

# 高管婚变对民营上市公司财务行为的影响

陈晓琦<sup>1</sup> 吴丽华<sup>2</sup> 张凯泉<sup>1</sup>

(1. 龙岩学院 福建龙岩 364000; 2. 厦门大学 福建厦门 361000)

**摘要:** 高管婚姻状况是影响民营公司财务行为的关键因素。以2005—2018年曝光的高管(实际控制人)离婚事件的民营上市公司为样本,实证研究高管婚变对民营上市公司财务决策的影响。研究发现,高管婚变后的民营上市公司,经营业绩下滑、成长能力下降,资本支出、创新活动较少,现金持有水平降低、股利支付率下降。在采用工具变量法IV解决内生性问题后,这一结论仍然成立。研究结果的启示为:民营企业创始人婚变对公司的财务决策起到负面作用,进而影响公司业绩;投资者在做投资决策时,除了关注上市公司的基本面,也要关注企业创始人的婚姻状况;监管部门有必要引导上市公司对高管婚变事件及时予以详细披露,保障投资者对上市公司高管特征的知情权。

**关键词:** 民营企业; 高管婚变; 经营业绩; 财务行为

**中图分类号:** F275

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1673-4629(2019)03-0102-10

中国自古有“家人和,业必兴”及“家和万事兴”等古训,把家庭婚姻是否和谐与事业成败相提并论。在这种传统文化观念影响下,中国上市民营企业家的婚姻状况必然成为媒体与社会公众的关注焦点之一。根据本文统计,截止至2017年底,我国的民营上市公司数量已突破2000家,占据了A股半壁江山。因此,对民营企业创始人的家庭婚姻与企业财务行为的研究具有重要的理论意义和实际经济意义。

研究高管(财务学领域)上市公司创始人同时具有高层管理者和大股东双重身份,学界通称高管)婚姻情况与公司财务行为的关系,选择民营企业为研究样本是比较合适的。考虑到我国正式制度的不足,非正式制度,如社会关系网与声誉机制等对公司的发展具有重要作用<sup>[1]</sup>。因此企业实际控制人因婚变而受到舆论谴责对理解民营上市公司财务决策与公司治理具有重要帮助。作为经济创新主体之一,民营上市公司与银行、投资者、政府及监管部门长期打交道,使得企业控制人十分重视儒家传统文化影响下的个人声誉与公司形象。当民营上市公司的实际控制人这一高知名度、透明度的职位参与企业管理时,个人婚姻生活在社会网络中的嵌入度增加,个人婚姻状况与公司的声誉互相绑定<sup>[2]</sup>,实际控制人的任何不利于婚姻形象的行为都会直接影响公司的声誉进而影响公司的发展。

已有文献以西方国家为研究对象发现离婚的高管不仅是风险偏好者<sup>[3]</sup>,而且倾向于采取激进的投资策略<sup>[4]</sup>。上市公司高管婚变涉及股权分割,导致股东位次的重新排座,进而导致公司的治理与经营表现。根据徐丽萍等针对13起中国上市公司公告高管离婚事件的研究,发现高管婚变不仅降低了公司股权集中度,并且市场对离婚消息做出负面反应,具体表现为公告离婚后第一天,股价的平均非正常收益率为-0.75%。但由于其样本公司只有13个企业且财务数据的缺失,可能存在遗漏变量等内生性问题<sup>[5]</sup>。基于以上的理论问题和实证研究文献数量上的不足,本文搜集民营企业创始人婚变的民营上市公司30家为

收稿日期: 2019-03-02

Doi: 10.16813/j.cnki.cn35-1286/g4.2019.03.018

作者简介: 陈晓琦,女,福建厦门人,龙岩学院经济与管理学院讲师,博士,主要研究方向: 公司金融。

通讯作者: 张凯泉,男,福建龙岩人,龙岩学院经济与管理学院讲师,主要研究方向: 财务管理。

基金项目: 教育部人文社会科学研究一般项目(16YJA790051); 龙岩学院博士启动项目(LB201815)。

研究样本,实证考察了控股股东(同时也是高层管理人员)婚变对公司财务行为的影响。

相对于已有文献,本文的研究创新主要有以下两点:第一,本文以财务学与婚姻学为基础进行交叉融合研究。尽管以往文献站在非正式制度的角度,探讨了宗教信仰、政商关系和媒体传播等对公司决策、内部控制、盈余质量及风险水平等财务行为的影响<sup>[6,7]</sup>,但传统婚姻观念如何影响公司财务行为决策的研究还十分匮乏。本文以财务学、社会心理学和道德伦理学的相关理论为基础,以上市公司高管离婚这一视角,深入分析高管离婚事件对民营上市公司财务行为以及股票价格的影响。第二,本文从公司高管的婚姻状况这一异质信息的视角,探讨婚姻破裂是否对民营上市公司的经营业绩、投资决策等财务行为产生影响,研究结论有助于进一步打开高管异质特征如何影响公司财务行为的黑箱(black-box)。

