

婚姻、家庭与公司金融研究进展*

宁博 潘越 蒋敏

摘要:婚姻状况、家长里短不仅仅是私人事务,也可以通过家庭成员嵌入公司经营治理进而影响公司发展。近年来,随着数据可得性和实证方法的改善,从婚姻和家庭视角探讨公司发展问题成为学术研究的新热点,尤其是在金融学领域成功探索出婚姻和家庭因素影响公司决策的研究思路和实证方案,构成了家庭经济分析最重要的进展之一。本文首先梳理婚姻和家庭形成经济影响力的内在机理,即婚姻状态、生育情况等因素会影响家庭资源的配置过程以及个人的行为偏好。在此基础上,本文对婚姻和家庭在创业、公司发展和传承等方面的经济影响进行系统概括,并就其中具有启发性的创新洞见进行全面回顾,旨在为推进中国情境下的家庭因素与公司金融的交叉研究提供文献上的借鉴。

关键词:婚姻 家庭 公司金融 家庭资源配置 行为偏好

一、引言

在人类历史漫长的演进中,人们通过婚姻联结形成家庭,并基于家庭实现人类血脉的传承,每个人的政治参与、经济生产、宗教信仰等活动都嵌套其中。传统意义上,婚姻和家庭问题属于社会学的认知范畴,20世纪中后期,著名经济学家加里·贝克尔(Gary Becker)开创性地运用系统的经济学模型解构婚姻、生育、家庭分工等问题,经济学研究随之发展出家庭经济分析的全新领域。最近40年,婚姻及家庭背后蕴藏的经济关系引起了经济学界的广泛关注,并在家庭经济分析的框架下进一步细分出了婚姻经济学和家庭经济学的研究分支。大批劳动经济学的研究文献通过模型推演、调查、实验等分析方法对婚姻和家庭背后蕴藏的经济问题展开了探讨,证实了婚姻、生育等因素对于家庭内部的分工、资源配置以及个人的经济动机具有重要影响(Warner, 1991; Anderson & Baland, 2002; Bateman & Munro, 2005; Bertocchi et al., 2011; Juhn & McCue, 2016)。这些富有洞见的研究成果不仅极大地丰富了人们对于婚姻和家庭的经济影响的认识,也为家庭经济分析与其他经济学研究领域的交叉融合提供了理论和方法借鉴。

在人们的普遍认知里,婚姻状态、生育情况、家长里短等事件的影响仅存在于以家庭为核心的小半径关系圈层之内,早期的经济学研究同样未能突破家庭这一社会学概念的边界。事实上,在以企业为基础的市场经济秩序中,婚姻和家庭的经济影响还可以通过企业的所有者和管理者,实现其影响力在企业经营活动中的外延扩展。例如,在企业的起步阶段,家庭成员可以为企业发展提供人力资源、物质资源和社会资源的支持,一定程度上缓解初创企业的资源困境。伴随着企业的发展壮大,企业的所有者或管理者夫妻不睦、生儿育女、子女婚配等在人们生活中常见的家庭事务也因巨额资本的加持而广受市场关注,成为人们茶余饭后津津乐道的谈资。譬如2019年1月,世界首富亚马逊

* 宁博、潘越,厦门大学经济学院,邮政编码:361005,电子邮箱:bo_ning@foxmail.com,panyue@xmu.edu.cn;蒋敏,厦门大学管理学院,邮政编码:361005,电子邮箱:min_jiang2012@126.com。基金项目:国家自然科学基金面上项目(71972160,71772155,71572158);国家自然科学基金重大项目(71790601);中央高校基本科研业务费专项资金(20720171002)。感谢匿名审稿人的修改建议,文责自负。

CEO 贝索斯突然宣布离婚,这一婚变消息震惊全球,资本市场不仅关切贝索斯将如何分割 1300 多亿美元的巨额财产,更是对贝索斯是否会因此丧失公司实际控制权感到担忧。再如,当当网的创始人李国庆和俞渝夫妇由早年的经营理念不合,到如今的针锋相对,二人婚姻生活状况成为 2019 年底中国资本市场中最热门的话题之一。

近十年来,一些观察力敏锐的研究者开始注意到婚姻和家庭因素在企业成长和发展过程中的重要影响,并尝试使用经济学的分析工具展开深入探讨。他们在吸收、借鉴劳动经济学相关研究成果的基础之上,利用各种调查数据、上市公司数据,不断探索婚姻及家庭因素影响公司决策的理论路径和实证方案,形成了一些具有启发意义的全新洞见。这些研究突破了既有经济学文献主要围绕家庭这一社会单元展开的传统思路,将微观企业纳入家庭经济分析的研究范畴,成为最近十年家庭经济分析最为重要的研究进展之一。在后续内容安排中,本文将首先对家庭经济分析的内在机理进行梳理,然后对家庭因素影响企业发展的基本内容和主要观点进行全面的回顾,从而为促进国内学术界从家庭视角探讨企业发展问题的研究提供支持和借鉴。

二、从婚姻和家庭视角研究公司金融的经济学基础

通常来说,人们对于婚姻的概念较少有认知的分歧,但是对于家庭边界的界定在不同的历史阶段是一个动态演变的过程。在传统社会中,家庭一般指扩大的家庭(extended family),即以亲子关系为纽带的几个核心家庭的联合体,是一种基于血缘关系的亲属集团,注重代际、兄弟姐妹之间的血缘关系。贝克尔(Becker,1981)认为,扩大的家庭类似于一种保险机制,成员之间可以相互支持渡过难关,也会相互监督以防止成员逃避应尽的责任和义务。如欧美的贵族家族、中国的传统宗族便是大家庭的典型代表。在现代社会,随着市场制度的建立,大家庭成员间以馈赠或贷款形式形成的家庭保险的重要性不断降低,人们可以通过资本市场、社会保险制度等提高风险应对能力,因而大家庭的概念逐渐被冲淡,夫妻及其子女组成的核心家庭(nuclear family)成为人们在日常生活和学术研究中认同的家庭范畴。

家庭以婚姻为基础,是社会生活和经济运行的基本组织单位,人们大部分的社会交往、生产活动都嵌套其中,涉及的内容十分丰富。贝克尔(Becker,1981)“试图用研究人类行为物质方面的工具和结构去分析结婚、生育、离婚、家庭劳动分工、声望和其他非物质方面”。随后,大量的劳动经济学文献沿袭贝克尔提出的研究方向,对核心家庭中涉及的各类经济问题展开研究。从既有文献来看,相关的经济学分析主要围绕两个维度展开:一是将家庭视为一个整体,考察婚姻、生育等如何影响内部成员间的利益协调,并通过合理的资源配置实现集体效益最大化;二是聚焦于单个的家庭成员,讨论家庭背景、婚姻、生育等因素对于个体行为偏好的影响。这些前期的研究积累不仅丰富了婚姻、家庭相关的经济学认知,也为在公司金融领域探讨婚姻和家庭的经济影响提供了理论支撑和方法借鉴。

(一)婚姻、家庭与资源配置

当个体通过婚姻组建自己的家庭后,家庭成员会自发地演化出一套集体决策模式。一般来说,家庭成员会在户主的组织下决定如何将有限的家庭资源通过合理的配置进行家庭生产,例如协调家庭成员的劳动分工、投资、消费和储蓄等问题。而在配置相关资源的过程中,家庭成员均会牵涉其中并对最终决策施加影响(De Palma et al,2011;Carlsson et al,2013)。

