定婚姻关系存续期间所得的财产以及婚前财产归各自所有、共同所有或部分各自所有、部分共同所有。约定应当采用书面形式,没有约定或约定不明确的,一般会认定为夫妻共有财产。因此,不排除夫妻共同持股可能是夫妻双方一种可能的婚姻财产约定,比如上述一心堂的案例便很好地证实了这一点。其次,《婚姻法》规定,以夫妻共同财产出资而取得股权,登记在夫妻一方名下,未登记一方有权就股权的财产价值主张权利。但是,作为夫妻共同财产的只能是股权代表的价值利益和所带来的收益,未登记一方不能行使知情权、表决权等股东权利。在现实中的确如此,尽管实际控制人通常拥有任命高管的权力,但是极少有未持有公司股份的实际控制人配偶进入公司担任某类职务。在本文的统计样本中,在公司任职的实际控制人配偶,95%以上都持有公司股份,这说明夫妻双方共同持股很有可能是便于配偶能名正言顺地进入公司任职并参与公司决策,行使知情权和表决权。再次,从司法实践来看,婚内持股配偶一方擅自转让股权的效力以“有效”为原则、以“无效”为除外,即未登记为股东的一方以另一方未经授权处分共同共有财产,构成无权处分为由,主张其股权转让合同无效的,因配偶不享有股权不予支持,但转让方与受让方进行恶意串通、能够根据《中华人民共和国合同法》第五十二条应认定为无效的情形除外。因此,尽管公司股权是夫妻共同财产,但是一方是否持有股权显著影响了其对股权的处置权力。结合法律条文和实际案例来看,单独持股和夫妻共同持股确实存在差别。

与丈夫单独持股的公司相比,实际控制人夫妻共同持有家族上市公司股份时,夫妻在婚姻生活中的沟通与公司经营过程中的决策很大程度上发生重合。在婚姻生活中,无论是决策的目标还是决策的过程,都与个体决策都有很大不同。婚姻使决策的目标由个体福利最大化变成了家庭福利最大化,使决策的过程由单人决策变成了夫妻双方共同决策,丈夫和妻子都会对决策施加影响(de Palma et al., 2011; Carlsson et al., 2012),经济生活中一些家庭共同事务如就业和定居地选择、购买保险或者汽车、小孩的教育以及投资决策等,通常不是由一个人作出而是由整个家庭共同作出(Carlsson 2013),家庭决策是家庭成员的联合效用函数,每个家庭成员在决策过程中的权重取决于其

性格特征以及在家庭中的谈判能力(Chiappori,1988; Carlsson et al.,2013; Yilmazer & Lich,2015)。比如家庭的储蓄以及财务决策显著地受决策权力在夫妻之间的分配情况的影响(de Palma et al.,2011)。

一般情况下,妻子更加保守而丈夫更加激进,家庭作出决策的风险水平可能是两者的折衷(Jianakoplos et al.,2003),因此当夫妻共同持股并一起进行公司风险决策时,妻子的保守倾向可能会导致公司的决策更趋谨慎。而且,在一个以男性为主导的社会的家族企业中,如果企业家的妻子持股并参与公司管理,意味着其在家庭中可能有较高的谈判能力,与那些不持有公司股份的妻子相比,持有公司股份的妻子对公司决策的影响应该更大。此外,持有股份甚至参与公司管理的妻子必然熟悉公司的运行情况,能对公司的风险决策作出更加专业的判断,在公司决策中的影响力也会越大。持有股份还说明妻子涉入公司的程度较深,其丈夫会越愿意与其配偶分享与公司相关的信息并寻求其建议(Van Auken & Werbel,2006)。同时,丈夫做决策时是否会充分考虑妻子的利益,很大程度上也取决于妻子对丈夫的有效监督(Ashraf,2009),妻子持有股份通常是为了能参与公司管理,这使妻子更容易监督丈夫,使丈夫减少一些妻子不喜欢的高风险行为。

相对单独持股公司,夫妻共同持股的公司中实际控制人妻子对公司决策的影响力更大,除此之外,婚姻中另一重要的决策方——丈夫的风险态度在两类公司中可能也有所不同。中国自古以来就是一个以男性为主导的父系社会,男性一直有大男子主义传统,丈夫在家庭中的地位一般高于妻子。因此在夫妻股权配置的过程中,也是以丈夫为主导,很多妻子并不持有公司股份。如果妻子持有公司股份,可能意味着这些家庭中的丈夫更加尊重妻子,更愿意听从妻子的意见、考虑妻子的利益、能够接受女性进入公司并参与公司决策,其大男子主义倾向可能较低。如果妻子不持有公司股份,可能说明丈夫在家庭的投资中占据绝对主导地位,其大男子主义倾向可能较为明显。通常,大男子主义倾向越强的企业家性格一般更加强势、更加自信,行为更加激进,管理企业时也会更加风险偏好(Wong et al.,2011; Jia et al.,2014)。大男子主义倾向越弱的企业家性格更加温和、行事相对周全谨慎,行为会更加保守,其企业也更加风险厌恶。

基于上述分析,本文提出如下假设:与由丈夫单独持股的公司相比,由夫妻共同持股公司的风险承担水平更低。

三、研究设计

1. 样本选择和数据来源

为研究夫妻共同持股对家族企业风险承担的影响,本文使用2007—2015年沪深两市上市家族企业为样本。参考相关文献(Anderson & Reeb,2003),本文界定的家族企业定义如下:(1)企业的创始人或者其家族成员为企业第一大股东,并且持有不低于10%公司股份;(2)企业的创始人或者其家族成员是董事会的成员。在这一标准的基础上,本文进一步根据以下流程处理数据:(1)为了使每个公司至少有三年以上财务数据,剔除了2013年之后上市的公司;(2)剔除ST与*ST的上市公司;(3)剔除妻子单独持股的公司,样本期内妻子单独持股的公司只有8家,共50个样本点,说明在中国由女性主导公司发展的情况较为罕见,占总样本的比例只有约1.2%,这样的样本结构使得对妻子单独持股样本进行统计推断的时候不一定能获得准确的结果,因此将这一部分样本剔除;(4)剔除数据存在缺失值的样本。经过以上步骤,本文最终获得613家上市家族企业3933个公司-年样本。实际控制人及其配偶、家属持股及任职数据通过手工搜集招股说明书和公司年报获得。公司特征数据来源于CSMAR金融研究数据库。

