

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.20220914.101

姻亲涉入下的家族企业冒险性决策： 研发投入还是盈余操纵？

贺小刚^{1,2}, 戚阳阳¹, 舒心¹

(1. 上海财经大学商学院, 上海 200433; 2. 上海财经大学浙江学院工商管理系, 浙江 金华 321000)

摘要: 本文基于家族代理理论, 以研发投入和盈余操纵为切入点, 探究姻亲涉入管理对家族企业冒险性决策的影响。文章以中国家族上市公司的数据进行实证检验, 结果表明, 姻亲担任公司高管会导致家族企业的研发投入动力显著降低, 而盈余操纵动机则显著增强; 改变姻亲成员的家族代理人身份, 允许其持有公司股份既可以强化姻亲管理者的研发投入动力, 又能弱化其盈余操纵动机。进一步的分析表明, 涉入管理的不同姻亲结构在研发投入决策上持有一致的谨慎态度, 但对于短期导向的投机决策存在差异化的风险偏好, 体现为近姻亲涉入管理的盈余操纵动机更强; 后代参与治理将弱化姻亲消极对待公司研发的动机, 但会助长姻亲的盈余操纵; 期望落差状态则不仅弱化姻亲消极对待研发的动机, 而且能够显著遏制姻亲的盈余操纵动机。本文从家族成员组合异质性的视角深入分析家族系统在公司治理中的作用机制, 为家族治理研究打开了新的思路, 也为促进姻亲有效参与企业决策提供了实践启示。

关键词: 姻亲涉入; 家族企业; 家族代理理论; 研发投入; 盈余操纵

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2024)03-0069-19

一、引言

家族企业在家族和企业多重目标导向的驱动下, 对待冒险性活动的决策方式具有复杂性, 家族企业冒险性决策的前因研究也是理论界长期关注的焦点。已有文献大多基于资源基础理论、代理理论、社会情感财富理论等探讨家族企业与非家族企业在冒险性活动选择中的差异。但值得注意的是, 控制企业的家族系统本身具有很大的异质性(Dyer Jr 和Dyer, 2009), 诸如家庭关系、家庭成员角色和家庭变迁等因素会塑造不同的商业家族, 进而直接影响到企业决策过程(Combs, 2020)。因此, 仅仅停留于家族企业与非家族企业的异质性探讨可能无法揭示家族

收稿日期: 2022-07-12

基金项目: 国家自然科学基金项目(71672105, 71972121, 72272096); 国家自然科学基金重点国际(地区)合作研究项目(71810107002); 国家社会科学基金项目(18BGL088)

作者简介: 贺小刚(1971—), 男, 上海财经大学商学院/上海财经大学浙江学院教授, 博士生导师;
戚阳阳(1997—), 女, 上海财经大学商学院博士研究生(通讯作者, qiyangysufe@163.com);
舒心(1998—), 女, 上海财经大学商学院博士研究生。

企业的本质特征,于是学者们逐渐开始关注家族成员内部组合的异质性对家族企业决策的影响。在此背景下,亲缘关系的不同组合成为一个非常重要的研究视角,比如有不少文献从父母子女关系、配偶关系、兄弟姐妹关系等亲缘关系组合角度,探讨不同亲缘关系主导下的家族企业权力配置与决策机制问题。

儒家文化长期浸染下的中国形成了一个以亲缘关系为中心的复杂社会,亲缘关系既涵盖了父系继嗣形成的宗族群体,也容纳了由于婚配而形成的姻亲群体。父系亲属和母系亲属共同构建了中国社会的差序格局体系(费孝通,1985)。姻亲成员涉入家族企业的管理活动能在一定程度上解决早期家族创业资金、劳动力与社会资本稀缺等重要问题,但姻亲参与家族企业也会增加家族内部发生冲突的概率,消极的情感冲突无疑会给企业带来沉重打击。现实的情况引发学者们不断地思考并迫切希望解决的一个重要问题是,姻亲涉入管理如何影响家族企业的冒险性决策?管理层的冒险性决策不仅仅表现为追求长期利益的、积极的生产性投资活动,还体现在从事短期导向的、消极的机会主义行为(Hoskisson等,2017)。因此就本文而言,拟探讨的关键问题是,姻亲涉入管理将促使企业为实现长远发展而加大研发投入,还是会导致企业增加机会主义的盈余操纵行为?这种影响作用受到何种因素的制约?

基于2008—2016年中国家族上市公司的数据,本文实证分析了姻亲涉入管理对家族企业冒险性决策偏好的影响。结果显示,姻亲涉入管理一方面降低了企业研发投入的动力,另一方面则提高了其短期目标导向的盈余操纵动机;姻亲成员持股将显著修正其目标偏离问题,不仅能够缓和姻亲涉入管理对研发投入动力的阻碍作用,而且显著弱化了企业的盈余操纵动机;依据亲缘关系远近细分姻亲群体后发现,无论是近姻亲还是远姻亲涉入管理活动,均会显著降低企业的研发投入动力,但是近姻亲相比于远姻亲有更强的盈余操纵动机;后代参与公司治理将显著弱化姻亲消极对待公司研发投入的动机,但会助长姻亲进行盈余操纵;期望落差状态显著地弱化了姻亲消极对待公司研发的动机,且能够显著遏制姻亲盈余操纵的动机。

本文的研究贡献主要体现在以下三方面:第一,本文试图揭开姻亲关系与家族企业决策行为之间的黑箱。虽然不少文献从父母子女关系、配偶关系、兄弟姐妹关系、近亲与远亲关系等亲缘关系组合角度,探讨不同亲缘关系主导下的家族企业权力配置与决策问题,但作为家族系统中重要的分支——姻亲关系则很少有学者关注。贺小刚等(2021)基于社会嵌入理论(social embeddedness perspective)提出了一个姻亲代理人假说,并基于中国家族上市公司的数据验证了该假说的存在,但他们没有意识到姻亲涉入下的家族企业的冒险性决策问题。本文以姻亲涉入管理为切入点,检验姻亲成员涉入对家族企业冒险性决策的影响机制,为深入分析家族系统打开了新的思路。

第二,本文探讨姻亲涉入情境下家族企业决策中的长期导向和短期目标权衡的具体机制,丰富了家族企业冒险性决策的研究成果。现有关于家族企业冒险性决策的研究,大多仅考虑单一目标导向的决策活动,比如创新投入、并购、关联交易等,没有考虑到不同类型的冒险行为之间存在异质性的客观事实,也忽视了对多种冒险性决策进行比较研究。本文分别选择研发投入和盈余操纵作为分析单元,对两种不同类型的冒险性决策进行对比分析,有助于更加深入地理解不同冒险性决策背后的动机差异,也拓展了家族企业冒险性决策的相关研究。

第三,前期关于不同亲缘关系家族成员涉入企业的代理问题的研究,大多仅考虑家族成员在企业中的单一身份,比如家族成员作为股东(肖金利等,2018),或者家族成员参与管理(谭庆美等,2022),但实际上家族代理问题的强度将同时取决于家族成员的管理权和股权的涉入程度(Schulze等,2003)。本文将姻亲成员的管理者身份和股东身份同时纳入家族代理人的决策行为研究框架,发现制约姻亲涉入与企业冒险性决策偏好的重要因素是姻亲成员获得的企业

身份,该结论有助于进一步明晰家族成员决策行为的发生机理。

二、理论分析与研究假设

(一)家族系统异质性与姻亲涉入管理

早期关于家族企业领域的研究文献大多将重点放在探讨家族企业与非家族企业的区别上。具有亲缘关系的家族成员参与企业经营是家族企业区别于非家族企业的重要特征,由此也产生了利他主义、社会情感财富等家族属性,以至于众多研究基于这些独特的家族属性比较家族企业与非家族企业在组织结构、代理成本、经营目标、管理风格等方面的差异。这些研究在对相关问题的分析中假定在家族企业内部,家族成员构成一个亲密无间的利益共同体,在管理企业时可以像一个人那样行动起来,以实现家族的共同目标,因此家族企业的组织形式具有显著的降低代理成本优势(Jensen和Meckling,1976)。然而,上述假定在仅有业主和核心家族成员控制的企业中或许可以实现,但随着家族企业的发展壮大,控制企业的家族系统因不同亲缘关系的涉入而逐渐表现出异质性,家族经理人与家族所有者的利益也并非完全一致(Sharma,1997)。近来研究者逐渐将目光转向家庭结构异质性对家族企业决策的影响,并基于家族成员的亲缘关系进行了分类学意义上的讨论,较为常见的分析单元有远亲/近亲组合(Fan和Yu,2020;谭庆美等,2022)、夫妻关系(肖金利等,2018;Amore等,2017)、兄弟姐妹关系(Bird和Zellweger,2018;徐世豪等,2022)等等。

