

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.20210508.202

“妇女能顶半边天” ——夫妻共治能抑制“掏空”吗?

许宇鹏^{1,2}, 程 博³, 潘 飞⁴

(1. 上海财经大学 应用经济学博士后流动站, 上海 200433; 2. 浙商银行 博士后科研工作站, 浙江 杭州 310003; 3. 南京审计大学 会计学院, 江苏 南京 211815; 4. 上海财经大学 会计与财务研究院, 上海 200433)

摘 要: 夫妻共治能抑制公司“掏空”吗? 探究该问题对于中国家族企业治理意义重大。本文以2007—2017年中国A股上市家族企业为样本, 考察了夫妻共治对公司利益侵占行为的影响。研究发现: (1) 相比于其他类型的家族企业, 夫妻共同控制的家族企业更少地侵占中小股东利益。(2) “夫唱妇随”共同参与经营管理, 能显著降低利益侵占行为发生; 而婚姻的破裂带来了极大的负面影响, 会显著增加公司利益侵占水平。(3) 女性的人力资本特质以及其在家族企业内外部的权力使其“监督效应”更为有效, 降低了利益侵占行为发生。本文将社会学与公司治理理论相结合, 探讨了“夫妻共治”家族企业在公司治理中的作用, 研究发现有助于深入理解中国情境下家族企业内部的异质性对公司治理的影响, 尤其是夫妻关系对抑制“掏空”的积极作用。

关键词: 家族企业; 夫妻共治; 共同管理; 监督效应; 掏空

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2021)08-0073-15

一、引 言

嵌入企业组织探讨婚姻和家庭对经济活动的影响和意义是家族企业研究的重要领域。家庭的背后蕴含着文化和制度的历史, 对于大多数人来说, “家庭”代表了一系列价值观和准则的集合, 以及更深刻的情感和心理上的意义。无论是经济学家还是社会学家, 都认为在经济社会发展的过程中, 以家庭为基础单元的组织结构发挥着基础性作用(Roussanov和Savor, 2014)。改革开放使得中国家庭结构、家庭成员角色及行为发生巨大的变化, 尤其是夫妻共同创业成为了一种特殊的组织结构特征, 截至2017年, 中国A股市场中, 夫妻共治的家族企业共计427家,

收稿日期: 2020-12-31

基金项目: 国家自然科学基金项目(71972120, 71702165); 浙江省科技厅软科学重点项目(2020C25014)

作者简介: 许宇鹏(1986—), 男, 上海财经大学博士后流动站与浙商银行博士后科研工作站联合培养博士后, 讲师(通讯作者, xuyupeng@163.sufe.edu.cn);
程 博(1975—), 男, 南京审计大学会计学院教授, 硕士生导师;
潘 飞(1956—), 男, 上海财经大学会计与财务研究院教授, 博士生导师。

占据中国上市家族企业三分之一的比例,这为探索婚姻、家庭与公司治理的关系提供了理想的研究样本。与其他家庭亲缘关系相比,夫妻共治无论在目标诉求、管理方式以及日常经营活动中的沟通与协调都呈现出别样的特征(王建峰和赵蔚家,2021)。那么,夫妻共治的家族企业,是侵占非家族利益相关者的机会主义行为表现更为明显,抑或表现出更少的“掏空”行为?上述问题的探索有助于学界和业界更为理性和深入地了解夫妻共治这一治理模式对家族企业生存与发展的影响。

许多研究者认为家族企业和非家族企业之间的基本差异表现在家族成员之间强大的情感纽带,家族成员之间的情感关系扮演着重要的作用(Gómez-Mejía等,2007),从而改变企业的行为逻辑。Villalonga和Amit(2006)认为传统的两权分离所导致的第一类代理问题在家族企业中得到了削弱,家族企业家有更强的动机监督经理人,减少搭便车问题。此外,家族企业创始人及其家族成员更关注企业长期发展,具有长期投资视野,所有者和CEO两职合一的权力配置使得家族企业与外部经理人之间的代理冲突大幅下降(Gao和Jain,2011)。目前探讨家族企业内部成员的不同组合类型对公司治理的影响仍然是碎片化的,并且家族治理存在异质性,由此带来了家族企业现代治理的转型之痛(李新春等,2018)。

已有研究认为,在中国法律环境以及经济社会制度的特殊背景下,投资者的制度性保护尚未成熟,家族企业往往呈现所有权和管理权合一的特征,这既有可能造成家族企业集中控制权的“监督效应”,也有可能发生实际控制人的利益“侵占效应”。前者认为家族企业公司治理能力具备缓解甚至消除家族偏袒、弱风险承担特质所带来的损害家族企业经营效率、绩效甚至生存危机的能力(Yu等,2012),表现出较好的公司内部治理表现(Ghosh和Tang,2015)。而“侵占效应”则认为,家族实际控制人存在较高的机会主义动机,公司决策完全在个人权威意志下运作,使得侵占中小股东、债权人等外部利益相关者的风险增加,通过资金占用(Jiang等,2010)、较高的关联方交易(侯青川等,2015)、特别的股利政策(魏志华等,2012)等手段进行利益侵占。

然而,既有研究并没有对夫妻共治关系与其他亲缘关系形成的家族企业共治有效区分,尤其是基于不同亲缘关系形成的家族企业实际控制人和管理者对公司内部治理的影响。家族企业群体内部丰富多样,既有父子共同创业,也有兄弟姐妹合力创业,更有大量的夫妻共治家族企业,上述家族企业群体的异质性会显著改变企业的治理方式,最终形成不同的家族企业治理路径。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,更倾向于长远发展考虑(Belenson等,2016),Amore等(2017)指出,夫妻因利益协同而有动机维护共有的事业,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,缓解代理冲突的优势在夫妻共治的家族企业中更为明显(Bird和Zellweger,2018)。本文认为,夫妻共治模式存在其独有的特征——基于亲密与信任关系的共同目标诉求——会显著影响公司行为,有效抑制控制人“掏空”行为。

鉴于此,本文以A股上市家族企业为样本,实证检验夫妻共治型家族企业对公司利益侵占行为的影响。研究发现,相比于其他类型的家族企业,夫妻共同控制家族企业的利益侵占行为更少,并且在夫妻共同经营管理的情境下这种治理效应更为明显。在一系列稳健性检验后结论依然成立。进一步的影响机制研究表明,妻子的人力资本特质和赋予其组织内外部权力特质对公司利益侵占行为具有显著的“监督效应”,凸显了女性“半边天”的治理作用。

与以往的文献相比,本文的贡献在于:首先,本文丰富了家族涉入与家族企业公司治理行为的研究。已有研究探讨了两类主流的代理问题,尤其是控股家族与中小股东之间的利益冲突,高度集中的权力使得家族在利益攫取上更容易(Liu等,2015),但是目前的研究较少深入中国家族企业群体内部异质性,尤其是夫妻共治家族企业对其侵占中小股东利益行为的影响。与