2. 变量说明和模型设计

(1) 因变量

企业风险承担水平(RiskTaking):参考以往文献(Faccio et al.,2011; Bernile et al.,2017),本文

采用资产负债比率(Lev)和现金持有水平(Cash)来衡量企业的风险承担水平,其中,负债比率(Lev)是采用总负债占总资产的比重,而现金持有水平(Cash)用公司年末现金及现金等价物总数除以总资产衡量。本文还使用了其它变量替换负债比率和现金持有来衡量公司的风险承担水平进行了稳健性检验。

(2) 自变量

夫妻共同持股(Toge): 本文使用夫妻共同持股虚拟变量(Toge)衡量实际控制人与其配偶双方是否都持有上市家族公司股份。若夫妻双方都持有上市公司股份,则赋值为1,否则赋值为0。

(3) 控制变量

本文借鉴 John et al. (2008)、Faccio et al. (2011)等的做法,以及 Li & Tang(2010)等的研究成果,选取如下公司特征变量:(1)公司规模(Size),为公司总资产的自然对数;(2)盈利能力(ROA),为公司的总资产收益率;(3)成长性(Growth),为公司销售收入的年增速;(4)无形资产占比(Intangible),为年末无形资产净值除以总资产;(5)第一大股东持股比例(Top1);(6)董事会规模(Boardcount);(7)独立董事比例(Indbrate);(8)两职合一(Duality);(9)联合控制虚拟变量(MultiControl),公司由两个及以上个人联合控制取1,否则取0;(10)公司成立年限(Firmage);(11)实际控制人丈夫年龄(Husage);(12)实际控制人丈夫学历(Husedu),用数字1—5分别表示中专及以下、大专、本科、硕士、博士学历;(13)地区人均GDP(GDP)。此外,还控制了行业、年份和上市公司所在省份固定效应。其中,行业虚拟变量(Inddummy)分类设定时,制造业按二级行业划分,其余行业按一级行业划分。本文对连续变量进行了上下1%的缩尾处理,回归中同时使用稳健聚类标准误以消除异方差的影响。

最终,本文构建如下模型检验提出的研究假设:

$$RiskTaking_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Toge_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

四、实证结果

1. 描述性统计结果

(1) 实际控制人夫妻持股情况统计

表1 Panel A 报告了实际控制人夫妻持股比例的基本情况。其中,丈夫持股比例的均值 Hussha 为 0.3167,妻子持股比例 Wifesha 的均值仅有 0.0358。即使只考虑妻子有持股的情况,即当妻子持股数量大于0时,其平均持股比例也只有 0.1038,这说明至少从持股情况来看,妻子在家族企业中的地位弱于丈夫。

Panel B 进一步统计了持股比例不同区间段的数量情况,可以看出,在妻子有持股的样本中,妻子持股比例普遍较低,妻子持股比例在 0.1(10%)以上的样本仅占 37%左右,而接近 95%的丈夫持股比例都高于 0.1(10%),这一悬殊的差异说明在夫妻间持股安排决策上,还是以男性为主导。以上数据说明在中国上市家族企业的股权结构中,男性占有主导优势,但女性如今已经在家族企业中也有相当的影响力。

(2) 夫妻共同持股公司的特征描述

本部分检验单独持股公司和夫妻共同持股公司的特征差异。表2的 Panel A 报告了部分控制变量的均值比较结果,结果显示:第一,规模越小、公司成立年份越长的公司更可能由夫妻共同持股,这说明在小规模公司中妻子话语权相对更大;第二,共同持股公司的无形资产投资更多;第三,共同持股公司实际控制人夫妇中的丈夫学历显著更低,说明丈夫学历较低时,在决策中可能越需要妻子的参与。其它公司特征在上述两类公司中均没有显著差别。

表 1 实际控制人夫妻持有股份的样本数量及持股数量描述性统计

Panel A					
变量	均值	标准差	最小值	最大值	样本量
Hussha	0.3167	0.1520	0.0006	0.6970	3933
Wifesha	0.0358	0.0828	0.0000	0.6379	3933
Wifesha > 0	0.1038	0.1132	0.0001	0.6379	1359

Panel B					
	样本量	比例		样本量	比例
Wifesha < 0.1	856	62.99%	Hussha < 0.1	218	5.38%
0.1 ≤ Wifesha	503	37.01%	0.1 ≤ Hussha	3721	94.62%
合计	1359	100%	合计	3933	100%

表 2 夫妻共同持股公司特征描述

Panel A			
Variables	单独持股	共同持股	差值
Size	21.4017	21.3269	0.0747 ^{**}
Intangible	0.0416	0.0437	-0.0021 [*]
Indbrate	0.3712	0.3745	-0.0033 [*]
Firmage	13.1597	13.557	-0.3974 ^{**}
Husedu	3.0839	3.0324	0.0515 [*]

Panel B			
Variables	丈夫单独持股	夫妻共同持股	差值
Male	6.3692	6.3472	0.0220 [*]

表 2 的 Panel B 报告了丈夫大男子主义倾向的均值比较结果。本文利用中国综合社会调查中的相关数据来度量男性实际控制人的大男子主义程度。中国综合社会调查问卷中“你是否同意男人以事业为重,女人以家庭为重这一说法”、“你是否同意男性能力天生比女性强这一说法”这两个调查问题直接体现了个体的大男子主义倾向,问题要求被调查对象选择从 1 到 5 五个选项中的任意一个作为对上述两种观念的认可程度,数字越大表示越认可该观点。本文筛选出调查对象为男性的样本,然后取全省的平均值度量该省整体的大男子主义倾向 Male。然后利用实际控制人的家乡信息匹配得到相应公司中丈夫的大男子主义倾向。Panel B 的均值检验的结果,这一变量在两类公司间存在显著差别。总体来看,相对于丈夫单独持股的公司,夫妻共同持股公司中的丈夫的大男子主义倾向更不严重,对女性更加尊重。

