

上市公司关键人职场外失德行为的 筛选效应研究^{*}

□ 徐嘉倩 徐莉萍 刘雯畅 辛 宇

领域编辑推荐语：

本研究及时揭示了一个以往未被充分探索的公司风险领域：关键人职场外失德行为的影响。文章超越了对职场内违规的传统关注，有力论证了此类个人道德失败如何作为强烈的负面信号引发投资者的“筛选”反应，导致股价显著下跌和内部治理洗牌。更重要的是，研究提供了确凿证据，表明这些行为不仅是声誉问题，更会切实损害公司经营绩效。而研究发现高质量的内部治理能够有效缓解此类冲击，这为旨在维护市场诚信和股东价值的监管机构与公司提供了明确且宝贵的实践启示。

——师伟

摘 要：上市公司关键人风险防范和治理与资本市场健康发展紧密相关。现有文献对上市公司关键人职场内风险事件进行了广泛研究，而较少关注其职场外失德行为。本文基于筛选理论考察了关键人职场外失德行为对上市公司组织结构和公司经营绩效的筛选效应。研究结果表明：（1）投资者（包括外部投资者、全体股东、核心大股东）接收关键人失德行为信号后会作出相应的筛选反应：股票短期和中期收益显著为负；股东会促进核心管理层的调整；股权结构重新洗牌。（2）关键人职场外失德行为的曝光最终导致公司经营绩效下降；（3）高质量的内部控制和较低的代理成本将有效缓解关键人职场外失德行为曝光对公司绩效的负面冲击。可见，职场外失德行为引发了不可忽视的上市公司关键人风险，引起投资者的消极筛选效应并负向冲击公司经营业绩，但是高质量的公司治理有助于降低关键人风险所带来的负面影响。

关键词：失德问题；关键人风险；筛选理论；公司治理

^{*} 本研究得到广东省基础与应用基础研究基金《上市公司关键人职场外失德行为的经济后果及有效治理研究》（2025A1515012232）的资助。特别感谢期刊编辑和匿名审稿专家针对论文提出的宝贵修改意见，同时感谢浙江工商大学金献坤老师和中山大学财务处陈璇华老师对本研究的前期技术支持，文责自负。

一、引言

上市公司作为公众公司，其控股股东（包括实际控制人）、董监高等“关键人”的行为与决策不仅影响公司的发展，还是投资者选择投资标的的重要“风向标”。资本市场上屡屡曝光的关键人失德事件，不仅败坏了其个人声誉，还对上市公司和公众投资者利益造成不良影响。关键人的公众形象是上市公司声誉的重要组成部分，关键人的职责不仅在于提升公司业绩，更重要的是构建健康的资本市场生态、维护投资者利益和承担社会责任。理解投资者和上市公司如何受到关键人职场外失德行为的影响，有利于促进上市公司健康发展、提高资本市场效率。

关键人行为可能形成影响公司发展的关键人风险。关键人风险指因上市公司控股股东、实际控制人、董监高等“关键人”的存在、缺席或行为，而不成比例地对公司运营和市值带来负面影响的事件。与有迹可循的财务舞弊、公司违规和职业道德问题不同，关键人的私人道德问题具有高度的偶发性，关键人失德行为曝光构成不可忽视的关键人风险。本文研究关键人私人道德问题曝光所产生的关键人风险的筛选效应，考察关键人职场外失德行为对上市公司和投资者造成的负面冲击，并探讨高质量公司治理是否能够缓解这些负面影响。

投资者和上市公司内部关键人之间存在信息不对称，投资者难以在事前识别关键人的诚信等隐性品格特征。然而，关键人的品格和能力将影响公司经营和决策。根据筛选理论，信

息不对称情况下投资者可以通过观察行为、资格证书等显性筛选标识（screening device（Stiglitz, 1975））判断关键人的内在品质（Spence, 1974; Connelly et al., 2011），进而调整其投资决策。行为一致性理论指出个体行为具有跨情景的一致性（王登峰和崔红, 2006），关键人的私人行为反映的人格特征将影响其在公司经营过程中的行为，投资者因而可以根据关键人可观察的职场外行为合理预期其公司经营中的行为。即关键人职场外失德行为是反映关键人诚信、品格和经营决策行为的重要标识。加之关键人的公众人物属性和失德行为的负面性质，关键人职场外失德事件曝光后将引发一系列反应，包括：损毁关键人声誉、向市场传递负面的公司文化和形象信号、分散关键人的工作精力、触发关键人离职等。因此，我们预期关键人职场外失德行为将触发投资者对上市公司的筛选行为反应，公司绩效会因关键人失德行为受到负向冲击。

本文所定义的关键人职场外失德行为具有两个主要特征：一是该行为属于关键人的职场外行为；二是该行为违反了主流道德观念或相关法律法规。现有国外文献一般基于高管的犯罪记录或是高管的职场外消费和娱乐习惯来研究职务外行为的影响。与国外情况不同的是，中国上市公司在融资和再融资的过程中特别强调关键人的“品格”，要求提供“无犯罪记录证明”，因此难以通过是否有犯罪记录来获取关键人失德问题的数据；而关键人的消费和娱乐习惯，如拥有游艇、私人飞机等奢侈品，也难以观察。基于此，本文手工收集整理了2008~2021年沪深上市公司在任关键人共83个职场外

失德新闻事件，并基于筛选理论检验了投资者（包括外部投资者、全体股东、核心大股东）行为和公司绩效受到关键人职场外失德事件曝光的影响。

首先，本文运用事件研究法考察公司的股票价格在关键人职场外失德事件曝光后的变化，即外部投资者的筛选反应。研究发现，公司股票价格因受到关键人职场外失德事件冲击，短期（-1，1）超额累计收益率为-2%；中期（0~12个月）的买入持有异常收益率为-16%，均显著小于0；但从事发后的第12个月开始，公司估值进入一个逐渐修复的过程。其次，本文运用倾向得分匹配方法构造了面板数据，基于面板数据的回归结果显示，关键人职场外失德事件曝光后，董事长和总经理的非正常离职概率上升，股权结构的相对比例发生变化。可见，投资者面对关键人职场外失德事件的曝光有明显的避险反应。进一步检验表明，这些变化最终导致公司经营业绩下降。最后，在内部控制质量越高、代理成本越低的上市公司，公司经营绩效受到关键人职场外失德事件的负面影响相对较小。以上结果说明投资者（包括外部投资者、全体股东、核心大股东）根据上市公司关键人职场外失德事件做出了相应的筛选行为，筛选理论得以验证。

本文的研究贡献主要表现在以下几个方面。首先，本文基于中国情景从投资者和经营绩效视角探索了上市公司关键人职场外失德事件曝光的筛选效应，丰富了高管职场外行为文献，拓展了筛选理论的应用情景。以往相关研究多考虑关键人的个人特征，如性别、种族、外貌、经历、行为、所处环境等因素，如何影响其在

职场中的决策和经营风格，进而影响企业决策和公司绩效，分析的基础理论为高阶梯队理论（Hanlon et al.，2021）。近年来，高管的职场外失德行为也逐渐受到重视。主要基于美国市场的研究表明，有犯罪记录的高管，更倾向于进行内幕交易（Davidson et al.，2020），其公司的财务报告风险更高（Davidson et al.，2015），破产风险更大（Regenburg & Seitz，2021）。对婚姻不忠的高管会从事更多的职务犯罪（Griffin et al.，2019）。然而，鲜有文献从投资者的角度考察关键人职场外行为的影响。本文认为，投资者需要捕捉公司经营者的显性标识以判断其内在特质，并以此作为投资标的的筛选标准。本文的研究结论证实了关键人职场外失德事件属于可观察的强筛选标识，有效补充了中国情境下筛选理论的作用方式研究。

其次，有别于以往基于职场内行为的研究，本文补充了关键人职场外失德行为相关经济后果的经验证据。以往研究多关注关键人的具体特征或者行为如何影响其职场内的决策进而影响上市公司经营，但未考虑关键人的人格完整性作为一项生产要素的重要性。Erhard和Jensen（2014）认为，人格就像劳动力、资本和技术一样，是一个重要的生产要素，人格完整是组织发挥最大效用的必要条件^①。此外，现有文献探究了公司关键人的职场外行为对其本身决策的影响，而未探究投资者对于公司关键人的职场

^① Erhard和Jensen（2014）所说的人格完整，即 integrity，定义为“一种完整、完全、无懈可击、无损、正当、完美的状态”“the state of being whole, complete, unbroken, unimpaired, sound, in perfect condition”。简言之，完整和完全。因此“integrity”是一个全人的概念，而多数中文文献称之为“诚信”。

外行为的反应，本文则以关键人职场外的失德行为作为其人格不完整的表征，发现该行为的曝光将引起投资者的负面评价和公司绩效下滑，从而发现投资者对公司缺失关键人人格完整这一生产要素的消极反应。

再次，本文从关键人职场外失德行为的视角拓展了企业违规文献。现有关于企业违规的文献更多地强调公司层面或者高管层面职场内违规对企业的不良影响（如陆瑶等，2012；辛宇等，2022），本文从关键人的职场外失德行为出发，补充了现有文献，并印证了关键人与上市公司的声誉绑定关系。

最后，本文的研究结论对公司和监管部门具有重要的实践启示意义。中国资本市场的演进与发展呈现强监管与高道德风险并存的局面，因此对上市公司的监管特别重视对关键人风险的防范。《证券法》（2019）第十二条规定：发行人及其控股股东、实际控制人最近三年不存在贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的刑事犯罪。沪深交易所、各证监局定期举办上市公司关键人专项教育。相较于资本市场对关键人风险的重视，学术界所能提供的与此相关的经验证据却十分匮乏。目前，监管部门、《证券法》和《公司法》对关键人风险的关注主要是职场内的违规行为，而本文所提供的经验证据表明，关键人的职场外失德行为也会对上市公司和投资者产生显著的负面影响，应引起足够重视。公司治理和内部控制建设在防范关键人的职场内违规风险的同时，对关键人职场外失德行为所引发的投资者筛选效应也具有缓冲作用。因此，作为公众公司，上市公司要高度重视其公众形象管理，

不仅公司行为及其关键人的职场内行为要合规，其关键人的职场外行为也要做到诚实正直，以建立更加良好的公司声誉和投资者关系，进而赢得投资者和合作伙伴的信任，为利益相关者创造价值。