有关血亲与姻亲关系的研究当前仍处于探索阶段。目前仅有个别学者关注到姻亲组合模式的特殊性并开始探讨其对家族企业决策、治理效率等的影响作用。Face(1988)认为同代姻亲参与家族企业容易加剧企业内部的裙带风气和情感冲突,不利于家族企业治理效率的提高。Saito(2008)预测由姻亲管理的家族企业的表现要优于由血亲管理的家族企业。程熙镕等(2019)发现,由于姻亲相比于血亲在经营过程中更少地遭受社会情感财富的约束,姻亲家族成员参与经营有助于家族企业实现更高的经营绩效。贺小刚等(2021)基于社会嵌入理论,提出姻亲涉入增加代理成本的假说,并基于中国家族上市公司的数据验证了该假说的存在。虽然这些研究对理解姻亲成员与血亲成员的差异性提供了宝贵的参考,但对姻亲涉入管理后如何影响家族企业的战略决策还缺乏系统的理论探讨和经验分析。尤其在面对不确定性较大的冒险性决策时,姻亲管理者能否与控制家族保持一致的利益导向和目标追求?在不同类型的冒险决策之间又表现出怎样的选择偏好?这些重要问题有待学者的进一步研究。

(二)姻亲涉入管理下的家族企业冒险性决策

冒险性决策(risk-taking)是指企业中的管理者在无法事先确定决策后果的情况下,做出的改变组织惯例和程序的战略选择(Hoskisson等,1991),决策的实施意味着将组织置于较大的不确定环境中(Hoskisson等,2017)。根据决策背后的目标导向差异可以大致将冒险性决策分为两类:一类是以保持企业长期竞争力为目标的、生产性的投资决策,比如研发投入、并购、固定资产投资等。由于该类活动具有投入周期长、融资成本高和收益不确定性大的特点(鞠晓生等,2013),因而具有较高的风险性。一类是以短期内快速获得绩效回报为目标的、非法或不道德的投机经营行为,比如财务造假、盈余操纵、非法寻租等。在当前中国正处于经济转型期,法制、法规监管尚不健全的现实背景下,该类行为是较为普遍的经济现象,但是一旦被发现往往会给企业造成严重的声誉损害和经济损失(吴溪和张俊生,2014)。本文分别关注长期导向的研发投入和短期导向的盈余操纵,这是管理层冒险性行为的具体表现(Hoskisson等,2017)。同时考察两类冒险性决策,有助于全面理解姻亲涉入管理对于家族企业冒险性决策类型的选择与配置,揭示姻亲组合模式的本质特征。

1. 姻亲涉入管理对家族企业研发投入的影响

基于家族代理理论,本文认为姻亲涉入管理会增加家族成员的冲突问题,降低家族企业开展研发投入等长期导向冒险性决策的动力,这是因为:第一,对姻亲的信任不足降低了实际控制人对姻亲失败的容忍度,使得姻亲管理者在决策活动中有更低的风险承担意愿。区别于西方社会的普遍信任,华人社会以家和家族为核心,展现出内外有别的特殊主义信任(储小平和李怀祖,2003)。虽然姻亲和血亲具有同样的家族成员身份,但在家族内部,不同亲属关系所获得的信任程度存在显著差异(潘越等,2019)。由于血亲的家族成员身份是先天形成的,“血浓于水”的亲情关系使得血亲家族成员能够得到实际控制人更高层次的信任感和包容度。然而,与血亲家族成员相比,以婚姻契约关系为基础的姻亲家族成员却很难享有同等程度的信任水平。姻亲家族成员往往因特殊的身份和背景而被熟悉,进而被纳入企业的管理团队中(于晓东和刘小元,2017),实际控制人与姻亲的人际交往较少,故此天然地对姻亲的信任度较低(储小平和李怀祖,2003)。特别是一旦姻亲管理的企业表现不佳,更加剧了实际控制人对姻亲是否具备胜任工作的知识和能力的怀疑,姻亲即使出现微小的错误也可能会遭受更大的指责(Santiago, 2011)。信任不足导致的差别对待会给姻亲管理者的决策活动造成压力,如果姻亲管理者冒险地进行研发投入,倘若成功对个人不会带来太大收益,万一未能给企业创造价值,甚至导致企业价值的下降,姻亲则难辞其咎,将面临实际控制人更大的不信任和排斥,这直接威胁姻亲管理者在企业中的职位和收益。即,姻亲管理者在承担研发投入带来的额外风险的同时却不能得到相应的支持和激励,甚至不得不面临巨大的个人潜在成本。于是姻亲管理者会避免落入长期性、不确定性的研发投入“陷阱”之中,以减少可能出现的失败后果。

第二,对姻亲成员的信任不足也反映在不平等的企业权力配置方面,这限制了姻亲涉入管理开展研发投入的资源调配能力。与一般企业不同,家族企业在治理和资源配置过程中遵循一定的“亲亲法则”,亲缘距离是权力配置的重要原则,即当企业中有多位家族成员参与治理时,企业权力大致按照以血缘关系为依据、以差序格局为导向的原则在家族成员和不同的家族分支之间分配(郑伯坝,2006)。倘若姻亲成员和血亲成员同时参与企业治理活动,实际控制人在资源、机会、职位、薪酬等的分配上通常将血亲群体置于姻亲群体之前,姻亲很难获得与血亲群体相同的权力和资源(Santiago, 2011)。即使家族成员中仅有姻亲涉入管理,家族企业内部也仍然不希望与姻亲管理者过多分享权力。原因在于,如果姻亲成员在企业中被赋予较大权力,则会给家族企业带来控制权旁落的潜在风险。一旦婚姻关系破裂,掌握关键权力的姻亲不得不离开企业,不仅会破坏企业内部的协作和分工机制,甚至可能造成姻亲泄露家族商业秘密或姻亲抢走企业的毁灭性打击(Santiago, 2011)。企业权力的不合理配置不仅直接限制了姻亲成员在决策活动中的资源调配能力,使其难以应对研发活动的高融资成本和调整成本等难题(鞠晓生等,2013),对于有才能的姻亲而言也是一种偏见,打击其投身企业发展的积极性。在权力不足的窘境下,姻亲涉入管理将倾向于既有财产的利益分配活动而非长期的财富创造活动。

基于上述分析,本文提出以下假设:

假设1:姻亲家族成员涉入管理将降低家族企业的研发投入动力。

2. 姻亲涉入管理对家族企业盈余操纵的影响

前文假设姻亲涉入管理减少了研发活动投资等积极的冒险行为,但该观点是否适合于解释消极的、短期导向的冒险活动?在当前中国经济转型时期讨论该话题具有现实意义。虽然已有学者考察了股东特征、所有权性质、监事会特征等对企业违规活动的影响,但亲缘关系的影响作用却较少受到关注。

本文认为,姻亲涉入管理会增加实施盈余操纵等短期机会主义行为的动机。这是因为:第

一,相对于血亲家族成员,姻亲成员对企业的归属感和认同度更低,他们更关心自己能够从企业获得的利益,而不是企业的长远发展。社会认同理论的观点表明,基于共同认知和相似经历而隶属于同一群体的成员,能够通过文化相似性建立和维持个体间的社会认同,并约束群体成员的自利行为和彼此冲突(贺小刚等,2010)。这一现象在家族内部的不同亲属群体中也有所体现。血亲家族成员因与实际控制人具有共同的生活经历或是从小受到主要家族成员的人生经验、家族历史故事的熏陶,能够形成公认并一致遵守的理念、原则和惯例(Stewart,2003),对企业的归属感和认同感也更强(谭庆美等,2022)。姻亲成员则是从此前并无关联的独立家族系统中嵌入而来,差异化的背景和生活经历使得姻亲成员在嵌入实际控制人家族网络的过程中难免携带着原生家族的烙印,在价值观念和思维模式等方面与原有家族成员的异质程度较高。如此,当姻亲成员涉入管理时,更容易与实际控制人或是企业内的其他家族成员因经营理念差异而引发分歧,增加企业内部的矛盾和冲突(谭庆美等,2022;于晓东和刘小元,2017)。冲突过程中产生的隔阂、敌对等消极情绪,降低了姻亲成员的归属感和对企业的认同度,使得姻亲更多地将自己视为企业的代理人,也缺乏对企业的责任感和承诺(Santiago,2011)。尽管盈余操纵等违规行为具有破坏企业声誉和长期发展的风险,但其杠杆作用明显,能够较快地增加个人私利。因此姻亲可能不会顾忌投机行为给企业带来的潜在危害,而是倾向于将自我利益置于组织利益之上,为获得高额个人回报、职位晋升等目的而实施盈余操纵行为。