(3) 妻子任职情况与家族成员涉入情况统计

表 3 的 Panel A 统计了上市家族企业中妻子持股与担任高管的情况。在非夫妻共同持股 (Toge = 0) 的 2574 个公司-年样本中,仅有 55 个公司-年样本存在妻子担任高管的情况,占比约 2%。而在夫妻共同持股 (Toge = 1) 的 1359 个样本中,妻子进入公司管理层的比例达 36%。这说明家族企业并不会随意让实际控制人的妻子进入公司管理层,一般只有在实际控制人的妻子持有公司股份的情况下才会进入公司管理层,反过来也说明妻子持股可能是为了让妻子能以正当的名义进入公司的管理层。

表 3 妻子任职情况及亲戚涉入情况统计

Panel A			
Variables	妻子不参与管理	妻子参与管理	合计
Toge = 0	2519(97. 86%)	55(2. 14%)	2574
Toge = 1	871(64. 09%)	488(35. 91%)	1359
Total	3390	543	3933
Panel B			
Variables	单独持股	共同持股	差值
Num_sha	1. 0132	1. 5835	-0. 5703 ***
Num_TMT	0. 5622	0. 7123	-0. 1501 ***

表 3 的 Panel B 统计了丈夫单独持股和夫妻共同持股的公司亲戚涉入公司股权及管理层的状况。其中 Num_sha 代表双方亲戚持股人数; Num_TMT 统计的是双方亲戚在公司任职人数。数据显示,在夫妻双方共同持股的公司中,持股亲戚的人数和在公司任职的亲戚人数显著更多。这也再次说明夫妻共同持股的公司与单独持股的公司确实存在差别。

(4) 因变量的均值检验

表 4 列出了本文主要因变量的均值检验结果,可以看出,由夫妻共同持股的公司,其杠杆比例显著更低,现金持有水平显著更高。这初步证实了本文的研究假设,即由夫妻双方共同持股的公司,其风险承担水平更低。

表 4 风险承担水平的均值比较

Variables	单独持股	共同持股	差值
Lev	0. 3425	0. 3168	-0. 0257 ***
Cash	0. 2401	0. 2499	0. 0098 *

2. 基本回归结果

表 5 报告了基本回归结果。列(1)的因变量是公司杠杆比率 Lev, Toge 的估计系数在 1% 的水平上显著为负,说明相对丈夫单独持股的公司,由夫妻共同持股公司的杠杆比率更低。列(2)的因变量为公司的现金持有量 Cash, Toge 的估计系数显著为正,说明由夫妻共同持股公司的现金持有量更多。基本回归结果证实了本文的研究假设,即如果家族企业实际控制人夫妻都持有公司股份,公司的杠杆率更低,现金持有水平更高,这两者都说明公司的风险承担水平显著更低。

表 5 基本回归结果^①

	(1)	(2)
	Lev	Cash
Toge	-0. 013 *** (0. 005)	0. 013 ** (0. 005)
控制变量	控制	控制
Adj. R ²	0. 529	0. 435
观测值数	3933	3933

注: ***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。以下各表同。

^① 囿于篇幅,本文没有报告控制变量的估计结果,留存备索。

从控制变量的结果来看,主要控制变量基本上显著,符号也与现有文献大致相符。总体上来说,规模越小、盈利能力越强、成长性越差、无形资产越少、成立年份越短的公司风险决策更谨慎;董事长和总经理两职合一的公司,其风险承担水平也比较低;年龄越大的企业家决策相对保守。需要指出的是,联合控制的虚拟变量 MultiControl 的估计系数显著与 Toge 的系数符号相反,即由非夫妻关系的两人或多人联合控制的公司的风险承担水平显著更高,这说明并不是联合控制这一特征导致由夫妻共同持股的公司其风险承担水平显著低于其它公司。

3. 内生性检验

(1) 工具变量回归

本文的研究可能存在内生性问题。公司的风险承担水平可能反过来也影响夫妻对公司未来预期的分歧,而导致夫妻在上市之时进行股权共同配置。为了控制这种反向因果可能导致的内生性问题,本文用上市公司注册所在省级行政区的贞节牌坊总数量作为夫妻股权配置 Toge 的工具变量重新进行回归,数据来源于赵媛等(2016)从中国各省市旅游局公布的文物保护单位名单、各大网站旅游景点介绍以及相关书籍中收集到全国各省区内的贞节牌坊数量。^①地区贞节牌坊数量是一个地区性变量,体现了该地区女性受家庭传统文化影响的程度,贞节牌坊数量越多的地方,对女性三从四德的要求越严格,女性越传统越保守,其社会地位和家庭地位越低,因此,该地区的女性越不可能在家族企业中持有公司股份。但是上市公司的风险承担水平不会直接影响地区的贞节牌坊数量这一历史变量,同时,贞节牌坊数量本身也不直接影响上市公司的风险承担水平。因此,贞节牌坊数量是一个比较合适的工具变量。

表6 工具变量回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Toge	Lev	Cash	Lev	Cash
Paifang	-0.003** (0.001)			0.002*** (0.000)	-0.001*** (0.000)
Toge		-0.655* (0.344)	0.496* (0.284)		
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
Adj. R ²	0.159	0.486	0.455	0.500	0.417
观测值数	3933	3933	3933	3933	3933