1. 人力资本配置。Becker(1981)指出,男女性成员在家庭劳动分工中具有不同的比较优势,并据此将各自的人力资本配置在相应的市场部门或家庭部门之中。事实上,这一观点也与中国历来主张的“男主外,女主内”的传统观念不谋而合。循此思路,研究发现,婚姻中的女性通常会更多地承担赡养父母、抚育子女等家庭内部的非市场性劳动,并减少其在市场中的人力资本积累和劳动供给(Waldfoegel,1997;Juhn & McCue,2016);男性则恰好相反,他们会更专注、更努力地参与市场性劳动,并获得更高的收入水平(Antonovics & Town,2004)。此外,除了男女性在比较优势上的差异,某些特殊的认知和观念也会影响家庭成员的劳动分工。例如 Fernandez et al(2004)研究发现,男性

的母亲如果有工作,其妻子更可能参与市场就业;而当妻子的潜在收入可能超过丈夫时,丈夫更不愿意让妻子进入劳动力市场(Bertrand et al,2015)。

2. 经济资源配置。家庭的资源配置决策不仅包括男女性成员在劳动市场中的分工协作,也包括对家庭共有的经济资源的优化配置。一般来说,夫妻双方均会参与市场劳动,这不仅可以赚取更多的收入、积累更多的财富(Waite & Gallagher,2001),同时也分散了家庭收入的风险,因而在家庭做出投资决策时会将家庭经济资源更多地配置于股票等风险资产之中(Bertocchi et al,2011)。不过,家庭的投资决策也受到夫妻婚姻状况的影响,如果夫妻的婚姻关系不稳定,家庭对外投资的意愿会随之降低,并相应地提高家庭的储蓄水平,以规避离婚带来的潜在风险(Cubeddu & Rios-Rull,2003)。除了婚姻状态,家庭的资源配置过程还需考虑子女的未来发展和潜在需求。Love(2010)基于模型推演,并结合美国的健康与退休调查数据(HRS)和收入动态调查数据(PSID)开展分析发现,育有子女的家庭消费水平更高,而且出于对孩子未来大学教育支出的考虑,家庭会进行一些预防性的储蓄。此外,“可怜天下父母心”,一个针对中国计划生育政策的研究还发现,计划生育加剧了中国男女性别比例失衡,为了提高儿子今后在婚恋市场上的竞争力,父母不得不将家庭收入用于储蓄,以满足儿子未来购置房产的需要(Wei & Zhang,2011)。

(二)婚姻、家庭与个体行为偏好

在贝克尔(Becker,1981)的分析框架中,人们的偏好是由生物学因素决定的,因而在讨论家庭成员的市场活动和非市场活动时,均以个体偏好保持相对稳定为前提假设。毫无疑问,贝克尔的贡献是巨大的,但其对于个体偏好的简单假设也存在较为明显的不足。事实上,就如人们长期在生活中所观察到的那样,个体的行为偏好不仅因家庭环境的不同而表现出差异化的个性,同时也随着长大成人、结婚生子等人生轨迹的变化而发生改变。

1. 原生家庭的影响。人们在幼年及青少年时期一般很难离开家庭独自生活,因而人们早期行为偏好的形成通常与其家庭环境息息相关。一个比较直接的影响即来自于不同家庭为子女所提供的物质条件差异,人们在现实生活中不难发现,相比于来自富裕家庭的孩子,来自贫困家庭的孩子接触新事物、新知识的机会更少,因而在性格、生活态度等方面存在着明显的区别。Almås et al(2015)利用挪威的青少年调查数据直接验证了这种差异,他们的研究显示,和家庭社会经济地位低(父母收入低、受教育程度低)的青少年相比,家庭条件更好的青少年在面对竞争时表现得更为积极。除了物质条件,在长期共处的家庭生活中,个体的行为偏好还不可避免地会受到来自父母的影响。例如,Dohmen et al(2012)通过检视德国家庭中父母和子女的偏好发现,在冒险意愿以及对他人的信任意愿两个方面,父母对子女的偏好有着明显的正向影响。Knüpfer et al(2017)利用芬兰所有个人投资者的证券交易记录,同样证实了父母的风险偏好具有代际传递的特点。Knüpfer et al(2019)还进一步发现,投资者的股票回报率与其父母的股票回报率显著相关,且倾向于持有与父母相同的证券。

2. 婚姻状况的影响。随着年龄的增长,人们开始从原生家庭中独立出来,婚恋问题成为人们需要面对的人生大事,并影响着个体的竞争意愿、风险态度等行为偏好。首先,在婚恋市场中,适龄单身男性通常需要保持较高的积极性以提高其市场竞争力,与此同时,单身女性在婚恋市场中虽然处于相对优势的地位,却常常受到男性不喜欢比自己优秀的女性的传统文化观念的影响(Bertrand et al,2015),不得不在就业市场中展现出低姿态和较弱的竞争意愿(Bursztyn et al,2017)。当然,这种未婚女性在就业市场中的态度差异也会随着步入婚姻而发生转变,从婚后的生活状态来看,如果人们对于婚姻的满意度较高,其在工作中都将表现出更高的积极性和创造力(Tang et al,2017)。此外,婚姻还可以视为个体投资组合框架中的安全资产,进而对个体的风险偏好产生影响。大部分研究认为,家庭为个体提供了物质和情感的“安全垫”(Shore,2010),原本需要单独承担的风险可以由家庭成员共同承担,因而结婚提高了个体对于风险偏好程度(Grable,2000)。不过,一些更加深入的研究发现,婚姻对于个体风险偏好的影响还存在性别上的差异,例如Christiansen et al(2015)的研究显示,单身女性在结婚后的风险偏好程度更高,但是男性在结婚后反而更加厌恶风险。

3. 生育情况的影响。结婚而后生子,是人类社会繁衍和传承的基本规律,而生育情况对于个体行为偏好的影响不只普通百姓可以感同身受,也引起了学界的研究兴趣。家庭生育情况的影响主要体现在个体利他倾向的转变,如 Warner(1991)基于美国和加拿大的调查数据研究发现,生育女儿会让父母更多关注性别的平等;Washington(2008)利用美国国会议员数据同样证实,生育女儿及女儿数量会激发国会议员的同情心;Oswald & Powdthavee(2010)则使用英国家庭调查数据进行研究发现,在生育女儿后,父母更加关注社会公平以及反对贫富悬殊。不过有趣的是,研究发现,这种利他倾向的转变仅在家庭生女儿后存在,生育儿子的影响并不明显(Warner & Steel, 1999; Oswald & Powdthavee, 2010)。除了改变个体的利他倾向,生育情况还可能对个体的风险偏好产生影响。在男权社会中,广泛存在着“养儿防老”的保险机制,Chew et al(2018)使用中国双胞胎父母这一独特的调查数据研究发现,在孩子出生之前,更加风险厌恶的父母对儿子的偏好比对女儿的偏好更强;而在孩子出生后,与有女儿的父母相比,有儿子的父母的风险规避程度明显下降。

(三)家庭经济分析对公司金融研究的启示

不难看出,在劳动经济学领域,家庭经济分析围绕家庭资源配置和个体行为偏好两个方面,已经形成了一系列具有启发性的观点和结论。这些前期的研究积累不仅极大地丰富了人们对于家庭经济问题的认知,与此同时,也为家庭经济分析向其他经济学领域的拓展提供了理论和方法的借鉴。在最近十年,家庭经济分析的最大进展便是将家庭因素纳入公司金融的研究范畴,诸如婚姻、生育等事件为探讨企业发展问题提供了一些全新的观察视角和研究方向。

首先,从家庭资源配置的角度来看,公司和股票、房产等资产一样,可以视为家庭资产组合中的一个重要部分。在家庭配置资源的过程中,无论是劳动分工还是经济资源配置,都遵循成本与收益权衡取舍的决策逻辑,并以实现家庭整体效用最大化为最终目标。然而遗憾的是,在企业的经营过程中,家庭将如何配置人力资本和经济资源,并最终对公司发展形成何种影响,传统的公司金融研究并未对此做出论证和检验。