二、理论基础与假设推演

（一）筛选理论

筛选理论（the theory of screening）最初由Spence（1974）提出，后被广泛应用于研究不确定性市场中的各类信息不对称问题。筛选理论表明，当购买者无法获得有关产品或服务内在质量的明确信息时，他们会根据假定与所需但未观察到的特征和行为相关的其他属性来过滤产品（Weiss，1995）。相对于信号理论假定知情的卖家首先行动，筛选理论关注不知情的买家积极过滤和筛选产品或服务的过程（Sanders & Boivie，2004）。基于Spence（1974）的劳动力市场例子，雇主和雇员之间的信息不对称导致雇主无法直接准确判定前来应聘雇员的真实生产能力。此时，雇主需要寻找有效的筛选标识以筛选合格员工，其中雇员的受教育程度将充当一个高质量筛选标识。虽然后续有关筛选理论的研究不断辨析教育到底是否提高了雇员的生产效率，但筛选理论的研究不强调教育是否提高了生产能力，而是关注从筛选者的角度出发，是否认为筛选标识是有效的。因此，筛选理论描述了信息劣势方（如雇主）在事前，如何根据信息持有者（如雇员）呈现的与其关心但无法直接观察的内在指标（如生产能力）相关的显性筛选标识特征进行效益最大化的筛

选决策。

在资本市场中，投资者面对众多的投资选择，需要根据各类显性筛选标识去寻找高质量的投资标的（Riley, 2001）。由于现代公司的两权分离制度下，管理层掌握公司经营的实际控制权，因此管理层中关键人物的行为决策将影响公司发展和价值。由于人格就像劳动力、资本和技术一样，是一个重要的生产要素，因此人格完整是组织发挥最大效用的必要条件（Erhard & Jensen, 2014）。然而，投资者在选择上市公司进行投资时，不能完全获取关于影响公司经营的关键人的品德和人格相关的信息，以至于对公司经营的实际情况处于信息劣势。此时，投资者需要依靠高质量的显性筛选标识对关键人的内在品格进行判断，实施筛选机制，甄别合适的投资标的。因此，本文将首先阐释关键人的相关概念，进而论证关键人职场外行为作为筛选标识的有效性，最后结合筛选理论辨析投资者面对关键人职场外失德行为标识的筛选反应。

（二）“关键人”概念

“关键人”的概念首先应用在国有企业中。由于所有者缺位，国有企业容易出现内部人控制问题。因此，董事长、CEO及个别高级管理人员作为国有上市公司的“关键人”，一直受到比较严格的监管，例如对部分关键人的委任制（即组织任命干部）、任期制与岗位轮换制度、业绩考核与激励约束制度等，其目的在于弱化“内部人（关键人）控制”。施东晖和司徒大年（2004）认为，中国上市公司治理结构的显著特点为关键人控制模式，其所指的关键人包括掌握公司权力的最高级管理人员以及控股股东代

表，并认为对关键人的聘任、约束与激励构成公司治理的重要内容。参考上交所《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划（2020）》，本研究将上市公司“关键少数”定义为“关键人”，包括上市公司的控股股东（含实际控制人）和董监高成员。这些“关键少数”因其存在、缺席或行为不成比例地负向影响公司的运营和市场价值时，就会产生关键人风险。

近年来，资本市场监管部门越来越重视关键人风险，并将其作为监管重点。“关键人”之所以“关键”，是因为其个体行为，包括职场内和职场外的，都会对公司的决策、运营和市场价值等产生明显影响。高阶梯队理论认为，企业高层管理人员会对其所面临的情境和选择作出高度个性化的诠释，进而采取相应的行动，即高层管理人员在其管理和决策行为中注入了大量个人因素（Hambrick & Mason, 1984），从而影响公司的战略决策和相应的绩效结果。进一步地，行为经济学在理性决策模型的基础上考虑决策人的认知局限性、非理性偏好以及偏离贝叶斯信念的程度，来解释其行为特征，从而将高管个人因素影响企业绩效的分析上升到更加科学的层面（Hanlon et al., 2021）。

（三）关键人行为及其影响

关键人对公司的影响主要表现为三个方面。其一是控股股东（大股东）的利益输送或支持行为，其二是关键人特征、经历和职场内行为对公司决策的影响，其三是关键人职场外行为对公司决策和绩效的负面效应。其中，控股股东的利益输送或支持行为是过去二十年来我国资本市场监管和学术研究的重要内容；关键人特征、经历和职场内行为对公司决策的影响是

近年来学术研究的热点话题，方兴未艾；而关键人职场外行为对公司决策和绩效影响的研究正悄然兴起，日渐引起业界和学术界的关注。

现有文献对高管职场外失德行为的表述主要包括：职场外行为（“off - the - job” behavior, Davidson et al. , 2015）、管理者的不审慎行为（managerial indiscretion, Cline et al. , 2018）、个人失德（personal infidelity, Griffin et al. , 2019）、犯罪（criminal convictions, Amir et al. , 2014）、违法记录（legal records, Davidson et al. , 2020）、人格不完整（out - of - integrity behavior, Erhard & Jensen, 2014）等等。从这些表述可以看出，职场外失德行为的界定存在两个要素：①失德行为发生在工作场合之外，以便与公司的败德行为区分开来；②失德行为通常以存在法律控告（charge）、犯罪事实（conviction）或有违社会道德准则（如婚内出轨）来认定。基于以上分析，本文所定义的关键人职场外失德行为具有两个主要特征：一是该行为属于关键人的职场外行为；二是该行为违反了主流道德观念或相关法律规定。

行为一致性理论认为个体行为具有跨情景一致性，因此关键人的职场外行为将影响其在公司经营过程中的决策，进而影响公司绩效。现有文献从高管个人财务决策、高管个人消费娱乐习惯、高管违法犯罪经历对公司财务决策和经营影响展开研究。这些研究发现，高管个人的财务决策风格或特征会映射到公司财务决策上，例如 CEO 的个人杠杆率与公司杠杆率之间存在正相关关系（Cronqvist et al. , 2011）。高管个人的消费和娱乐习惯也与公司的决策和经营密切相关：Davidson 等（2015）发现，与

沉溺于购买奢侈品的 CEO（物质主义的 CEO）相比，不购买奢侈品的 CEO（节俭的 CEO）管理风格更加严格，且实施欺诈行为的可能性更低。Davidson 等（2019）发现，CEO 节俭时，企业社会责任评级与绩效正相关；CEO 崇尚物质主义时，企业社会责任评级与绩效无关。Bushman 等（2018）发现，CEO 节俭的银行，其风险管理做得更好。Biggerstaff 等（2020）的研究发现，管理层打高尔夫的时间与工作努力程度成反比，如果 CFO 花费更多时间在高尔夫球场上，其公司会表现出更低的收益质量，会发布准确性较低的盈余预测且较少参加电话会议；但是 CEO 打高尔夫的次数对公司的信息环境没有影响。

关键人的违规经历与公司违规具有一定联系。例如通过期权回溯进行个人避税的管理层在公司层面会进行更多的避税行为（Chyz, 2013），且在公司层面实施欺诈行为的可能性更高（Biggerstaff et al. , 2015）；存在个人支付违约的 CEO，其经营的公司出现财务困境的可能性更大（Kallunki & Pyykkö, 2013）；而高管的犯罪经历则增加了企业发生财务舞弊的可能性（Davidson et al. , 2015）并推高债务成本（Regenburg & Seitz, 2021），同时，有效的公司治理可以震慑部分高管的内部交易行为（Davidson et al. , 2020）。

此外，高管职场外失德事件对公司治理有着广泛的影响。高管因职场外失德事件被起诉后，公司的运营效率降低、价值下降、商业伙伴丢失（Cline et al. , 2018）。然而，除 Cline 等（2018）之外，研究关键人职场外失德事件的文献并不多见。由于 Cline 等（2018）的研究基于

美国资本市场，而中国资本市场的监管和外部治理环境与美国迥异，因此基于中国情景对关键人职场外失德行为筛选效应的考察具有一定的必要性，但目前尚未有文献基于中国资本市场系统考察此问题。因此，本文以上市公司关键人职场外失德事件为研究对象，考察失德事件曝光后投资者的筛选效应和公司绩效变化。

(四) 关键人职场外失德行为的筛选效应

关键人职场外失德行为是投资者评价关键人品格的重要标识。筛选理论研究认为，公司会主动呈现积极的标识，如履行社会责任、进行捐赠、获得政府补助等。而消极的标识多是由于积极标识被误读或者无意被发现的 (Connelly et al., 2011)，会对公司造成不利影响，带来极大的成本 (Desjardine et al., 2020)。获得标识的成本和标识可观察性是影响标识有效性的重要特征 (Spence, 1974; Connelly et al., 2011; 蔡建湖等, 2023)，关键人职场外失德行为属于负面的消极标识。上市公司关键人属于公众人物，其失德行为一经曝光多会引发来自媒体和市场的广泛关注，因而关键人失德行为的标识有效性极高。

然而，Kaplan 等 (2012) 认为企业绩效只与关键人的专业素质相关，因此除在工作中呈现的能力之外，其职场外行为不应影响企业的经营活动及经营成果。现代企业，尤其是上市

公司，需要依法设立公司治理结构和内部控制制度，形成合规管理环境。现代公司制下，企业决策机制由制度规制。当关键人因职场外失德行为不能勤勉尽责时，完善的公司治理结构能保证公司的决策运营不受个人因素影响继续进行。由此，关键人的失德问题不会对公司经营产生显著的负面影响。

显然，上述判断是建立在微观治理机制非常有效且宏观治理环境极其理想的情境之下。我国资本市场起步较晚，虽然经过三十余年的发展已取得显著进步，相关法律制度仍需进一步完善。因此，我国在积极修订各类法律 (如《证券法》《公司法》《民法典》等)，以为资本市场健康发展保驾护航。即便在法律制度完善的环境下，关键人的道德也可能败坏，引发失德行为。对公司关键人内在品德和职场行为不知情的投资者会将突然曝光的关键人职场外失德行为作为一个筛选标识，对关键人的品格进行重新评价，并进行筛选行为决策，进而影响公司绩效。

本文的研究情境中，筛选者为对关键人内在品德处于信息劣势的投资者，包括外部投资者、全体股东、核心大股东，筛选标识为关键人职场外的失德行为。投资者具体的筛选行为包括股票市场反应、公司管理层结构调整以及股权结构变动，投资者筛选行为的最终结果是引发公司绩效下降，具体研究逻辑见图 1。

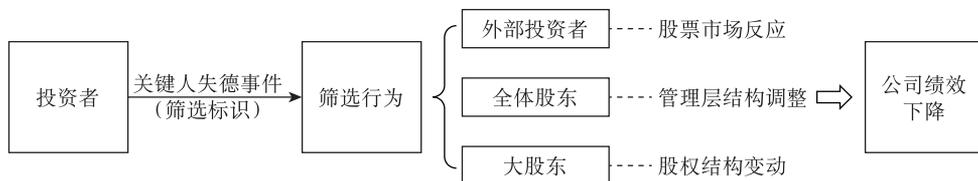


图1 本文研究逻辑

不同类型的投资者对关键人职场外失德行为标识的具体筛选行为分析如下：

(1) 外部投资者：外部投资者将基于关键人职场外失德行为事件重新调整其对所投资公司的价值判断，从而引起股票价格下跌。首先，投资者决策行为会受到上市公司行为的影响。已有研究指出，当上市公司的行为存在不一致时，例如通过与其他企业联盟去标榜自己的能力，但随后又出现财务重述等不诚实的行为，投资者积极主义行为发生概率更高（Paruchuri et al., 2020）。其次，上市公司是公众公司，其关键人也因而成为公众人物，两者之间的声誉是绑定关系（Fetscherin, 2015）。关键人职场外失德事件曝光会负向影响公司形象和声誉，挫伤投资者信心，导致股票价格下行（张蕊和管考磊, 2017）。同时，关键人失德事件曝光多会引起媒体争相报道，媒体报道将进一步强化负面信息的传递效应（Fang & Peress, 2009; Buttice et al., 2021），甚至夸大关键人职场外失德事件的负面影响，导致公司的股票收益率进一步下降（饶育蕾等, 2010）。基于以上分析，本文预测，外部投资者将给予上市公司关键人职场外失德行为相对负面的评价，在资本市场上“用脚投票”，将发生关键人失德事件的上市公司从自己的投资组合中筛选出来并进行淘汰，从而导致发生关键人失德事件的上市公司股票收益率明显下降。因此，本文提出如下假设：