由于工具变量是一个地区变量,包含较多的信息量。本文尽可能地增加了一些地区层面的控制变量以控制工具变量中可能包含的其它影响研究结论的信息。具体增加了地区离婚率、是否是副省级城市的虚拟变量、樊纲市场化指数、地区的银行竞争指数等变量。表6报告了工具变量回归结果,列(1)为第一阶段回归结果,贞节牌坊数量 Paifang 对夫妻股权配置的影响显著为负,符合本文预期,即一个地区的贞节牌坊数量越多,该地区女性的社会地位越低,家族企业实际控制人的夫妻越不可能共同持股。列(2)一列(3)为第二阶段回归结果,可以看出,Toge 的工具变量估计结果依然显著,符号与基本回归结果一致。弱工具变量的检验结果均远大于10,拒绝了存在弱工具变量的原假设,符合经验法则。列(4)和列(5)的缩略式回归结果也都在1%的置信水平下显著,符号也符合预期。这一结果表明,在解决内生性问题之后,本文的结论依然成立。

(2) 基于 PSM 方法的检验

本文均值检验部分的结果显示夫妻共同持股的公司与单独持股的公司在公司规模、公司年龄

^① 作者感谢南京师范大学赵媛教授、郝丽莎副教授慷慨提供牌坊数据。

等方面存在显著差别,因此还可能存在样本选择偏误问题。鉴于此,本文运用PSM(倾向得分匹配)方法对该内生性问题进行控制。本文将夫妻共同持股的公司设定为处理组,将单独持股公司设置为控制组,然后进行一对一的样本匹配以缓解样本选择偏误问题。第一阶段的因变量为夫妻共同持股虚拟变量,然后根据得分值进行匹配,获得处理组和对照组样本量共2708。重新回归的结果显示本文的结论同样成立。^①

(3) 安慰剂检验

上述研究结果表明,夫妻共同持股显著抑制了公司的风险承担水平,但是从《婚姻法》的规定来看,即使丈夫或者妻子不持有上市公司的股份,丈夫或妻子拥有的上市公司的股权也可能是属于家庭共有财产。这是否意味着丈夫或者妻子并不需要持有公司股份呢?换句话说,共同持股是否只是偶然事件而并没有包含丈夫或者妻子有意共同持股的信息呢?前面描述性统计分析阶段已经发现这两类公司的特征有显著差别,在一定程度上说明夫妻共同持股并不是一种随机选择。本文进一步通过安慰剂检验方法进行验证。如果夫妻共同持股确实只是家庭的一种随机选择,那么通过随机指定与原有样本数量相同的公司为夫妻共同持股公司,这些公司的风险承担水平同样较低,就说明本文的研究结论并不成立,即夫妻共同持股对公司风险承担水平没有显著影响。反之,如果通过随机选择公司为夫妻共同持股的公司,但是并不能发现这些随机指定的样本公司的风险承担水平显著更低,则可以证实夫妻共同持股对公司风险承担水平确实有实质性的影响,同时也说明夫妻之间的这种股权配置行为确实产生了影响。

为了检验上述分析,本文按如下步骤进行安慰剂检验:①每个公司随机分配是否夫妻共同持股;②将随机分配的共同持股变量与公司风险承担水平回归;③重复步骤①和步骤②2000次。结果显示本文构造的虚拟处理效应并不存在,表明夫妻共同持股确实降低了公司的风险承担水平,再次验证了本文主要结论的稳健性。

4. 机制检验

(1) 妻子任职与公司风险承担

在描述性统计部分,本文已经发现上市公司不会随意安排实际控制人的妻子进入公司管理层,一般只有在实际控制人的妻子持有公司股份的前提下才会进入公司管理层。这也说明持股是为了使妻子能以正当的名义参与公司管理,而进入公司的管理层将使妻子更加了解公司的运行,并参与公司的决策,从而在公司的风险决策中施加影响。

本部分将检验妻子任职是否是夫妻共同持股影响公司风险承担水平的一条有效途径,本文设置两个虚拟变量Onlysha和WifeTMT,当妻子持股但不参与公司管理时Onlysha取值为1,否则为0;当妻子持股且参与公司管理时WifeTMT取值为1,否则为0。表7列(1)—列(2)将Onlysha和WifeTMT同时加入回归。列(3)—列(4)剔除妻子任职的样本并且把Onlysha单独加入回归,结果显示妻子只持股不参与管理也会影响公司的风险承担水平,但是估计系数有所减小。列(5)—列(6)进一步将样本限定在夫妻共同持股的公司,即在妻子有持股的前提下,考察妻子在公司任职对风险承担的影响,结果说明如果妻子有持股同时在公司任职,则对公司风险承担的负向影响更大,说明妻子参与公司管理能够更有效影响公司决策。

(2) 女性高管与公司风险承担

除了妻子可能通过持股并亲自在公司担任高管职务,进而影响公司决策之外,本文认为,实际控制人的妻子持有公司股份,还有可能影响公司聘用女性高管的倾向。现有文献表明,女性高管通常比男性高管更加风险厌恶,如果妻子持股增加了公司聘用女性高管的数量,则更多的女性高管可

^① 囿于篇幅,本部分回归结果没有在正文中列出,留存备索。

表7 妻子任职与公司风险承担

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Lev	Cash	Lev	Cash	Lev	Cash
Onlysha	-0.007 (0.006)	0.005 (0.006)	-0.011* (0.006)	0.006* (0.003)		
WifeTMT	-0.026*** (0.007)	0.013* (0.007)			-0.033*** (0.009)	0.036*** (0.010)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj. R ²	0.529	0.406	0.496	0.413	0.555	0.429
观测值数	3933	3933	3390	3390	1359	1359

能会降低公司的风险承担水平。为了检验这一可能的影响途径,本文统计了公司除实际控制人妻子之外的女性高管占总高管的比例。首先考察了妻子持股与女性高管比例的关系,表8列(1)的因变量为女性高管比例 Female_rate,解释变量为夫妻共同持股的虚拟变量 Toge。结果显示,Toge的估计系数显著为正,说明妻子持股显著增加了公司聘用女性高管的倾向。列(2)一(3)将女性高管比例加入回归重新估计结果,可以看出 Toge 的估计系数依然显著且符号与之前一致,但是系数有所减小。Female_rate 的估计系数通过显著性检验,说明女性高管越多的公司,其风险承担水平越低,与现有文献结论一致。以上实证结果说明,妻子持股之后会增加公司聘用女性高管的倾向,从而使公司的风险承担水平也更加保守。