### 一、文献回顾与研究假设

自HAMBRICK和MASON提出高阶理论<sup>[8]</sup>,关于高管一系列特征和公司财务行为的研究已非常丰富,但高管婚姻状况于公司财务行为的实证研究却还比较少。Nicolosi研究高管一系列特征对公司现金股利支付的影响时,发现已婚CEO公司的股息和股利支付都比较高,但是公司的盈利能力表现较差<sup>[9]</sup>。Roussanov和Savor研究CEO的婚姻状况对公司投资决策的影响时,发现如果公司的CEO的婚姻状况是单身的,其所在的公司不仅股票收益率的波动性较大而且对风险规避做出较少反应,这些说明单身的CEO更倾向于风险偏好者<sup>[4]</sup>。Nicolosi和Yore考察了标准普尔500上市公司的CEO婚姻状况与风险承受能力的关系,发现企业的风险偏好与CEO婚姻状况转变具有正相关的关系<sup>[3]</sup>。具体而言,CEO从未婚到已婚的转变,或者从已婚到离婚的转变,不仅增加公司的并购行为而且公司大规模资本支出的概率也随着提升。

稳定的婚姻关系不仅有利于个人生活质量,更是有利于一个企业组织的经营表现和未来发展。尤其对于那些通过“夫妻店”模式创业成功的公司,夫妻双方可能由于下一代的共同抚养权和利益捆绑的基础上<sup>[10]</sup>,对企业的未来展望和风险意识认知比较一致。有稳定婚姻关系的“夫妻店”公司加强了互相监督<sup>[11]</sup>,从而在资源的配置上更加有效<sup>[12]</sup>。因此,由夫妻共同经营管理的企业较少受到代理问题的干扰。高管的婚姻状况也反映出其社会关系网,如果其配偶是来自有一定影响力的财团或政界的家族,那么婚姻的破裂必然给公司价值带来负面的影响。综上所述,婚姻状况是高管的重要特征之一,已有关于“高管婚姻状况”与公司财务行为之间关系的实证研究主要以西方国家为样本。

国内学者研究高管的婚姻状况与上市公司财务行为的关系,目前还很稀少。徐丽萍等针对13家上市公司宣布高管婚变的消息,对比上市公司在婚变前后股权变化、经营情况与股价的差别<sup>[5]</sup>。研究发现,高管离婚后不仅公司盈利能力下滑,而且资本支出减少、股票累积超额收益率也降低。肖金利等使用2007-2015年沪深两市上市家族企业为样本,研究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。研究发现相对于丈夫单独持股的上市家族企业,由夫妻共同持股的上市家族企业的公司的负债率更低,现金持有更多;由夫妻共同持股或经营的公司表现更好<sup>[2]</sup>。从对立面来看,可以预想上市公司高管婚姻关系破裂将对公司经营业绩产生影响。鉴于此,本文提出:

H1: 高管婚变后,上市公司的经营业绩变差

民营企业前身多是“夫妻店”,创始人或管理者婚姻变化可能引发深远影响。夫妻同心保持了公司的稳定繁荣和长久经营,使得民营公司不断发展并实现上市<sup>[2]</sup>。而民营上市公司控股股东离婚最直接的经济后果是企业的所有权被分割,由此引致夫妻间的股权分割进而影响实际控制人在企业经营中失去话语权。比如2017年6月,赢时胜董事鄢建兵和妻子离婚,因财产分割,鄢建兵将持有的总股本的4.35%分给前妻,导致鄢建兵不再是公司持股5%以上股东。另一方面,原先基于婚姻家庭的关系纽带不复存在,创始人夫妻双方原先具有长期性和专用性特征的关系型交易方式失去了必要基础。Amore et al.研究发现夫妻共同创业建立起来的公司创新能力较强,且公司的现金流也比较丰富以致于抵抗风险的能力较高<sup>[14]</sup>。无论是从社会资本理论还是情感冲突理论上看,不难解释民营企业中看到家庭成员之间进行长期和专用性的社会资本或者裙带关系随着婚姻关系结束随之减少甚至消失。因此,创始人婚姻关系的破裂引起股权分割导致创始人婚姻关系的破裂引起股权分割导致控制权流失;打破公司的社会网络关系平衡引起社会

资本的流失,具体涉及股权稳定性、实际控制权变更、甚至业务发展等方面进而影响公司的资本支出和创新活动。作为市场较活跃的经济主体之一,民营企业创始人十分重视声誉机制<sup>[1]</sup>,良好声誉是企业家一项无形资产<sup>[13]</sup>,高管婚变等负面新闻在媒体舆论的“发酵”下不仅对管理层尤其是实际控制人的形象造成了不良影响,也影响公司的声誉因此在资本的获得上可能受到影响。同时,高管婚变涉及的财产分割等将对现金持有和股利分配产生负面影响。基于以上分析,提出以下两个假设:

H2: 高管婚变后民营上市公司的资本支出和创新活动较少

H3: 高管婚变后,民营上市公司的现金持有水平、股利支付率下降

## 二、数据和研究设计

### (一) 样本选择和数据来源

为确定本文研究的样本公司,通过 CSMAR 数据库和中国证监会官方网站<sup>①</sup>人工输入以“民营上市公司高管离婚”为关键词搜索离婚公司样本。截至 2018 年 1 月,其中有 33 家公司在其公告中提及高管或实际控制人离婚事项,其中 3 家上市公司(万科股份 000002、苏宁环球 000718、金科股份 000656)为房地产业,由于其财务报表的高杠杆特性,因此对这 3 家公司也予以剔除。最后本文确定的样本公司为 30 家<sup>②</sup>

### (二) 模型构建和变量定义

为验证本文假设,构建如下计量基本回归模型:

$$Y_i = \alpha_0 + \beta_1 Divorce + \beta_i X_i + Year_i + Industry_i + \varepsilon$$

#### 1. 被解释变量

$Y_i$ 是被解释变量,反应公司经营业绩、投资支出及创新活动、和现金持有及股利支付。衡量经营业绩指标有销售利润率(ROS)、净利润增长率(Growth)、资产收益率(ROA);在投资决策方面,借鉴徐莉萍等,本文检验了高管婚变对企业资本支出(Invt)的影响。参照姜付秀等,采用公司申请专利数量及授权数情况表示公司的创新水平。由于创新的前期研发投入到产生专利、成果等需要相当的一段时间。因此,在实证回归中,本文参照姜付秀等<sup>[15]</sup>用向后滞后两期的专利数量来代表当期的研发水平衡量指标包括专利申请数(Patent\_AP)和专利授权数(Patent\_GR)。参照以往文献,采用公司年末现金及现金等价物除以公司总资产来衡量现金持有水平(Cash)。另外,采用现金股利除以归属于母公司净利润来衡量股利支付水平(Payout)。

#### 2. 解释变量

高管离婚与否是本文的关键变量,本文采用虚拟变量 Divorce 表示,若高管宣布婚变 Divorce 取值为 1,否则为 0。

#### 3. 控制变量

参考财务学以往的文献,影响企业财务行为的因素很多,本文分别从公司自身因素、董事会特点及高管其他特征等 3 方面进行控制其对公司财务决策的影响。其中企业基本面的因素包括:财务杠杆(Leverage)、公司规模(Size)、总资产的账市比 BM、公司成立的年限(Firmage)、第一大股东持股比例(Largest);董事会特征包括:董事会规模(Bsize)和独董比例(Independence);高管特征的因素包括:年龄(Age)、学历(Edu)。为了排除宏观因素和行业特征等可能对公司的财务行为产生影响,本文在模型中也加入了年度(Year)、行业(Industry)的调节变量。所有变量的详细定义和计算方法见表 1。

表 1 主要变量的定义

变量	指标名称	变量代码	变量定义及计算方法
因变量	经营业绩	ROS	销售利润率,净利润/总销售收入
		Growth	净利润增长率,上年净利润-下年净利润/上年净利润
		ROA	资产收益率,净利润/总资产

(续表1)

变量	指标名称	变量代码	变量定义及计算方法
因变量	投资支出	Invt	资本支出额,为构建股东资产、无形资产和其它长期支付的现金除以期末总资产
	创新活动	Patent_AP	专利申请数
		Patent_GR	专利授权数
	现金持有	Cash	现金持有比例,计算公式:(货币资金+交易性金融资产+短期投资净额)/(总资产-货币资金-交易性金融资产+短期投资净额)
	股利支付	Payout	股利支付率 现金股利总额/净利润总额
市场反应	CAR	市场调整模型下,累积超常收益率	
自变量	高管婚变	Divorce	离婚虚拟变量,当高管离婚时取值为1,否则为0
控制变量	公司特征	Debt	负债期限结构,长期负债/总资产
		Leverage	负债总额/资产总额
		ROE	权益收益率,净利润/所有者权益
		Size	公司规模,为总资产自然对数
		BM	总资产帐市比
	董事会特征	Firmage	公司成立年限
		Largest	第一大股东持股比例%
		Bsize	董事会规模,董事会人数的自然对数
	高管特征	Independence	独董比例,独立董事人数/董事会人数
		Age	离婚高管的年龄
	Edu	离婚高管的学历,1=中专及以下 2=大专 3=本科 4=硕士 5=博士	