假设 1a：上市公司股票异常收益率在关键人职场外失德事件曝光后显著下降。

(2) 全体股东：当关键人职场外失德行为曝光后，全体股东将行使投票权和监督权，通过人事调动的方式调整内部治理结构以应对关

键人失德问题。已有研究表明，公司出现财务丑闻后会调整董事会成员（Farber, 2005），或通过更换 CEO 以修复公司的公信度和声誉（Wilson, 2008; Gomulya & Boeker, 2014）。面对关键人失德问题曝光的负面影响，全体股东及时止损的办法是尽早辞退相关关键人，以隔离公司行为与关键人失德行为。首先，关键人失德行为违反社会公德或法律法规，关键人将面临来自资本市场和相关法律法规的惩罚。例如，《公司法》（2018）第六章规定了上市公司董事、监事和高级管理人员的诚实守信、勤勉尽责义务。部分严重的失德行为甚至可能导致关键人面临法律诉讼风险。面对关键人声誉受损和潜在的法律追责，全体股东将重新考虑关键人的任职资格和任职能力。其次，根据企业注意力基础观，高层管理者的注意力是组织的稀缺资源（Ocasio, 1997），将影响公司的战略选择（Cho & Hambrick, 2006）。研究发现，在多家上市公司中兼任职务的忙碌董事，由于忙于本公司以外的事务，注意力被分散，导致整个管理团队的能力被稀释，最终可能引起治理问题（Shivdasani & Yermack, 1999）。与这一现象类似，失德问题曝光期间，关键人身处失德问题的舆论漩涡，其工作时间和工作效率难以保证，注意力被分散，因而决策质量较低，影响公司的正常生产经营。基于以上分析，关键人职场外失德事件曝光后，全体股东将对公司内部管理层进行筛选调整，取消相关关键人的任职资格，具体表现为高管非正常离职概率的提高。因此，本文提出如下假设：

假设 1b：公司内部管理层结构将在关键人失德事件曝光后进行调整，高管的非正常离职

概率明显提高。

(3) 核心大股东：公司的核心大股东面对公司关键人的失德事件，可能调整其持有的股权比例，从而导致公司的股权结构变动。一方面，关键人可能持有公司相当数量股份，如果关键人的职场外失德事件涉及财产纠纷，需要进行财产分割时，将导致关键人调整其资产结构，进而影响上市公司的股权结构。徐莉萍等(2015)基于上市公司关键人离婚事件的研究发现，关键人离婚将降低公司的股权集中度。另一方面，关键人职场外失德行为是负面事件，公众关注较高，将导致公司的股票价格下跌。此时，大股东可以较低的价格增持股票以提振股价，即大股东增持效应(方天亮，2010)。股价下行也是大股东进行增持以增加对公司控制权的好时机。不同大股东的增持可以提高股权制衡度进而有效减少关键人控制，有利于避免公司再次因关键人失德问题引起的关键人风险而发展受阻。因此，核心大股东持股比例将在关键人失德事件之后发生变化，引发公司的股权结构调整。本文提出如下假设：

假设 1c：公司股权结构将在关键人职场外失德事件曝光后发生变动。

基于以上分析，投资者将根据关键人失德问题进行一系列的筛选行为，将导致公司声誉受损、影响关键人工作效率、公司组织结构和经营决策稳定性，最终将冲击公司绩效。首先，关键人职场外失德事件曝光将直接影响关键人个人的社会和职业声誉。而声誉绑定关系(Fetscherin, 2015)又使得关键人声誉受损效应传染至公司声誉。Weng 和 Chen (2017)认为，就对公司绩效的影响而言，高管的声誉甚至比

公司的声誉更具有持久性和延展性。其次，关键人职场外失德事件曝光不仅暴露了作为公司的重要生产力的关键人人格生产要素短板，还分散了关键人的注意力，使其工作效率和质量下降，妨碍公司经营，最终导致公司绩效下降。再次，关键人职场外失德事件曝光后，作为公司核心管理团队的重要成员，涉事关键人的调任或离职将破坏组织稳定性和政策连续性，公司需要在激烈的竞争市场中逐步适应关键人的人事调整，可能引起企业业绩下滑(Hermalin & Weisbach, 1998; Kim et al., 2021)。最后，由于公司的权力配置和股权结构安排可能重新洗牌，管理层动荡和控制权争夺不可避免地会对公司绩效带来负面影响(柯江林等，2007; Husson et al., 2004)。因此，本文提出如下假设：

假设 2：关键人职场外失德事件引发投资者的筛选行为，进而负向影响公司绩效。

(五) 关键人职场外失德行为筛选效应的治理机制

当职场外的失德问题构成关键人风险的重要组成部分，公司的经营和绩效受到负向冲击时，上市公司应如何缓解关键人风险以减少其对经营业绩的损害？进一步分析抑制关键人风险的治理因素将有利于形成可行的防范机制。

首先，有效的内部控制是公司有序运行和资产安全的必要条件(Alexander et al., 2013)。当公司遭遇关键人突发事件时，有效的制度和规则能够为公司运营的可持续性提供保障。如果公司的内部控制系统建设相对完善，公司应对各种突发情况的事前预警系统、事中处理系统和事后恢复系统完备，所构成的公司“免疫系统”将有效缓解关键人风险所带来的负面冲

击。一方面，作为一种正式的制度安排，有效的内部控制提升了企业的风险管理水平，例如：内部控制将建设相应的应急系统，提高公司的稳健性，避免特质性或系统性风险，并减轻非正式制度失败的负面影响（Ashbaugh - Skaife et al. , 2009; Goh & Li, 2011）；另一方面，有效的内部控制也向外部传递了一种类似“保险”的信号，表明公司在有效的内部控制系统的保护之下。这有助于投资者区分优良公司和劣质公司，减少不良事件发生时对优良公司的负面影响（Wang et al. , 2018）。因此，有效的内部控制有利于减少特殊风险对企业的不利影响（Ashbaugh - Skaife et al. , 2009），从而在关键人职场外失德问题冲击公司时保护企业的稳定发展（Wang et al. , 2018）。同时，内部控制越完善，说明公司对关键人的选任、考核和监督制度也更完备，出现关键人风险的概率更低，有序应对突发的关键人风险的能力更高。

其次，较低的代理成本表征高质量的公司治理，将有利于降低关键人风险对公司经营绩效的冲击。Jensen 和 Meckling（1976）的代理理论指出，良好的公司治理可以通过缓解代理问题、降低代理成本的方式推动公司管理层按照全体股东的利益决策行事，进而提升公司绩效。因此，在代理冲突更低的企业，掌握公司控制权的关键人与全体股东的利益函数趋于一致，关键人将以公司利益为先，对于可能影响公司利益的事情将谨慎避免，从而减少失德问题发生和曝光的可能性以及冲击的严重性。

基于以上分析，本文提出如下假设：

假设 3：当公司内部控制质量更高、代理成本更低时，关键人职场外失德事件对公司绩效

的负向影响将更低。

三、研究设计

（一）样本收集和数据来源

为全面收集上市公司关键人的失德事件，本文通过构造失德关键词进行全面的网络搜索。首先，本文界定搜索的范围为上市公司，且事件主体为公司的关键人。其次，将文献中出现的关于失德行为的表述翻译为中文，并归集分类为初步的搜索关键词。再次，结合相关法律（《中华人民共和国刑法》《中华人民共和国婚姻法》《中华人民共和国网络安全法》《中华人民共和国反家庭暴力法》《中华人民共和国禁毒法》《中华人民共和国未成年人保护法》），从罪名及相关条款的表述中提取关键词，以尽可能详尽地描述失德行为类型。最后，根据布尔逻辑运算符组合关键词并构建搜索条件，以谷歌浏览器为主要搜索引擎，同时以百度、必应等主流媒体拓展搜索面，以万德、东方财富、雪球、各大经济报刊（每日经济新闻、中国经营报、中国经济报）等媒体的报道进行细节信息收集。具体的检索词如表 1 所示。

我们运用布尔逻辑运算符组合关键词形成检索条件，例如，以“上市公司 AND 董事长/总经理/总裁/CEO/高管/实际控制人/创始人/股东/监事/董事/财务总监/CFO/CMO/营销总监 AND 家暴/家庭暴力/虐待家庭成员/弃婴/溺婴”为其中一个检索条件。通过对检索结果进行人工核对和筛选，我们可以识别出检索结果中符合失德事件定义的信息，并结合相关权威媒体的报道搜集记录相关细节信息，最终确定