(3) 丈夫的大男子主义倾向与公司风险承担

前文指出,中国是一个性别观念比较传统的国家,公司的股权配置上也以丈夫为主导。丈夫对妻子的态度可能会影响夫妻间的股权配置。如果分割部分股份让妻子持有,一定程度上说明丈夫可能更加尊重妻子,更愿意接受妻子的意见、考虑妻子的利益,其大男子主义观念可能较弱。如果是这样,就意味着夫妻共同持股对风险承担水平的影响除了受妻子参与公司决策的影响,也有可能是因为这些丈夫更加尊重妻子,性格更加温和,大男子主义倾向更不严重。而这也也会影响企业的风险承担水平。因此,本部分尝试检验丈夫的大男子主义倾向对企业风险决策的影响。

在实证研究中难以获得也无法评估企业家个人的性格特征,本文用男性企业家家乡地区整体的大男子主义倾向来近似替代男性企业家个人的性格特点。首先检验分割股份给妻子这类丈夫的大男子主义倾向是否更低。需要说明的是,虽然丈夫可能来自于大男子主义倾向较高的地区,但是公司注册所在地区的家庭男性主导倾向有可能不高,因而也会对丈夫的大男子气概倾向产生影响。因此本文控制了实际控制人籍贯与公司所在省份是否为异地这一虚拟变量(Nonlocal),以进一步证实丈夫的大男子主义倾向是丈夫个人的异质性所导致的。表8列(4)的结果显示 Toge 变量均显著为负,说明共同持股的公司中,实际控制人夫妇的丈夫一方更有可能来自大男子主义倾向不严重的地区,对女性更加尊重,性格可能更加温和。

接下来进一步检验丈夫的大男子主义倾向与公司风险承担的关系。列(5)和列(6)报告的结果显示,丈夫的大男子主义倾向与公司风险承担水平显著正相关,即丈夫的大男子主义倾向越严重,公司的风险承担水平越高;反之,丈夫的大男子主义倾向越低,公司的风险承担水平越低。与基本回归结果相比,加入大男子主义倾向变量之后,夫妻共同持股 Toge 的估计系数略有减小,这些结果证实了共同持股对风险承担水平的影响,部分是由于这些丈夫的大男子主义倾向较低所导致的。

(4) 代理问题与风险承担

在家庭内部决策中,决策主体是夫妻双方,由于风险偏好不同,夫妻在家庭决策时会存在着“代理问题”。如果妻子能更好地监督丈夫,丈夫更有可能作出有利于妻子的决策(Ashraf 2009)。

考虑到夫妻风险偏好的不同,如果妻子在家庭决策中的影响力越大,家庭作出的决策风险水平就越低,反之则越高。

表 8 女性高管、丈夫大男子主义倾向与公司风险承担

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Female_rate	Lev	Cash	Male	Lev	Cash
Toge	0.008** (0.003)	-0.012** (0.005)	0.011** (0.005)	-0.037** (0.017)	-0.013*** (0.005)	0.013** (0.005)
Female_rate		-0.092*** (0.024)	0.163*** (0.028)			
Male					0.009* (0.005)	-0.010** (0.005)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj. R ²	0.412	0.530	0.441	0.103	0.493	0.410
观测值数	3933	3933	3933	3904	3904	3904

注: 在使用社会调查数据时,香港、澳门、台湾三个地区数据缺失,29个样本观测值中家族企业实际控制人来自这三个地区,从而样本观测值数减少为3904。

但是,作为实际控制人的丈夫和妻子进行家族企业的决策时,夫妻双方是一个利益一致的“家庭整体”,可能会将公司内部除夫妻之外的其他非家族股东看作外人。由于家族企业中实际控制人与其他非家族股东之间存在代理问题,实际控制人有较强的动机派驻更多的一致行动人进入董事会或管理层,以获得更多的决策权和表决权。这就可能存在着如下的可能性:妻子持股,只是丈夫作为实际控制人为了让妻子进入管理层的一种制度或利益安排。相比于丈夫单独持股,夫妻共同持股可能意味着更多的实际控制人家庭成员进入管理层,这会导致实际控制人与其他(非家族)股东之间的代理问题更大。而大股东与中小股东间的代理问题越严重,企业风险承担水平可能会越低(Coles et al., 2006; John et al., 2008; Li et al., 2013)。因此,代理成本理论是本文结论的一种可能解释。

对此,本文分两步进行探讨:首先检验夫妻共同持股与代理成本的关系;其次检验代理成本对公司风险承担的影响。本文使用大股东占款和公司的关联交易来衡量公司的大股东和其他中小股东之间的代理成本。结果显示,夫妻共同持股对代理成本的估计系数都不显著,这说明夫妻共同持股并没有增加公司代理成本。第二步的检验发现,大股东占款能显著提升公司的风险承担水平,但关联交易的影响不显著。综合来看,夫妻共同持股通过提高公司代理成本进而降低公司风险承担水平的这一渠道在前后两个环节上都没有得到验证,代理成本理论并不能解释本文的结论,更有可能是由于夫妻双方的风险偏好影响共同持股公司的风险承担水平。^①

5. 进一步研究

(1) 夫妻亲戚涉入与风险承担

中国向来有任人唯亲的传统,在家族企业中,企业家的亲戚涉入公司管理是一种常见现象。前文描述性统计结果显示,在夫妻共同持股的企业中,丈夫和妻子双方的亲戚涉入公司的人数明显更多,而双方亲族彼此力量的牵制对各自决策的影响同样很重要。在中国文化中,亲戚的称谓区分清晰,亲戚的地位和关系亲密度也十分分明。一般而言,血亲的亲密度会高于姻亲。这在家族企业的亲属身上也有体现。例如,上市公司梦洁股份实际控制人的妻姐也持有公司股份,并且与实际控制人结成了一致行动人关系。但是2017年1月,实际控制人与妻子离婚,一致行动关系也就此解除,实际控制人妻子与其姐两人结成了新的一致行动人,为了阻止前妻及其一致行动人获得公司控制权,梦洁