### 三、实证检验

#### (一) 描述性统计

本文选取 CSMAR 的上市公司数据库披露的财务报表、高管简历、股票交易及研发创新等信息为基础,结合互联网手工收集和整理了自 2005 年以来所有民营上市公司公布的高层管理人员离婚的时间点、性别、年龄、学历、籍贯等数据。最后,本文对两组数据进行了合并,并和财务数据、股票交易数据和研发创新等数据匹配。样本时间跨度从 2005 年到 2017 年。本研究所应用的数据分析软件是 SAS9.4(64bit)。为控制异常值的影响,本文对所有连续变量在 1%和 99%分位数进行了 Winsorizing 处理,以消除极值对实证结果的影响。

表 2 报告了基于总样本的描述性统计结果。在本文样本中,高管婚变基本上都是民营上市公司的实际控制人。在经营业绩方面,样本企业在高管婚变后的 ROS(销售利润率)、Growth(净利润增长率)、ROA(资产收益率)的均值分别为 0.118、-0.831、0.715,显著低于高管婚变事件发生之前。说明高管婚变后的上市公司经营业绩表现均显著差于高管婚变之前的业绩表现。而在投资方面,Invt(资本支出额)、Patent\_AP(专利申请数)、Patent\_GR(专利授权数)的均值分别为 0.067、2.475、2.094,显著低于高管婚变事件发生之前,说明高管婚变后的民营上市公司在资本支出、研发方面投入降低了。在现金持有政策上,高管婚变后上市公司的 Cash(现金持有比例)、Payout(股利支付率)均值(中位数)分别是 0.454、0.291(0.238、0.248),而高管婚变之前的 Cash、Payout 均值(中位数)分别是 0.883、0.454(0.447、0.376)。最后,对比离婚前后的累积超常收益率 CAR 可以看出市场对高管离婚这一消息持负面反应,因为 CAR 均值(中位数)在离婚后显著低于离婚前。基于表 2 的报告,可以看到婚变前后两组的主变量之间的差值基本都在显著水平上。



表 2 主要变量的描述性统计

变量	Divorce = 1( 离婚)		Divorce = 0( 非离婚)		差异值	
	均值	中位值	均值	中位值	均值	中位值
ROS	0.118	0.128	0.153	0.135	-0.035*	-0.007**
Growth	-0.831	0.133	0.278	0.131	-1.108*	0.002**
ROA	0.062	0.061	0.073	0.069	-0.011*	-0.008**
Invt	0.067	0.043	0.133	0.088	-0.065***	-0.045*
Patent_AP	2.475	2.197	2.528	2.565	-0.053**	-0.368**
Patent_GR	2.094	1.792	2.379	2.398	-0.285**	-0.606***
Cash	0.454	0.238	0.883	0.447	-0.429***	-0.209***
Payout	0.291	0.248	0.454	0.376	-0.163***	-0.128***
CAR	-0.003	-0.032	0.007	-0.001	-0.010***	-0.031***
Size	21.565	21.325	20.896	20.946	0.669***	0.379***
Firmage	9.000	8.000	7.688	8.000	1.312***	1.102*
Leverage	0.285	0.257	0.262	0.221	0.023	0.036
BM	0.403	0.324	0.434	0.354	-0.031	-0.031
Largest	25.670	19.720	30.573	29.120	-4.903*	-9.400***
ROA	0.062	0.061	0.073	0.069	-0.011**	-0.008
Logboard	2.090	2.197	2.170	2.197	-0.080***	0.000***
Independence	0.374	0.348	0.364	0.333	0.010	0.015
Age	51.020	48.500	49.260	47.300	1.760	1.200
Edu	2.970	2.650	3.020	2.530	-0.050	0.120

注: 离婚前的分样本( divorce = 0) 与离婚后的分样本( divorce = 1) 个变量的平均值差异检验为独立样本 *t* 检验, 变量的中位数差异检验使用 Wilcoxon 检验。\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

另外, 本文也检验了变量之间的相关系数。结果显示, 高管是否婚变与各被解释变量各项指标的相关系数均在 1% 水平显著, 且未有任何两个控制变量之间的相关系数( covariance) 的绝对值超过 0.5, 说明本文的实证模型并不存在严重的多重共线性问题。

(二) 基本回归结果

1. 经营业绩

表 3 提供了高管婚变与上市公司盈利能力关系的实证回归结果, 其中列 1、2 和 3 回归模型的被解释变量分别为公司的销售利润率( ROS)、净利润增长率( Growth)、资产收益率( ROA)。研究发现 Divorce 的系数在所有回归中均显著为负, 说明: 高管婚变后, 上市公司的销售利润率降低, 净利润增长率降低、权益收益率更低。也就是说, 高管婚变这一事件负面影响了民营上市公司的经营业绩。该结果支持高管婚变这一事件可能激化了公司的内部代理成本问题, 从而进一步影响了公司的经营业绩。由此, 本文的假设 H1 得以验证。