已有研究不同,本文从夫妻共同控制的家族企业入手,将夫妻之间基于信任和亲密情感关系置于公司治理的场景之中,系统分析夫妻在家族企业中的角色配置与功能协同的治理结构对抑制控制人“掏空”行为的影响,拓展了家族企业公司治理理论的研究边界,一定程度上解开了夫妻共治模式与其他家族企业治理模式在内在驱动力上的根本差异,为打开家族企业内部治理“黑箱”提供了新的证据和思路。其次,本文拓展了婚姻经济学、女性学与家族企业家行为理论的相关研究。婚姻、家庭(家族)与企业家行为是家族企业重要的构成因素。健康的婚姻关系能够有效促进家族企业的发展,作为实际控制人的夫妻齐心协力经营家族企业无论是对于家族本身还是企业,都是积极信号(Amore等,2017)。夫妻在权力的合理配置下,能够激发性别“互补”的力量,对家族企业内部治理具有独特的作用,本文在中国文化与社会场景下,较为细致地考察了女性企业家在夫妻共治中所展现的“柔性”协同功能,以及由此所带来的女性企业家治理的积极效应,丰富了高阶梯队理论。

文章余下结构如下:第二部分为理论分析与研究假说;第三部分为研究设计和描述性统计分析;第四部分为主要实证结果,包括假说检验结果和稳健性检验;第五部分为拓展性分析,从女性角色与功能提供夫妻共治家族企业治理效应的进一步证据;最后是研究结论。

二、理论分析与研究假说

家族企业的独特性影响了代理问题的性质和程度,传统的“一类”和“二类”代理问题在家族企业的情景下存在其独有的表现。一般而言,企业与创始家族已经成为不可分割的融合体,长期价值导向是家族企业的战略基调。家族企业创始人长时间与公司一同成长也会表现出家族所有者投资于长期项目的意愿和动机。Stein(1988)认为家族创始人能够帮助企业缓解管理层短视的问题。因为创始家族会视企业为一项传递给未来后代的资产,而不是在他们生命周期中用于消费的财富(James,1999)。创始家族会更关注企业的持续生存,会更有动机对管理层的短视行为进行监督。此外,创始家族将情感、资源以及对于未来的理想都会寄托在家族企业的发展上,并且更关心家族的声誉,倾向于建立和保护家族声誉,这对于利益相关方具有长期影响,从而影响到家族的事业。创始家族经常与其他利益相关者进行长期的交易,比如银行、供应商和客户。

家族企业由于高度集中的股权,使得家族所有者容易从小股东处抽取利益,导致两者发生冲突的风险上升。Villalonga和Amit(2009)的研究指出在美国的公司中,创始家族是主要的股东类型,其持有的控制权超出了他们的现金流量权。在美国的创始家族公司中,所有者可以设计双层股权机制来达到对企业的实质性控制。创始人也可通过非比例化的董事代表权、投票权和金字塔式所有权结构来获得更高的控制权。这样的差异设计给予了他们获得私人收益的机会和能力。当家族成员采取这些措施最大化个人利益的时候,这些行为将会导致公司决策的次优性,从而降低了小股东的股权价值。

上述研究忽视了家族企业群体内部的异质性——基于亲缘关系异质性不同家族企业治理模式所导致的公司治理效应的差异化行为。家族亲缘关系的紧密程度对企业组织的发展带来了不同的影响(贺小刚等,2010),亲缘关系越密切,其公司绩效水平越好(王明琳等,2014)。不过,以婚姻法律关系赋予的夫妻共治型家族企业往往与其他亲缘关系下的家族企业存在显著区别(Berrone等,2012)。

首先,夫妻共同创业下的信任关系成为此类家族企业有效治理的积极因素。信任和可信赖行为对任何经济而言都是关键的无形资产,它们会引导人们进行合作,使他们相互间产生比纯粹自利动机更善良的行为。Zaheer等(1998)将信任定义为“对行动者履行承诺、行为可预期以

及面对可能的机会主义行为时能够做到公平公正的一种期望”。可见,信任是建立在可靠、可预期和公平的基础之上的。恰当的信任能够促进行为的有机协调,让组织核心成员能够主动追求共同的目标(Roy等,1998)。夫妻在共同创业的过程中,表现出共有关系特征,这种共有关系,使得夫妻双方比其他亲缘关系结构下的家庭成员互动更为积极,夫妻相互支持,积极地表达感情,以尊重共有关系交往规则为目标(Björnberg和Coyle-Shapiro,2009),由此产生的信任可转化为有效的家族企业治理和更好的企业绩效,这使得在制度信任成本较高的现代社会,“关系信任”发挥了巨大的功效,表现出对公司利益相关群体的关注和利益平衡,降低了发生机会主义行为的可能性,提高了夫妻共治下公司各类契约履行结果的可预见性。由此可见,夫妻共同管理家族企业的共治模式有利于提升公司治理效率(Belenzon等,2016)。婚姻经济学文献也对夫妻在公司中的行为进行了考察,由于夫妻双方共同生活、养育子女,相较于其他类型的家族关系成员,夫妻双方的利益容易达成一致,在企业治理和投资决策领域会考虑得更为长远(Ashraf,2009)。

其次,夫妻共治的治理模式在降低代理成本、提高管理效率方面具有独特的优势。一方面,夫妻共治意味着夫妻双方不仅在家庭生活中,而且在日常企业经营活动中都能够同心同德,增强家族和企业的凝聚力(胡旭阳,2019)。中国社会长期以来以男性为主导,存在大男子主义的传统,夫妻共治意味着丈夫更加尊重妻子,更愿意听从妻子的意见,并在家族企业的情景下更多地采取共同决策的治理模式,从而避免由于激进的或者自私的企业家决策所带来的公司经营风险(Jiang等,2010;肖金利等,2018)。另一方面,相较于父子关系所带来的代际冲突、兄弟姐妹关系所引发的利益纷争,夫妻双方长期在家庭和企业两个环境中共同协作,对自己创业打拼的企业会注入更多深厚的认同感和情感维系,这种强烈的心理归属感以及维护和延续家庭情感财富的需求,能够帮助家族企业实现更为长久的战略规划,令其更加在意和估计利益相关者的诉求,从而降低对企业价值的损害,抑制“掏空”行为。