第二,姻亲管理者面临的合法性困境提高了其在决策活动中的自利性动机。尽管对于家族企业而言,管理职位由姻亲成员而不是由非家族成员担任可能是更好的选择,但与血亲成员相比,姻亲在企业中仍然时常面临着合法性不足的尴尬境地(Santiago,2011)。在中国国家文化对亲属地位的划分中,实际控制人与血亲内群体成员的关系强度通常高于与姻亲外群体成员的关系强度(肖金利等,2018),血亲成员参与企业管理活动的合法性也更高。实际控制人与血亲群体不仅能在家族中实现资源分享、情感支持,以及共享更高的利他主义(Yu等,2020),而且在血亲成员参与企业管理时,基于血缘关系的利他行为也能够充当“黄金降落伞”。血亲管理者几乎不存在被解雇的风险,即使离开企业,一般也能继续获得稳定的家庭转移支付,这使得血亲涉入管理开展自利性行为的动机较低。相比之下,作为外群体成员的姻亲不容易与其他家族成员形成亲密关系和凝聚力,无论表现如何,家族成员都将他们视为局外人,非家族成员也对其是否满足工作岗位的资质要求持怀疑态度。在合法性压力的刺激下,姻亲高管会产生更强烈的“管理者防御”动机(王明琳和何秋琴,2020),为了避免出现因业绩不理想而被解聘的被动局面,姻亲成员可能会选择在决策活动中承担更大的风险。相较于长周期、高投入的生产性冒险活动,通过向资本市场传递扭曲的财务信息的盈余操纵行为,能够以更快的速度和更低的成本提升企业短期财务数据,因此姻亲涉入管理有更高的盈余操纵动机。

基于上述分析,本文提出如下假设:

假设2:姻亲家族成员涉入管理将提高家族企业的盈余操纵动机。

(三)调节机制:姻亲持股的修正作用

由于股东和管理者的目标不一致,在制度监督和激励不完善的情况下,管理者将做出有损股东利益的代理行为,相应地产生代理问题(潘越等,2019)。不少学者认为,通过设计完善的激励机制,尤其是股权激励机制,可以促使管理者与公司股东利益趋同,实现激励相容,进而显著缓和管理者的代理问题(Jensen和Meckling,1976)。但另一种观点认为,权力的增加反而会激发代理问题(Elayan等,2008),持股的管理者因获得了企业内部人的身份,有动机采取不当手段虚增公司盈利以实现自身利益最大化。比如Bergstresser和Philippon(2006)的研究就发现股权激励会诱使高管人员操纵盈余和兑换权益基础上的薪酬。那么,如果考虑管理者的特殊背景,

比如管理者是实际控制人的姻亲,他们在持有公司股份之后将如何影响到其冒险性决策行为?

本文认为,当姻亲高管持有企业股份时,其身份由家族企业代理人转变为家族企业所有者,这种身份地位的改变直接影响着姻亲管理者的冒险性决策偏好,表现为从事研发投入等长期导向活动的动力增强,实施盈余操纵等短期导向活动的动机减弱。首先,股权代表了投票权,进一步体现为对企业的管理控制权。实际控制人将部分股权赋予姻亲高管,也即是赋予他们对企业行使资源调配和控制的权力,表明对姻亲成员能力的信任。信任基础上的委托代理关系能极大地降低代理成本,使得姻亲管理者在公司治理活动中更加地勤勉、尽职尽责,也在一定程度上缓解了姻亲管理者开展研发等高投入活动的资源约束。所以,姻亲管理者持股将提高对生产性冒险决策如研发投入的风险承担意愿。

其次,姻亲成员持股改变了他们相对于实际控制人的血亲家族系统的“局外人”身份,姻亲真正晋升到“家人”系统中。为姻亲成员配置股权意味着实际控制人肯定和接纳姻亲成员成为家族企业所有者,增强了姻亲在家族和企业中的合法性。通常来讲,血亲成员与实际控制人有着更为一致的价值观念(程熙镛等,2019),实际控制人给予姻亲的正面评价也有助于提升其他家族成员对姻亲“家人”身份的认同。感知到家族成员的认可和善意的姻亲高管也会主动融入家族系统,增加与家族成员的沟通交流和情感依恋(陈德球等,2022)。如此便有助于缩小姻亲群体与原有家族系统的认知差异和情感距离,培养姻亲对家族企业更高的归属感和认同度,激励姻亲高管将个人荣耀与家族荣耀联系起来,进而降低姻亲管理者实施不利于企业持续发展的短期投机行为的倾向。

最后,姻亲高管通过持股实现由纯粹的企业代理人向委托人兼代理人的身份转变,使得姻亲高管个人利益与企业利益趋于一致,进而降低决策过程中的短期自利动机。股权配置是进行家族内部治理的重要手段,实际控制人为姻亲高管配置的股权越多,姻亲管理者的个人财富与企业长期利益的捆绑就越紧密,两者形成稳固的利益协同关系(Jensen和Meckling,1976),促使姻亲高管更加关注企业整体未来价值,将增加研发投入等有前景的投资活动。同时基于理性经济目标的约束,姻亲高管持股后的委托人身份使其有更大的动力监督企业内的其他代理人(陈德球等,2022),否则他们作为企业股东的财富最大化目标难以实现。因此,姻亲管理者兼具股东身份将缓和决策过程中的自利动机和代理行为,更加关注公司的长期发展以提升企业核心竞争力。

基于上述分析,本文提出如下假设:

假设3a:姻亲家族成员持股将强化涉入管理的姻亲成员的研发投入动力。

假设3b:姻亲家族成员持股将弱化涉入管理的姻亲成员的盈余操纵动机。

三、研究设计

(一)样本选择和数据来源

本文选取2008—2016年中国沪深上市家族企业为研究样本,涉及的家族企业相关特征及财务数据均来自CSMAR数据库,CSMAR数据库揭露了所有家族成员的亲属关系特征,但这些信息仅披露至2016年,故本文的研究区间也应与该数据库的起始时间相匹配。参照Anderson和Reeb(2003)、Ellul等(2010)的做法,本文对家族企业的界定如下:企业的实际控制人属于某个家族,且有亲属成员为上市公司或控股股东单位的股东或董监高(当亲属只是控股股东单位股东或董监高时,控股股东单位的实际控制人需要同时也是上市公司的实际控制人)。本文还对初始数据进行了以下处理:(1)剔除银行、证券公司、保险公司等金融类样本;(2)剔除被特殊处理ST与*ST的样本;(3)剔除无法确定实际控制人的样本;(4)剔除存在数据缺失的样本,最终获得879家家族上市公司3738个公司—年份观测值。

(二)变量说明

1.研发投入(*RD*)

企业研发投入的衡量主要有以下两种指标:其一是绝对指标,即研发经费的总和;其二是相对指标,即研发投入比率。与研发投入的绝对指标相比,相对指标是对企业研发承诺的更稳健测量,得到了学者们的广泛应用(Makri等,2006)。具体而言,研发投入比率的计算方式主要分为研发支出/营业收入、研发支出/总资产、研发支出/企业市场价值三种,其中研发支出/营业收入的方法更为常见(Makri等,2006)。这主要是因为存在部分企业的总资产无法反映其真实的财务状况,而且我国上市公司的市场价值不能准确计量。因此,本文以研发投入/营业收入衡量企业的研发投入水平。

2.盈余操纵(*EM*)

借鉴Dechow等(1995)、王红建等(2014)的研究,本文使用修正Jones模型作为本文盈余操纵的计算办法,具体计算过程如下:

$$\frac{TA_t}{A_{t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta REV_t - \Delta REC_t}{A_{t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$NDA_t = \hat{\alpha}_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \hat{\alpha}_2 \frac{\Delta REV_t - \Delta REC_t}{A_{t-1}} + \hat{\alpha}_3 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} \quad (2)$$

$$EM_t = \left| \frac{TA_t}{A_{t-1}} - NDA_t \right| \quad (3)$$

首先对模型(1)分年度分行业进行回归,得到系数估计值 $\hat{\alpha}_1$ 、 $\hat{\alpha}_2$ 和 $\hat{\alpha}_3$,代入模型(2)得到企业不可操纵的应计盈余,再用模型(3)求出操纵性应计盈余。其中, TA_t 为当期企业净利润与经营活动现金流净额的差额, A_{t-1} 为上期企业资产总额, ΔREV_t 为当期与上期企业主营业务收入的差额, ΔREC_t 为当期与上期企业应收账款的差额, PPE_t 为当期期末企业固定资产总额。