其次,婚姻、家庭影响个体行为偏好已经得到大量验证,而事实上,企业管理者作为人类社会的一员,其行为偏好同样可能受到来自家庭因素的影响。在公司金融相关的研究中,管理者的个体特征可以影响公司决策是普遍共识。那么,管理者的原生家庭背景、婚姻状况、生育情况等所引致的行为偏好改变是否也会体现于企业的经营决策之中?这显然是一个有趣的研究话题。

得益于劳动经济学领域积累的研究成果,公司金融领域也开始涌现出一批围绕婚姻、家庭和公司发展问题展开的实证文献。这些研究参考和借鉴家庭经济分析的理论基础和分析思路,一方面从家庭资源配置的角度出发,考察家庭创业、夫妻共同治理、企业家子女联姻等常见现象对于企业发展的影响;另一方面聚焦于企业管理者,深入探讨家庭背景、婚姻状态和生育情况等家庭事务能否改变企业管理者的决策偏好。尤其是近年来,全球资本市场屡屡曝出企业家的各类家庭事务,为研究学者提供了大量的现实案例,并吸引着越来越多的学者开展相关研究。从最近几年相关文献的发表来看,从婚姻及家庭视角开展公司金融研究已经成为国际学术前沿的热点话题之一。

三、家庭资源配置与公司发展研究

随着自由市场制度的不断发展完善,越来越多的家庭将创办企业纳入家庭的投资组合。但与储蓄、证券投资等资产配置不同的是,对于大部分家庭而言,投资企业一般具有两个特点:一是在家庭资产组合中占据着非常大的比重,需要家庭大量的经济资源和人力资本投入;二是经营企业也使得家庭暴露在更大的市场风险之中,这种风险一方面来自于家庭资产配置不能实现有效的分散化,另一方面,企业经营本身具有很高的失败率。因此,研究家庭如何在企业发展的过程中配置人力和经济资源,以及如何降低企业的失败风险,对于更好地理解家庭的创业活动和企业发展等问题具有重要的现实意义。不过值得注意的是,随着企业的不断成长,其带来的财富值也会提高家庭整体的资源禀赋,并且企业经营失败的风险也会相对下降,因而在企业发展的不同阶段,婚姻和家庭的经济影

响也可能存在明显的差异。

(一)家庭资源配置与家庭创业

创业活动往往九死一生,失败率极高,这一定程度上限制了初创企业从市场中获取资源的能力。在这一现实情境下,现有的研究认为,家庭在创业活动中长期扮演着帮助创业者克服不利处境的重要角色(Dyer,1992),例如为创业者提供情感和资源方面的支持。Dyer et al(2014)将这种来自家庭的支持总结为家庭资本,并进一步划分为人力资本、金融资源和社会资本三个层面。他们认为,与其他市场资本相比,家庭资本具有难以模仿、动员迅速、交易成本低和便于跨代传递的明显优势,并最终对家庭创业形成十分积极的影响。

1. 婚姻的人力资本支持与家庭创业。婚姻为潜在的企业家提供了家庭资本的直接来源,其中最明显也是最容易被忽视的便是人力资本。首先,在家庭创业的过程中,女性通常扮演着许多微妙的角色(例如配偶、母亲、家庭领袖),这些角色主要围绕着家庭展开,似乎与商业活动无关,但却不可或缺。一般来说,女性配偶承担了操持家务、赡养老人、教育子女等家庭事务,让家庭维持在正常的生活轨道,使得男性创业者能够更加专注于创业活动。Lewis & Massey(2011)在对新西兰的小微企业进行调研后也发现,妻子一般在幕后默默付出和无偿劳动,虽然她们的贡献未必得到承认,但不能否认她们在丈夫的新创企业中扮演着重要的角色。其次,配偶在经济和心理上的支持可以促使企业家更愿意承担风险。一方面,如果配偶本身也有就业收入,可以避免家庭生活陷入难以为继的窘境;另一方面,创业投资的高风险意味着创业者需要承受极大的压力。此时,配偶的幕后咨询以及对创始人的心理支持对于家庭创业投资的成功显得尤为重要(Van Auken & Werbel, 2006)。因此,从某种意义上来说,配偶不仅为家庭开办新企业提供了一个财政“安全网”,也可以在企业家经历困难的时期提供鼓励和支持(Dyer,1992)。最后,配偶还可以直接参与新创企业的经营活动,通过为企业提供劳动力和金融知识等服务助力新创企业成长(Rosenblatt, 1985; Dyer et al, 2014)。

2. 家庭的经济资源支持与家庭创业。家庭创业活动所需的经济资源一方面来自家庭的金融支持,另一方面也受益于家庭所拥有的社会资本。创业活动的一个重要限制因素就是金融资源(Fairlie & Robb,2008),家庭可以成为初创企业缓解资金压力的一个有效途径。对于初创企业而言,即使是办公场所、车辆、电脑等资产都是一笔不小的开支,因而人们市场中很容易观察到,家庭既有的生活物资成为创业活动前期的物质保障(Dyer et al,2014)。除此之外,由于家人之间有着天然的情感纽带和更加稳固的信任关系,因而当创业投资需要资金支持时,家人也会很自然地成为最为便捷和可靠的融资渠道(Lee & Persson,2016)。

家庭的社会资本是家庭创业活动中另一项重要的经济资源。Dyer et al(2014)研究指出,一个家庭在社会中的地位可以带来一些其他人无法获得的社会福利,这些好处对于羽翼未丰的企业家大有帮助。首先,家庭积累的社会资本可以帮助新创企业获取发展所需的金融、政治等市场稀缺资源,降低信息搜集成本及交易成本,进而提高公司的存活率和发展前景(Du & Girma,2010)。此外,家庭的社会资本还有助于初创企业获得业务订单,因为相比于单个创业者,家庭所做的承诺更容易被信任且更持久。一个体现家庭社会资本重要性的经典案例是,微软公司的创始人比尔·盖茨之所以能够将他的磁盘操作系统(DOS)应用到国际商业机器公司(IBM)的个人电脑上,是因为他的母亲与IBM的首席执行官在同一家基金会的董事会中担任董事。正是通过这一联系,微软的软件与IBM的个人电脑捆绑在一起,并由此开启了微软在操作系统方面的霸主地位。

值得一提的是,学界在从经济资源支持视角探讨家庭创业问题时,还无意或有意地探讨了不同地区文化的异质性影响。Young & Sontz(1988)研究发现,相对于欧美家庭,更加强调“家”文化概念的东亚家庭更倾向于从家人处获取金融资源,具体到创业活动中,有57%的韩国裔杂货商户在创业时从家人和朋友处获得经济帮助,而这一比例在拉美裔中却只有24%。美国1987年的人口普查报告也显示,只有7%的非洲裔美国人从配偶、家人或朋友那里借钱创业,相比之下,有高达23%的亚裔美国人的创业资金依然来自于家庭成员或朋友。

(二)家庭资源配置与非初创企业的经营活动

在度过创业初期的艰难阶段后,企业进入新的发展轨道,家庭对于企业发展的影响也呈现出不同的特点。在资本市场中,一个很容易观察到的现象是,随着企业的发展壮大,家庭成员将共享企业发展的成果,他们通过分享股权、参与管理等方式长期涉入企业的经营治理,实现家庭资本与企业经营的深层嵌套,并对企业发展形成持续的影响。