第三,夫妻共治模式下,妻子作为女性企业家的特质得到了放大,女性在家庭与企业中独有的角色能够帮助家族企业朝着正确的方向前进。夫妻之间的共有关系规则将激发双方角色外的支持行为(O'Connor等,2006),使男性和女性的角色功能配置产生优化,降低家族内外部的代理成本。性别角色的包容性对待冲击了长期的性别偏见,夫妻的亲密关系能够激发公共交流特征和主观能动特征(Wille等,2018),从而使其更加能够专注于企业持久发展和维护企业的声誉,降低负面效应,提升公司内部治理水平。与此同时,性别差异在经济社会领域的研究认为女性比男性更具道德责任感、自我约束能力更强(Erat和Gneezy,2012)。也有学者从腐败的角度研究了女性行为,认为女性在腐败领域表现得更为出众(Rivas,2013)。在家族企业的情境中,妻子扮演着多重角色,作为女性企业家,她们的勤劳和责任心助推企业的发展;而“首席情感官”的角色定位更为明显,妻子作为家族的情感纽带和“传感器”,作为公司的实际控制人,她们充当着家族成员彼此沟通的桥梁,协调家族和其他非家族重要利益相关群体之间的利益矛盾,发挥积极的治理作用。可见,作为妻子的女性企业家特质与男性企业家优势互补,呈现“阴阳协调”的协同效应,能够有效抑制企业中的利益侵占行为,降低不合理的企业经营行为。

当然,也有研究认为夫妻共同控制家族企业,会形成“裙带关系”,导致家族成员各自利益矛盾凸显,使得公司治理有效性大大降低(Dyer等,2013)。夫妻共有关系下的家族企业也可能因控制权过于集中或夫妻之间的冲突等因素导致更强的利益侵占行为和更为严重的决策失误,最终危及企业的发展。由此可见,健康的婚姻状态是夫妻共同控制家族企业基业长青的前提。所谓“家和万事兴”,如果夫妻之间出现了矛盾冲突甚至发生婚变,由此带来的后果将不堪重负(Gilbert,2010)。高管的婚变对企业的负面影响巨大甚至长远(徐莉萍等,2015)。对于婚姻

而言,只有充分发挥婚姻在家庭和企业中的双重功能,家族企业才能获得强大的生命力。夫妻之间和睦的婚姻关系,共同发挥各自的角色功能,才能有效降低代理冲突,实现家族企业的长期发展。

嵌入企业与家庭双重环境下的夫妻不仅具有性别差异带来的行为方式多样化,同时具有长期日常互动下的企业共同承诺和共同管理责任。夫妻为了有效经营企业,往往会在实践中逐步形成角色身份与配偶身份的双重身份属性,角色身份涉及夫妻在公司中管理权力的配置,有效的管理参与度能够激发双方共同管理的积极性,提升公司治理效率;配偶身份往往隐藏在公司的角色身份之中,男性和女性的个体魅力、性格特质以及对待公司发展理念的火花碰撞,使得夫妻共同治理产生奇妙的“化学反应”,令公司在发展过程中更加注重长期性,更愿意关注不同股东以及其他利益相关者的诉求,凸显家族治理的利益关切属性。由此,相比于其他类型家族企业,夫妻之间的相互合作和支持更显珍贵,这对降低企业经营中的利益侵占行为,建立良好的家族企业声誉机制意义重大。基于上述分析,本文提出如下研究假设:

假设:相较于其他类型的家族企业,夫妻共治模式能够有效降低公司利益侵占水平;且作为女性企业家的妻子参与家族企业管理使得上述效应更为显著。

三、研究设计

(一)数据来源及样本选择

本文以2007—2017年A股上市的家族企业为样本,通过查阅上市公司的招股说明书,手工整理有关家族企业实际控制人的基本信息,并参考Miller等(2007)对家族企业的界定,即企业实际控制人可追溯至创始人家族,根据实际控制人所承载的家族关系,将上市家族企业分为基于婚姻关系构建的夫妻控制型上市家族企业、基于血缘关系的父(母)子(女)共同控制型上市家族企业、基于血缘关系的兄弟姐妹共同控制型上市家族企业以及单一自然人控制的上市家族企业四种类型。本文通过年报和相关网站深入挖掘实际控制人的人口统计学特征、工作经历以及社会资本和关系等数据,构建一个关于中国上市家族企业的基本数据集。本文其他相关数据来自于CSMAR数据库。

借鉴既有研究做法,本文按照下述逻辑和要求对数据进行了进一步的筛选和处理:(1)本文剔除了金融业样本以及ST的样本。(2)剔除相关数据缺失的样本。(3)最后得到15969个观测值。为了消除极端值对回归结果的影响,本文对相应的连续变量在1%和99%的分位上进行了缩尾(Winsorize)处理。

(二)核心变量界定

1. 被解释变量

实际控制人利益侵占行为存在多样性,在直接度量上存在一定的困难(Atanasov等,2014)。既有研究给予了本文足够的支持(姜国华和岳衡,2005;Jiang等,2010;姜付秀等,2015;马云飙等,2018)。本文参照姜付秀等(2015)的研究,采用上市公司与实际控制人及其关联方发生的关联交易来衡量实际控制人利益侵占的行为。具体而言,本文将剔除可能存在一定噪音后的上市公司与实际控制人及其关联方发生的交易与总资产的比值作为第一个代理变量,记为*Rpta*。此外,借鉴郑国坚等(2013)的研究,本文选取其他应收账款比率度量实际控制人(控股股东)占用资金率(*Cash_Occupy*)作为第二个代理变量。

2. 解释变量

本文根据上市公司招股说明书关于实际控制人相关披露信息,若公司实际控制人为夫妻,则定义上市家族企业为*Couple_Type*,赋值为1;其余类型*Couple_Type*赋值为0。已有文献表明,

夫妻共同管理和单一管理公司的治理模式(无论是丈夫还是妻子)对企业财务行为的影响存在差异(Danes和Jang, 2013)。借鉴潘安成和肖宇佳(2017)的研究,如果夫妻双方同时在公司董事会和管理层中担任相应的职位,则认为其被赋予了共同治理的权力,记为Co-management (CM),且赋值为1,否则赋值为0。

3. 控制变量

借鉴叶康涛等(2007)以及姜付秀等(2015)等的相关研究,本文控制了公司规模(Size)、盈利能力(EBIT)、成长性(Growth)、有形资产比例(Tangibility)、企业负债率(Leverage)、上市年限(Age_Firm)、实际控制人股权比例(Ownership)、两权分离程度(Wedge)、董事会规模(Board Size)、独立董事比例(Inderatio)、实际控制人政治关联(Political)、实际控制人年龄(Ownerage)等变量,并且控制了行业和年度效应。表1列示了主要变量及说明。