3.姻亲涉入管理(*Marriedmanage*)

姻亲关系是以配偶为中介,与配偶为直系或旁系血亲的亲属关系。本文中的姻亲成员包括配偶及配偶的血亲成员,如配偶的父母、兄弟、姐妹、叔伯、姑舅,还包括配偶之血亲的配偶,如配偶的婶婶、嫂嫂、姑父、舅母、姐夫、弟媳等。本文借鉴贺小刚等(2021)的方法,以公司实际控制人的婚姻关系为中心构建姻亲成员关系网。若公司为单一实际控制人,则实际控制人配偶的家族成员被视为姻亲;若公司存在多个实际控制人,则按照上市公司内最大持股比例判断出最终的实际控制人,进而确定对应的姻亲关系。本文使用在董监高任职的家族成员中姻亲成员占比(*Marriedmanage*)作为姻亲涉入管理的代理变量,同时也使用姻亲涉入管理的虚拟变量(*Mangedummy*)进行稳健性检验,所得结果具有一致性。

4.姻亲持股(*Marriedshare*)

姻亲关系的界定与解释变量中的描述一致。在此基础上,以姻亲成员的持股比例加总来度量姻亲持股(*Marriedshare*)。

5.控制变量

借鉴Stockmans等(2010)、Sun等(2016)的做法,选取以下控制变量:公司年龄(*Firmage*):样本年度减去成立年份;公司规模(*Firmsize*):公司总资产的自然对数;营业收入增长率(*Growth*):营业收入增加额除以上年营业收入总额;总资产净利率(*Roa*);亏损状况(*Loss*):企业当年净利润为负时取1,否则为0;股权集中度(*HHI*):公司第一大股东持股比例的平方和;独董比例(*Ind*):独立董事占董事会人数的比例;会计师事务所(*Bigf*):审计师来自四大会计师事务所取1,否则取0;董事会政治资本比率(*Political*):董事会中所有具有从政经历的董事比例;

公司实际控制人任职(*Contoffice*):公司实际控制人担任董事长或总经理记为1,否则为0;公司实际控制人年龄(*Contage*)。此外本文还控制了年份(*Year*)和行业(*Industry*)固定效应。

(三)模型设计

本文构建如下模型检验姻亲涉入管理对研发投入和盈余操纵的影响:

$$RD_{i,t} (EM_{i,t}) = \alpha_0 + \alpha_1 Marriedmanage_{i,t-1} + \alpha_2 Controls_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1} \quad (4)$$

其中, $RD_{i,t}$ 和 $EM_{i,t}$ 为被解释变量,分别代表企业*i*在*t*年的研发投入和盈余操纵水平, $Marriedmanage_{i,t-1}$ 为解释变量,表示企业*i*在*t-1*年董监高任职的家族成员中姻亲成员的比例; $Controls_{i,t-1}$ 为企业*i*在*t-1*年时的一组控制变量水平。本文也在回归中加入年份和行业固定效应。

在回归分析之前,本文对数据进行了如下处理:(1)对主要连续变量在1%和99%的水平上进行缩尾处理,以避免异常值对检验结果的影响;(2)对进入模型的交互项进行了中心化处理;(3)对所有解释变量进行方差膨胀因子(VIF)分析,结果显示所有变量的平均VIF值为2.32,远小于10的经验阈值,因此可以排除多重共线性的问题;(4)由于本文数据是面板数据,可能存在异方差、时序相关以及横截面相关等问题,使用一般的面板数据方法可能会低估标准误,导致模型估计结果有偏,因此采用Driscoll-Kraay标准误进行估计;(5)为避免模型中的不可观测变量对回归结果的干扰作用,采用固定效应的面板回归模型以减少潜在的遗漏变量偏误。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计与分析

1.样本数据的描述性统计

表1为全样本数据的描述性统计结果。其中, RD 为企业的研发投入,其最大值为0.2225,最小值为0,均值为0.0368,标准差为0.0390,表明样本家族企业的研发投入水平存在较大差异。 EM 为企业的盈余操纵程度,其均值为0.0928,标准差为0.1774,说明样本家族企业的盈余操纵程度存在一定差异。 $Marriedmanage$ 指标测量在董监高任职的家族成员中姻亲成员的比例,其均值为0.1538,表明姻亲成员在家族企业董监高职位任职的比例平均可达15.38%。 $Managedummy$ 是姻亲涉入管理的虚拟变量,均值为0.2555,表明样本中25.55%的家族企业存在姻亲涉入管理的现象。其他控制变量的特征详见表1。

表1 变量的描述性统计分析

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>RD</i>	3738	0.0368	0.0390	0	0.2225
<i>EM</i>	3738	0.0928	0.1774	0	3.0856
<i>Marriedmanage</i>	3738	0.1538	0.2937	0	1
<i>Managedummy</i>	3738	0.2555	0.4362	0	1
<i>Firmage</i>	3738	2.4687	0.4825	0	3.6889
<i>Firmsize</i>	3738	21.5560	0.97889	19.1946	24.5068
<i>Growth</i>	3738	0.2308	0.5501	-0.5983	4.5190
<i>Roa</i>	3738	0.0492	0.0488	-0.1530	0.2247
<i>Loss</i>	3738	0.0543	0.2267	0	1
<i>HHI</i>	3738	0.1478	0.1144	0.0089	0.5787
<i>Ind</i>	3738	0.3751	0.0528	0.3333	0.5714
<i>Political</i>	3738	0.2527	0.1646	0	0.6667
<i>Bigf</i>	3738	0.0177	0.1317	0	1
<i>Contoffice</i>	3738	0.4666	0.4989	0	1
<i>Contage</i>	3738	53.3023	8.4129	33	73

2. 姻亲与血亲涉入情况的描述性统计

表2的A栏报告了样本家族企业中姻亲和血亲涉入管理和持股的基本情况。其中, *marriedmanagemum*代表姻亲涉入管理人数、*marriedsharenum*代表姻亲持股人数、*marriedshare*代表姻亲持股比例; *bloodmanagemum*代表血亲涉入管理人数、*bloodsharenum*代表血亲持股人数、*bloodshare*代表血亲持股比例。结果显示,在全样本中,血亲涉入管理人数均值、血亲持股人数均值、血亲持股比例均值都大于姻亲相关指标,说明在样本家族企业中,实际控制人的血亲成员在公司治理中占据主导地位,但姻亲成员在家族企业中的影响也不容忽视。B栏和C栏进一步区分实际控制人的性别并做相应统计。可以看出,当企业的实际控制人为男性时,其姻亲涉入管理人数、姻亲持股人数和姻亲持股比例的均值都明显低于实际控制人为女性时的情形,表明男性实际控制人对于吸纳姻亲参与企业管理的决定持更加谨慎的态度。而当企业的实际控制人为女性时,其血亲持股比例的均值高于实际控制人为男性时的情形,说明女性实际控制人更加重视将企业所有权掌握在自己及血亲成员的手中。

表2 姻亲与血亲成员参与家族企业情况的描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
Panel A: 全样本中姻亲与血亲成员参与家族企业情况					
<i>marriedmanagemum</i>	3738	0.2809	0.5413	0	5
<i>marriedsharenum</i>	3738	0.3390	0.5951	0	5
<i>Marriedshare</i> (%)	3738	2.0602	5.1045	0	57.6600
<i>bloodmanagemum</i>	3738	1.2207	1.0159	0	6
<i>bloodsharenum</i>	3738	1.1586	1.2349	0	8
<i>bloodshare</i> (%)	3738	12.3933	17.6984	0	74.8300
Panel B: 实际控制人为男性的情况					
<i>marriedmanagemum</i>	3442	0.2533	0.5207	0	5
<i>marriedsharenum</i>	3442	0.3225	0.5871	0	5
<i>marriedshare</i> (%)	3442	1.8066	4.6548	0	40.1100
<i>bloodmanagemum</i>	3442	1.2249	1.0245	0	6
<i>bloodsharenum</i>	3442	1.1537	1.2473	0	8
<i>bloodshare</i> (%)	3442	11.9295	17.5938	0	74.8300
Panel C: 实际控制人为女性的情况					
<i>marriedmanagemum</i>	296	0.6014	0.6612	0	3
<i>marriedsharenum</i>	296	0.5304	0.6528	0	3
<i>marriedshare</i> (%)	296	5.0088	8.2376	0	57.6600
<i>bloodmanagemum</i>	296	1.1723	0.9098	0	4
<i>bloodsharenum</i>	296	1.2162	1.0801	0	5
<i>bloodshare</i> (%)	296	17.7863	18.0463	0	70.2713