2. 投资决策

表 4 列 1 报告了高管婚变与企业资本支出的线性回顾检验结果, 其中, Divorce 的系数为负且在 1% 水平上显著, 说明: 高管离婚事件曝光后, 民营上市公司的投资支出水平显著降低。表 4 列 2 和 3 分别列示了高管婚变与民营上市公司专利申请数和专利授权的关系。从中可以看出, 高管婚变前后对民营上市公司的研发创新活动存在明显差异。无论是在专利申请还是专利授权上, 高管婚变后的民营上市公司专利

产出均比婚变前来的少,创新水平较低。实证结果表明,高管婚变这一事件显著影响民营上市公司的投资决策,从而证明了本文的假设 H2。

表 3 盈利能力

变量	1	2	3
	ROS	Growth	ROA
Divorce	-0.038*** (-2.65)	-0.089** (-2.12)	-0.003** (-2.33)
Size	0.032*** (3.13)	-1.778*** (-3.36)	0.004 (0.76)
Firmage	-0.007** (-2.48)	0.023 (0.14)	-0.055 (-1.61)
Leverage	-0.185*** (-3.14)	8.537*** (2.76)	0.006*** (3.50)
BM	0.011 (0.29)	3.032 (1.53)	-0.106*** (-5.18)
largest	-0.001** (-2.32)	0.001 (0.03)	0.001* (1.73)
ROA	1.886*** (11.81)	2.894 (0.35)	
Bsize	-0.188*** (-3.09)	6.853** (2.13)	0.059 (1.68)
Independence	-0.528** (-2.46)	-1.811 (-0.15)	0.011 (0.09)
Age	-0.002*** (-3.14)	-0.033 (-0.89)	0.000 (-0.68)
Edu	-0.042*** (-4.89)	0.758 (1.61)	0.015*** (3.24)
Intercept	0.336** (2.49)	19.269** (2.59)	-0.188** (-2.45)
Industry	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制
Obs	167	166	167
Adj R-Sq	0.25	0.21	0.26

表 4 投资决策

变量	1	2	3
	Invnt	Patent_AP	Patent_GR
Divorce	-0.061*** (-3.26)	-0.485** (-2.07)	-0.862*** (-3.21)
Size	0.008 (0.81)	0.474** (2.32)	0.534*** (4.43)
Firmage	-0.003 (-0.99)	0.061 (1.52)	0.081** (2.24)
Leverage	-0.003** (-1.96)	-0.461 (1.04)	0.074** (1.99)
BM	-0.068 (-1.05)	-0.569 (-1.29)	0.031 (0.07)
largest	0.002** (2.35)	0.012 (1.03)	0.018** (2.24)
ROA	0.107 (0.63)	2.924** (2.07)	1.065 (0.50)
Bsize	0.080 (0.10)	1.507*** (3.89)	0.389 (0.47)
Independence	0.004 (0.02)	4.25*** (3.54)	4.40 (1.55)
Age	-0.003*** (-3.65)	0.01*** (4.48)	0.03*** (2.79)
Edu	0.002 (0.22)	0.071 (-0.52)	-0.008 (-0.05)
Intercept	-0.033 (-0.15)	-10.49*** (-4.72)	-10.11*** (-4.23)
Industry	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制
Obs	166	136	128
Adj R-Sq	0.23	0.52	0.47

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10%水平上显著,括号中的数值为 t 值。下同。

### 3. 现金持有与股利支付

表 5 报告了高管婚变对民营上市公司现金持有和现金分红影响的实证结果。由表 5 列 1 可知,divorce 的系数为负且在 1%水平上显著,说明高管婚变后现金持有水平明显低于婚变以前。列 2 则报告了婚变与公司现金分红的关系。被解释变量为 payout,现金股利支付率。同样的,divorce 系数显著为负(在 5%水

平上) ,说明高管婚变后民营上市公司的股利支付率明显低于婚变之前的时期。表 5 的实证结果与高管婚变的民营上市公司控股股东代理问题更严重的解释一致 ,即当高管婚姻关系破裂时 ,涉及到股权分割 ,降低了股东排名地位等经济后果造成民营上市公司持有现金水平和股利支付率降低。因此 ,本文的假设 3 得以验证。

以上分析表明 ,高管离婚事件显著影响民营上市公司的经营业绩和财务决策。与婚变前相比 ,高管离婚曝光后民营公司的资本支出、创新活动较少 ,现金持有水平、股利支付均较低。本研究的实证结果一致支持了高阶理论和代理成本理论的解释。高管婚变不仅影响了个人的生活质量进而影响个人工作效率。同时 ,高管离婚这一外部事件还影响了所在企业形象与公司声誉 ,进而增加了公司的代理成本。综上所述 ,高管婚变后导致公司的经营业绩的变化和公司的财务决策。