表1 变量定义

变量名称	变量含义	计算方法
Rpta	关联交易	上市公司与实际控制人及其关联方发生的并且剔除可能存在一定噪音交易类别之后的关联交易合计/总资产
Cash_Occupy	资金占用	上市公司的母公司,以及与上市公司受同一母公司控制的其他企业占用其他应收款与上市公司期末总资产比重
Couple_Type	家族控制权配置	家族企业为夫妻共同治理,定义为1,否则为0
CM	夫妻共同治理	如果夫妻双方同时在公司董事会和管理层中担任相应的职位,则认为其被赋予了共同治理的权力,记为Co-management(CM),且赋值为1,否则赋值为0
Size	公司规模	总资产的自然对数
EBIT	盈利能力	息税前利润/总资产
Growth	销售增长率	(本期主营业务收入-上期主营业务收入)/上期主营业务收入
Tangibility	资产有形性	有形资产(固定资产)/总资产
Leverage	有息负债率	有息负债总额/总资产,其中,有息负债=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+应付短期债券+长期借款+应付债券
Age_Firm	上市年限	当年年份与上市年份之差加1取对数
Ownership	实际控制人持股比例	最终控制人持股比例
Wedge	两权分离程度	实际控制人的控制权和现金流权发生分离的差异度
Board Size	董事会规模	董事会人数之和
Inderatio	董事会独立性	董事会中独立董事的比例
Political	实际控制人政治关联	如果实际控制人存在政治关联则为1,否则为0
Ownerage	实际控制人年龄	实际控制人的年龄取对数

(三)实证模型

为了检验夫妻共治型家族企业对其利益侵占行为的影响,构建模型如下:

$$Rpta = \alpha + \beta_1 \times Couple_Type + \beta_2 \times Couple_Type \times CM + \beta_3 \times CM + \beta_k Control + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

主要变量的描述性统计结果如表2所示。从表2可以看出,夫妻共同控制的家族企业(Couple_Type)占总样本数的25.6%;衡量家族企业利益侵占行为Rpta的平均值和中位数分别为0.320和0.159。企业规模(Size)均值和中位数分别为21.496和21.398;息税前利润(EBIT)的均值和中位数分别为0.057和0.055;家族企业销售增长率(Growth)的平均值和中位数分别为

0.248和0.195;资产有形性(*Tangibility*)的平均值和中位数分别为0.190和0.170;负债率(*Leverage*)的平均值和中位数分别为0.323和0.303;家族企业的上市年限(*Age_Firm*)的平均值和中位数分别为2.737和2.773;实际控制人持股比例(*Ownership*)的平均值和中位数分别为0.593和0.590;实际控制人的两权分离度(*Wedge*)的平均值和中位数分别为5.042和0;家族企业董事会规模(*Board Size*)的平均值和中位数分别为8.166和9;家族企业独立董事比例(*Inderatio*)的平均值和中位数分别为0.379和0.363;实际控制人的政治关联(*Political*)的平均值和中位数分别为0.438和0;而对数化后的实际控制人年龄(*Ownerage*)的平均值和中位数分别为4.009和3.988。

表2 主要变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>Rpta</i>	15969	0.320	0.476	0	0.159	0.806
<i>Cash_Occupy</i>	15969	0.014	0.023	0	0.008	0.242
<i>Couple_Type</i>	15969	0.256	0.436	0	0	1
<i>Size</i>	15969	21.496	0.911	20.262	21.398	23.177
<i>EBIT</i>	15969	0.057	0.054	-0.021	0.055	0.149
<i>Growth</i>	15969	0.248	0.479	-0.395	0.195	0.989
<i>Tangibility</i>	15969	0.190	0.127	0.019	0.170	0.435
<i>Leverage</i>	15969	0.323	0.183	0.065	0.303	0.652
<i>Age_Firm</i>	15969	2.737	0.311	2.302	2.773	3.178
<i>Ownership</i>	15969	0.593	0.195	0.301	0.590	0.915
<i>Wedge</i>	15969	5.042	7.648	0	0	22.050
<i>Board Size</i>	15969	8.166	1.391	5	9	10
<i>Inderatio</i>	15969	0.379	0.055	0.333	0.363	0.454
<i>Political</i>	15969	0.438	0.496	0	0	1
<i>Ownerage</i>	15969	4.009	0.137	3.806	3.988	4.248

本文将样本企业按照夫妻共治型家族企业与非夫妻共治型家族企业分为两组,然后分别使用均值检验法与秩和检验法对两组的公司利益侵占行为差异进行检验(结果见表3),结果表明,在夫妻共治的家族企业组中,衡量利益侵占水平的*Rpta*和*Cash_Occupy*的平均值和中位数均显著低于非夫妻共治型家族企业组,初步支持了本文的假说。

表3 均值—中位数差异检验

家族企业类型	变量	均值检验			中位数检验	
		N	均值	t值	中位数	Z值
夫妻共治型	<i>Rpta</i>	3389	0.276	6.933***	0.117	7.858***
非夫妻共治型		12580	0.336		0.167	
夫妻共治型	<i>Cash_Occupy</i>	3389	0.013	4.985***	0.008	6.506***
非夫妻共治型		12580	0.016		0.009	

注:***表示 $p<0.01$,**表示 $p<0.05$,*表示 $p<0.1$ 。

(二)基本回归结果

表4的实证结果展现了夫妻作为实际控制人的家族企业与非夫妻控制的家族企业在公司利益侵占行为上的差异。第(1)和(2)列分别从关联方交易和资金侵占两个维度考察夫妻控制型家族企业是否有别于其他类型家族企业,存在更少的公司利益侵占行为。可以看出,第(1)和(2)列的系数分别是-0.049和-0.010,且在1%水平上显著为负,可见,夫妻作为实际控制人的家族企业组织形态能够更为有效地减少公司利益侵占行为,抑制了“掏空”行为。

表5的实证结果聚焦于夫妻控制家族企业子样本,展现了基于婚姻关系的夫妻实际控制人

表4 夫妻共同控制对公司利益侵占行为的影响

变量	(1) <i>Rpta</i>	(2) <i>Cash_Occupy</i>
<i>Couple_Type</i>	-0.049***(-6.18)	-0.010***(-3.96)
<i>Size</i>	-0.039***(-7.64)	-0.0003(-0.94)
<i>Ebit</i>	-0.221***(-3.41)	-0.028***(-6.74)
<i>Growth</i>	0.105*** (9.82)	0.0001(0.17)
<i>Tangibility</i>	0.099*** (3.01)	0.011*** (7.12)
<i>Leverage</i>	0.537*** (20.25)	0.017*** (10.81)
<i>Age_Firm</i>	0.016 (1.43)	0.001 (1.21)
<i>Ownership</i>	-0.0004**(-2.26)	-0.0001***(-12.35)
<i>Wedge</i>	0.002*** (3.69)	0.001*** (5.58)
<i>Board Size</i>	0.008*** (2.58)	-0.0001***(-2.96)
<i>Inderatio</i>	-0.020(-0.29)	-0.001(-0.25)
<i>Political</i>	0.017** (2.16)	0.002*** (4.57)
<i>Ownorage</i>	-0.220***(-7.83)	-0.005***(-3.78)
<i>Interception</i>	2.512*** (10.65)	0.038*** (3.36)
<i>Year/Ind</i>	Yes	Yes
<i>N</i>	15969	15969
<i>Adj-R²</i>	0.084	0.022