表 1 网络搜索的关键检索词

Panel A: 研究样本	
范围	上市公司
Panel B: 关键人类型	
事件主体	董事长/总经理/总裁/CEO/高管/实际控制人/创始人/股东/监事/董事/财务总监/CFO/CMO/营销总监
Panel C: 失德行为词汇库	
类型	行为检索词
暴力	(1) 家暴/家庭暴力/虐待家庭成员/弃婴/溺婴; (2) 殴打/威胁/胁迫/捆绑/残害/谩骂/恐吓; (3) 性暴力; (4) 强奸; (5) 抢劫/持械抢劫/抢夺/聚众哄抢; (6) 疏忽致险/鲁莽伤害/疏忽大意行为; (7) 暴力干涉他人婚姻自由; (8) 故意杀人/过失杀人/故意伤人/组织贩卖器官; (9) 非法拘禁/殴打/威胁/胁迫/绑架/偷盗婴儿/拐卖妇女/限制人身自由; (10) 敲诈勒索; (11) 抗拒抓捕; (12) 毁灭罪证; (13) 窝藏赃物; (14) 泄愤报复; (15) 组织/强迫/引诱/容留/介绍卖淫罪
危害未成年人	(1) 虐待/遗弃未成年人; (2) 教唆未成年人吸烟/酗酒/流浪和沉迷网络; (3) 教唆赌博/吸毒/卖淫; (4) 侵犯未成年人隐私; (5) 胁迫/诱骗/利用未成年人乞讨
性意外	(1) 婚外情/婚外恋/出轨; (2) 上下属办公室恋情; (3) 性骚扰; (4) 猥亵/侮辱; (5) 重婚; (6) 制作/贩卖/传播淫秽物品罪
药物滥用	(1) 吸毒/贩毒/酗酒/注射毒品; (2) 走私/贩卖/运输/制造毒品; (3) 走私/非法买卖/运输/携带/持有未经灭活的毒品原植物种子或者幼苗
交通法规违规	(1) 酒驾; (2) 醉驾; (3) 超速行驶; (4) 交通违规/违反交通规则/交通罚款; (5) 危险驾驶
欺诈	(1) 伪造学历/证书/证件(造假); (2) (做) 伪证; (3) 剽窃/抄袭; (4) 诈骗(支票/信用卡/身份证); (5) 偷税漏税; (6) 公共交通逃票; (7) 利用职权受贿; (8) 申请无权享有的政府福利
腐败	(1) 挪用公共救灾物资; (2) 滥用职权/假公济私/伪造选举文件/虚报选举票数; (3) 故意不支付劳动报酬; (4) 贪污/受贿/索贿/行贿; (5) 滥用职权/玩忽职守/徇情枉法/徇私枉法
扰乱公共秩序	(1) 破坏(公共财产); (2) 干扰; (3) 骚扰; (4) 故意毁坏公物; (5) 扰乱公共秩序; (6) 故意作虚假证明/鉴定/记录/翻译/意图陷害他人或隐匿罪证/侮辱/诽谤/威胁司法人员
盗窃	(1) 入室盗窃; (2) 入店盗窃; (3) 非法侵占他人财产
危害国家	(1) 煽动民族仇恨/民族歧视; (2) 妨害国(边)境管理; (3) 妨害文物管理; (4) 危害公共卫生; (5) 破坏环境资源保护; (6) 危害国防利益; (7) 危害网络安全
限制他人民事权利	(1) 包办/买卖婚姻; (2) 不赡养父母

上市公司关键人的失德事件样本。截至 2022 年 3 月 14 日, 我们共手工收集到 119 个中国上市公司的关键人失德行为事件, 剔除港股 (16 个)、境外上市 (9 个)、特殊上市板块 (如新三板) 或未公布年报等无法获得完整交易数据

的公司 (11 个), 最后得到 A 股上市公司 83 个独立的事件年 - 公司样本。事件出现的最早年份为 2008 年, 最晚为 2021 年。

表 2 报告了样本分布情况, 其中 Panel A 报告了事件类型, Panel B 报告了事件性质, Panel

C 报告了涉事人员职位，Panel D 报告了事件披露方式。从事件类型来看^①，83 个样本中不正当性行为 and 腐败各占 30%（25 个），暴力、欺诈和滥用成瘾物质分别占 14%、13% 和 12%。从事件性质来看，犯罪、违法、不合道德分别占 42%、39% 和 19%。从涉事人员职位来看，

近一半为董事长（47%），CEO 占 12%，实际控制人占 11%，创始人占 4%，其余高管为 41%；由于部分涉事人员可能不止一个身份，所以合计数大于 100%。从事件首次披露方式来看，47% 为媒体率先披露，24% 由政府机关首先披露，29% 为公司公告首次披露。

表 2 样本分布

Panel A			Panel C		
事件类型	事件数	占比	涉事人员职位	事件数	占比
不正当性行为	25	30%	董事长	39	47%
暴力	12	15%	CEO	10	12%
滥用成瘾物质	10	12%	实际控制人	9	11%
腐败	25	30%	创始人	3	4%
欺诈	11	13%	其余高管	34	41%
合计	83	100%	合计	83	115%
Panel B			Panel D		
事件性质	事件数	占比	首次披露方式	事件数	占比
不合道德	16	19%	媒体	39	47%
违法	32	39%	政府机关	20	24%
犯罪	35	42%	公司公告	24	29%
合计	83	100%	合计	83	100%

为检验本文假设，我们使用倾向得分匹配法中的最近邻匹配构造面板数据。具体地，本文根据模型（1），采用一对一最近邻匹配的方式进行样本匹配。

$$tag_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 size_{it} + \alpha_2 lev_{it} + \alpha_3 sale_{it} + \alpha_4 cashflow_{it} + \alpha_5 tobin_{it} + \alpha_6 age_{it} + \alpha_7 soe_{it} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中，*tag* 为示性变量，若该公司在样本期内出现过关键人职场外失德事件，则取 1，否则为 0。*size* 为企业总资产对数值，*lev* 为企业总资产负债率，*sale* 为营业收入除以总资产，*cash-*

flow 为经营活动现金流除以总资产，*tobin* 为托宾 Q 值，*age* 为企业上市年龄的自然对数值，*soe* 为企业产权性质变量，国有控股上市公司取 1，否则取 0。

经匹配后，我们共获得 1866 个公司 - 年度面板数据样本，年份区间为 2007 年至 2021 年。模型（1）的控制变量数据主要来自国泰安数据库，本文使用 Stata 16.0 进行数据处理。

（二）模型构建

（1）事件研究法

为考察关键人职场外失德问题曝光所引起

^① 由于同一事件在检索过程中可能同时体现为表 1 中 Panel C 的多个类型，所以本研究在搜索结束后基于事件的主要特征进行了排他性的、新的类型整合，相应的，表 2 中的类型可能是表 1 中若干类型相关事件的集合。

的市场冲击，本文应用短期事件研究法和长期事件研究法计算股票市场对上市公司发生关键人职场外失德行为事件的反应。短期事件研究法基于 Fama 和 French (1992) 三因子模型测算事件公司股票的累计超额回报率 (CAR)，以衡量关键人失德事件的短期市场反应^①。具体而言，我们以职场外失德问题首次被官方媒体报道日作为事件日^②，以事件日之前 [-129, -10] 的窗口期共 120 个交易日作为估计期，设定事件的时间窗口为 [-1, 1]、[-2, 2] 以及 [-3, 3] 天。由于其中 8 家公司因数据缺失不符合窗口期长度，最后共获得 75 家公司的 CAR 值。对于失德事件所带来的长期市场反应，本文参考 Barber 和 Lyon (1997) 的做法，采用买入持有异常收益率 (BHAR) 衡量事件发生后的中长期市场反应。具体而言，我们利用个股和市场的月度收益率数据，设定事件窗口为 [0, 6]、[0, 12] 和 [0, 24] 月进行测算，由于窗口长度的问题，部分样本事件无法计算 BHAR，三个期间所对应的样本数量分别为 80 个、72 个和 49 个。

(2) 回归模型

基于 PSM 方法构造的面板数据，本文以模

型 (2) 检验投资者接收到关键人职场外失德行为信号后的筛选效应：

$$outcome_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 morality_{it}/morality1_{it} + \beta_2 Controls_{it} + Fixedeffects + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中， $outcome_{i,t}$ 为关键人失德事件对公司影响的结果变量，如董事长和总经理的非正常离职 (*chairleft*、*ceoleft*)、董监高团队离职率 (*left*) 以及股权结构变量 (*shrholder1*、*shrholder5*、*shrholder10*)，具体变量定义请参见表 3。设置 *morality* 虚拟变量，即当公司关键人职场外失德事件曝光的当年及以后年度均取值为 1，否则为 0。由于大部分样本公司关键人在失德事件以后均离职从而导致失德事件的影响时间可能比较有限，加之长窗口内的公司经营绩效影响因素较多，*morality* 变量设置有可能掺杂了其他因素对公司绩效的影响。为此，参考 Cline 等 (2018) 的设置方法，我们仅将关键人职场外失德事件曝光当年设置为 1，其余年份和对照组均设置为 0，从而构造另一个解释变量 *morality1*，以检验关键人职场外失德事件曝光当年对投资者的影响。 $Controls_{it}$ 为控制变量， $Fixedeffects$ 为固定效应， ε_{it} 为稳健标准误。

表 3 变量定义表

变量名	定义
CAR	关键人职场外失德问题曝光后的短期累计超额收益率
BHAR	关键人职场外失德问题曝光后的中长期买入持有异常收益率
<i>chairleft</i>	董事长是否非正常离职，参考李增福和曾晓清 (2014)，定义除退休、任期届满、结束代理以外原因辞职的为非正常离职
<i>ceoleft</i>	CEO 是否非正常离职，定义标准同上

① 本文还基于市场模型来测算私德事件的市场反应，其结果与 Fama - French 三因子模型的相似。

② 本文还收集了关键人私德事件的事件发生日和事件结束日，由于事件曝光于公众的日期并不一定是事件发生的日期，如某上市公司总经理殴打辱骂律师事发日期为 2011 年 11 月 23 日，但被媒体广泛报道的日期为 2011 年 12 月 21 日，而事件研究法侧重衡量的是市场知悉事件期间的股价反应，因此我们选择事件被报道日作为事件日更为合理 (同理，事件结束日不作为事件日)。

续表

变量名	定义
<i>left</i>	当年董监高团队离职人数除以年末在职人数来计算的董监高团队离职率
<i>shrholder1</i>	第一大股东持股比例
<i>shrholder5</i>	第2~5大股东持股比例之和
<i>shrholder10</i>	第2~10大股东持股比例之和
<i>morality</i>	公司 <i>i</i> 第 <i>t</i> 年若发生关键人职场外失德行为事件,则当年及后续年度取1,否则取0
<i>roa</i>	资产报酬率, (利润总额+财务费用)/平均资产总额; 平均资产总额 = (资产合计期末余额+资产合计期初余额)/2
<i>adrate</i>	管理费用/营业收入
<i>db</i>	迪博内部控制指数除以100
<i>sbalance</i>	股权制衡度, 第2~5大股东持股比例/第一大股东持股比例
<i>size</i>	公司规模, 公司总资产的自然对数值
<i>lev</i>	公司偿债能力, 总负债/总资产
<i>sale</i>	当期营业收入/总资产
<i>cashflow</i>	经营活动现金流量净额/总资产
<i>soe</i>	上市公司实际控制人为国有时取1, 否则取0
<i>gender</i>	上市公司当年的CEO性别为男性时取1, 为女性时取0
<i>age</i>	CEO年龄的自然对数值
<i>degree</i>	CEO学历为高中及以下(包括中专及中专以下)取1, 2=大专, 3=本科, 4=硕士研究生, 5=博士研究生
<i>dual</i>	董事长和总经理是否两职合一, 是取1, 否则取0

为进一步分析关键人职场外失德行为引起投资者的筛选反应后, 最终如何影响公司绩效, 本文设置模型(3)检验关键人职场外失德行为对公司绩效的影响:

$$Roa_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 morality_{it}/morality1_{it} + \beta_2 Controls_{it} + Fixedeffects + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

本文计算公司的资产报酬率 *roa* 作为公司绩效的代理变量, 其余变量同模型(2)。

参考 Cline 等(2018)和 Davidson 等(2020), 模型(2)和模型(3)的控制变量包括公司规模(*size*)、杠杆率(*lev*)、销售收入(*sale*)、经营活动现金流(*cashflow*)、所有权性质(*soe*)、股权制衡度(*sbalance*)、是否两职合一(*dual*)、CEO性别(*gender*)、CEO年龄