3. 企业实际控制人的后代参与公司治理时姻亲与血亲的描述性统计

表3的A栏和B栏分别报告了企业实际控制人的后代在董监高任职和持股情况下,姻亲与血亲成员涉入企业的描述性统计。在当前越来越多的中国家族企业正进入代际传承阶段的现实背景下,后代成员参与公司治理是常见现象,他们的存在可能会影响到姻亲成员和血亲成员在企业中的参与情况。表3结果显示,总体上,后代在董监高任职的样本量多于后代持股的样本量。当实际控制人的后代在公司董监高任职时,血亲在董监高任职人数的均值更大,为1.8141;当后代持有家族企业股份时,血亲持股人数和血亲持股比例的均值也更大,分别为2.2135、19.7875%。该统计结果表明,实际控制人的后代通过在董监高任职或者持股的方式参与公司治理,一定程度上进一步扩大了血亲成员在家族企业中的影响力。

表3 实际控制人的后代参与公司治理时姻亲与血亲涉入企业的描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
Panel A: 后代在董监高任职的情况					
<i>marriedmanagem</i>	963	0.1599	0.4270	0	3
<i>marriedsharenum</i>	963	0.2181	0.4763	0	2
<i>marriedshare(%)</i>	963	1.5103	4.7238	0	33.4500
<i>bloodmanagem</i>	963	1.8141	0.8662	1	5
<i>bloodsharenum</i>	963	1.3697	1.3914	0	6
<i>bloodshare(%)</i>	963	11.1257	17.2600	0	72
Panel B: 后代持股的情况					
<i>marriedmanagem</i>	665	0.2105	0.4665	0	2
<i>marriedsharenum</i>	665	0.3925	0.6167	0	3
<i>marriedshare(%)</i>	665	2.8383	6.0890	0	33.4500
<i>bloodmanagem</i>	665	1.6932	0.9782	0	5
<i>bloodsharenum</i>	665	2.2135	1.2134	1	6
<i>bloodshare(%)</i>	665	19.7875	19.8033	0.0003	74.2817

(二) 回归分析

1. 姻亲涉入与研发投入、盈余操纵的关系检验

在进入回归分析前,本文对所有进入模型的解释变量进行了滞后一期处理。表4报告了姻亲涉入管理对家族企业研发投入和盈余操纵的影响。列(1)、列(3)分别是姻亲涉入管理(*Marriedmanage*)对研发投入(*RD*)和盈余操纵(*EM*)进行回归的结果。列(2)、列(4)是将解释变量姻亲涉入管理(*Marriedmanage*)替换为姻亲涉入管理的虚拟变量(*Managedummy*)后的稳健性检验。列(1)中*Marriedmanage*的系数为-0.0048,在1%水平上显著,表明相对于无姻亲涉入管理的企业,姻亲涉入管理的企业研发投入水平显著更低,假设1成立。列(3)中*Marriedmanage*的系数为0.0305,在10%水平上显著,表明姻亲涉入管理的企业盈余操纵程度显著更高,假设2成立。列(2)、列(4)的稳健性检验也分别得到了一致的结果。总之,表4的回归结果表明,姻亲涉入管理导致家族企业更低的研发投入和更高的盈余操纵水平。

2. 姻亲持股的修正作用检验

表5汇报了姻亲持股的调节效应检验结果,可以看出,列(1)、列(2)中*Marriedmanage*、*Managedummy*的系数显著为负,列(3)、列(4)中*Marriedmanage*、*Managedummy*的系数显著为正,与表4基准回归中的结果一致。列(1)中姻亲涉入管理(*Marriedmanage*)与姻亲持股(*Marriedshare*)的交乘项系数为正,列(2)中替换姻亲涉入管理的测量方式,得到姻亲涉入管理的虚拟变量(*Managedummy*)与姻亲持股(*Marriedshare*)的交乘项系数在5%的水平上显著为正,说明姻亲成员持股强化了涉入管理的姻亲成员的研发投入动力,假设3a成立。列(3)中姻亲涉入管理(*Marriedmanage*)与姻亲持股(*Marriedshare*)的交乘项系数在5%的水平上显著为负,并且这一结果在列(4)替换姻亲涉入管理的测量方式后依然成立,说明姻亲成员持股将弱化涉入管理的姻亲成员的盈余操纵动机,因此假设3b成立。

(三) 稳健性检验

1. Heckman两阶段模型检验

在前文的研究设计中,我们将所有进入回归模型的解释变量和控制变量滞后一期以减少反向因果问题。进一步地,我们希望通过Heckman两阶段模型来解决姻亲涉入管理和企业决

表4 姻亲涉入管理与冒险性决策的检验结果

变量	研发投入RD		盈余操纵EM	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Marriedmanage</i>	-0.0048*** (0.0014)		0.0305* (0.0151)	
<i>Managedummy</i>		-0.0026*** (0.0006)		0.0458** (0.0152)
<i>Firmage</i>	-0.0032 (0.0019)	-0.0031 (0.0018)	0.1229 (0.0721)	0.1209 (0.0710)
<i>Firmsize</i>	-0.0026*** (0.0005)	-0.0026*** (0.0005)	-0.0555*** (0.0106)	-0.0560*** (0.0105)
<i>Growth</i>	-0.0027*** (0.0006)	-0.0027*** (0.0006)	0.0065 (0.0035)	0.0066* (0.0035)
<i>Roa</i>	0.0217*** (0.0043)	0.0219*** (0.0045)	0.1681*** (0.0322)	0.1660*** (0.0339)
<i>Loss</i>	-0.0032*** (0.0009)	-0.0032*** (0.0009)	-0.0105 (0.0094)	-0.0104 (0.0093)
<i>HHI</i>	-0.0009 (0.0052)	-0.0011 (0.0053)	0.0875 (0.0550)	0.0876 (0.0537)
<i>Ind</i>	-0.0245*** (0.0057)	-0.0249*** (0.0057)	-0.0933** (0.0378)	-0.0841* (0.0367)
<i>Political</i>	-0.0002 (0.0027)	-0.0002 (0.0027)	0.0455 (0.0338)	0.0442 (0.0338)
<i>Bigf</i>	-0.0098*** (0.0024)	-0.0097*** (0.0024)	-0.0189** (0.0064)	-0.0188** (0.0064)
<i>Contoffice</i>	-0.0012 (0.0013)	-0.0010 (0.0012)	0.0081 (0.0051)	0.0076 (0.0053)
<i>Contage</i>	-0.0002 (0.0002)	-0.0002 (0.0002)	-0.0000 (0.0005)	-0.0002 (0.0005)
<i>Constant</i>	0.1108*** (0.0100)	0.1104*** (0.0101)	1.0190*** (0.2126)	1.0144*** (0.2127)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	3 738	3 738	3 738	3 738
Within R ²	0.1185	0.1181	0.0575	0.0587

注:括号内为标准误;***表示 $p < 0.01$, **表示 $p < 0.05$, *表示 $p < 0.10$ 。下同。

策间可能因自选择偏差或样本选择偏差导致的内生性问题,选择以地区献血率(*Vbd*)作为工具变量。地区献血率是指全国各省、自治区、直辖市无偿献血占临床用血的比例,数据来源于卫生部官方网站。献血率反映了地区的社会资本水平,献血率高的地区将更加重视社会资本的获取和利用。姻亲关系是社会资本的来源之一,因此处于献血率高的地区的家族企业可能更倾向于吸纳姻亲参与家族企业治理。

检验结果如表6列(1)至列(3)所示。列(1)为第一阶段回归,以姻亲涉入管理的虚拟变量(*Managedummy*)作为因变量,对工具变量及主检验模型中的控制变量进行Probit回归,结果显示,地区献血率(*Vbd*)与姻亲涉入管理虚拟变量(*Managedummy*)在1%的水平上显著正相关,符合本文预期。在第二阶段中,将第一阶段Probit回归得到的逆米斯比率(*IMR*)加入主检验模型,并考察姻亲涉入管理对研发投入和盈余操纵的影响。第二阶段回归结果如列(2)、列(3)所示,在控制了内生性问题后,姻亲涉入管理仍然导致家族企业减少研发投入、增加盈余操纵,本文的假设1和假设2再次得到验证。