(三) 内生性检验

在考察高管婚变这一特征对民营上市公司的影响时 ,不得不考虑其内生性的问题<sup>[14]</sup>。当高管预期到未来上市公司可能发生的业绩下滑或经营不善时 ,为保护公司形象 ,高管可能选择牺牲家庭的经营时间 ,投入更多精力来经营公司。同样的 ,高管婚变与公司财务决策之间也可能存在着内生性问题影响。高管所在公司处于不同生命周期阶段时 ,高管的婚姻状况存在差异 ;当公司的财务困境可能导致企业经济困难时 ,高管婚变的风险增加。为消除高管婚变与公司财务行为之间的内生性问题 ,本文采用工具变量法对两者关系进行检验。

基于本文主检验的 OLS 线性回归模型 ,潜在的反向因果关系可能影响本文的研究结论。因此 ,本文采用工具变量法 ( Instrumental Variable) 进行稳健性检验。由于本文的内生变量 Divorce 为二元变量 ,理论上应该采用扩展的 heckman 两个阶段估计模型 ( Treatment Effect Model) 进行稳健性检验。具体地讲 ,有效的工具变量需满足以下两个条件 : ( 1) 从相关性上讲 ,工具变量与上市公司高管婚姻状况相关 ; ( 2) 外生性上来讲 ;工具变量与公司的财务行为无关 ,只能通过上市公司高管婚变这一特征影响公司的财务决策。本文采用各省的无偿献血率<sup>③</sup> ( Bloodrate) 作为民营上市公司的高管婚变的工具变量。根据 Guiso 等<sup>[18]</sup> ,无偿献血率反映了地区的社会资本水平。从相关性来看 ,无偿献血率越高的地区 ,上市公司的社会资本越高 ,夫妻双方越不可能离婚。因为高管婚姻破裂意味着社会关系网的破裂 ,享受社会资本越少 ,收益越低 ;而稳定的婚姻关系更有利于保存、发挥社会资本的作用。可以预期无偿献血率越高、离婚率越低。即 Bloodrate 与 Divorce 负相关。从外生性来看 ,各地区的无偿献血率与公司的财务决策行为是不存在必然相关性<sup>[16]</sup>。

表 6 列示了工具变量法的回归结果。在第一阶段回归中 ,以上市高管是否婚变的虚拟变量 ( Divorce) 作为被解释变量 ,对工具变量 ( Bloodrate) 及主检验模型中的控制变量进行 probit 回归。在控制了其他变量

表 5 现金持有与股利支付

变量	1	2
	Cash	Payout
Divorce	-0.612 *** ( -4.01)	-0.131 * ( -1.83)
Size	0.201 ** ( 1.88)	-0.053 ( -1.09)
Firmage	0.084 *** ( 2.71)	0.011 ( 0.70)
Leverage	-2.354 *** ( -3.80)	0.107 ( 0.37)
BM	-0.559 ( -1.36)	0.237 ( 1.19)
Largest	-0.009 ( -1.59)	-0.001 ( -0.26)
ROA	3.849 ** ( 2.29)	-1.472 * ( -1.67)
Bsize	-1.407 ** ( -2.19)	0.112 ( 0.38)
Independence	-2.819 ( -1.25)	1.301 ( 1.27)
Age	-0.009 ( -1.31)	0.001 ( 0.30)
Edu	-0.104 ( -1.16)	-0.023 ( -0.53)
EIntercept	1.755 ( 0.74)	0.835 ( 0.78)
Industry	控制	控制
Year	控制	控制
Obs	167	137
Adj R-Sq	0.38	0.12

后 表 6 的下半部分报告了工具变量的回归结果。可以看出 ,Bloodrate 的系数均为负数且都在显著水平上 相关的统计结果说明无偿献血率是高管婚姻状况的有效工具变量。在第二阶段中 ,将第一阶段对无偿献血率 Bloodrate 和各控制变量进行的 probit 回归得到的逆米尔斯比率( Lambda) 加入到主检验模型中 ,并考察高管婚变对公司财务决策的影响。研究发现 ,Lambda 的系数在列 4( Invt) 和列 6( Patent\_GR) 显著 ,而其他都不显著 ,这表明在分析高管婚姻状况与公司财务决策的关系时没有必要考虑内生性的问题。