(*age*)以及CEO学历(*degree*)。具体变量定义请参见表3。

本文根据因变量为虚拟变量(*chairleft*、*ceolef*)或连续变量(*roa*、*left*、*shrholder1*、*shrholder5*、*shrholder10*)分别采用Logit模型和OLS模型回归。为避免不随时间变化的企业个体因素的影响, 本文的OLS模型为双向固定效应模型, 控制年份、行业和公司固定效应, 由于Logit模型控制公司固定效应会出现组内观察值同正或同负而导致样本大量缺失, 因此, Logit模型回归中控制年份和行业固定效应。所有回归均计算聚类到企业层面的稳健标准误; 行业分类依据中国证监会发布的《上市公司行业分类指引(2012年修订)》, 制造业按二级代

码、非制造业按一级代码进行分类。

四、实证结果分析

(一) 投资者筛选效应的检验

为检验投资者接收上市公司关键人职场外失德行为信号后的筛选效应，即关键人职场外失德行为所引起的投资者筛选效应，本文从市场反应、管理层结构调整和股权结构变化等方面进行筛选效应的检验。其中，市场反应采用事件研究法进行检验，管理层结构调整和股权结构变化则利用 PSM 匹配后的样本进行多元回归检验。

1. 关键人职场外失德事件的市场反应

表4及图2和图3报告了关键人职场外失德问题曝光对公司股票市场表现的影响。如表4所示，短期来看，由于关键人职场外失德问题的曝光，事件公司的股票在事件前后三个交易日(-1, +1)的累计超额收益率(CAR)平均为-2%，在事件前后五个和七个交易日，窗口期为(-2, +2)及(-3, +3)，累计超额收益率平均为-3%，均显著小于0。如图2所示，样本公司股票的异常收益率在(-2, +2)五个交易日内持续为负，超额累计收益率直线下滑。样本期间内，发生关键人失德问题的上市公司平均市值约为1080亿元，因此，平均而言，关键人失德问题曝光带来了约为32.4亿元(1080×3%亿元)的市值损失^①。

表4 关键人职场外失德事件的市场反应

变量	窗口	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
CAR	[-1天, +1天]	75	-0.02***	0.06	-0.28	-0.01	0.10
	[-2天, +2天]	75	-0.03***	0.08	-0.33	-0.01	0.13
	[-3天, +3天]	75	-0.03***	0.10	-0.37	-0.01	0.14
BHAR	[0月, +6月]	80	-0.11***	0.28	-0.66	-0.09	1.24
	[0月, +12月]	72	-0.16***	0.40	-1.04	-0.19	1.03
	[0月, +24月]	49	0.01	1.13	-1.09	-0.34	5.97

注：*、**、*** 分别代表均值在10%、5%和1%的显著性水平上异于零。

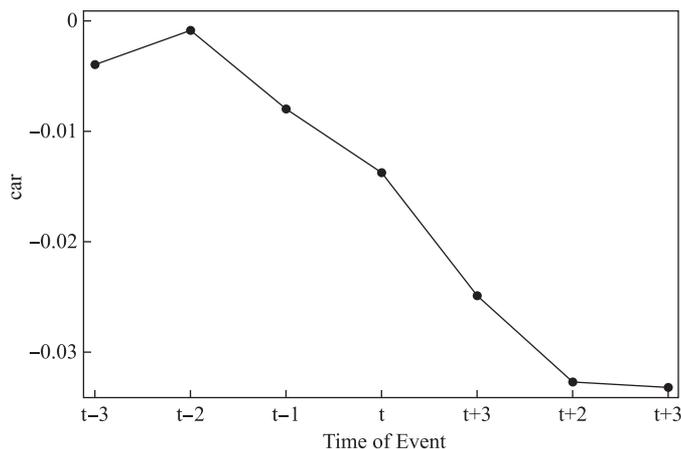


图2 关键人失德事发窗口的CAR值变动

^① 若仅以2021年样本来计算，发生关键人私德问题的上市公司平均市值约为1700亿元，关键人私德问题曝光所带来的-3%的累计收益率负面冲击，会产生平均约51亿元的市值损失。

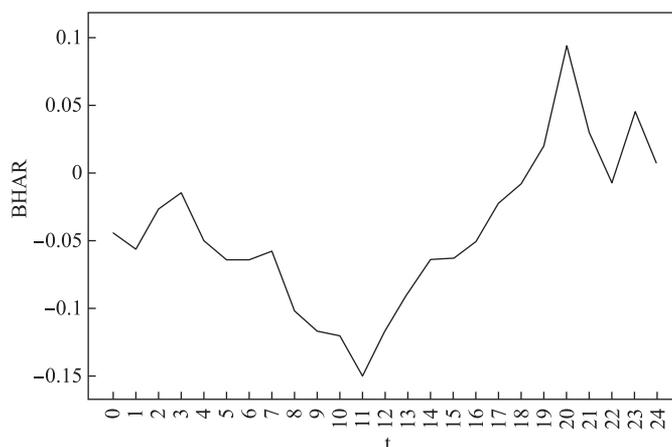


图3 关键人失德事发后0~24月的BHAR

如表4所示,关键人职场外失德事件曝光后,事件公司6个月的买入持有异常收益率(BHAR)为-11%,12个月的为-16%。事件公司24个月的买入持有异常收益率与零值无显著差异。如图3所示,关键人职场外失德事件曝光后,事件公司的买入持有异常收益率呈现明显的下降趋势,一直持续至曝光后的第11个月,从第12个月开始,股票价格呈现修复的态势,至第24个月,基本恢复正常。可见,关键人职场外失德问题引起了股票价格的大幅震荡,产生价格波动风险,验证了假设1a。

2. PSM 面板数据的描述性统计分析

表5报告了PSM匹配后样本数据的描述性统计结果。其中,样本期内平均有9.9%的公司发生董事长的非正常离职(*chairleft*),而CEO

非正常离职(*ceoleft*)的平均发生概率为15%,高于董事长非正常离职概率。董监高团队离职率平均在25%,极少数公司可能当年离职人数高于年末在职人数(最大值为1.5)。样本公司具有较明显的股权集中特征,第一大股东持股比例(*shrholder1*)平均超过30%,前2~5大股东持股比例(*shholder5*)合计平均超过18%,前2~10大股东持股比例(*shareholder10*)合计平均高于22%,第一大股东的股权占比相对较高。*roa*均值(中位数)为0.061(0.052),标准差为0.088,说明样本公司的平均盈利水平为正,但存在一定差异。本文的关键解释变量*morality*的平均值为0.145,即公司-年度面板数据中,约有14.5%的观测值处于失德问题曝光年度及以后。其余控制变量的分布与以往研究基本一致。

表5 描述性统计

变量名	观测值	均值	标准差	最小值	25分位数	中位数	75分位数	最大值
<i>chairleft</i>	1866	0.099	0.298	0	0	0	0	1
<i>ceoleft</i>	1866	0.150	0.357	0	0	0	0	1
<i>left</i>	1866	0.250	0.229	0.033	0.118	0.191	0.297	1.5
<i>shrholder1</i>	1866	0.357	0.161	0.076	0.234	0.324	0.466	0.802
<i>shholder5</i>	1866	0.180	0.113	0	0.089	0.162	0.260	0.575
<i>shareholder10</i>	1866	0.226	0.131	0	0.122	0.211	0.318	0.663

续表

变量名	观测值	均值	标准差	最小值	25分位数	中位数	75分位数	最大值
<i>roa</i>	1866	0.061	0.088	-0.268	0.026	0.052	0.093	0.39
<i>morality</i>	1866	0.145	0.352	0	0	0	0	1
<i>adrate</i>	1866	0.128	0.171	0.013	0.051	0.084	0.137	1.25
<i>db</i>	1866	6.273	1.788	0	6.057	6.665	7.091	9.954
<i>sbalance</i>	1866	0.682	0.582	0.021	0.209	0.521	0.984	2.494
<i>size</i>	1866	22.28	1.755	18.73	21.07	21.94	23.14	27.97
<i>lev</i>	1866	0.450	0.220	0.045	0.274	0.448	0.613	0.990
<i>sale</i>	1866	0.551	0.390	0.004	0.277	0.467	0.715	1.957
<i>cashflow</i>	1866	0.025	0.076	-0.229	-0.012	0.021	0.060	0.273
<i>soe</i>	1866	0.354	0.478	0	0	0	1	1
<i>gender</i>	1866	0.982	0.130	0	1	1	1	1
<i>age</i>	1866	3.924	0.111	3.611	3.850	3.932	3.998	4.174
<i>degree</i>	1866	3.348	0.872	1	3	3	4	5
<i>dual</i>	1866	0.253	0.435	0	0	0	1	1

3. 关键人失德事件对管理层结构的影响

由于本文所关注的关键人多为参与上市公司经营的核心管理层，上市公司全体股东有权对管理层进行任免和监督，并依此调整公司管理层结构。本文参考李增福和曾晓清（2014）的做法，根据上市公司公布的高管离职原因，将除退休、任期届满和结束代理以外的原因视

为非正常原因，统计上市公司董事长和 CEO 非正常离职的情况，并构造虚拟变量衡量上市公司当年是否发生董事长非正常离职（*chairleft*）或 CEO 非正常离职（*ceoleft*）。在此基础上，使用 Logit 回归检验关键人职场外失德问题是否导致董事长或 CEO 非正常离职的概率明显上升，回归结果如表 6 所示。

表 6 关键人风险与高管非正常离职

因变量 =	(1) <i>chairleft</i>	(2) <i>ceoleft</i>	(3) <i>left</i>	(4) <i>chairleft</i>	(5) <i>ceoleft</i>	(6) <i>left</i>
<i>morality</i>	0.624 *** (0.216)	0.575 *** (0.195)	0.041 (0.034)			
<i>morality1</i>				0.932 *** (0.332)	0.631 ** (0.283)	0.095 ** (0.044)
<i>sbalance</i>	0.279 * (0.163)	-0.045 (0.131)	0.003 (0.027)	0.274 * (0.165)	-0.042 (0.129)	0.005 (0.027)
<i>size</i>	-0.130 * (0.069)	-0.008 (0.053)	-0.016 (0.016)	-0.131 * (0.068)	-0.004 (0.053)	-0.021 (0.015)
<i>lev</i>	1.747 *** (0.489)	0.405 (0.381)	0.035 (0.049)	1.735 *** (0.499)	0.399 (0.387)	0.035 (0.049)
<i>sale</i>	-0.096 (0.231)	0.190 (0.214)	0.012 (0.035)	-0.041 (0.221)	0.228 (0.208)	0.017 (0.035)