1. 夫妻共同经营与企业发展。在市场中,夫妻共同经营企业是常见的治理模式。虽然 Dyer et al(2013)指出,配偶通常缺乏企业经营所需的教育和技能,因而对企业的营业收入不会产生较大影响。但更多的文献发现,配偶的涉入有利于提高管理者对企业的认同和承诺,这对于企业的发展将大有裨益。Belenzon et al(2016)认为,在家庭关系中,夫妻关系是最为亲密的关系,夫妻二人有着共同的价值观与人生目标,为了保障自己与后代未来的生活,在管理企业时更谨慎行事,更倾向于从企业长远发展考虑,从而使得企业表现出更优的经济效益。他们通过对欧洲的家族企业开展研究后发现,与其他企业相比,由夫妻共同管理的企业往往具有更高的利润率、资产回报率和生存率,并且经营策略更趋保守,更不依赖于外债。Pan et al(2019)通过来自中国市场的经验证据研究发现,相比于其他企业,夫妻共同经营的企业具有更低的总体风险和特质风险,以及更少的并购和研发等投资。

此外,夫妻共同经营的优势还体现在对于代理冲突的缓解。Amore et al(2017)指出,夫妻因利益协同(如共同子嗣)而有动机维护共同事业,而且在婚姻中共同生活的监督便利也有助于降低代理成本。并且,与兄弟姐妹的共同治理相比,夫妻共同治理不需要迎合不同家庭的利益,因此更少遭遇代理冲突。作者针对 2000—2012 年间意大利的 1900 家企业的研究显示,夫妻共同领导的企业可以避免在不确定时期放弃有投资价值的项目,提高员工生产率、降低离职率,最终提高公司的经营绩效。Bird & Zellweger(2018)基于瑞典私营公司的抽样调查数据开展实证分析,也得到了类似的研究结论。他们通过比较夫妻共同治理的企业与兄弟姐妹共同治理的企业发现,夫妻间的信任、认同以及家庭义务可以嵌入公司治理,进而在促进公司发展方面展现出明显优于兄弟姐妹的优势。

不过正如中国的俗语所言——“家和万事兴”,夫妻共同治理的好处也需建立在夫妻和睦的基础之上。倘若夫妻之间存在矛盾,那么这种家庭内部的冲突和沟通不畅很可能会直接反馈到企业经营之中,从而以牺牲盈利能力为代价,恶化企业决策的质量(Amore et al,2017)。近年来,一个在中国资本市场中广为人知的案例是,当当网创始人李国庆夫妇的情感矛盾冲突,以及在经营理念方面的分歧,导致当当网从曾经的中国第一大电商到如今几近被市场所淘汰。而当夫妻的感情矛盾升级为离婚大战后,其对公司正常运营的打击将更为沉重,例如,持有公司大量股权的企业家可能会被迫出售或转让部分股权,以满足离婚协议的条款,并进而影响公司战略、董事会组成等相关决策,以及对企业的市场价值形成冲击(Larcker et al,2013)。

2. 家庭资本管理与企业发展。在企业的经营过程中,家庭不仅可以直接提供人力资本参与企业治理,也可以通过安排子女的婚姻吸收和扩展人力资本、社会资本等稀缺资源。Bunkanwanicha et al(2013)认为,企业家子女的联姻活动形成了囊括双方家庭各类资源的社会网络,且这种以家庭关系为基础的网络具有更高层次的信任、同理心和互惠性,可以以较低的成本为企业发展提供支持。此外,为了企业的长盛不衰,家长必须挑选最优秀的继承人来接管企业,而联姻可以在企业缺乏合适的继承人时为企业引入外部的优秀人才。作者基于泰国独特的调查数据研究发现,在企业家子女与其他知名企业或政治家族联姻后,企业的市场价值将显著提升,尤其是对于经营活动更加依赖于社会网络的企业而言,联姻活动对于企业价值的影响更加明显。此外,Mehrotra et al(2013)在对日本的家族企业进行研究后也有类似的发现,即企业家可以通过子女婚配甚至收养义子扩展家庭人力资本,并最终对企业的经营业绩产生积极影响。

对于一个睿智且富有远见的企业家来说,除了要积极扩展企业发展所需的家庭资本,随着自身年龄的增长,还需对家庭资本的代际传递做出安排,从而使之更好地为企业的长期发展服务。经过数十年的商界闯荡,企业家群体往往积累了丰厚的社会资本,并且深知这些社会资本对于企业发展

的重要价值,因而在其离退之际,会很自然地形成将其社会资本传递给子代的强烈意愿。如 Xu et al (2015)在对中国的家族企业研究后就发现,当创始人拥有更多的政治资源时,其更可能选择子代担任企业的董事长、CEO 或者董事,且这种出于社会资本传递考虑的传承安排显著提高了公司的经营业绩。不过,与相对简单的企业控制权转移不同的是,社会资本以人际关系网络为基础,子代要想从父辈手中继承其社会资本,需要首先获得来自关系网络的认可。故而在子代接班之前,老一辈的企业家通常会做一些针对性的战略安排,例如,进行更多的慈善捐赠,进而帮助子代建立良好的市场声誉,以实现政治资源等家庭社会资本的代际传承(Pan et al,2018;He & Yu,2019)。

四、婚姻和家庭影响下的高管行为偏好与公司金融研究

对于大部分人们来说,依托于家庭长大成人,而后结婚生子组建自己的家庭,这是最为常见的生活轨迹。企业高管作为人类社会的一员,自然难以跳出这一千百年来形成的既定轨道。劳动经济学的文献显示,婚姻和家庭可以改变个体的风险态度和利他倾向等行为偏好,这些研究发现恰好与公司金融领域的高阶梯队理论(upper echelons theory)不谋而合。根据高阶梯队理论,高管的行为偏好会直接反映在公司决策之中(Hambrick & Mason,1984)。公司金融的研究者正是基于这一普遍认知,构建起了家庭经济分析、高管行为偏好和公司决策的理论逻辑,并实证检验了高管的原生家庭背景、婚姻状态、生育情况等因素在公司经营过程中的经济影响。

(一) 高管的原生家庭背景与行为偏好

原生家庭的影响是伴随高管一生的印记,并会在潜意识中进入高管的行为决策。例如,Chuprinin & Sosyura(2018)对美国的基金经理研究后发现,出身于富裕家庭的个体在市场竞争中具有天然的优势,这些个体即使能力和教育背景相对平庸,也能够进入竞争激烈的基金经理行列,但与此同时,良好的家庭背景也削弱了他们在工作中的努力程度。因此,与来自普通家庭的基金经理相比,家境富裕的基金经理在市场竞争中的努力意愿更低,获得的基金业绩也更差。在 Chuprinin & Sosyura(2018)基础之上,Betzer et al(2019)进一步手工搜集了基金经理父母的婚姻状态和死亡情况数据,考察家庭破裂对于基金经理行为偏好的影响。心理学研究指出,早年的家庭破裂经历极大地破坏了个体对父母的依恋(attachment),致使个体产生创伤后应激障碍,并将留下永久性影响,譬如导致个体出现较低的自尊、较高的焦虑以及损失厌恶心理。作者以 20 岁之前父母离婚或死亡来界定原生家庭破裂,研究结果发现,这一家庭变故能够显著地影响基金经理的风险偏好和交易行为,那些遭受原生家庭创伤的基金经理们所管理的基金的风险水平更低,跟踪误差更小,更少持有彩票型股票以及表现出更强的处置效应(disposition effect),以上结果在考虑父母的职业和年龄、家中兄弟姐妹的数目、出生次序等其他一系列家庭特征后依然成立。