^① 囿于篇幅,本部分回归结果没有在正文中列出,留存备索。

股份的实际控制人与另外四位重要股东分别签署了《表决权委托协议》,即后四人将其所持股份的表决权委托给实际控制人一人。这些一致行动人的股权比例因此比前妻姐妹高出10个百分点而避免丧失控制权。从这个案例可以看出,在关键时刻,公司股东中的血亲亲戚一般会站在自己一方,无论丈夫还是妻子,自己的血亲涉入公司的人数越多,在公司中支持自己的力量越强。安排亲戚进入公司任职也可以看作是丈夫或者妻子影响力的重要体现,如果妻子一方涉入公司管理层的亲戚人数越多,说明妻子在公司的后盾越强,影响力越大,这可能会导致妻子在公司风险决策中的影响力也越强。

为了证实这一点,本文分别统计了上市公司管理层中的妻子亲戚和丈夫亲戚的人数,然后获得妻子高管亲戚与丈夫高管亲戚人数之差 $Rela_TMT_gap$,与共同持股变量 $Toge$ 进行交乘并加入回归。表9列(1)–(2)报告了估计结果。可以看出,当女方亲戚涉入公司管理层的人数越多时,夫妻共同持股对公司风险承担水平的负向影响越显著,这说明如果妻子在公司中的亲戚数量多于丈夫一方,妻子在公司决策中的话语权会更多,其保守倾向对决策的影响力更大。

表9 进一步研究结果

	亲戚涉入的影响		教育水平差异的影响		地区离婚率的影响	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Lev	Cash	Lev	Cash	Lev	Cash
$Toge$	-0.010* (0.005)	0.010* (0.006)	-0.012** (0.005)	0.012** (0.006)	-0.059*** (0.018)	0.065*** (0.021)
$Toge \times Rela_TMT_gap /$ $Wife_Edu/Div_Rate$	-0.034** (0.016)	0.035** (0.016)	-0.046* (0.027)	0.093* (0.049)	0.021*** (0.008)	-0.024*** (0.009)
$Rela_TMT_gap /$ $Wife_Edu/Div_Rate$	0.029** (0.012)	-0.031*** (0.012)	0.031 (0.040)	-0.090** (0.045)	-0.015 (0.012)	0.016 (0.015)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj. R ²	0.529	0.408	0.529	0.436	0.529	0.436
观测值数	3933	3933	3933	3933	3933	3933

(2) 夫妻教育水平差异与风险承担

夫妻双方还存在其它一些重要差别,教育水平是其中一个重要方面。教育水平是个体能力的重要反映,教育水平越高,能力越强。在家庭中,夫妻之间同样会存在教育水平的差异,而这也可能影响夫妻双方在共同决策过程中的影响力。一般而言,教育水平越高的人,在共同决策过程中越可能得到对方的信任而起主要作用。为了检验夫妻教育水平对结果的影响,本文设置一个代表妻子教育水平更高的虚拟变量 $Wife_Edu$,并与夫妻持股变量 $Toge$ 交乘并重新估计系数。表9列(3)–(4)的结果表示,交乘项系数均显著。这一结果说明,夫妻间教育水平的差异显著影响着双方在共同决策中的作用。妻子的教育水平越高,妻子在决策中的作用可能越大,共同持股对风险承担的负向影响更强。

(3) 地区离婚率与公司风险承担

本文探讨夫妻共同持股对公司风险承担水平的影响,夫妻间的感情应该是影响夫妻共同持股时双方发挥作用的关键影响因素。但是具体夫妻间的感情通常无法准确地获取,一个地区整体的夫妻关系则可以衡量。比如,地区离婚率是体现一个地区夫妻间关系的重要指标,离婚率越高的地方,家庭氛围可能相对较差,而离婚率越低的地方,夫妻之间的感情可能相对较好。那么,在离婚率越高的地方,丈夫经营家族企业可能未必听从妻子的观点,同时夫妻双方的家庭观念没那么浓重,因此经营家族企业可能更加激进。因此,地区离婚率可能会削弱夫妻共同持股对风险承担水平的影响。

为了验证上述分析,本文搜集了全国地级城市的离婚率数据 Div_Rate ,然后用公司注册所在地的离婚率与夫妻共同持股变量 $Toge$ 交乘并加入回归,表9列(5)–(6)报告了回归结果。可以

看出,交乘项的系数都显著,且与 Toge 的系数符号相反,说明地区的离婚率确实显著地削弱了夫妻共同持股对风险承担水平的影响,支持了本文的分析。

(4) 其他稳健性检验

为了检验结果的稳健性,本文还进行如下稳健性检验:(1) 考察夫妻共同持股对公司金融杠杆水平的影响,金融杠杆水平用(净利润+所得税费用+财务费用)/(净利润+所得税费用)衡量。实证结果表明夫妻共同持股公司的金融杠杆水平更低,这与前文结论一致。(2) 考察夫妻共同持股对公司债务发行规模的影响。债务发行规模用当年新发行的有息债务总量/总资产衡量。结果显示夫妻共同持股公司发行债务的倾向越低,说明公司的风险决策越保守,与本文预期符合。(3) 考察夫妻共同持股对公司每年净增加的债务规模的影响,净增加债务规模用(新发行的有息债务-偿还的有息债务)/总资产衡量。结果显示,夫妻共同持股对净增加的债务规模有显著的负向影响,再一次验证了由夫妻共同持股的公司其风险承担水平显著更低。(4) 更高的风险承担意味着公司未来现金流的不确定性增加,已有文献也采用公司盈利的波动性度量风险承担水平(Coles et al., 2006; Li et al., 2013) 本文同样采用公司 ROA 的波动性度量风险承担水平以验证结论的稳健性。参考现有文献,本文首先对 ROA 进行行业调整,然后用年份滚动的方法计算公司未来三年经过行业调整的 ROA 的标准差。结果显示夫妻共同持股公司的盈利波动性也显著更小,再一次验证了由夫妻共同持股的公司其风险承担水平显著更低。^①