续表

因变量 =	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>chairleft</i>	<i>ceoleft</i>	<i>left</i>	<i>chairleft</i>	<i>ceoleft</i>	<i>left</i>
<i>cashflow</i>	-2.964 ** (1.188)	-1.148 (0.936)	-0.026 (0.134)	-2.678 ** (1.179)	-0.986 (0.941)	-0.019 (0.133)
<i>soe</i>	1.091 *** (0.213)	-0.039 (0.185)	-0.082 * (0.044)	1.143 *** (0.216)	0.011 (0.182)	-0.082 * (0.045)
<i>gender</i>	0.287 (0.657)	-0.756 (0.469)	-0.040 (0.053)	0.172 (0.664)	-0.833 * (0.462)	-0.047 (0.053)
<i>age</i>	-4.286 *** (0.760)	-1.465 ** (0.730)	-0.191 ** (0.088)	-4.347 *** (0.749)	-1.561 ** (0.744)	-0.186 ** (0.087)
<i>degree</i>	-0.002 (0.107)	0.052 (0.091)	0.004 (0.013)	0.010 (0.109)	0.062 (0.091)	0.005 (0.013)
<i>dual</i>	0.021 (0.219)	-0.482 *** (0.187)	-0.014 (0.023)	-0.005 (0.213)	-0.490 *** (0.183)	-0.012 (0.023)
Constant	13.356 *** (3.091)	4.461 * (2.683)	1.253 ** (0.564)	13.622 *** (3.061)	4.727 * (2.751)	1.340 ** (0.543)
Fixed Effects	Y. I.	Y. I.	F. Y. I.	Y. I.	Y. I.	F. Y. I.
Observations	1866	1866	1866	1866	1866	1866
Pseudo R ²	0.131	0.050		0.131	0.047	
Adjusted R ²			0.157			0.164

注：其中(1)(2)(4)(5)的回归使用Logit模型，(3)(6)的回归使用OLS固定效应模型。*、**、***分别代表10%、5%和1%显著性水平；括号内为标准差。回归中控制的固定效应包括公司(F)、年份(Y)及行业(I)固定效应。

由表6可知，无论用 *morality* 还是 *morality1* 作为解释变量，关键人职场外失德事件均显著增加了董事长和CEO的非正常离职概率，且 *morality1* 的系数均大于 *morality*，说明在事件当年因关键人职场外失德问题而发生高管非正常离职的概率会更高一些。此外，在以当年董监高团队离职人数除以年末在职人数计算的董监高团队离职率 (*left*) 作为因变量时，*morality* 的回归系数为正但不显著，而 *morality1* 在5%置信水平上显著为正，说明失德事件的冲击会导致当年的高管离职率上升，但从长期来看，公司会尽快调整管理团队的结构使其恢复平稳，减少人员动荡。以上结果说明，上市公司全体股东将通过调整管理层结构来应对关键人职场

外失德行为曝光导致的关键人风险，验证了假设1b。

4. 关键人失德事件导致的股权结构变化

公司的核心股东如何应对关键人职场外失德事件曝光，是否会调整公司的股权结构？本文分别以上市公司第一大股东持股比例 (*shrholder1*)、第2~5大股东持股比例 (*shrholder5*)、第2~10大股东持股比例 (*shrholder10*) 以及股权制衡度 (*sbalance*) 作为因变量进行对比检验，结果如表7所示。表7的(1)列中 *morality* 系数为负但不显著，而(2)列中 *morality1* 的系数为负显著，说明在关键人职场外失德事件曝光后的当年，第一大股东持股比例下降，但从长期来看，第1大股东的

持股比例并没有发生显著变化。表7的(3)(5)(7)列中 *morality* 的系数均显著为正,但(4)(6)(8)中的 *morality1* 均不显著。这一结果说明公司的其他大股东(排名第2~5位或2~10位)会在关键人职场外失德事件曝光后的年度里增持公司股份,进而使公司的股权制衡度升高。此时,第一大股东持股比例的变化不

大甚至有所下降,而其余大股东的持股比例会明显上升,公司的股权结构安排被重塑。以上结果说明,关键人职场外失德事件曝光后,上市公司的核心大股东出于避险和修复公司价值的动机调整自有持股比例进而导致公司股权结构变化,验证了假设1c。

表7 关键人风险与股权结构

因变量 =	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>shrholder1</i>		<i>shrholder5</i>		<i>shrholder10</i>		<i>Sbalance</i>	
<i>morality</i>	-0.005 (0.011)		0.033 *** (0.013)		0.040 *** (0.015)		0.136 ** (0.059)	
<i>morality1</i>		-0.011 * (0.006)		-0.004 (0.008)		-0.000 (0.010)		0.027 (0.036)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Fixed Effects	F. Y. I.	F. Y. I.	F. Y. I.	F. Y. I.	F. Y. I.	F. Y. I.	F. Y. I.	F. Y. I.
Observations	1866	1866	1866	1866	1866	1866	1866	1866
Adjusted R ²	0.179	0.180	0.261	0.248	0.248	0.234	0.114	0.104

注:由于表7的回归涉及股权结构,因此在控制变量中剔除了股权制衡度指标(*sbalance*),其余控制变量与模型(2)中一致。
*、**、***分别代表10%、5%和1%显著性水平;括号内为标准差。Controls表示控制变量和常数项,回归中控制的固定效应包括公司(F)、年份(Y)及行业(I)固定效应。

(二) 对公司业绩的影响

以上实证结果表明面对关键人职场外失德事件信号,投资者呈现出显著筛选反应,那么,这些反应最终是否影响公司整体绩效呢?关键人职场外失德事件曝光对公司绩效影响的回归结果请参见表8。由表8可知,*morality*和*morality1*的系数均显著为负,说明关键人职场外

失德事件与公司绩效显著负相关,即关键人职场外失德事件曝光当年及之后年度公司的经营业绩将明显下降,该结果无论是否控制年度、行业和公司固定效应均显著。综合上文市场反应的分析结果,关键人职场外失德事件引起了投资者的负面评价及相应的筛选行为,还会对公司的经营绩效表现带来不利影响,验证了假设2。

表8 关键人失德问题与公司经营绩效

因变量 = <i>roa</i>	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>morality</i>	-0.026 *** (0.009)	-0.022 ** (0.009)		
<i>morality1</i>			-0.037 *** (0.011)	-0.033 *** (0.010)

续表

因变量 = <i>roa</i>	(1)	(2)	(3)	(4)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	No	Yes	No	Yes
Industry FE	No	Yes	No	Yes
Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	1866	1866	1866	1866
Adjusted R ²	0.105	0.128	0.107	0.134

注：*、**、*** 分别代表 10%、5% 和 1% 的显著性水平；括号内为标准差。Controls 表示控制变量和常数项。

（三）稳健性检验

为确保本研究实证结果的稳健性，本文还进行了如下检验：

1. 更换被解释变量衡量方法

本文重新计算了以下两个公司经营绩效变量：一是使用公司当年净利润除以资产平均余额（平均资产总额 = （资产合计期末余额 + 资产合计期初余额）/2）计算公司总资产净利润率 *roa2* 变量；其次根据（营业收入—营业成本）/营业收入计算公司的营业毛利率（*ros*）。替换因变量的回归结果如表 9 第（1）和（2）列所示，结果表明，关键人职场外失德问题对公司总资产净利润率（*roa2*）和营业毛利率（*ros*）会产生明显的负面影响，与表 8 检验结果一致。因此，即便更换因变量的衡量方式，本文的实证结果仍保持稳健。

2. 更换样本

在检验对公司绩效的回归中，本文认为腐败受贿也是关键人失德行为的一种表现，所以研究样本中包含因腐败而导致的关键人失德问题样本。然而，Cline 等（2018）认为，关键人腐败可能是为公司谋取利益，因此若只研究关键人职场外失德问题，则不应该考虑关键人腐败的研究样本。为确保研究结果的稳健性，本

文剔除了失德问题类型为腐败的样本，并重新对模型（3）进行回归，实证结果如表 9 的第（3）列所示。此处的结果表明，在剔除关键人腐败问题样本之后，关键人职场外失德事件曝光对公司经营绩效产生显著负面影响的结论依然成立。

3. 增加控制变量

前述回归分析中的控制变量既考虑了公司层面因素，也包含了管理层特征变量，但仍然有可能遗漏部分变量而导致结果有偏。首先，由于部分关键人职场外失德问题会通过公司公告发布，因此当企业信息透明度更高时，关键人失德问题越早披露，其对公司绩效的持续影响越低，因此本文增加公司透明度控制变量。参考 Hutton 等（2009）的做法，本文使用修正的 Jones 模型计算操纵性应计项目的绝对值，并以过去三期的操纵性应计项目绝对值之和衡量信息透明度（*opaque*）。其次，管理层持股有助于降低股东与管理层之间利益冲突，提高经营效率（Jensen & Meckling, 1976），因此本文增加管理层持股比例（*mhold*）这一控制变量。再次，来自内部和外部治理主体的监督可减少关键人风险问题出现的概率，并对公司的业绩产生影响。外部监督方面，较多研究证实分析师

对公司治理起到监督作用（李春涛等，2014；李春涛等，2016；Liu，2014），能发挥对公司绩效的积极作用（Mola et al.，2013；Das et al.，2006）。内部监督方面，声誉担忧和勤勉要求使独立董事积极监督并制衡公司内部的关键人决策，尤其当企业面临危机时（叶康涛等，2011）。本文以上市公司当年的分析师跟踪数量加一取自然对数衡量分析师关注度（*analyst*），以独立董事占全体董事的人数比例衡量独立董事的监督作用（*indep*）。我们将这四个变量加至控制变量中，重新进行模型（3）的回归，回归结果如表9的第（4）列所示，实证结果与表8保持一致。

4. 排除替代解释

前文研究发现关键人职场外失德事件曝光导致公司声誉受损和内部结构动荡，进而业绩下滑。然而，上市公司公众公司的属性使得关

键人职场外失德事件引起媒体争相报道，且多为负面报道。该事件所引起的社会各界关注可能打击了投资者信心，从而不利于公司生产经营的顺利开展，进而导致业绩下滑。因此，本文所观察到的关键人失德风险可能是一种媒体治理效应，而不是关键人职场外失德问题所导致的结果。为排除这一替代性解释，本文参考许晓芳等（2021），以上市公司新闻报道数量加1的自然对数（*lnmedia*）衡量上市公司的媒体关注度，并将该变量加入控制变量后重新进行模型（3）的回归，结果如表9的第（5）列所示。媒体关注（*lnmedia*）的系数显著为负，表明过多的媒体关注可能会对经营业绩产生不良影响，但是 *morality* 的系数仍然显著为负，说明在控制媒体关注程度的情况下，关键人的失德问题仍然对企业的经营绩效产生负面冲击。