除了关注基金经理,还有一些学者考察了原生家庭背景对于公司 CEO 的长期影响。Du(2017)研究发现,由于贫困家庭出身的个体必须更为勤勉或极具天赋才能成为 CEO,因而总体来看,贫苦出身的 CEO 所在的企业具有更好的绩效表现。不过作者同时也发现,与贫苦出身的 CEO 相比,富裕家庭出身的 CEO 在获取信息和建立社会关系方面拥有明显的优势,所以在公司面临较高的不确定性时,富裕家庭出身的 CEO 能够更好地帮助企业实现价值的提升。Duchin et al(2019)同样关注了原生家庭环境对于 CEO 行为偏好的影响,并且证实原生家庭的特征可以通过 CEO 的行为偏好映射到企业的金融决策之中。他们认为,在个体早期认知形成过程中,父母扮演着尤其关键的角色,因而在男性主导的家庭中长大的 CEO 更容易形成刻板的性别观念。具体而言,如果父亲是家庭的唯一收入来源且受教育程度高于母亲,则 CEO 倾向于将资本预算更多地分配给男性部门经理。

(二) 高管的婚姻状态与行为偏好

1. 高管的婚姻状态与职业表现。基于婚姻状态影响个体行为偏好的前期发现,一些学者尝试将婚姻状态的经济影响纳入公司金融的研究范畴。Lu et al(2016)认为,结婚和离婚的私人事件会使得管理者分心,难以将有限的注意力集中于工作,并最终影响经营的绩效。他们利用美国市场中 98 桩结婚和

76 桩离婚公开数据,发现基金经理在结婚或离婚后,其管理的基金业绩明显低于结婚或离婚前的业绩水平。作者进一步根据基金经理管理的基金数量进行分组讨论发现,与只管理一支基金的基金经理相比,管理两支及以上基金的基金经理的业绩更容易会受到结婚和离婚事件的影响,这说明确实是婚姻状况变化导致管理者分心,进而损害了经营绩效。值得一提的是,不仅婚姻状态会影响高管的职业表现,高管在职业上取得的成就也可能对婚姻状态产生影响。Folke & Rickne(2020)基于瑞典的独特数据研究发现,女性在担任高管后,其离婚的概率会显著提升,但类似的影响在男性高管中并不存在。进一步的检验显示,男女性对于婚姻中经济地位和劳动分工的传统认知是可能的影响机制,具体而言,当女性相对男性的收入水平更高,或者男性希望女性更多地承担子女的抚育工作时,女性高管更可能离婚。

2. 高管的婚姻状态与风险偏好。公司金融领域的学者认为,如果婚姻状态的改变是个体风险偏好改变的信号,那么就有理由相信这些信号也能解释公司政策的变化(Nicolosi & Yore,2015)。Roussanov & Savor(2014)利用1993—2008年间美国上市公司CEO的婚姻状态数据,考察了单身CEO和已婚CEO在经营过程中的风险偏好差异。研究结果发现,相比已婚CEO,单身CEO更不厌恶风险,其所在公司的股票波动性更大,投资政策更为激进,并且对特质风险的变化没有反应。为了提高说服力,作者还巧妙地使用各个州离婚法的差异作为CEO婚姻状况的工具变量,这是因为,CEO选择单身的原因除了未能遇到合适的结婚对象,也可能受制于未来离婚的潜在成本。在美国,夫妻离婚后的财产分割以州一级的法律为依据,不同州的离婚成本存在一定的差异,工具变量结果显示,在离婚成本越高的地区,CEO单身的概率越高,第二阶段的回归结果同样支持其主要发现,说明的确是婚姻本身而非CEO内在偏好的异质性在发挥作用。Hilary et al(2017)使用同一数据检验了CEO的婚姻状况对财务报告风险的影响,发现由单身CEO领导的公司比由已婚CEO领导的公司表现出更高的盈余管理水平,并且这种影响在使用离婚法差异作为工具变量检验后依然存在。

不过,上述研究也存在一些不足之处。正如Roussanov & Savor(2014)所指出的,一些已婚CEO可能因为离婚成本过高才勉强继续维持婚姻,实际上夫妻双方已经貌合神离,因而此时CEO的已婚状态可能并不能很好地反映出其风险偏好。为此,一些学者尝试直接利用CEO的离婚事件考察婚姻状态的变化对于高管风险偏好的影响,因为对于CEO来说,无论离婚前幸福与否,离婚事件在财富分配、家庭生活乃至精神状态等方面的冲击都是巨大的,对其行为偏好的影响也更容易被观测到。Nicolosi & Yore(2015)从美国大型上市公司CEO的传记中搜集了CEO的离婚数据,并据此探讨CEO离婚对于公司的投资政策和薪酬制度的影响。结果发现,在CEO离婚后,公司的并购活动、重大资本支出和总体风险等都显著增加,与此同时,CEO薪酬中的期权占比也相应变大。

关于离婚事件对高管风险偏好的影响,Neyland(2020)则认为,CEO离婚通常需要支付大笔离婚费,这将导致其投资组合中的现金大量减少,降低投资组合的多样化并提高投资风险,最终促使CEO采取更为保守的经营策略。Neyland(2020)同样以美国上市公司CEO的离婚事件为研究对象,与Nicolosi & Yore(2015)有所不同的是,其研究样本并没有局限于大型上市公司。研究结果显示,在CEO离婚的当年,公司的风险水平更低,尤其是对于那些现金匮乏的CEO而言更是如此。此外还发现,CEO离婚后的薪酬对于价格和波动性的敏感性显著提高,表明薪酬激励会根据CEO的投资组合进行调整。整体而言,离婚CEO的平均薪酬增加超过200万美元。

3. 高管的婚姻状态与利他偏好。一般认为,女性比男性更加关心他人的福祉,而婚姻生活中的朝夕相处可以为女性影响、同化男性提供良好的场景,并促使已婚男性表现出更强的利他倾向。例如,Nicolosi(2013)以1990—2008年间美国上市公司的2386名CEO为观测对象进行研究发现,已婚CEO更可能提高股利的发放水平。Hegde & Mishra(2019)同样以美国上市企业为研究样本,并据此考察了CEO的婚姻状态与企业社会责任之间的内在关联。研究结果发现,高管从未婚到已婚会改变其认知和行为偏好(如同情心),相比单身男性高管,已婚男性高管更加认同其他非家庭成员的感受和需求。具体而言,已婚的CEO更为重视对员工、社区和环境等方面的利益保护,相比之下,未婚CEO对于企业应该承担的社会责任并未给予足够的关注。不过这种利他倾向也受到传统观念

的影响,如 Desai et al(2014)研究发现,持有传统婚姻观念的男性在工作中更不喜欢女性,并且比其他已婚男性更不愿意让女性员工晋升。

一个有趣的研究还发现,在婚姻状态和婚姻观念的影响之外,高管在婚姻中表现出的不忠倾向也可能是其缺乏道德意识和利他倾向的一种映射,并最终体现在其经营决策之中。Griffin et al(2017)利用美国在线约会网站 Ashley Madison 的泄露数据对高管的婚姻不忠问题进行了考察。Ashley Madison 是一家为已婚人士提供约会服务的互联网公司,其在 2015 年 8 月被黑客攻击,导致大量隐私数据被公开。作者使用 Ashley Madison 用户数据和信用卡交易信息与美国上市公司的高管进行匹配发现,2008—2014 年间有 67 位 CEO、70 位 CFO 和 108 位高管是 Ashley Madison 的付费用户。他们基于这一独特数据研究发现,相比其他公司,对婚姻不忠的 CEO 或 CFO 所在公司更可能出现损害股东利益的代理问题,这些公司发生违规行为的可能性要比其他公司高出一倍以上。