五、启示

本文的启示在于:

首先,随着社会的进步,传统观念中女性主要负责相夫教子的角色设定正在逐渐弱化,越来越多的女性参与到家族企业的创业和经营管理之中。现有文献已经证实女性高管会影响公司财务行为,本文则从家族企业实际控制人夫妻共同持股的新视角,证实了夫妻间的持股安排会显著影响公司的风险承担水平,这有助于更好地理解女性在市场经济运行过程中的作用及地位。

其次,夫妻关系是影响夫妻股权配置进而影响家族企业风险承担水平的重要因素。本文的研究发现,婚姻中的股权配置体现出夫妻双方的地位平等程度,乐意与妻子共享股份的丈夫的大男子主义倾向较低,这一性格特征映射到家族企业的公司财务行为之中,表现为更加保守的风险态度。积极关注企业家的家庭和婚姻特征有助于深入理解上市家族企业的财务决策模式,从而为市场中的利益相关者研判上市家族企业的经营风险、投资价值提供有效的参考依据。不仅如此,本文的研究表明,正是企业家夫妻双方的相互配合、共同决策才使家族企业的决策更加谨慎稳妥。因此,企业家的夫妻关系具有超出家庭范围的经济影响。这从一个新的角度再次验证了婚姻经济学文献认为家庭结构和特征是影响经济发展的重要变量这一观点。

参考文献

- 李雪莲、马双、邓翔 2015 《公务员家庭、创业与寻租动机》,《经济研究》第 5 期。
- 徐莉萍、赖丹丹、辛宇 2015 《不可承受之重: 公司高管婚变的经济后果研究》,《管理世界》第 5 期。
- 尹志超、吴雨、甘犁 2015 《金融可得性、金融市场参与和家庭资产选择》,《经济研究》第 3 期。
- 赵媛、麻勤、郝丽莎 2016 《中国现存牌坊文化遗迹的地域分异及成因》,《地理研究》第 10 期。
- Amore, M. D., Miller, D., Le Breton-Miller, I., and Corbetta, G., 2017, “For Love and Money: Marital Leadership in Family Firms”, *Journal of Corporate Finance*, 46, 461—476.
- Anderson, R. C., and Reeb, D. M. J., 2003, “Founding-family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500”,

^① 囿于篇幅,本部分回归结果没有在正文中列出,结果留存备案。

Journal of Finance ,58(3) ,1301—1328.

Ashraf ,N. ,2009, “Spousal Control and Intra-Household Decision Making: An Experimental Study in the Philippines” ,*American Economic Review* ,99(4) ,1245—1277.

Bateman ,I. ,and Munro ,A. ,2005, “An Experiment On Risky Choice Amongst Households” ,*Economic Journal* ,115(502) ,C176—C189.

Belenzon ,S. ,Pataconi ,A. ,and Zarutskie ,R. ,2016, “Married to the Firm? A Large-scale Investigation of the Social Context of Ownership” ,*Strategic Management Journal* ,37(13) ,2611—2638.

Bernile ,G. ,Bhagwat ,V. ,and Rau ,P. R. ,2017, “What Doesn't Kill You Will Only Make You More Risk-Loving: Early-Life Disasters and CEO Behavior” ,*Journal of Finance* ,72(1) ,167—206.

Carlsson ,F. ,He ,H. ,Martinsson ,P. ,Qin ,P. ,and Sutter ,M. ,2012, “Household Decision Making in Rural China: Using Experiments to Estimate the Influences of Spouses” ,*Journal of Economic Behavior and Organization* ,84(2) ,525—536.

Carlsson ,F. ,Martinsson ,P. ,Qin ,P. ,and Sutter ,M. ,2013, “The Influence of Spouses On Household Decision Making Under Risk: An Experiment in Rural China” ,*Experimental Economics* ,16(3) ,383—401.

Chiappori ,P. A. ,1988, “Rational Household Labor Supply” ,*Econometrica* ,56(1) ,63—90.

Coles ,J. ,Daniel ,N. ,and Naveen ,L. ,2006, “Managerial Incentives and Risk-Taking” ,*Journal of Financial Economics* ,79(2) ,431—468.

de Palma ,A. ,Picard ,N. ,and Ziegelmeyer ,A. ,2011, “Individual and Couple Decision Behavior Under Risk: Evidence On the Dynamics of Power Balance” ,*Theory and Decision* ,70(1) ,45—64.

Faccio ,M. ,Marchica ,M. ,and Mura ,R. ,2011, “Large Shareholder Diversification and Corporate Risk-Taking” ,*Review of Financial Studies* ,24(11) ,3601—3641.

Faccio ,M. ,Marchica ,M. T. ,and Mura ,R. ,2016, “CEO Gender , Corporate Risk-taking , and the Efficiency of Capital Allocation” . *Journal of Corporate Finance* ,39 ,193—209.

Gellatly ,C. ,and Störmer ,C. ,2017, “How Does Marriage Affect Length of Life? Analysis of a French Historical Dataset From an Evolutionary Perspective” ,*Evolution and Human Behavior* ,38(4) ,536—545.

Griffin ,J. M. ,Kruger ,S. A. ,and Maturana ,G. ,2017, “Do Personal Ethics Influence Corporate Ethics?” ,SSRN Working Paper ,<https://ssrn.com/abstract=2745062>.

Jia ,Y. ,Van Lent ,L. ,and Zeng ,Y. ,2014, “Masculinity , Testosterone , and Financial Misreporting” ,*Journal of Accounting Research* ,52(5) ,1195—1246.