表 5 姻亲高管持股的调节效应检验结果

变量	研发投入RD		盈余操纵EM	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Marriedmanage</i>	-0.0059*** (0.0016)		0.0352** (0.0147)	
<i>Managedummy</i>		-0.0045*** (0.0006)		0.0487** (0.0160)
<i>Marriedshare</i>	0.0002** (0.0001)	0.0001 (0.0001)	0.0028** (0.0009)	0.0030** (0.0010)
<i>Marriedmanage</i> × <i>Marriedshare</i>	0.0003 (0.0004)		-0.0051** (0.0020)	
<i>Managedummy</i> × <i>Marriedshare</i>		0.0004** (0.0001)		-0.0027** (0.0011)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	0.1081*** (0.0090)	0.1072*** (0.0094)	0.9909*** (0.2145)	0.9984*** (0.2143)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	3 738	3 738	3 738	3 738
Within R ²	0.1197	0.1202	0.0585	0.0593

表 6 Heckman两阶段模型和PSM检验结果

变量	Heckman两阶段检验结果			PSM检验结果			
	(1) <i>Managedummy</i>	(2) RD	(3) EM	(4) RD	(5) RD	(6) EM	(7) EM
<i>Marriedmanage</i>				-0.0059*** (0.0011)		0.0290* (0.0149)	
<i>Managedummy</i>		-0.0034** (0.0010)	0.0441** (0.0139)		-0.0041** (0.0015)		0.0545** (0.0174)
<i>Vbd</i>	0.9550*** (0.3433)						
<i>IMR</i>		-0.0769*** (0.0188)	-1.3009** (0.4680)				
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	1.8212** (0.7698)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.1260*** (0.0297)	0.1263*** (0.0305)	1.5820*** (0.2985)	1.5821*** (0.2992)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	3502	3502	3502	2461	2461	2461	2461
Pseudo R ² / Within R ²	0.0555	0.1193	0.0607	0.1103	0.1102	0.0753	0.0771

2.倾向得分匹配(PSM)

本文使用倾向得分匹配法为存在姻亲涉入管理的样本寻找配对样本,按照1:3近邻匹配的方式进行样本配对,并利用匹配后的样本对基本假说进行再检验,结果如表6列(4)至列(7)所示,在使用倾向得分匹配法控制可能的内生性问题后,本文的结论同样成立。

3.安慰剂检验

姻亲涉入管理与研发投入和盈余操纵的关系可能受到不可观测因素的影响,造成遗漏变量的内生性问题,为此进行安慰剂检验:首先,随机分配各企业是否满足姻亲涉入管理;然后,利用这些随机分配的姻亲涉入管理变量,结合基准回归中的回归模型和控制变量将其分别与研发投入和盈余操纵进行回归;最后,重复前两步骤1 000次,得到t值分布图。结果显示,随机

分配的姻亲涉入管理变量的回归t值的分布以0为轴呈现对称的倒U形,不能拒绝正态分布的原假设,偏度也没有显著异于0,表明随机赋值姻亲涉入管理变量对研发投入和盈余操纵均没有处理效应,姻亲涉入管理确实降低了企业的研发投入,提高了企业的盈余操纵水平,再次验证了本文主要结论的稳健性。限于篇幅,安慰剂检验结果未列示,留存备案。

4.其他稳健性检验^①

本文同时采取以下方式进行稳健性检验:(1)更换解释变量姻亲涉入管理的测量方式。除了基准回归中的测量方式外,分别以在董事会和高管层任职的家族成员中姻亲成员所占比例、在董监高任职的姻亲成员人数,作为姻亲涉入管理的代理指标,重新检验相关假设。(2)剔除实际控制人单独持股的样本后,重新检验原有假设。(3)若公司实际控制人发生婚变,则由婚姻进入家族的姻亲关系将面临瓦解,违背了本文的假设。因此剔除实际控制人婚变样本后,重新进行统计检验。(4)东北地区的汉族群体作为一个移民社会,多姓与多宗亲群体混居,具有非宗族性质,这导致姻亲关系可能重于父系血亲,姻亲与血亲混合的特殊情况可能使二者的差异、矛盾冲突减弱。因此,剔除东北地区的样本后,重新进行回归。上述检验结果均支持原有假设,表明本文的研究结论稳健。

五、进一步分析

(一)涉入管理的不同姻亲结构对冒险性决策的差异化影响

前文按照血缘关系将家族企业中的亲属类型分为血亲和姻亲,同时,根据关系的远近亲疏,亲属类型也可以被分为近亲和远亲。已有文献发现,近亲参与企业经营既可能因更接近权力中心而在决策时更容易出现“搭便车”等道德风险,给企业绩效造成负面影响(贺小刚等,2010),也可能因近亲与业主之间的互惠利他主义而具有一致的利益诉求,进而提升企业治理效率(Chrisman和Patel,2012)。依此逻辑,涉入管理的姻亲成员是否也会因亲缘关系远近带来的结构差异,而影响家族企业的冒险性决策偏好?基于此,该部分依据亲疏关系将姻亲成员分为“近姻亲”和“远姻亲”,考察不同家族姻亲结构对冒险性决策的影响。其中“近姻亲”包括实际控制人配偶的父母、同胞兄弟姐妹,其他姻亲关系则属于“远姻亲”。

回归结果如表7所示,其中,Closemarried和Distantmarried分别表示董监高任职的家族成员中近姻亲占比和董监高任职的家族成员中远姻亲占比,Closhare和Distantshare分别表示近姻亲成员和远姻亲成员的总持股比例。由列(1)、列(2)可知,无论是近姻亲还是远姻亲涉入管理,均会显著降低企业的研发投入动力;授予股权并不能对近姻亲管理者或是远姻亲管理者的研发投入动力产生显著的调节作用;列(3)、列(4)的结果显示,近姻亲涉入管理显著提高企业的盈余操纵水平,而远姻亲涉入管理对此不具有显著的影响效应;为近姻亲配置股权可以显著缓和其短期导向的盈余操纵动机,但这种缓和作用在远姻亲群体中没有得到体现。

(二)后代参与治理对姻亲冒险性决策的影响作用

随着越来越多的中国家族企业正在或即将步入代际传承阶段,家族后代在经营活动中发挥越来越重要的作用。如此,后代参与企业治理是否会影响到姻亲高管的冒险性决策偏好?本文认为,家族后代基于对自身合法性构建的考虑,他们可能会强化姻亲高管的研发投入动力和盈余操纵动机。合法性不足是家族后代涉入企业后面临的常见困境(李新春等,2015)。在谋求建立合法性的过程中,家族后代既渴望短期内就做出显著成就以尽快获得组织认可,又希望通过制定符合家族长期利益导向的研发创新等决策以谋求持续竞争优势,进而树立个人的长期能力权威。

^①限于篇幅,此处稳健性检验结果未加列示,如有需要可向作者索取。

表7 近姻亲任职、远姻亲任职对冒险性决策的差异化影响

变量	研发投入RD		盈余操纵EM	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Closemarried</i>	-0.0057** (0.0018)	-0.0074*** (0.0018)	0.0210* (0.0090)	0.0380* (0.0165)
<i>Distantmarried</i>	-0.0038** (0.0014)	-0.0032 (0.0021)	0.0412 (0.0282)	0.0416 (0.0283)
<i>Closhare</i>		0.0003** (0.0001)		0.0033** (0.0011)
<i>Closemarried</i> × <i>Closhare</i>		0.0002 (0.0004)		-0.0088** (0.0035)
<i>Distantshare</i>		0.0003 (0.0004)		0.0040 (0.0026)
<i>Distantmarried</i> × <i>Distantshare</i>		-0.0005 (0.0005)		-0.0021 (0.0038)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	0.1109*** (0.0101)	0.1072*** (0.0102)	1.0191*** (0.2137)	1.0091*** (0.2159)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	3738	3738	3738	3738
Within R ²	0.1186	0.1200	0.0576	0.0589

为了尽快建立自身的个人权威,家族后代往往有较高的风险容忍度(李卫宁等,2021)。姻亲高管通过盈余操纵的方式以显示良好的经营绩效,这对于展现后代的短期经营能力是有利的。在此背景下,家族后代快速获取合法性的需求与姻亲的短期目标导向一致,如此他们可能会默许甚至支持姻亲管理者的盈余操纵行为。但是对于研发投入等长期目标导向的战略决策,家族后代则与姻亲存在显著差异。作为家族企业的继承者,后代获得长期的能力权威以构建合法性的关键在于其是否有能力在继任后带领企业实现持续增长(李新春等,2015),而研发活动是培育组织能力、提升家族企业长期发展能力的有效途径(Zhou等,2017)。因此,家族后代参与治理将增加对研发创新等长期战略的关注和重视,他们的长期投资视野将有助于弱化姻亲高管在研发创新活动中的消极意愿。

本部分检验后代参与治理对姻亲高管冒险性决策的影响作用。检验结果如表8所示,Secondmanage、Secondshare分别代表后代涉入管理和持股的虚拟变量,即如果实际控制人的子女在董监高任职或持股则取1,否则为0。列(1)中的姻亲参与管理和后代涉入管理的交乘项系数显著为正,列(2)中的姻亲参与管理和后代持股的交乘项系数显著为正,这表明后代参与治理显著强化了姻亲高管的研发投入动机。列(3)中的姻亲参与管理和后代涉入管理的交乘项系数显著为正,列(4)中的交乘项系数不显著,这也在一定程度上支持了后代参与治理将强化姻亲高管的盈余操纵动机的观点。

(三)期望落差状态对姻亲冒险性决策的影响作用

依据企业行为理论的观点,企业在进行决策活动之前,会预先设置一个满意的绩效期望水平,然后根据实际绩效与期望水平的差距开展后续决策。企业生命周期理论预示着大多数企业都将面临或经历衰落期,出现市场份额下滑、收益下降等一系列问题。那么,当面对业绩低于预期的落差状态时,姻亲管理者是否会调整冒险性决策的偏好?