表 6 Heckman 工具变量的两阶段回归检验

工具变量	1	2	3	4	5	6	7	8
	ROS	Growth	ROA	Invt	Patent_ap	Patent_GR	Cash	Payout
Divorce	-0.04** (-1.94)	-0.42 (-1.32)	0.00 (-0.41)	-0.08*** (-3.29)	-0.45* (-1.68)	-0.81*** (-2.91)	-0.59*** (-2.76)	-0.18** (-2.35)
Lambda	-0.07 (-1.00)	1.16 (1.01)	0.03 (1.10)	0.24*** (2.75)	-1.11 (-1.16)	-1.63* (-1.64)	-1.07 (-1.39)	0.27 (0.98)
Size	0.01 (0.30)	0.61 (1.18)	0.02** (2.05)	0.13*** (3.16)	0.36 (0.82)	0.03 (0.07)	-0.30 (-0.87)	0.09 (0.72)
Firmage	-0.017*** (-3.41)	-0.158* (-1.79)	0.003** (2.08)	-0.004 (-0.65)	0.002 (0.03)	-0.054 (-0.76)	0.067 (1.22)	0.012 (0.62)
Leverage	-0.03 (-0.34)	1.57 (1.17)	-0.10*** (-3.47)	-0.12 (-1.1)	-0.81 (-0.7)	0.49 (0.41)	-2.73*** (-2.95)	-0.36 (-1.07)
BM	0.03 (0.57)	-0.81 (-0.91)	-0.10*** (-4.92)	-0.22*** (-3.15)	0.30 (0.40)	1.40* (1.77)	0.05 (0.08)	-0.07 (-0.32)
largest	0.00 (-0.09)	0.00 (-0.02)	0.00 (0.87)	0.00 (-0.76)	0.02 (1.25)	0.04 (2.35)	0.01 (0.45)	0.00 (-0.55)
ROA	1.90*** (8.79)	18.21*** (4.83)		0.32 (1.06)	4.76 (1.44)	7.10** (2.08)	0.55 (0.21)	-1.71* (-1.79)
Bsize	-0.05 (-0.36)	-3.00 (-1.31)	0.022 (0.46)	0.56*** (-3.14)	3.58* (1.84)	3.52* (1.74)	1.93 (1.24)	0.12 (0.22)
Independence	-0.32 (-1.16)	-9.57** (-1.97)	-0.096 (-1.05)	0.03 (0.08)	5.23 (1.40)	5.52 (1.42)	0.90 (0.30)	1.16 (1.06)
Age	0.01*** (-3.15)	-0.05 (-1.20)	0.01 (-0.89)	0.01*** (-3.93)	0.05*** (4.15)	0.04** (2.55)	-0.02* (-1.78)	0.01** (2.05)
Edu	-0.06*** (-5.47)	0.42 (0.72)	0.01** (2.13)	-0.01 (-0.86)	0.06 (0.32)	0.03 (0.15)	-0.1 (-0.59)	0.03 (0.61)
Intercept	0.25 (0.61)	-3.60 (-0.50)	-0.42** (-2.51)	-1.32** (-2.44)	-14.52** (-2.47)	-8.44 (-1.38)	3.56 (0.76)	-2.15 (-1.25)
Bloodrate	-0.015*** (-3.99)	-0.015*** (-3.99)	-0.015* (-1.88)	-0.007* (-3.99)	-0.07*** (-3.99)	-0.07*** (-3.99)	-0.07*** (-3.99)	-0.07*** (3.99)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制



(续表6)

工具变量	1	2	3	4	5	6	7	8
	ROS	Growth	ROA	Invt	Patent_ap	Patent_GR	Cash	Payout
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Obs	167	166	167	166	136	128	167	137
Adj R-Sq	0.25	0.15	0.27	0.27	0.39	0.39	0.28	0.11

#### 四、结论

家庭是社会构成的单元,和谐家庭对社会稳定和经济发展具有重要的现实意义。社会学学者 Becker 指出婚姻关系对个人生活以及经济行为产生深远影响<sup>[17]</sup>。本文从高管(企业实际控制人)离婚这一事件为切入点,证实了高管婚姻状况会显著影响民营上市公司的财务行为,这有助于更好地理解家庭婚姻关系在企业经济经营过程中起到的作用及影响。本研究发发现高管婚变后,民营上市公司的经营业绩下滑,企业的资本支出、创新活动减少,现金持有水平、现金股利支付率降低。由于本文的样本企业在宣布高管婚变时都有巨额财产分割,从资本角度来看,高管的离婚会影响股权结构、高管的控制权,甚至公司的未来发展方向。因此,不难解释婚变后企业的经营业绩下滑,投资决策等财务行为受到影响。基于以上研究结论,可以带来以下启示:

第一,家庭作为社会构成的基本单元,民营上市公司高管离婚问题引起的经济后果很有可能成为民营上市公司发展过程中的“不可承受之重”。因此,建议民营上市企业家合理安排股权,做好风险管理(如签订婚前财产协议或者信托等方式),避免企业创始人离婚事件影响上市公司的经营业绩。

第二,建议个人在做投资决策时,不仅仅关注民营上市企业的经营业绩,更要观察实际控制人的婚姻状况以便判断该上市公司是否值得长线投资。同时建议机构投资者在调研或者作出投资决策的时候,也要关注创始人的婚姻状况。

第三,虽然上市公司高管的婚姻状况属于个人隐私,没有义务向公众报告,但高管离婚事件很有可能涉及股权分配进而影响公司未来发展。因此,引导上市公司提高信息披露有效性,及时公布高管婚变事件,以便投资者及时调整投资决策。

#### 注释:

- ①中国证监会官方网站: <http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/>
- ②由于篇幅限制,样本时间和行业分布表格留存备案。
- ③采用卫生部披露的各省份 2005 年第一季度无偿献血率的数据。

#### 参考文献:

[1] Allen F, Qian J, Qian M. Law, Finance, and Economic Growth in China [J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77(1): 57-116.