注:***表示 $p < 0.01$, **表示 $p < 0.05$, *表示 $p < 0.1$;标准差按公司聚类 and 异方差调整;括号里为t值,下同。

管理权配置差异性对公司利益侵占行为的影响。第(1)和(2)列分别从关联方交易和资金侵占两个维度考察夫妻共同参与公司经营管理,在家族企业中同时担任关键岗位的情境下是否能够显著降低公司利益侵占行为。可以看出,第(1)和(2)列的系数分别是-0.052和-0.020,且在5%和1%水平上

显著为负,可见,夫妻共同参与家族企业经营管理,能够起到相互监督与有效合作的效应,有效抑制了企业“掏空”行为。

(三)稳健性检验

在稳健性检验中,本文从非夫妻控制的控制权配置、工具变量法、倾向得分匹配法等方法进行检验。

1. 非夫妻控制型家族企业与公司利益侵占行为

表6的结果列示了非夫妻控制型家族企业与公司利益侵占行为之间的关系。第(1)和(4)列的结果可知,在关联交易中,父子(女)共同控制的家族企业的利益侵占行为的可能性相对较低,但并不显著,而对于第二个代理被解释变量资金占用而言,父子(女)共同控制的家族企业的资金占用行为可能性较高,回归系数为0.002且在1%统计意义上显著为正。第(2)和(5)列的结果可知,在关联交易中,兄弟姐妹同辈共同控制的家族企业的利益侵占行为的可能性相对较高,回归系数为0.022且在5%统计意义上显著为正,而对于第二个代理被解释变量资金占用而言,相关系数为0.0002但并不显著。第(3)和(6)列的结果可知,在关联交易中,单一人控制的家族企业的利益侵占行为的可能性相对较高,回归系数为0.028且在1%统计意义上显著为正,对于第二个代理被解释变量资金占用而言,单一人控制的家族企业的资金占用行为可能性较高,回归系数为0.001且在5%上显著为正。

表5 夫妻共治对公司利益侵占行为的影响

变量	(1) <i>Rpta</i>	(2) <i>Cash_Occupy</i>
<i>CM</i>	-0.052**(-2.55)	-0.020***(-3.17)
<i>Controls</i>	Yes	Yes
<i>Interception</i>	2.838*** (8.69)	0.067*** (6.09)
<i>Year/Ind</i>	Yes	Yes
<i>N</i>	3389	3389
<i>Adj-R²</i>	0.080	0.138

表 6 非夫妻控制型家族企业与公司利益侵占行为

变量	Rpta			Cash_Occupy		
	(1)Fuzi_Type	(2)Xiongdj_Type	(3)One_Type	(4)Fuzi_Type	(5)Xiongdj_Type	(6)One_Type
Family_Type	-0.002(-0.17)	0.022**(2.02)	0.028*** (3.59)	0.002*** (3.76)	0.0002(0.53)	0.001**(2.24)
Interception	2.511*** (10.57)	2.478*** (10.29)	2.481*** (10.51)	0.039*** (2.90)	0.034** (2.56)	0.033** (2.45)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year/Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	15969	15969	15969	15969	15969	15969
Adj-R ²	0.083	0.083	0.083	0.034	0.033	0.034

2. 实际控制人“婚变”对公司利益侵占行为的影响

实际控制人或高管的“婚变”对于上市公司尤其是家族上市公司而言影响巨大。其损失不仅是个人和家族的名誉和企业形象,更会影响个体的观念和行为。与此同时,离婚必然会涉及股权的分割,这使得家族企业内部的股权比例发生变化,而且会导致实际控制人或高管的短视行为,损害公司的长期价值。已有研究发现高管离婚与公司的投资策略、风险管理、社会关系网络建构、公司业绩存在影响(Nicolosi和Yore, 2015)。本文从家族实际控制人婚变的情形来检验“婚姻”的公司治理效应,婚姻的破裂可能会带来实际控制人夫妻在利益分割上的矛盾,婚变的背后更多地涉及利益的分配,这就会导致作为大股东的实际控制人利用其手中的权力进行公司利益侵占,破坏原有相对稳定的公司治理机制和运营模式。

为此,本文实证检验家族企业实控人婚姻破裂对公司利益侵占行为的影响。本文以家族企业实控人公开发布婚姻破裂公告为标准,在公告日当年及以后年度界定为家族企业婚姻破裂(Divorce),赋值为1,而在这之前,则赋值为0。表7的回归结果显示,控制人夫妻婚变对公司利益侵占行为有显著的影响,回归系数分别是0.600和0.011,在1%和5%统计意义上显著为正。检验结果进一步证实了家族企业实际控制人婚姻的牢固性和持久稳定性能够给公司带来健康的影响,反之,破碎的婚姻对家庭和公司带来的损失不容忽视。

表 7 实际控制人“婚变”与公司利益侵占行为

变量	Rpta	Cash_Occupy
Divorce	0.600*** (3.09)	0.011** (2.43)
Interception	19.656*** (7.54)	5.014 (1.14)
Controls	Yes	Yes
Year/Ind	Yes	Yes
N	731	731
Adj-R ²	0.096	0.083

3. 倾向得分匹配法

为了缓解可能存在的内生性问题,本文运用PSM方法进行重新拟合,缓解其中的内生性问题。本文使用PSM方法为处理组(夫妻共治型家族企业)找到特征相似的对照组(非夫妻共治型家族企业)。将夫妻控制型家族企业设定为处理组,将非夫妻共治型家族企业设定为控制组,根据独立性假设条件,将公司规模、公司年龄、资本结构以及公司盈利能力和成长性特征等作为匹配变量,然后进行一对一的样本匹配以缓解样本选择偏误问题。回归的结果如表8所示,结果与前文的结论一致,进一步证实了本文的假说。

表 8 夫妻控制权配置与公司利益侵占行为

变量	Rpta	Cash_Occupy
Couple_Type	-0.084*** (-4.19)	-0.002*** (-3.32)
Interception	0.274 (0.61)	0.043** (2.11)
Controls	Yes	Yes
Year/Ind	Yes	Yes
N	6671	6671
Adj-R ²	0.006	0.002