本文认为,期望落差的困境状态将激发姻亲管理者的“同仇敌忾”决心,强化姻亲管理者的

表8 实际控制人的后代参与治理对姻亲冒险性决策的影响作用

变量	研发投入RD		盈余操纵EM	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Marriedmanage</i>	-0.0049** (0.0015)	-0.0052*** (0.0014)	0.0290* (0.0145)	0.0321* (0.0157)
<i>Secondmanage</i>	0.0021 (0.0014)		0.0205** (0.0075)	
<i>Marriedmanage</i> × <i>Secondmanage</i>	0.0165*** (0.0045)		-0.1759*** (0.0417)	
<i>Secondshare</i>		0.0013 (0.0008)		-0.0024 (0.0140)
<i>Marriedmanage</i> × <i>Secondshare</i>		0.0072** (0.0026)		-0.0293 (0.0278)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	0.1129*** (0.0085)	0.1116*** (0.0100)	1.0381*** (0.2059)	1.0169*** (0.2127)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	3738	3738	3738	3738
Within R ²	0.1198	0.1189	0.0589	0.0579

研发投入动力,弱化盈余操纵动机。主要是因为,当业绩表现低于期望水平时,企业面临着经济利益和社会情感财富双重损失的风险,并且业绩的持续下滑迫使管理层必须优先保障企业的经济目标,否则一旦企业宣告失败,社会情感财富也无从谈起(Chrisman和Patel,2012)。在此情形下,实际控制人和企业中的血亲成员显然愿意承担更大的研发投入风险,因为这是扭转业绩困境的有效策略。姻亲管理者虽然对社会情感财富的关注度较低(程熙镛等,2019),但如果企业失败将造成个人经济利益的确定性损失。于是在期望落差状态下姻亲高管更有可能由被动的代理人转向积极的管理者,通过增加研发投入等创新活动以扭转业绩困境,盈余操纵动机也随之降低。因此,期望落差状态下家族企业内部决策层将共同专注于改善企业绩效,企业中的姻亲成员与血亲成员也会暂时摒弃差异,减少目标分歧和情感冲突,为扭转不利业绩状况和保障企业长远发展而共同努力。

为验证上述猜想,该部分借鉴Chrisman和Patel(2012)的计算方式,基于历史业绩构建期望落差指标,如果企业实际业绩低于期望水平,则企业处于期望落差状态,此时保留原始值,否则赋值为0。企业业绩以净资产收益率(ROE)衡量。检验结果见表9。表9列(1)以研发投入为被解释变量的结果表明,姻亲涉入管理与期望落差的交乘项系数在1%的置信水平上显著为负,且这一结论在列(2)中替换解释变量测量方式后依然稳健。说明随着期望落差的增加,家族企业的研发投入动力增强。列(3)以盈余操纵为被解释变量的结果表明,姻亲涉入管理与期望落差的交乘项系数在5%的置信水平上显著为正,且这一结论在列(4)中依然稳健。说明期望落差弱化了姻亲涉入管理的盈余操纵动机。

六、研究结论与启示

(一)研究结论

本文基于家族代理理论,从家族企业内部亲缘关系异质性的角度重点考察了姻亲涉入管理对家族企业冒险性决策的影响,得到以下主要结论:(1)涉入管理的姻亲成员由于获得的信

表9 公司期望落差对姻亲冒险性决策的影响作用

变量	研发投入RD		盈余操纵EM	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Marriedmanage</i>	-0.0050** (0.0015)		0.0317* (0.0146)	
<i>Managedummy</i>		-0.0026*** (0.0005)		0.0461** (0.0149)
<i>lossroeh</i>	-0.0236*** (0.0023)	-0.0172*** (0.0029)	0.2401 (0.1325)	0.1757 (0.1156)
<i>Marriedmanage</i> × <i>lossroeh</i>	-0.0372*** (0.0092)		0.2963** (0.0922)	
<i>Managedummy</i> × <i>lossroeh</i>		-0.0266*** (0.0058)		0.2837** (0.0894)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	0.1135*** (0.0112)	0.1131*** (0.0113)	0.9929*** (0.1988)	0.9867*** (0.1982)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	3 738	3 738	3 738	3 738
Within R ²	0.1216	0.1212	0.0603	0.0620

任不足、缺乏归属感和身份合法性等,导致姻亲涉入管理的研发投入动力更低,但盈余操纵动机更高。(2)姻亲高管通过持股实现了由家族代理人向家族所有者的身份转变。持有公司股份的姻亲成员更倾向于与血亲融为一体,不仅弱化了姻亲管理者的盈余操纵动机,而且增强了他们开展研发投入的动力。(3)涉入管理的不同姻亲结构会对冒险性决策产生差异化影响,具体表现为近姻亲和远姻亲涉入管理均会显著降低企业的研发投入动力,但是近姻亲相比于远姻亲有更强的盈余操纵动机,允许近姻亲持股则有助于弱化其盈余操纵动机;(4)后代参与公司治理将有助于弱化姻亲成员消极对待公司研发创新的动机,但同时也会助长姻亲成员的盈余操纵动机。并且公司绩效的期望落差状态也会弱化姻亲高管的异质性目标,当业绩低于期望水平的落差越大则越促使姻亲高管增加研发投入并降低盈余操纵行为。

(二)实践启示

第一,本文的结论可为促进姻亲成功融入家族企业并有效参与企业决策提供指导。家族企业在发展过程中会面临是否以及如何让姻亲参与家族企业事务的问题。本文发现,姻亲涉入管理出现目标偏离,主要源于姻亲在家族中感知的“局外人”身份。因此一旦实际控制人决定接纳姻亲成员参与企业的治理活动,就应当信任和平等对待姻亲。在企业权力分配中,除了为姻亲配置与其能力相符的管理权,还应赋予姻亲适当的股权,视姻亲成员为一家人。

第二,中国家族企业正在或即将步入代际传承阶段,家族创业者的后代逐渐进入企业任职或者持有股份。由于后代涉入家族企业面临合法性不足的问题,他们在谋求合法性的过程中虽然会注重家族企业的长期发展,但也可能存在短视倾向,期望在短期内做出骄人业绩,获得组织认可。因此,在企业传承过程中培育后代成员权衡长期目标与短期目标就非常重要。

第三,在企业发展的关键时期,安排有能力的姻亲成员协助企业的治理活动可能是更好的选择,应重视利用姻亲的人力资本优势。本文的结论表明,期望落差状态下姻亲高管反而与血亲成员“同仇敌忾”,这进一步说明姻亲成员是比非家族成员更值得信赖的管理者,在关键时刻姻亲能够顾全大局,自觉维护企业利益。因此,应注重充分发挥姻亲成员的管理才能。

(三)研究局限与未来展望

本文从家族成员内部组合异质性的视角,探讨了姻亲涉入管理与家族企业冒险性决策的关系,丰富了现有泛家族概念的内涵和冒险性决策影响因素的研究范畴。但不同家族企业的姻亲群体也可能存在结构差异,特别是在兄弟姐妹共同治理的家族企业中,企业中的姻亲群体分属于不同的核心家庭,有不同的利益诉求,最终的冒险性决策偏好可能是不同姻亲成员之间博弈的结果。虽然本文尝试将姻亲群体划分为近姻亲和远姻亲对此进行探讨,但此种划分方式较为粗略,未来可以对进入企业的姻亲成员进行更细致的结构划分,考察姻亲结构差异性对家族企业治理效率和决策过程的影响,有助于发现更多有价值的结论。此外,姻亲参与管理不仅为企业提供了人力资本,而且其携带的异质性社会资本也可能成为企业独特竞争优势的来源。本文对姻亲社会资本的考察尚不充分,未来可以尝试增加该方面的理论探讨和实证检验,比如将姻亲所属的宗族网络、教育网络等纳入姻亲行为与企业价值的分析框架之中。