[2] 肖金利, 潘越, 戴亦一. “保守”婚姻: 夫妻共同持股与公司风险承担 [J]. 经济研究, 2018(5): 190-204.

[3] Nicolosi G, Yore A S. “I do”: Does Marital Status Affect How Much CEOs “do”? [J]. Financial Review, 2015, 50(1): 57-88.

[4] Roussanov N L, Savor P G. Marriage and Managers’ Attitudes to Risk [J]. Management Science, 2014, 60(10): 2496-2508.

[5] 徐莉萍, 赖丹丹, 辛宇. 不可承受之重: 公司高管婚变的经济后果研究 [J]. 管理世界, 2015(5): 117-133+159.

[6] 毕茜, 顾立盟, 张基建. 传统文化、环境制度与企业环境信息披露 [J]. 会计研究, 2015(3): 12-19+94.

[7] 陈冬华, 胡晓莉, 梁上坤, 新夫. 宗教传统与公司治理 [J]. 经济研究, 2013, 48(9): 71-84.

- [8]Hambrick D C ,Mason P A. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers” ,Academy of Management Review ,1984 9: 193–206.
- [9]Nicolosi G.Demographics of Dividends [J].Journal of Corporate Finance 2013 23( 4) : 54–70.
- [10]Luo S ,Klohnen E C. Assortative Mating and Marital Quality in Newlyweds: a Couple–centered Approach [J].Journal of Personality & Social Psychology 2005 88( 2) : 304.
- [11]Ashraf N. ,Spousal control and intro–household decision making: and experimental study in the Philippines.Journal of American Economic Review 2009 99: 1245–1277.
- [12]Bobonis G.Is the Allocation of Resources within the Household Efficient? New Evidence from a Randomized Experiment [J].Journal of Political Economy 2009 117( 3) : 453–503.
- [13]Ranft A L.The costs and Benefits of CEO Reputation [J].Human Resource Management International Digest 2006 15( 1) : 280–290.
- [14]Amore M D ,Miller D ,Breton–Miller I L,Corbetta G.For Love and Money: Marital leadership in Family firms [J].Journal of Corporate Finance 2017 46: 461–476.
- [15]姜付秀 ,郑晓佳 ,蔡文婧.控股家族的“垂帘听政”与公司财务决策 [J].管理世界 2017( 3) : 125–145.
- [16]潘越 ,戴亦一 ,吴超鹏 ,刘建亮.社会资本、政治关系与公司投资决策 [J].经济研究 2009( 11) : 82–94.
- [17]Becker G S.A theory of Marriage: part II [J].Journal of Political Economy.1974 ,82: 511–526.
- [18]Guiso L ,Sapienza P ,Zingales L.The Role of Social Capital in Financial Development [J].The American Economics Review 2004 94: 526–556.

(责任编辑: 张 强)

### Impacts from Senior Managers’ Divorces on Financial Behaviors in Private Listed Firms

CHEN Xiaoqi<sup>1</sup> , WU Lihua<sup>2</sup> , ZHANG Kaiquan<sup>1</sup>

( 1. Long University , Longyan , Fujian 364000 , China; 2. Xiamen University , Xiamen , Fujian 361000 , China)

**Abstract:** The marital status of senior managers is a key factor affecting the financial behavior of private companies. The exposed divorces of the senior managers ( actual controllers) in the private listed companies from 2005 to 2018 were sampled to empirically study the impact of senior managers’ marriage changes on the financial decisions of private listed companies. The study found that private listed companies after the divorces of senior managers experienced a decline in operating performance , a decline in growth capacity , less capital expenditures , less innovation activities , lower levels of cash holdings , and lower dividend payout ratios. This conclusion is still valid after the instrumental variable method IV is used to solve the endogeneity problem. The implications from the research results is that the founder of a private enterprise has a negative effect on the company’s financial decision–making , which in turn affects the company’s performance. When making investment decisions , investors should pay attention to the founder’s marriage in addition to the fundamentals of the listed company. It is necessary for the regulatory authorities to guide the listed companies to disclose in detail the incidents of the senior managers’ marriages in a timely manner , and to protect the investor’s right to know about the characteristics of the listed company’s senior managers.

**Key words:** private listed firms; senior managers’ divorces; achievements; financing behavior