(三) 高管的生育情况与行为偏好

1. 高管的生育决策与职业规划。生儿育女是人类传承的必要途径,也是人们提高自身幸福感的重要方式。但与此同时,生育子女也意味着更高的生活压力以及必要的精力分配,进而对于个人的职业发展形成一定的约束。尤其是对于年轻女性来说,抚育子女需要付出更多的精力,其职业发展受到的影响也更为明显。因此,人们在现实生活中不难发现,一些年轻人为了实现更好的职业发展路径,越来越倾向于选择晚育。Keloharju et al(2018)利用瑞士的企业高管生育情况数据,为理解这一社会现象提供了直接的证据支持。他们的研究显示,女性在晋升高管和收入增长上经常处于劣势,并且专业技能、教育水平等均无法解释这些差距。他们通过深入剖析发现,女性在生育头胎后的五年内,缓慢的职业发展是解释这种差距的主要原因,因为与男性相比,刚刚生育的女性平均工作时间更短,甚至经常缺勤。Chhaochharia et al(2019)则基于德国政府为女性提供儿童保育服务的独特场景,从一个反面验证了女性因为生育子女而在个人职业发展方面做出的牺牲。作者利用德国的雇主—雇员匹配数据集研究发现,在政府提供高水平的儿童保育服务的地区,已生育女性更可能晋升高管,且工资水平更高,尤其是对于受过高等教育、有许多子女或年幼子女的已育女性而言,前述结果更为明显。事实上,在当前的资本市场中,大龄未育甚至未婚的成功女性并不少见,鉴于上述研究发现,人们或许不难理解她们在生育子女和个人抱负间做出的艰难取舍。

2. 高管的生育情况与利他偏好。抛开对于生活压力和职业发展的考虑,对于大部分高管来说,生儿育女、传宗接代依然是人生的头等大事,其利他倾向等行为偏好也可能因此而改变。Dahl et al(2012)以丹麦 1996—2006 年间 10655 家企业为研究样本,通过考察高管是否生育对其利他倾向的影响发现,男性 CEO 在生育子女后倾向于将更多的经济资源用于家庭生活,因而不仅更不愿意慷慨地支付雇员薪酬,同时还会提高自身的薪酬水平。这一发现说明,高管对于子女的关爱与责任降低了其利他倾向,并在公司决策中展现出负外部性,损害了其他雇员的利益。不过有趣的是,生儿子和生女儿对 CEO 决策的影响存在明显的差异,如果 CEO 生育的是女儿,其负面影响比生育儿子时要小,尤其是当首胎为女儿时,CEO 对雇员反而更加慷慨。

Gompers & Wang(2017)对子女性别在高管利他决策方面的差异性影响进行了更加深入的探讨。他们计算了 VC(venture capital)合伙人子女中女儿的占比,以便同时估计女儿与儿子的相对影响。由于子女的性别是随机的,因而 VC 合伙人子女的性别是一个很好的外生变量,能够准确识别出孩子性别与女性雇员权利保护之间的因果关系及其对公司绩效的影响。研究结果显示,女儿在子女中占比越高,VC 合伙人越愿意雇用女性经理人,并且,女儿占比更高的 VC 合伙人投资的公司 IPO 或被溢价收购的概率更高。这说明相比生育儿子,生育女儿不仅能够促使 VC 合伙人更加注重对女性就业权利的保护,最终还通过提升 VC 的投资绩效,使得其利他倾向得到正向的价值回馈。

此外,从高管在资本市场中的实践活动来看,生育女儿对于高管利他倾向的重塑并不仅仅体现于对于女性权利的保护,在高管的社会责任意识方面同样得到了展现。一个广为人知的事例是,2015 年 Facebook 的 CEO 扎克伯格在女儿出生后捐出价值 450 亿美元的股票,一时被人们传为佳话。为了得到

更加一般性的结论,Cronqvist & Yu(2017)利用美国大型上市公司开展实证分析,检验了生育女儿对高管社会责任意识的影响。研究结果发现,美国一些规模最大、最知名上市公司的企业高管的价值偏好是由其女儿塑造的,具体来说,当一家公司的CEO育有一个女儿时,企业社会责任评级(CSR)比中位数公司高出约9.1%。不过遗憾的是,公司金融领域尚未发现生育儿子对于高管的利他偏好具有积极影响。

3. 高管的生育情况与企业传承。在经济社会中,人们很容易将“血脉传承”与“财富传承”相联系,企业家生儿育女与家族企业的传承选择也很自然地成为学者们关切的话题。Bennedsen et al(2007)以丹麦1994—2002年间发生的5334起企业传承事件作为研究样本,考察了CEO的子女性别对家族企业传承的影响。他们将离任CEO的首胎孩子(一般默认长子继承)的性别视为家族企业选拔继承人的外生冲击,研究结果发现,当离任CEO首胎生育的是女儿时,仅有29.4%的家族企业会选择家族内部成员作为继承人,相比之下,如果首胎是儿子,这一比例则上升到39%,说明生育儿子改变了家族企业的传承偏好。不过他们同时也发现,这种家族内部继承的人事安排并未给公司带来业绩的提升,反而还对公司的经营绩效产生了很大的负面影响。Bennedsen et al(2007)的这一发现在Ahrens et al(2015)的研究中同样得到了验证,即当前任CEO育有儿子时,企业更可能选择内部传承。

企业传承是一个事关家业兴衰的重要问题,因而在性别偏好这一影响因素之外,企业家还需根据子女的数量以及相应的子代人力资本的积累情况,对企业的传承选择做出理性的判断。近年来,随着中国老一代创业者日渐年迈,企业的传承问题也随之被排上日程。在中国的儒家、佛教等传统文化的影响下,企业家继续维持家庭经营的意愿尤为强烈,其子女也一直被视为首选的继任者(Yan & Sorenson,2006;Shen & Su,2017)。但人们在实际的操作过程中意外地发现,由于计划生育政策的实施减少了企业家的子女数量,导致企业的内部传承面临着极大的人力资本约束,进而限制了企业家“子承父业”的美好希望。Cao et al(2015)利用中国私营企业调查数据研究后发现,当企业有且仅有一个继承人时,家族内部传承的可能性下降至少3%以上,并且创始人对年轻继承人的继承期望也会显著降低。不仅如此,子女数量较少的负面影响同时还体现为公司更低的再投资率和研发支出水平,以及降低了创始人推动公司上市的动力。

五、总结与展望

自贝克尔运用经济分析的理论和工具对婚姻和家庭问题进行探讨以来,劳动经济学领域的学者便对家庭经济分析的相关研究展现出了浓厚的兴趣,至今已经积累了大量研究成果。得益于劳动经济学相关文献的理论支持和方法借鉴,最近十年,公司金融领域从婚姻和家庭视角探讨公司经营活 动的研究开始快速涌现,极大地扩展了家庭经济分析的研究内涵。总体来看,这些前期的探索性研究成果基本沿袭了劳动经济学领域关于家庭经济分析的内在逻辑:一方面,从家庭资源配置的视角出发,考察家庭资本对于家庭创业的影响,以及夫妻共同治理、企业家子女婚配、社会资本传承等事关企业发展的现实问题;另一方面,从婚姻和家庭因素对个体行为偏好的影响出发,探讨诸如高管的原生家庭环境、婚姻状态和生育情况所塑造的个体行为偏好能否以及如何反映在企业决策之中。值得一提的是,虽然家庭经济分析与公司金融研究的交叉融合已经快速兴起,但相比于国际学术界,国内相关文献还很稀少,仅徐莉萍等(2015)、肖金利等(2018)等少数文献关注到了离婚事件、夫妻共同经营对企业发展的影响。近年来,中国企业家的婚姻及家庭事务频频引发资本市场的广泛热议,为学术研究的开展提供了丰富的研究素材和切入视角,国内学界可以在既有文献的基础之上从以下三个方面对中国市场中的婚姻、家庭与公司金融相关问题进行扩展:

1. 扩充婚姻、家庭相关的研究数据,丰富公司金融研究的影响变量。企业高管的婚姻和家庭数据的可得性一直是限制公司金融研究开展的重要原因,从既有的国外文献来看,除了少数研究基于既有的调查数据展开,大部分研究的数据都由作者手工整理获得。国内相关研究的开展也面临着同样的困难,目前,企业相关的调查数据库(例如私营企业调查、工业企业调查等)和上市公司公开数据中,均少见企业管理者的婚姻或家庭相关信息。因此,国内学者在研究相关问题时需要首先利用互

联网、实地调研等可行渠道获取有价值的研究数据,从而为研究的开展提供数据支撑,丰富婚姻、家庭相关的研究内涵。尤其是,在公司金融研究关注较少的个体家庭背景方面(如父母的职业特点、社会地位等),如果能够补充相关数据,对于理论认知的丰富将大有助益。

2. 扩展企业层面的研究变量,在更多的企业经营活动中探寻婚姻和家庭的影响。虽然国外学者已经做了一些探索性的研究,但主要集中于讨论家庭中人力资本、经济资源的配置对于企业成长和经营绩效的影响,以及婚姻、家庭所塑造的高管个人偏好如何体现于企业的风险决策和社会责任等方面,对于企业的信息披露、股利政策和利益输送等常见问题,尚未予以关注。特别是在国内的公司金融领域,从婚姻和家庭视角考察非初创企业经营治理的实证研究方才起步,这无疑为国内学者开展相关研究预留了很大的空间。此外,中国大部分民营企业是家族企业,经过40多年的发展,当前已经进入第二代接班的高峰期。那么,第一代企业家及其子女的婚姻和家庭关系将如何影响中国家族企业的传承与发展,这是值得关注且有趣的研究话题。

3. 将文化的影响纳入婚姻、家庭和企业相关问题的讨论范围。在世界不同地区,婚姻和家庭相关的文化认知、惯例和习俗都存在一定的差异,但在既有公司金融相关的文献中,对于这种地区间的文化差异并未予以充分的关注。事实上,中国作为四大文明古国之一,在上下五千年的历史演进中,演化出了与西方市场完全不同的家庭观和婚恋观。例如,中国的家庭推崇“男主外女主内”“夫唱妇随”的价值观念,这可能在一定程度上抑制了女性在企业中的就业机会、话语权以及晋升空间。此外,中国人关于生育强调“养儿防老”,在子女抚养方面则讲究“穷养儿、富养女”,在子女婚配时又注重“门当户对”,在财富传承上奉行“子承父业”。这些价值观念不仅可能对于企业高管的行为偏好产生有别于西方市场的影响,同时也有益于更好地理解中国企业的发展与传承问题。

参考文献:

- 肖金利 潘越 戴亦一,2018:《“保守”的婚姻:夫妻共同持股与公司风险承担》,《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。
- Ahrens, J. P. et al(2015), “Gender preferences in the CEO successions of family firms: Family characteristics and human capital of the successor”, *Journal of Family Business Strategy* 6(2): 86—103.
- Almás, I. et al(2015), “Willingness to compete: Family matters”, *Management Science* 62(8):2149—2162.
- Amore, M. D. et al(2017), “For love and money: Marital leadership in family firms”, *Journal of Corporate Finance* 46:461—476.
- Anderson, S. & J. M. Baland(2002), “The economics of ROSCAs and intra-household resource allocation”, *Quarterly Journal of Economics* 117(3):963—995.
- Antonovics, K. & R. Town(2004), “Are all the good men married? Uncovering the sources of the marital wage premium”, *American Economic Review* 94(2):317—321.
- 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. & A. Munro (2005), “An experiment on risky choice amongst households”, *Economic Journal* 115 (502):C176—C189.
- Becker, G. S. (1981), *A Treatise on the Family*, Harvard University Press.
- Belenzon, S. et al(2016), “Married to the firm? A large-scale investigation of the social context of ownership”, *Strategic Management Journal* 37(13):2611—2638.
- Bennedsen, M. et al(2007), “Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance”, *Quarterly Journal of Economics* 122(2):647—691.
- Bertocchi, G. et al(2011), “Marriage and other risky assets: A portfolio approach”, *Journal of Banking and Finance* 35(11):2902—2915.
- Betzer, A. et al(2019), “Till death (or divorce) do us part: Early-life family disruption and fund manager behavior”, CFR Working Papers, No. 19—01.
- Bird, M. & T. Zellweger(2018), “Relational embeddedness and firm growth: Comparing spousal and sibling entrepreneurs”, *Organization Science* 29(2):264—283.

- Bertrand, M. et al(2015), “Gender identity and relative income within households”, *Quarterly Journal of Economics* 130(2):571—614.
- Bunkanwanicha, P. et al(2013), “The value of marriage to family firms”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 48(2):611—636.
- Bursztyn, L. et al(2017), “‘Acting wife’: Marriage market incentives and labor market investments”, *American Economic Review* 107(11):3288—3319.
- Cao, J. et al(2015), “One-child policy and family firms in China”, *Journal of Corporate Finance* 33:317—329.
- Carlsson, F. et al(2013), “The influence of spouses on household decision making under risk: An experiment in rural China”, *Experimental Economics* 16(3):383—401.
- Castilla, C. (2015), “Trust and reciprocity between spouses in India”, *American Economic Review* 105(5):621—624.
- Chew, S. H. et al(2018), “Risk aversion and son preference: Experimental evidence from Chinese twin parents”, *Management Science* 64(8):3896—3910.
- Chhaochharia V. et al(2019), “Child care provision and women’s careers in firms”, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2943427>.
- Christiansen, C. et al(2015), “Understanding the effects of marriage and divorce on financial investments: The role of background risk sharing”, *Economic Inquiry* 53(1):431—447.
- Chuprinin, O. & D. Sosyura(2018), “Family descent as a signal of managerial quality: Evidence from mutual funds”, *Review of Financial Studies* 31(10):3756—3820.
- Cronqvist, H. & F. Yu(2017), “Shaped by their daughters: Executives, female socialization, and corporate social responsibility”, *Journal of Financial Economics* 126(3):543—562.
- Cubeddu, L. & J. Rios-Rull(2003), “Families as shocks”, *Journal of the European Economic Association* 1(2—3):671—682.
- Dahl, M. S. et al(2012), “Fatherhood and managerial style: How a male CEO’s children affect the wages of his employees”, *Administrative Science Quarterly* 57(4):669—693.
- De Palma, A. et al(2011), “Individual and couple decision behavior under risk: Evidence on the dynamics of power balance”, *Theory and Decision* 70(1):45—64.
- Desai, S. D. et al(2014), “The implications of marriage structure for men’s workplace attitudes, beliefs, and behaviors toward women”, *Administrative Science Quarterly* 59(2):330—365.
- Dohmen, T. et al(2012), “The intergenerational transmission of risk and trust attitudes”, *Review of Economic Studies* 79(2):645—677.
- Du, F. F. (2017), “From playground to boardroom: Endowed social status and managerial performance”, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3040322>.
- Du, J. & S. Girma(2010), “Red capitalists: Political connections and firm performance in China”, *Kyklos* 63(4):530—545.
- Duchin, R. et al(2019), “The origins and real effects of the gender gap: Evidence from CEOs’ formative years”, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3171292>.
- Dyer, W. G. (1992), *The Entrepreneurial Experience: Confronting Career Dilemmas of the Start-up Executive*, Jossey-Bass.
- Dyer, W. G. et al(2013), “Should my spouse be my partner? Preliminary evidence from the panel study of income dynamics”, *Family Business Review* 26(1):68—80.
- Dyer, W. G. et al(2014), “Toward a theory of family capital and entrepreneurship: Antecedents and outcomes”, *Journal of Small Business Management* 52(2):266—285.
- Fairlie, R. W. & A. M. Robb(2008), *Race and Entrepreneurial Success*, MIT Press.
- Fernandez, R. et al(2004), “Mothers and sons: Preference formation and female labor force dynamics”, *Quarterly Journal of Economics* 119(4):1249—1299.
- Folke, O. & J. Rickne(2020), “All the single ladies: Job promotions and the durability of marriage”, *American Economic Journal: Applied Economics* 12(1):260—287.
- Glynn, A. N. & M. Sen(2015), “Identifying judicial empathy: Does having daughters cause judges to rule for women’s issues?”, *American Journal of Political Science* 59(1):37—54.