主要参考文献

- [1]陈德球,林程杰,徐婷.家族控制异质性、制度空隙与企业创新[J].管理评论,2022,34(04):62-79.
- [2]程熙镛,于晓东,焦立轩.亲缘关系对家族企业资产结构及绩效影响研究——基于委托代理理论和社会情感财富理论的视角[J].北京工商大学学报(社会科学版),2019,34(04):115-126.
- [3]储小平,李怀祖.信任与家族企业的成长[J].管理世界,2003,(06):98-104.
- [4]费孝通.乡土中国[M].北京:生活·读书·新知三联书店,1985.
- [5]贺小刚,连燕玲,李婧,梅琳.家族控制中的亲缘效应分析与检验[J].中国工业经济,2010,(01):135-146.
- [6]贺小刚,舒心,彭屹.外戚“干政”?姻亲涉入与家族企业代理成本[J].管理科学学报,2023,26(09):63-86.
- [7]鞠晓生,卢荻,虞义华.融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性[J].经济研究,2013,48(01):4-16.
- [8]潘越,翁若宇,纪翔阁,戴亦一.宗族文化与家族企业治理的血缘情结[J].管理世界,2019,35(07):116-135,203-204.
- [9]谭庆美,苏江奇,哈柳宇.家族涉入、亲缘关系组合与盈余管理[J].管理工程学报,2022,36(05):99-110.
- [10]王红建,李青原,邢斐.金融危机、政府补贴与盈余操纵——来自中国上市公司的经验证据[J].管理世界,2014,(07):157-167.
- [11]王明琳,何秋琴.内部人的创新活动更为保守吗?——来自中国上市家族企业研发投入的经验证据[J].外国经济与管理,2020,42(12):104-118.
- [12]吴溪,张俊生.上市公司立案公告的市场反应及其含义[J].会计研究,2014,(04):10-18,95.
- [13]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(05):190-204.
- [14]徐世豪,贺小刚,陈元.兄弟姐妹共治缓解还是加剧家族企业代理问题?[J].经济管理,2022,44(07):101-120.
- [15]于晓东,刘小元.不同类型亲属关系如何影响家族企业治理——基于中外研究的文献回顾与理论归纳[J].经济管理,2017,39(04):195-208.
- [16]郑伯坝.差序格局与华人组织行为[J].中国社会心理学评论,2006,4(02):1-52.
- [17]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.
- [18]Anderson R C, Reeb D M. Founding - family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500[J]. *The journal of finance*, 2003, 58(3): 1301-1328.
- [19]Bergstresser D, Philippon T. CEO Incentives and Earnings Management[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 80(3): 511-529.
- [20]Bird M, Zellweger T. Relational embeddedness and firm growth: comparing spousal and sibling entrepreneurs[J]. *Organization Science*, 2018, 29(2): 264-283.
- [21]Chrisman J J, Patel P C. Variations in R&D Investments of Family and Nonfamily Firms: Behavioral Agency and Myopic Loss Aversion Perspectives[J]. *Academy of Management Journal*, 2012, 55(4): 976-997.
- [22]Combs J G, Shanine K K, Burrows S, et al. What Do We Know About Business Families? Setting the Stage for Leveraging

- Family Science Theories[J]. *Family Business Review*, 2020, 33(1): 38-63.
- [23]Dechow P, Sloan R, Sweeney A. Detecting Earnings Management[J]. *Accounting Review*, 1995, 70(2): 193-225.
- [24]Dyer Jr W G, Dyer W J. Putting the Family into Family Business Research[J]. *Family Business Review*, 2009, 22(3): 216-219.
- [25]Elayan F A, Li J, Meyer T O. Accounting Irregularities, Management Compensation Structure and Information Asymmetry[J]. *Accounting & Finance*, 2008, 48(5): 741-760.
- [26]Ellul A, Pagano M, Panunzi F. Inheritance law and investment in family firms[J]. *American Economic Review*, 2010, 100(5): 2414-2450.
- [27]Face E F. The family in business: Understanding and dealing with the challenges[J]. *Family Business Review*, 1988, (2): 211-220.
- [28]Fan J P, Yu X. Do Controlling Families Downgrade Corporate Governance? The Roles of Intra-Family Governance[J]. 2020, In Press.
- [29]Hoskisson, R. E., Chirico, F., Zyung, J, Gambeta, E. Managerial Risk Taking: A Multitheoretical Review and Future Research Agenda[J]. *Journal of Management*, 2017, 43(1): 137-169.
- [30]Jensen M, Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [31]Makri M, Lane P J, Gomez-Mejia L R. CEO Incentives, Innovation, and Performance in Technology-Intensive Firms: A Reconciliation of Outcome and Behavior-Based Incentive Schemes[J]. *Strategic Management Journal*, 2006, 27(11): 1057-1080.
- [32]Saito T. Family firms and firm performance: Evidence from Japan[J]. *Journal of the Japanese and International Economies*, 2008, 22(4): 620-646.
- [33]Santiago A L. The Family in Family Business: Case of the In-Laws in Philippine Businesses[J]. *Family Business Review*, 2011, 24(4): 343-361.
- [34]Schulze W S, Lubatkin M H, Dino R N. Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms[J]. *Academy of Management Journal*, 2003, 46(2): 179-194.
- [35]Sharma A. Professional as agent: Knowledge asymmetry in agency exchange[J]. *Academy of Management review*, 1997, 22(3): 758-798.
- [36]Stewart A. Help one another, use one another: Toward an anthropology of family business[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2003, 27(4): 383-396.
- [37]Sun P, Hu H W, Hillman A J. The dark side of board political capital: Enabling blockholder rent appropriation[J]. *Academy of Management Journal*, 2016, 59(5): 1801-1822.
- [38]Stockmans A, Lybaert N, Voordeckers W. Socioemotional wealth and earnings management in private family firms[J]. *Family Business Review*, 2010, 23(3): 280-294.
- [39]Yu X, Stanley L, Li Y, et al. The invisible hand of evolutionary psychology: The importance of kinship in first-generation family firms[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2020, 44(1): 134-157.

The Impact of In-laws' Involvement on Risk-taking Decisions in Family Firms: R&D Investment or Earnings Manipulation?

He Xiaogang^{1,2}, Qi Yangyang¹, Shu Xin¹

(1. *College of Business, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*; 2. *The Department of Business Administration, Shanghai University of Finance and Economics Zhejiang College, Jinhua 321000, China*)

Summary: The antecedents of family firms' risk-taking decisions have been the focus of scholarship for a long time. With more and more family members getting involved in business activities, there are different kinship combinations within family firms, which gradually become one important factor that affects family firms' decision-making processes. In-laws' involvement can solve some difficulties, such as the scarcity of family venture capital, labor force, and social capital, which is conducive to developing family firms. But it may also increase the probability of family conflicts, which negatively affects family business. However, the question of how in-laws' involvement affects the risk-taking decisions of family firms is still lacking of attention. Using the data set of China's listed family firms from 2008 to 2016, this paper explores the impact of in-laws' involvement on family firms' risk-taking decisions from the perspective of R&D investment and earnings manipulation. The results show that in-laws taking the role of executives will significantly reduce the R&D investment motivation of family firms, while the earnings manipulation incentive will increase. Transforming in-law executives' roles of family agents by giving them shares can strengthen their R&D investment motivation and weaken their earnings manipulation incentive. Further analysis shows that different in-law relationships involved in management keep the same cautious attitude towards R&D investment. But they have different risk preferences for short-term oriented speculative decisions, which shows that close in-laws are more motivated to manipulate earnings. Besides, the involvement of the second generation in governance can increase both in-laws' R&D investment and earnings manipulation motivations. The negative performance feedback of firms can significantly increase in-laws' R&D investment motivation, but alleviate their earnings manipulation motivation. This paper offers several contributions: First, it takes in-laws' involvement as the breakthrough point and examines the mechanism of in-laws on family firms' risk-taking decisions, which opens up a new research perspective for in-depth analysis of the family system. Second, it contributes to a stream of literature on risk-taking decisions by exploring the specific mechanism of long-term orientation and short-term goal balance of family firms. Third, it puts the executive and shareholder roles into the integrated research framework of family agents, and concludes that the identities of in-laws in firms are critical factors that affect the relationship between in-laws' involvement and firms' risk-taking preferences, further clarifying the mechanism of family members' decision-making behavior.

Key words: in-laws' involvement; family firms; family agency theory; R&D investment; earnings manipulation

(责任编辑: 宋澄宇)