表9 稳健性检验

因变量 =	(1) <i>roa2</i>	(2) <i>ros</i>	(3) <i>roa</i>	(4) <i>roa</i>	(5) <i>roa</i>	(6) <i>roa</i>
<i>morality</i>	-0.019 ** (0.008)	-0.024 * (0.014)	-0.030 *** (0.011)	-0.015 * (0.009)	-0.018 ** (0.009)	-0.021 ** (0.008)
<i>opaque</i>				0.066 *** (0.025)		
<i>mhold</i>				-0.000 (0.001)		
<i>Analyst</i>				0.027 *** (0.005)		
<i>indep</i>				0.095 (0.102)		
<i>lnmedia</i>					-0.014 *** (0.005)	
<i>vio_dis</i>						-0.035 ** (0.016)

续表

因变量 =	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>roa2</i>	<i>ros</i>	<i>roa</i>	<i>roa</i>	<i>roa</i>	<i>roa</i>
<i>vio_oper</i>						0.019 (0.016)
<i>vio_lead</i>						-0.035 (0.026)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Fixed Effects	F. Y. I.	F. Y. I.	F. Y. I.	F. Y. I.	F. Y. I.	F. Y. I.
Observations	1866	1866	1866	1866	1866	1866
Adjusted R ²	0.120	0.185	0.136	0.200	0.138	0.145

注：*、**、*** 分别代表 10%、5% 和 1% 显著性水平；括号内为标准差。Controls 表示回归中包含模型（2）中的控制变量，回归中控制的固定效应包括公司（F）、年份（Y）及行业（I）固定效应。

此外，由于本文研究的关键人失德行为属于职场外事件，但同时期发生的公司层面和高管层面的职场内不当行为也可能触发投资者的筛选行为反应，进而影响公司绩效。为验证本文的关键人风险引起的投资者筛选效应不受关键人职场内不当行为因素的影响，本文参考陆瑶等（2012）的做法，收集上市公司及其领导人的工作相关违规数据构造公司信息披露违规（*vio_dis*）、公司经营违规（*vio_oper*）和领导人违规（*vio_lead*）虚拟变量作为控制变量并重新进行模型（3）的回归，结果如表 9 的第（6）列所示。在控制了高管层面和公司层面职场内违规后，*morality* 的系数仍显著为负，即关键人职场外失德行为导致的关键人风险对公司经营绩效的负向冲击显著。

五、治理机制分析

以上实证结果说明，职场外的失德问题是关键人风险的重要组成部分，将引起股票价格波动并导致经营业绩下降。此时，上市公司应

如何缓解关键人风险以减少其对经营业绩的损害？Kang（2008）的研究发现，有效的公司治理能够降低负面信号对公司绩效的消极作用。当公司遭遇关键人突发事件时，有效的内部控制能够保障公司运营的可持续性。

首先，本文使用迪博内部控制指数衡量上市公司内部控制的有效性，检验公司内部控制质量是否能有效抑制关键人职场外失德事件曝光对公司绩效的负面影响。迪博内部控制指数从企业内部控制五要素，即内部环境、风险评估、控制活动、信息与沟通、内部监督五个方面衡量企业内部控制系统的完善程度，全面地反映了公司的内部治理水平。本文依据样本企业的迪博内部控制指数的中位数划分强内控和弱内控样本，进行分组回归分析，实证结果如表 10 第（1）~（4）列所示。结果显示，关键人职场外失德问题对企业绩效的负面效应在弱内控组中更为显著，且强内控和弱内控两组样本的回归中 *morality* 和 *morality1* 变量系数的组间差异检验显著。可见，当关键人职场外失德问题引起公司经营业绩下降时，良好的内部控

制系统将有效缓解筛选效应的负面冲击。

表 10 基于内部控制和代理成本的异质性分析

因变量 = <i>roa</i>	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	强内控	弱内控	强内控	弱内控	高代理成本	低代理成本	高代理成本	低代理成本
<i>morality</i>	-0.010 (0.009)	-0.031 ** (0.015)			-0.031 ** (0.014)	-0.026 ** (0.013)		
<i>morality1</i>			-0.013 * (0.008)	-0.035 ** (0.016)			-0.035 ** (0.015)	-0.028 ** (0.012)
组间差异 (p 值)	4.85 (p-value = 0.00)		4.77 (p-value = 0.00)		2.72 (p-value = 0.00)		2.70 (p-value = 0.00)	
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Fixed Effects	F. Y. I.	F. Y. I.						
Observations	933	933	933	933	927	939	927	939
Adjusted R ²	0.338	0.112	0.338	0.116	0.279	0.168	0.283	0.168

注：*、**、*** 分别代表 10%、5% 和 1% 显著性水平；括号内为标准差。Controls 表示回归中包含模型 (2) 中的控制变量，回归中控制的固定效应包括公司 (F)、年份 (Y) 及行业 (I) 固定效应。

其次，本文检验公司代理冲突较低是否有利于缓解关键人职场外失德行为曝光对公司绩效的不利影响。本文参考罗进辉 (2012)，以公司的管理费率（管理费用除以营业收入）衡量公司委托代理问题的严重程度，并根据样本公司管理费率的位数划分高低代理成本两组样本，进行分组回归，实证结果如表 10 第 (5) ~ (8) 列所示。结果显示，两组样本中关键人职场外失德问题均对企业绩效产生负向冲击，但相较于低代理成本组，高代理成本组中 *morality* 和 *morality1* 的系数绝对值更大，且组间差异检验显著。可见，当公司所面临的代理问题越严重时，关键人职场外失德问题的曝光对公司绩效的负面影响将更加严重，而降低代理冲突则有助于缓解这一负面效应的冲击。以上研究结果支持假设 3。

六、结论与启示

本文基于筛选理论考察了关键人职场外失德行为引发的关键人风险所导致的投资者消极筛选效应及对公司绩效的负面冲击，并检验了高质量公司治理的缓解作用。研究发现，关键人职场外失德行为事件构成重要信号，引起了投资者的显著筛选反应：外部投资者对公司评价负面，公司股票价格下行；全体股东为应对风险进行管理层结构调整；核心大股东调整股权结构。由此，关键人职场外失德行为曝光后导致上市公司经营业绩下降。治理机制分析发现，高内部控制质量和低代理冲突为特征的高质量公司治理将有效缓解关键人职场外失德行为对经营绩效的负面影响。

本文的研究结论为中国情境下上市公司防

范关键人风险提供了有益启示。一方面，本文拓展了对上市公司关键人风险的认识，从实证角度验证了关键人职场外失德行为对中国资本市场上市公司的危害。现有文献对关键人风险的关注聚焦于其职场内的违规行为所带来的价值毁损，本文的研究则将关键人行为拓展到职场外的失德行为，考察其对投资者决策和公司经营绩效所产生的负面影响。可见，在遴选和聘任上市公司的关键人时，其品格是一个重要的考察因素。同时，上市公司应预防性地形成在关键人失德行为曝光时的危机处理方案，以减少投资者消极筛选效应所带来的潜在损失。另一方面，本文发现对于突发的关键人风险，良好的内部控制和公司治理有助于缓解关键人失德问题对上市公司所带来的负面冲击。可见，关键人良好的人格品质和规范的现代企业制度都是上市公司可持续发展的重要因素，二者相辅相成、缺一不可。

本文通过引入筛选理论对关键人失德行为筛选效应的分析，拓展了以往基于高阶梯队理论分析高管行为的文献研究。高阶梯队理论被广泛应用于解释高管团队的人口学背景特征如何影响其在公司经营过程中的决策行为，进而影响公司经营成果。而本文关注的关键人职场外失德行为虽然属于关键人的某种人格特征，但并非一种静态的特点，且本文注重对关键人职场外失德行为曝光以后投资者筛选效应的分析。因此，本文创新性地结合行为一致性理论并使用筛选理论工具分析关键人职场外失德行为曝光为代表的关键人风险的投资者筛选效应，补充了高阶梯队理论的研究。

本文仍可能存在如下不足：本文通过网络

途径搜集有关上市公司关键人职场外失德问题的相关信息可能存在低估上市公司关键人职场外失德问题事件数量的可能性。一方面，上市公司可能通过舆论操纵或与媒体合谋而抑制了失德问题事件的曝光；另一方面，对于上市公司相对早期的关键人职场外失德事件，因为网络不发达、信息保存技术不到位而未能收集得到。然而，即便在低估关键人职场外失德事件数量的情况下，本文依旧得到了显著的研究发现。其次，囿于数据可得性本文样本仅保留了中国 A 股上市公司，而未分析港股、中概股、新三板等同在国内经营的上市公司对关键人职场外失德问题事件如何反应。针对本文的不足方面，未来的研究可以从改进识别策略、拓展研究场景等方面进一步改善。

接受编辑：师伟

收稿时间：2023 年 7 月 23 日

接收时间：2024 年 4 月 12 日

作者简介

徐嘉倩：广东外语外贸大学会计学院，讲师，研究领域为会计财务与公司治理，曾在 *Applied Economics*、*International Review of Financial Analysis*、《南开管理评论》《当代财经》等学术刊物上发表论文。

徐莉萍（通讯作者）：中山大学管理学院，教授，香港理工大学博士；研究领域为资本市场会计与治理问题；在 *Journal of Financial and Quantitative Analysis*、*Journal of Corporate Finance*、*Journal of Banking and Finance*、*Pacific – Basin Finance Journal*、*Accounting & Finance*、

《经济研究》《管理世界》《南开管理评论》《会计研究》《中国工业经济》等学术刊物发表论文多篇。

刘雯畅：汇量科技有限公司战略部，硕士，主要从事公司中长期战略规划及宏观产业研究。

辛宇：中山大学管理学院，教授，香港理工大学博士；研究领域为资本市场公司财务与治理问题；入选财政部会计名家培养工程（2018）、珠江学者特聘教授（2019），在 *Journal of Financial and Quantitative Analysis*、*Journal of Futures Markets*、*Pacific - Basin Finance Journal*、《经济研究》《管理世界》《南开管理评论》《会计研究》《中国工业经济》《金融研究》等学术刊物发表论文多篇。

项目资助

本研究得到广东省基础与应用基础研究基金《上市公司关键人职场外失德行为的经济后果及有效治理研究》（2025A1515012232）的资助。

参考文献

[1] Alexander, C. R., Bauguess, S. W., Bernile, G., Lee, Y. A., & Marietta - Westberg, J. 2013. Economic effects of sox section 404 compliance: a corporate insider perspective, *Journal of Accounting and Economics*, 56 (2-3).

[2] Amir, E., Kallunki, J., & Nilsson, H. 2014. The association between individual audit partners' risk preferences and the composition of their client portfolios, *Review of Accounting Studies*, 19 (1): 103 - 133.

[3] Ashbaugh - Skaife, H., Collins, D. W., Kinney, W. R., & Lafond, R. 2009. The effect of sox internal

control deficiencies on firm risk and cost of equity, *Journal of Accounting Research*, 47 (1): 1 - 43.

[4] Barber, B. M., & Lyon, J. D. 1997. Detecting long - run abnormal stock returns: the empirical power and specification of test statistics, *Journal of Financial Economics*, 43 (3): 341 - 372.