4. 工具变量回归

为了缓解模型遗漏变量可能存在的内生性问题,本文选取了两个外生工具变量,即地区离

婚率(*RDivorce*)和性别平等指数(*GII*)来进行代理测度。一方面,地区离婚率反映的是一个地区婚姻状况的重要指标,离婚率越高,表明该地区的家庭稳定性并不是很友好,其对社会的影响无论是经济还是非经济方面都会带来负面影响,更能体现家庭和睦的重要性。另一方面,性别平等指数反映了夫妻之间的平等关系,夫妻相互尊重支持,有利于家族企业的发展。上述两个外生变量不会直接影响家族企业的利益侵占行为。因此,是相对合适的工具变量。表9报告了工具变量回归结果,从结果中可以发现,地区离婚率对夫妻控制家族企业的影响显著为负,即一个地区离婚率越高,家族企业中实际控制人为夫妻的概率越低,夫妻劳燕分飞对企业的负面影响显著。地区性别平等指数越高,则夫妻之间的相互尊重合作的可能性越高,共同控制家族企业并有效经营的可能性越高。最终对公司利益侵占行为的影响在工具变量回归下仍然保持与预期相符合的检验结果,结论依然成立。

表9 工具变量回归结果

变量	第一阶段 <i>Couple_Type</i>	第二阶段 <i>Rpta</i>	第一阶段 <i>Couple_Type</i>	第二阶段 <i>Cash_Occupy</i>
<i>RDivorce</i>	-0.015***(-3.17)		-0.015***(-3.19)	
<i>GII</i>	0.477***(5.44)		0.472***(5.39)	
<i>Couple_Type(IV)</i>		-0.556***(-3.23)		-0.023***(-2.65)
<i>Interception</i>	-0.478***(-3.26)	2.022***(10.42)	-0.478***(-3.26)	0.038***(3.63)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	<i>Controls</i>	Yes
<i>Year/Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	14719	14719	14719	14719
<i>ADJ.R²</i>	0.045	0.041	0.045	0.041

五、拓展性分析

俗话说“妇女能顶半边天”,女性在经济社会发展中的作用和地位不断提升,越来越多的女性进入商业领域,为中国经济发展做出了重要贡献。根据致同会计师事务所最新的调查报告显示,2020年中国女性担任高级职位的比例增长至31%,女性的力量正在成为家族和企业的重要组成部分。许多研究指出性别多样性的领导团队比仅有男性的领导团队更能提升公司绩效(Khan和Vicito, 2013)。女性领导教育水平的不断提升,个人丰富的经历使得她们更具有包容性和同理性,促进企业内部的高效运作(Fietze等, 2010)。Adams等(2009)研究表明女性管理者能够给企业发展注入全新的活力和创造力,对公司重大决策行为产生有效的激励监督作用,有利于维护和保障股东的利益。家族企业的女性企业家对企业的发展所倾注的精力并不比男性企业家弱,女性企业家由于具有细腻和稳健的特质,更加关注伦理道德以及外部声誉对自身家族和企业的影响,从而表现出对企业长期发展的关注和相机决策行为模式。本文认为,家族企业女性实际控制人的个人特质对利益侵占行为有显著影响。

为此,本文在夫妻共同控制的家族企业内部进一步探讨作为妻子的女性企业家对公司利益侵占行为的影响。本文从两个维度给予检验:(1)妻子的人力资本特征——文化程度/海外经历。(2)妻子在家族企业内外部的权力地位结构——内部董事会的职位构成和在外部担任董事所兼职的公司数量(来自外部声誉的约束)。首先,妻子的文化程度反映了其专业的素养和基本的道德水准,文化程度越高,对待利益相关者的认知和公司治理行为模式更为专业,考虑问题更为周详并具有长期视野,如此就更少发生利益侵占行为,而妻子的海外经历使得其更具有全球化的理念,海外经历提升了妻子的专业化能力。其次,在具体考察妻子在董事会的职位构成上,如果妻子是公司的董事长或副董事长,表明其在公司中与丈夫的权力是相对平等的,两者在具体的公司治理机制中扮演着同样重要的角色,这种角色的互补和权力的平衡能够降低代

理成本,减少利益侵占行为的发生。而妻子在外部兼职董事的公司数量越多,表明其外部社会或者行业的社会声誉非常重要,良好的社会声誉和同行评价构成的社会网络具有强大的外部监督性和自我角色的约束性,女性的声誉保护机制能够减少其发生侵占中小股东利益的不道德行为,从而促进公司的可持续性发展。

本文将妻子的文化程度(*Degree*)和妻子海外经历(*Overseaback*)纳入妻子人力资本特征框架。表10和表11的回归结果反映了作为实际控制人的妻子的人力资本特质、其在公司内外部所赋予的权力和声誉对公司利益侵占行为的影响。由表10的结果可知,第(1)和(3)列反映了妻子的文化程度对公司利益侵占——关联交易行为和资金占用的影响,结果显著为负。第(2)和(4)列反映了妻子的海外经历对公司利益侵占的影响,结果显著为负。综合来看,作为实际控制人的妻子的人力资本特质对公司利益侵占行为有显著的抑制作用,妻子文化程度越高、具备丰富的海外经历,越能够有效抑制公司的利益侵占行为。

表 10 妻子人力资本特征与利益侵占行为

变量	(1) <i>Rpta</i>	(2) <i>Rpta</i>	(3) <i>Cash_Occupy</i>	(4) <i>Cash_Occupy</i>
	<i>Degree</i>	<i>Overseaback</i>	<i>Degree</i>	<i>Overseaback</i>
<i>HCC</i>	-0.052***(-3.94)	-0.147**(-2.50)	-0.004***(-6.24)	-0.006***(-3.92)
<i>Interception</i>	3.166***(5.45)	1.337*(1.74)	-0.008(-0.39)	0.009(0.44)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year/Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	1275	1413	1275	1413
<i>Adj-R²</i>	0.312	0.236	0.044	0.016

表 11 妻子在家族企业内外部的权力结构与公司利益侵占行为

变量	(1) <i>Rpta</i>	(2) <i>Rpta</i>	(3) <i>Cash_Occupy</i>	(4) <i>Cash_Occupy</i>
	<i>WChairman</i>	<i>PTDirector</i>	<i>WChairman</i>	<i>PTDirector</i>
<i>Position</i>	-0.096***(-5.67)	-0.292***(-8.41)	-0.004***(-7.28)	-0.015*(-1.67)
<i>Interception</i>	2.204***(3.58)	2.402***(3.59)	-0.026(-1.41)	-0.013(-0.61)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year/Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	1454	1572	1454	1572
<i>Adj-R²</i>	0.228	0.245	0.048	0.040

本文将妻子在董事会的职位——担任董事长或副董事长(*WChairman*)和外部兼职董事所有的公司数(*PTDirector*)纳入妻子的职位结构(*Position*)框架。表11的回归结果可知,第(1)和(3)列反映了妻子在董事会的配置对公司利益侵占——关联交易行为和资金占用的影响,结果显著为负。第(2)和(4)列反映了妻子外部兼职董事所有的公司数对公司利益侵占——关联交易行为和资金占用的影响,结果显著为负。综合来看,作为实际控制人的妻子在家族企业内外部的权力结构对公司利益侵占行为有显著的抑制作用,妻子在企业中担任董事长或副董事长、在外部兼任董事的公司数量越多,越能够有效抑制公司的利益侵占行为。