- Gompers, P. A. & S. Q. Wang(2017), "And the children shall lead: Gender diversity and performance in venture capital", NBER Working Paper, No. 23454.
- Grable, J. E. (2000), "Financial risk tolerance and additional factors that affect risk taking in everyday money matters", *Journal of Business and Psychology* 14(4):625—630.
- Griffin, J. M. et al(2017), "Do personal ethics influence corporate ethics?", Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2745062>.
- Hambrick, D. C. & P. A. Mason(1984), "Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers", *Academy of Management Review* 9(2):193—206.
- He, W. & X. Yu(2019), "Paving the way for children: Family firm succession and corporate philanthropy in China", *Journal of Business Finance and Accounting* 46(9—10):1237—1262.
- Hegde, S. P. & D. R. Mishra(2019), "Married CEOs and corporate social responsibility", *Journal of Corporate Finance* 58:226—246.
- Hilary, G. et al(2017), "Marital status and earnings management", *European Accounting Review* 26(1):153—158.
- Juhn, C. & K. McCue(2016), "Evolution of the marriage earnings gap for women", *American Economic Review* 106(5):252—256.
- Keloharju, M. et al(2018), "What prevents female executives from reaching the top?", Harvard Business School Research Paper Series, No. 16—092.
- Knüpfer, S. et al(2017), "Formative experiences and portfolio choice: Evidence from the Finnish Great Depression", *Journal of Finance* 72(1):133—166.
- Knüpfer, S. et al(2019), "Why does portfolio choice correlate across generations?", Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2857053>.
- Larcker, D. F. et al(2013), "Separation anxiety: The impact of CEO divorce on shareholders", Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2331605>.
- Lee, S. & P. Persson(2016), "Financing from family and friends", *Review of Financial Studies* 29(9):2341—2386.
- Lewis, K. & C. Massey(2011), "Critical yet invisible: The 'good wife' in the New Zealand small firm", *International Journal of Gender and Entrepreneurship* 3(2):105—122.
- Love, D. A. (2010), "The effects of marital status and children on savings and portfolio choice", *Review of Financial Studies* 23(1):385—432.
- Lu, Y. et al(2016), "Limited attention, marital events and hedge funds", *Journal of Financial Economics* 122(3):607—624.
- Mehrotra, V. et al(2013), "Adoptive expectations: Rising sons in Japanese family firms", *Journal of Financial Economics* 108(3):840—854.
- Neyland, J. (2020), "Love or money: The effect of CEO divorce on firm risk and compensation", *Journal of Corporate Finance*, forthcoming.
- Nicolosi, G. (2013), "Demographics of dividends", *Journal of Corporate Finance* 23: 54—70.
- Nicolosi, G. & A. S. Yore(2015), "'I do': Does marital status affect how much CEOs 'do'?", *Financial Review* 50(1):57—88.
- Oswald, A. J. & N. Powdthavee(2010), "Daughters and left-wing voting", *Review of Economics and Statistics* 92(2):213—227.
- Pan, Y. et al(2018), "The role of corporate philanthropy in family firm succession: A social outreach perspective", *Journal of Banking and Finance* 88(3):423—441.
- Pan, Y. et al(2019), "Is co-ownership with the wife a risk mitigator? ", Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3262327>.
- Rosenblatt, P. C. et al(1985), *The Family in Business: Understanding and Dealing with the Challenges Entrepreneurial Families Face*, Jossey-Bass.
- Roussanov, N. & P. Savor(2014), "Marriage and managers' attitudes to risk", *Management Science* 60(10):2496—2508.
- Shafer, E. & N. Malhotra(2011), "The effect of a child's sex on support for traditional gender roles", *Social Forces* 90(1):209—222.

- Shen, N. & J. Su(2017), "Religion and succession intention—Evidence from Chinese family firms", *Journal of Corporate Finance* 45:150—161.
- Shore, S. H. (2010), "For better, for worse: Intrahousehold risk-sharing over the business cycle", *Review of Economics and Statistics* 92(3):536—548.
- Tang, Y. et al(2017), "Good marriage at home, creativity at work: Family-work enrichment effect on workplace creativity", *Journal of Organizational Behavior* 38(5):749—766.
- Van Auker, H. & J. Werbel(2006), "Family dynamic and family business financial performance: Spousal commitment", *Family Business Review* 19(1):49—63.
- Waite, L. J. & M. Gallagher(2001), "The case for marriage: Why married people are happier, healthier, and better off financially", *Journal of Marriage and Family* 63(3):10—11.
- Waldfogel, J. (1997), "The effect of children on women's wages", *American Sociological Review* 62(2):209—217.
- Warner, R. L. (1991), "Does the sex of your children matter? Support for feminism among women and men in the United States and Canada", *Journal of Marriage and the Family* 53(4):1051—1056.
- Warner, R. L. & B. S. Steel(1999), "Child rearing as a mechanism for social change: The relationship of child gender to parents' commitment to gender equity", *Gender and Society* 13(4):503—517.
- Washington, E. L. (2008), "Female socialization: How daughters affect their legislator fathers", *American Economic Review* 98(1):311—332.
- Xu, N. et al(2015), "Founder's political connections, second generation involvement, and family firm performance: Evidence from China", *Journal of Corporate Finance* 33:243—259.
- Yan, J. & R. Sorenson(2006), "The effect of Confucian values on succession in family business", *Family Business Review* 19(3):235—250.
- Young, P. K. Y. & A. H. L. Sontz(1988), "Is hard work the key to success? A socioeconomic analysis of immigrant enterprise", *Review of Black Political Economy* 16(4):11—31.
- Wei, S. & X. Zhang(2011), "Sex ratios, entrepreneurship, and economic growth in the People's Republic of China", NBER Working Paper, No. w16800.

Research Progress on Marriage, Family and Corporate Finance

NING Bo PAN Yue JIANG Min
(Xiamen University, Xiamen, China)

Abstract: Marriage status and family gossip are not only private affairs, but also can affect the development of companies by embedding corporate management through family members. In recent years, with the improvement of data availability and empirical methods, investigating business development from the perspective of marriage and family has become a hot research topic. In the field of finance, especially, exploring how marriage and family factors affect corporate financial decision-making constitutes one of the most important advances in economic analysis of the family. This paper firstly sorts out the internal mechanism that marriage and family can produce economic influence, that is, factors such as marital status and childbearing conditions will affect the process of family resource allocation and individual behavioral preferences. On this basis, we further systematically summarize the economic impact of marriage and family on entrepreneurship, enterprise development and inheritance, and make a comprehensive review of the inspiring insights. At present, research on the development of enterprises from the perspective of marriage and family is still scant. This paper aims to provide reference for the study of the relationship between family factors and corporate finance in China.

Keywords: Marriage; Family; Corporate Finance; Family Resource Allocation; Behavioral Preference

(责任编辑:刘洪愧)

(校对:刘新波)