[5] Biggerstaff, L. E., Cicero, D. C., Goldie, B., & Reid, L. C. 2020. Cfo effort and public firms' financial information environment, *Contemporary Accounting Research*, 38 (2): 1068 - 1113.

[6] Biggerstaff, L., Cicero, D. C., & Puckett, A. 2015. Suspect ceos, unethical culture, and corporate misbehavior, *Journal of Financial Economics*, 117 (1): 98 - 121.

[7] Bushman, R. M., Davidson, R. H., Dey, A., & Smith, A. 2018. Bank ceo materialism: risk controls, culture and tail risk, *Journal of Accounting and Economics*, 65 (1): 191 - 220.

[8] Buttice, V., Collewaert, V., Stroe, S., Vanacker, T., Vismara, S., & Walthoff - Borm, X. 2021. Equity crowdfunders' human capital and signal set formation: evidence from eye tracking, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 46 (5): 1317 - 1343.

[9] Cho, T. S., & Hambrick, D. C. 2006. Attention as the mediator between top management team characteristics and strategic change: the case of airline deregulation, *Organization Science*, 17 (4): 453 - 469.

[10] Chyz, J. A. 2013. Personally tax aggressive executives and corporate tax sheltering, *Journal of Accounting and Economics*, 56 (2-3): 311 - 328.

[11] Cline, B. N., Walkling, R. A., & Yore, A. S. 2018. The consequences of managerial indiscretions: sex, lies, and firm value, *Journal of Financial Economics*, 127 (2): 389 - 415.

[12] Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R.

- D. , & Reutzel, C. R. 2011. Signaling theory: a review and assessment, *Journal of Management*, 37 (1): 39 – 67.
- [13] Cronqvist, H. , Makhija, A. K. , & Yonker, S. E. 2011. Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage, *Journal of Financial Economics*, 103 (1): 20 – 40.
- [14] Das, S. , Guo, R. J. , & Zhang, H. 2006. Analysts' Selective coverage and subsequent performance of newly public firms, *The Journal of Finance*, 61 (3): 1159 – 1185.
- [15] Davidson, R. H. , Dey, A. , & Smith, A. 2020. Executives' legal records and the deterrent effect of corporate governance, *Contemporary Accounting Research*, 37 (3): 101 – 126.
- [16] Davidson, R. H. , Dey, A. , & Smith, A. J. 2019. CEO materialism and corporate social responsibility, *The Accounting Review*, 94 (1): 1444 – 1474.
- [17] Davidson, R. , Dey, A. , & Smith, A. 2015. Executives' "off – the – job" behavior, corporate culture, and financial reporting risk, *Journal of Financial Economics*, 117 (1): 5 – 28.
- [18] Desjardine, M. R. , Marti, E. , & Durand, R. 2020. Why activist hedge funds target socially responsible firms: the reaction costs of signaling corporate social responsibility, *Academy of Management Journal*, 64 (3): 851 – 872.
- [19] Erhard, W. , & Jensen, M. C. 2014. Putting integrity into finance: a purely positive approach, *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*.
- [20] Fama, E. F. , & French, K. R. 1992. The cross – section of expected stock returns, *The Journal of Finance*, 47 (2): 427 – 465.
- [21] Fang, L. , & Peress, J. 2009. Media coverage and the cross – section of stock returns, *The Journal of Finance*, 64 (5): 2023 – 2052.
- [22] Farber, D. B. 2005. Restoring trust after fraud: does corporate governance matter? *The Accounting Review*, 80 (2): 539 – 561.
- [23] Fetscherin, M. 2015. The CEO branding mix, *Journal of Business Strategy*, 6 (36): 22 – 28.
- [24] Goh, B. W. , & Li, D. 2011. Internal controls and conditional conservatism, *The Accounting Review*, 86 (3): 975 – 1005.
- [25] Gomulya, D. , & Boeker, W. 2014. How firms respond to financial restatement: CEO successors and external reactions, *Academy of Management Journal*, 57 (6): 1759 – 1785.
- [26] Griffin, J. M. , Samuel, K. , & Gonzalo, M. 2019. Personal infidelity and professional conduct in 4 settings. , *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America*, 116 (33).
- [27] Hambrick, D. C. , & Mason, P. A. 1984. Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers, *The Academy of Management Review*, 9 (2): 193 – 206.
- [28] Hanlon, M. , Yeung, K. , & Zuo, L. 2021. Behavioral economics of accounting: a review of archival research on individual decision makers, *Contemporary Accounting Research*, 39 (2): 1150 – 1214.
- [29] Hermalin, B. E. , & Weisbach, M. S. 1998. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO, *The American Economic Review*, 88 (1): 96 – 118.
- [30] Huson, M. R. , Malatesta, P. H. , & Parrino, R. 2004. Managerial succession and firm performance, *Journal of Financial Economics*, 74 (2): 237 – 275.
- [31] Hutton, A. P. , Marcus, A. J. , & Tehranian, H. 2009. Opaque financial reports, R2 , and crash risk, *Journal of Financial Economics*, 94 (1): 67 – 86.
- [32] Jensen, M. C. , & Meckling, W. H.

1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3 (4): 305 – 360.
- [33] Kallunki, J. , & Pyykkö, E. 2013. Do defaulting CEOs and directors increase the likelihood of financial distress of the firm? *Review of accounting studies*, 18 (1): 228 – 260.
- [34] Kang, E. 2008. Director interlocks and spillover effects of reputational penalties from financial reporting fraud, *Academy of Management Journal*, 51 (3): 537 – 555.
- [35] Kaplan, S. N. , Klebanov, M. M. , & Sorensen, M. 2012. Which CEO characteristics and abilities matter? *The Journal of Finance*, 67 (3): 973 – 1007.
- [36] Kim, Y. , Jeong, S. S. , Yiu, D. W. , & Moon, J. 2021. Frequent CEO turnover and firm performance: the resilience effect of workforce diversity, *Journal of Business Ethics*, (173): 185 – 203.
- [37] Liu, A. Z. 2014. Can external monitoring affect corporate financial reporting and disclosure? Evidence from earnings and expectations management, *Accounting Horizons*, 28 (3): 529 – 559.
- [38] Mola, S. , Rau, P. R. , & Khorana, A. 2013. Is there life after the complete loss of analyst coverage? *The Accounting Review*, 88 (2): 667 – 705.
- [39] Ocasio, W. 1997. Towards an attention – based view of the firm, *Strategic Management Journal*, 18 (S1): 187 – 206.
- [40] Paruchuri, S. , Han, J. , & Prakash, P. 2020. Salient expectations? Incongruence across capability and integrity signals and investor reactions to organizational misconduct, *Academy of Management Journal*, 64 (2): 562 – 586.
- [41] Regenburt, K. , & Seitz, M. N. B. 2021. Criminals, bankruptcy, and cost of debt, *Review of Accounting Studies*, 26 (3): 1004 – 1045.
- [42] Riley, J. G. , 2001. Silver signals: twenty – five years of screening and signaling, *Journal of Economic literature*, (39): 432 – 478.
- [43] Sanders, W. G. & Boivie, S. 2004. Sorting things out: valuation of new firms in uncertain markets, *Strategic Management Journal*, 25 (2): 167 – 186.
- [44] Shivdasani, A. , & Yermack, D. 1999. CEO involvement in the selection of new board members: an empirical analysis, *The Journal of Finance*, 54 (5): 1829 – 1853.
- [45] Spence, M. 1974. Competitive and optimal responses to signals: an analysis of efficiency and distribution, *Journal of Economic Theory*, 7 (3): 296 – 332.
- [46] Stiglitz, J. E. 1975. The theory of “screening,” education, and the distribution of income, *The American economic review*, 65 (3): 283 – 300.
- [47] Wang, F. , Xu, L. , Zhang, J. , & Shu, W. 2018. Political connections, internal control and firm value: evidence from china’s anti – corruption campaign, *Journal of Business Research*, (86).
- [48] Weiss, A. 1995. Human capital vs. Signalling explanations of wages, *Journal of Economic perspectives*, 9 (4): 133 – 154.
- [49] Weng, P. , & Chen, W. 2017. Doing good or choosing well? Corporate reputation, CEO reputation, and corporate financial performance, *The North American Journal of Economics and Finance*, (39): 223 – 240.
- [50] Wilson, W. M. 2008. An empirical analysis of the decline in the information content of earnings following restatements, *The Accounting Review*, 83 (2): 519 – 548.
- [51] 蔡建湖、贾利爽、寿涌毅：《研发强度有助于获得贸易信贷吗？财务冗余与企业可见性的调节作用》，《南开管理评论》，2023，网络首发。
- [52] 方天亮：《大股东增持与公司股价短期波动

的实证研究》，《统计与决策》，2010 第 12 期。

[53] 柯江林、张必武、孙健敏：《上市公司总经理更换、高管团队重组与企业绩效改进》，《南开管理评论》，2007 第 04 期。

[54] 李春涛、宋敏、张璇：《分析师跟踪与企业盈余管理——来自中国上市公司的证据》，《金融研究》，2014 第 07 期。

[55] 李春涛、赵一、徐欣、李青原：《按下葫芦浮起瓢：分析师跟踪与盈余管理途径选择》，《金融研究》，2016 第 04 期。

[56] 李增福、曾晓清：《高管离职、继任与企业的盈余操纵——基于应计项目操控和真实活动操控的研究》，《经济科学》，2014 第 03 期。

[57] 陆瑶、朱玉杰、胡晓元：《机构投资者持股与上市公司违规行为的实证研究》，《南开管理评论》，2012 第 01 期。

[58] 罗进辉：《媒体报道的公司治理作用——双重代理成本视角》，《金融研究》，2012 第 10 期。

[59] 饶育蕾、彭叠峰、成大超：《媒体注意力会引起股票的异常收益吗？——来自中国股票市场的经验证据》，《系统工程理论与实践》，2010 第 02 期。

[60] 施东晖、司徒大年：《中国上市公司治理水平及其对绩效影响的实证研究》，《南开管理评论》，2004 第 01 期。

[61] 王登峰、崔红：《行为的跨情境一致性及人格与行为的关系——对人格内涵及其中西方差异的理论及实证分析》，《心理学报》，2006 第 04 期。

[62] 辛宇、宋沛欣、徐莉萍、滕飞：《经营投资问责与国有企业规范化运作——基于高管违规视角的经验证据》，《管理世界》，2022 第 12 期。

[63] 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》，《管理世界》，2015 第 05 期。

[64] 许晓芳、汤泰劼、陆正飞：《控股股东股权质押与高杠杆公司杠杆操纵——基于我国 a 股上市公司的经验证据》，《金融研究》，2021 第 10 期。

[65] 叶康涛、祝继高、陆正飞、张然：《独立董事的独立性：基于董事会投票的证据》，《经济研究》，2011 第 01 期。

[66] 张蕊、管考磊：《高管侵占型职务犯罪、机构投资者与市场反应——来自中国上市公司的经验证据》，《会计研究》，2017 第 12 期。