六、结 论

本文聚焦中国家族企业群体,以上市家族企业作为研究样本,验证以婚姻为纽带的夫妻共有关系在夫妻共治型家族企业中是否存在有效降低利益侵占水平的“监督效应”以及女性企业家对抑制“掏空”所发挥的正向积极作用。检验结果发现:(1)相较于以血缘关系为基础的父亲两代控制、兄弟姐妹控制的家族企业,夫妻共有关系基础上的共同控制家族企业,能够更好地

降低公司利益侵占行为。(2)进一步考察夫妻控制的家族企业内部,本文发现夫妻同时在公司担任董事长或总经理的核心职位,能有效抑制利益侵占行为。(3)企业家夫妻婚姻的破裂带来了极大的负面影响,婚姻关系破裂使得双方会更加在意自己的利益,从而产生机会主义行为,会显著增加公司利益侵占水平。(4)女性实际控制人的人力资本特质、其在家族企业内外部的权力特征能够提升在夫妻共同管理下的家族企业公司治理水平。总体而言,本文从夫妻共同控制的家族企业入手,将夫妻之间基于信任和亲密情感关系置于公司治理的场景之中,系统分析夫妻在家族企业中的角色配置与功能协同的特征对抑制控制人“掏空”行为的影响,为家族企业公司治理研究提供了较为丰富的经验证据。

本文的结论同时也表明,中国民营企业尤其是家族企业内部治理存在显著的差异,家族内部利益冲突作为一种“第三类代理问题”,对于企业的发展是至关重要的。在这个过程中,如何凝聚家族力量,协调各方利益主体,保证家族企业“基业常青”是一项系统的战略规划。家族企业家族成员之间的团结合作是企业稳定的基石,家族内部矛盾、外部利益相关者的利益协调都是家族企业有效治理必须面对的问题。尤其对于夫妻作为实际控制人的家族企业而言,夫妻在企业中有效的角色配置和分工合作能够保证企业平稳顺利发展;健康的婚姻关系和情感状态能够成为家族企业健康发展的有力保障,企业家夫妻双方的相互配合、有效共同决策才能使家族企业的发展更具有“社会企业”特征,实现多方的共赢。因此,作为企业家的夫妻关系具有超出家庭范围的经济和社会影响。为此,构建男女平等、激发以夫妻共生关系为核心的家族企业治理机制是中国家族企业有待进一步发展的重要路径之一。

主要参考文献

- [1]贺小刚,李婧,陈蕾.家族成员组合与公司治理效率:基于家族上市公司的实证研究[J].[南开管理评论](#),2010,13(6):149-160.
- [2]侯青川,靳庆鲁,陈明端.经济发展、政府偏袒与公司发展——基于政府代理问题与公司代理问题的分析[J].[经济研究](#),2015,50(1):140-152.
- [3]胡旭阳.“夫妻搭档”治理与家族企业的研发投入——社会情感财富理论的视角[J].[经济管理](#),2019,41(12):57-72.
- [4]姜付秀,马云飙,王运通.退出威胁能抑制控股股东私利行为吗?[J].[管理世界](#),2015,(5):147-159.
- [5]姜国华,岳衡.大股东占用上市公司资金与上市公司股票回报率关系的研究[J].[管理世界](#),2005,(9):119-126,157.
- [6]李新春,马骏,何轩,等.家族治理的现代转型:家族涉入与治理制度的共生演进[J].[南开管理评论](#),2018,21(2):160-171.
- [7]潘安成,肖宇佳.“家和万事兴”:夫妻关系维持与日常创业行为的探索性研究[J].[南开管理评论](#),2017,20(5):56-68.
- [8]王建峰,赵蔚家.“夫妻搭档”治理与企业价值:增值还是贬值?[J].[现代财经\(天津财经大学学报\)](#),2021,(3):18-36.
- [9]王明琳,徐萌娜,王河森.利他行为能够降低代理成本吗?——基于家族企业中亲缘利他行为的实证研究[J].[经济研究](#),2014,49(3):144-157.
- [10]魏志华,吴育辉,李常青.家族控制、双重委托代理冲突与现金股利政策——基于中国上市公司的实证研究[J].[金融研究](#),2012,(7):168-181.
- [11]肖金利,潘越,戴亦一.“保守”的婚姻:夫妻共同持股与公司风险承担[J].[经济研究](#),2018,53(5):190-204.
- [12]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.
- [13]叶康涛,陆正飞,张志华.独立董事能否抑制大股东的“掏空”?[J].[经济研究](#),2007,42(4):101-111.
- [14]郑国坚,林东杰,张飞达.大股东财务困境、掏空与公司治理的有效性——来自大股东财务数据的证据[J].[管理世界](#),2013,(5):157-168.
- [15]Adams S M, Gupat A, Leeth J D. Are female executives over-represented in precarious leadership positions?[J]. [British Journal of Management](#),2009,20(1):1-12.
- [16]Amore M D, Miller D, Le Breton-Miller I, et al. For love and money: Marital leadership in family firms[J]. [Journal of Corporate Finance](#),2017,46:461-476.