Jianakoplos ,N. A. ,Bajtelsmit ,V. L. ,and Bernasek ,A. ,2003, “How Marriage Matters to Pension Investment Decisions” ,*Journal of Financial Service Professionals* ,57(2) ,48—57.

John ,K. ,Litov ,L. ,and Yeung ,B. ,2008, “Corporate Governance and Risk-Taking” ,*Journal of Finance* ,63(4) ,1679—1728.

Li ,J. ,and Tang ,Y. I. ,2010, “CEO Hubris and Firm Risk Taking in China: The Moderating Role of Managerial Discretion” ,*Academy of Management Journal* ,53(1) ,45—68.

Li ,K. ,Griffin ,D. ,Yue ,H. ,and Zhao ,L. ,2013, “How Does Culture Influence Corporate Risk-Taking?” ,*Journal of Corporate Finance* ,23 ,1—22.

Nicolosi ,G. ,and Yore ,A. S. ,2015, “I Do: Does Marital Status Affect How Much CEOs Do?” ,*Financial Review* ,50(1) ,57—88.

Poza ,E. J. ,and Messer ,T. ,2001, “Spousal Leadership and Continuity in the Family Firm” ,*Family Business Review* ,14 ,25—35.

Rosenblitt ,J. C. ,Soler ,H. ,Johnson ,S. E. ,and Quadagno ,D. M. ,2001, “Sensation Seeking and Hormones in Men and Women: Exploring the Link” ,*Hormones and Behavior* ,40(3) ,396—402.

Roussanov ,N. ,and Savor ,P. ,2014, “Marriage and Managers' Attitudes to Risk” ,*Management Science* ,60(10) ,2496—2508.

Schmidt ,L. ,and Sevak ,P. ,2006, “Gender , Marriage , and Asset Accumulation in the United States” ,*Feminist Economics* ,12(1—2) ,139—166.

Van Auken ,H. ,and Werbel ,J. ,2006, “Family Dynamic and Family Business Financial Performance: Spousal Commitment” ,*Family Business Review* ,19(1) ,49—63.

Wong ,E. M. ,Ormiston ,M. E. ,and Haselhuhn ,M. P. ,2011, “A Face Only an Investor Could Love CEOs' Facial Structure Predicts Their Firms' Financial Performance” ,*Psychological Science* ,22(12) ,1478—1483.

Yilmazer ,T. ,and Lich ,S. ,2015, “Portfolio Choice and Risk Attitudes: A Household Bargaining Approach” ,*Review of Economics of the Household* ,13(2) ,219—241.

Couples' Joint Holdings and Corporate Risk-taking

XIAO Jinli^a, PAN Yue^b and DAI Yiyi^a

(a: School of Management, Xiamen University; b: School of Economics, Xiamen University)

Summary: Studies of marriage economics have found that marriage and family characteristics affect the family's economic development. Building on research in marriage economics, recent studies in finance have begun to explore the relationship between marriage or family issues and corporate financial behavior. Studies have found that the marital status of company executives affects a company's risk preference (Nicolosi & Yore, 2015; Roussanov and Savor, 2017). Executive teams with couples make longer-term investment decisions for companies than teams without couples (Amore et al., 2017). When the two largest shareholders in a small family firm are husband and wife, the firm will make fewer investments and adopt more conservative financial policies (Belenzon et al., 2017).

In a family firm, the entrepreneur's family members may be involved in the company and may influence the company's behavior. In particular, a husband and wife team has a strong influence on a company's behavior (Chua et al., 1999; Poza & Messer, 2001). However, the degree of participation in the company varies across family firms (Gundry & Welsch, 1994). There is also often a significant difference in the risk preferences of a husband and wife. Therefore, the participation of a husband and wife team in a family firm may affect risk decision-making. This study integrates the two independent research perspectives of marriage and gender which previous studies have shown can influence corporate financial behavior. The sample consists of Shanghai-Shenzhen A-share listed family firms from the 2007 to 2015 period. The study examines the effect of joint shareholding by couples in listed family firms on the companies' risk taking during the matrimonial period. The study has three main findings.

First, compared to family firms that are individually held by a husband or wife, listed family firms that are jointly held by a couple have a significantly lower level of risk taking, that is, the companies' have lower debt ratios and higher cash-holdings. These results are robust to using instrumental variables that resolve possible endogeneity problems and alternate metrics.

Second, this study finds that in a listed family firm, if the actual controller's wife is a shareholder, this significantly increases the probability of her having a position in the firm, indicating that participation in management is an important path through which the actual controller's wife influences the company's risk preference. Joint ownership of shares between a husband and wife significantly increases the probability of the company hiring female executives, which also reduces the company's risk-taking level to some extent. Furthermore, husbands who share company shares with their wives have fewer masculine tendencies. Their more respectful attitude towards women and their relatively mild personality traits may also make the company's risk decisions more conservative and cautious.

Finally, a further study has found that if a wife has more relatives in the company than the husband, the wife has more say in corporate decision making. If the actual controller's wife has higher academic qualifications than her husband, this significantly strengthens her influence on the company's decision-making. In addition, the higher the divorce rate in the region, the worse the marriage and family atmosphere may be. This weakens the level of risk taking in listed family firms where the couple jointly holds shares.

The main contributions of this study are as follows. Building on previous studies of marriage economics, this study explores the influence of husbands' and wives' different risk preferences on joint decision-making, and extends the research on family financial decision making to listed family companies controlled by couples. It broadens the perspective of the entrepreneurial decision-making model. This study is important given women's increasing participation in family firms' operations in China, and examines how the actual controller's wife's attitude to risk affects the decision making of a listed family firm. The findings enrich and supplement previous research on family firms.

Keywords: Marriage; Gender; Couple's Joint Holdings; Corporate Risk-taking

JEL Classification: G34, G38, O17

(责任编辑: 陈 辉)(校对: 曹 帅)