- [17]Ashraf N. Spousal control and intra-household decision making: An experimental study in the Philippines[J]. *American Economic Review*, 2009, 99(4): 1245-1277.
- [18]Atanasov V, Black B, Ciccotello C S. Unbundling and measuring tunneling[J]. *University of Illinois Law Review*, 2014, (5): 1697-1738.
- [19]Belenzon S, Pataconi A, Zarutskie R. Married to the firm? A large-scale investigation of the social context of ownership[J]. *Strategic Management Journal*, 2016, 37(13): 2611-2638.
- [20]Berrone P, Cruz C, Gomez-Mejia L R. Socioemotional wealth in family firms: Theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research[J]. *Family Business Review*, 2012, 25(3): 258-279.
- [21]Bird M, Zellweger T. Relational embeddedness and firm growth: Comparing spousal and sibling entrepreneurs[J]. *Organization Science*, 2018, 29(2): 264-283.
- [22]Björnberg Å M, Coyle-Shapiro J A M. A relational model explaining work and relationship outcomes of co-entrepreneurs[A]. *Proceedings of the 2009 academy of management annual meeting*[C]. Chicago, 2009.
- [23]Chrisman J J, Chua J H, Litz R A. Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2004, 28(4): 335-354.
- [24]Danes S M, Jang J. Copreneurial identity development during new venture creation[J]. *Journal of Family Business Management*, 2013, 3(1): 45-61.
- [25]Dyer W G, Dyer W J, Gardner R G. Should my spouse be my partner? Preliminary evidence from the panel study of income dynamics[J]. *Family Business Review*, 2013, 26(1): 68-80.
- [26]Erat S, Gneezy U. White lies[J]. *Management Science*, 2012, 58(4): 723-733.
- [27]Fietze S, Holst E, Tobsch V. Germany's next top manager: Does personality explain the gender career gap?[R]. IZA Discussion Paper No. 5110, 2010.
- [28]Gao N, Jain B A. Founder CEO management and the long-run investment performance of IPO firms[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2011, 35(7): 1669-1682.
- [29]Ghosh A, Tang C Y. Assessing financial reporting quality of family firms: The auditors' perspective[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2015, 60(1): 95-116.
- [30]Gilbert E. *Committed: A love story*[M]. London: Bloomsbury Publishing Plc, 2010.
- [31]Gómez-Mejía L R, Haynes K T, Núñez-Nickel M, et al. Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills[J]. *Administrative Science Quarterly*, 2007, 52(1): 106-137.
- [32]Heck R K Z, Hoy F, Poutziouris P Z, et al. Emerging paths of family entrepreneurship research[J]. *Journal of Small Business Management*, 2008, 46(3): 317-330.
- [33]James H S. Owner as manager, extended horizons and the family firm[J]. *International Journal of the Economics of Business*, 1999, 6(1): 41-55.
- [34]Jiang G H, Lee C M C, Yue H. Tunneling through intercorporate loans: The China experience[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98(1): 1-20.
- [35]Khan W A, Vieito J P. CEO gender and firm performance[J]. *Journal of Economics and Business*, 2013, 67: 55-66.
- [36]Lewicki R J, McAllister D J, Bies R J. Trust and distrust: new relationships and realities[J]. *The Academy of Management Review*, 1998, 23(3): 438-458.
- [37]Liu Q G, Luo T P, Tian G G. Family control and corporate cash holdings: Evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 31: 220-245.
- [38]Miller D, Le Breton-Miller I, Lester R H, et al. Are family firms really superior performers?[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2007, 13(5): 829-858.
- [39]Nicolosi G, Yore A S. "I Do": Does marital status affect how much CEOs "Do"?[J]. *Financial Review*, 2015, 50(1): 57-88.
- [40]O'Connor V, Hamouda A, McKeon H, et al. Co-entrepreneurial ventures: A study of mixed gender founders of ICT companies in Ireland[J]. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 2006, 13(4): 600-619.
- [41]Patel P C, Chrisman J J. Risk abatement as a strategy for R& D investments in family firms[J]. *Strategic Management*

- Journal, 2014, 35(4): 617-627.
- [42]Rivas M F. An experiment on corruption and gender[J]. *Bulletin of Economic Research*, 2013, 65(1): 10-42.
- [43]Roussanov N, Savor P. Marriage and managers' attitudes to risk[J]. *Management Science*, 2014, 60(10): 2496-2508.
- [44]Stein J. Takeover threats and managerial myopia[J]. *Journal of Political Economic*, 1988, (96): 61-80.
- [45]Villalonga B, Amit R. How do family ownership, control and management affect firm value?[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 80(2): 385-417.
- [46]Villalonga B, Amit R. How are U. S. family firms controlled?[J]. *Review of Financial Studies*, 2009, 22(8): 3047-3091.
- [47]Wille B, Wiernik B M, Vergauwe J, et al. Personality characteristics of male and female executives: Distinct pathways to success?[J]. *Journal of Vocational Behavior*, 2018, 106: 220-235.
- [48]Yu A, Lumpkin G T, Sorenson R L, et al. The landscape of family business outcomes: A summary and numerical taxonomy of dependent variables[J]. *Family Business Review*, 2012, 25(1): 33-57.
- [49]Zaheer A, McEvily B, Perrone V. Does trust matter? Exploring the effects of interorganizational and interpersonal trust on performance[J]. *Organization Science*, 1998, 9(2): 141-159.

The Power of Women: Does Husband-and-Wife Co-governance Inhibit Tunneling?

Xu Yupeng^{1,2}, Cheng Bo³, Pan Fei⁴

(1. Post-Doctoral Station, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China; 2. Post-Doctoral Research Center, China Zheshang Bank, Hangzhou 310003, China; 3. School of Accountancy, Nanjing Audit University, Nanjing 211815, China; 4. Institute of Accounting and Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Summary: The existing literature shows that under the background of Chinese cultural tradition and economic institution, the institutional protection of investors is not yet mature, and the family business often presents the characteristics of the combination of ownership and management rights. This may not only cause the “supervision effect” under the centralized control right, but also lead to the “encroachment effect”. The former believes that the family business has the ability to mitigate or even eliminate family favoritism and weak risk-taking, which will harm the efficiency, performance and even survival of family business. The family business is more concerned about reputation, showing a higher performance of internal governance. The “encroachment effect”, on the other hand, holds that the family actual controller has a high opportunist motive, and the corporate decision-making operates entirely under the will of individual authoritativeness, which increases the risk of the expropriation of small and medium-sized shareholders, creditors and other external stakeholders. The loss of corporate governance quality and the shrinking of corporate value are brought about by the means of capital occupation, high related party transaction and special dividend policy. However, the existing research does not distinguish between husband-and-wife co-governance and family business co-governance formed by other kinship. The existence of husband-and-wife co-governance family business, which accounts for one third of the listed family companies in China, has brought a unique opportunity for this paper to study the corporate governance of family business. Compared with other family ties, husband-and-wife co-governance presents different characteristics in terms of goals, management methods, and communication and coordination in daily business activities. So, the husband-and-wife co-governance family business has

more obvious opportunistic behavior of encroaching on non-family stakeholders, or less “tunneling” behavior? The exploration on this problem will help the academia and the industry to have a more rational and in-depth understanding of the impact of husband-and-wife co-governance on the survival and development of family business.

In view of this, this paper takes A-share listed family enterprises as samples to empirically test the impact of husband-and-wife co-governance family business on corporate interest encroachment. It is found that, compared with other types of family business, the husband-and-wife co-governance family business has less encroachment behavior. After a series of robustness tests, the conclusion is still valid. Further research on the influence mechanism shows that, the wife’s human capital trait and the trait of endowing her with internal and external power have a significant “supervision effect” on corporate interest encroachment behavior, which highlights the governance ability of female entrepreneurs.

Compared with the previous literature, the contributions of this paper are as follows: Firstly, it enriches the research on family involvement and corporate governance behavior of family business, and expands the research boundary of the corporate governance theory of family business, which provides new evidence and ideas for opening the “Black Box” of the internal governance of family business. Secondly, it expands the research on marriage economics, feminism and family entrepreneur behavior theory; in the context of Chinese culture and society, it makes a detailed study on the “flexible” synergic function of female entrepreneurs in husband-and-wife co-governance, and the positive effect of female entrepreneur governance.

Key words: family business; husband-and-wife co-governance; co-management; supervision effect; tunneling

(责任编辑:王 孜)