

企业信息化背景下女性高管、 债务融资与企业绩效研究

张鑫鑫

南京信息工程大学商学院, 江苏 南京

收稿日期: 2024年6月22日; 录用日期: 2024年7月10日; 发布日期: 2024年8月22日

摘要

信息技术的发展给中国企业带来了前所未有的机遇与挑战。其中, 一个最重要的机遇和挑战是企业信息化建设所带动的各项工作的创新与升级。债务融资是企业极其重要的融资途径, 而女性高管也在企业事务中发挥越来越重要的作用, 其特质性会对企业的债务融资决策产生一定的影响, 最终会对企业绩效产生作用。在中国大力推行企业信息化的背景下, 本文以2010~2019年A股上市公司数据作为观测值, 探讨债务融资对企业绩效的影响, 并且检验女性高管在债务融资影响企业绩效的机制中所发挥的调节作用。结果显示: 1) 在其他条件相同时, 债务融资对企业绩效有负向作用; 2) 在其他条件相同时, 女性高管对债务融资有负向作用; 3) 在其他条件相同时, 女性高管会作为调节变量, 在一定程度上减弱债务融资对于企业绩效的负向影响。以上结论表明企业应当重视女性高管在企业信息化发展中的特殊作用, 恰当地选择合适的融资方式。

关键词

女性高管, 债务融资, 企业绩效, 企业信息化

A Study on Female Executives, Debt Financing and Enterprise Performance in the Context of Enterprise Informatization

Xinxin Zhang

School of Business, Nanjing University of Information Science and Technology, Nanjing Jiangsu

Received: Jun. 22nd, 2024; accepted: Jul. 10th, 2024; published: Aug. 22nd, 2024

Abstract

The development of information technology has brought unprecedented opportunities and challenges to Chinese enterprises. One of the most important opportunities and challenges is the innovation and upgrading of all work driven by enterprise informatization construction. Debt financing is an extremely important financing channel for enterprises, and female executives are also playing an increasingly important role in enterprise affairs, and their characteristics will have a certain impact on enterprise debt financing decisions, and ultimately have an impact on enterprise performance. Against the background of China's vigorous implementation of enterprise informatization, this paper takes the data of A-share listed companies from 2010~2019 as observations to explore the impact of debt financing on corporate performance, and to test the moderating role played by female executives in the mechanism by which debt financing affects enterprise performance. The results show that: 1) all else being equal, debt financing has a negative effect on enterprise performance; 2) all else being equal, female executives have a negative effect on debt financing; and 3) all else being equal, female executives act as a moderating variable, which attenuates to a certain extent the negative effect of debt financing on enterprise performance. The above conclusions show that enterprises should pay attention to the special role of female executives in the development of enterprise informationization and choose appropriate financing methods appropriately.

Keywords

Female Executives, Debt Financing, Enterprise Performance, Enterprise Informatization

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

1.1. 研究背景

债务融资是企业重要的融资途径之一，债务融资的存在可以促进经营者更高效地完成工作，在一定程度上减少经营者和股东的利益冲突，减少委托代理费用[1]。因此企业采用符合自身经营情况的债务水平可以提高企业的经营效率、降低治理成本，从而有利于增加企业业绩[2]。但是我国的外部经济市场发展至今并不完善，在进行债务融资时，对债务融资的规模、期限的选择并不能完全符合企业的发展状况，因此债务融资并不能完全发挥其促进企业绩效的作用[3]。在这样的情况下，我国大多上市企业会倾向选择进行股权融资[4]。

除了外部环境和政策会对企业债务融资产生影响，企业高管的性别可能也会对企业的债务融资水平产生一定的影响[5]。与男主管相比，女主管在财政决策上存在并不不同的特点，比如更多的保守、更多的监管，而男性管理者则更倾向于承担更大风险[6]。而且这些特性将直接影响到公司的财务行为，从而影响到公司的融资决策。因此，债务融资也会因为男女主管的性别而有差别吗？女性主管的风险规避和不过分自信的个性特质会对公司业绩产生影响吗？如果女性管理者对公司业绩产生了一定的影响，那么，其内部机制究竟是怎样的？本文从女性管理者对公司业绩的影响入手，对其对公司业绩的影响进行了深

入的探讨，并阐明了其对公司业绩的影响。

1.2. 目的与意义

经过以往文献的回顾，我们发现在现有研究中，有很多学者研究了女性高管对于企业绩效的影响，债务融资对于企业绩效的影响，但是很少研究这三者之间的关系以及它们各自的作用机制[7]。希望通过本文的研究来弥补这方面研究文献的不足。

随着经济全球化的进程不断加快、教育普及程度不断增加、性别平等意识逐渐兴起，更多的女性获得了和男性相同的工作机会，她们不再局限于家庭生活中，而是慢慢参与到了企业经营决策中来并发挥了自己独特的作用，她们也因此渐渐进入公众视野并吸引了学者们的注意[8]。由于当前经理人队伍的性别异质性问题已引起了国内外学者的广泛重视，因此，本文具体研究女性经理人在债务融资对企业绩效的影响机制发挥的作用具有较强的理论和现实意义。除此之外，本文的研究结论有助于企业正确理解女性经理人在融资决策中发挥的作用，促进企业完善高管选拔机制，充分发挥女性高管作用。

1.3. 研究内容与研究思路

本文在已有文献的基础上，进一步探究 A 股上市企业女性高管、债务融资与企业绩效三者的关系，并且具体针对以下几个问题进行研究：债务融资水平与企业绩效之间是不是有着密切联系？企业女性高管比例对债务融资的影响是怎样的？女性高管比例能否对债务融资对于企业绩效的影响产生调节作用？本文的研究结论将为上市企业理解并恰当选择债务融资的规模和期限、完善女性高管管理体制、提高企业绩效等提供参考。

本文的主要内容：首先，在引言中阐述了在我国的市场条件下我国公司的普遍融资情况，讲述了女性经理人所带有的特质可能对公司的财务决策可能产生的影响提出了研究问题，并由此提出了本文想要解决的问题。接下来，说明了本文的出发点，以及研究成果可能对公司治理产生的作用，并介绍了本文的写作框架。其次，在理论和文献回顾中，对与本文有关的理论进行了简单的阐述，并对已有的研究成果进行了整理。其次，运用相关理论知识，探究债务融资对企业业绩的作用情况，分析女性高管在债务融资对企业业绩影响机制中可能发挥的作用，并提出了本文预设的结果。接下来，在研究设计、实证结果与分析中，分别进行了相关的数据处理，并对其进行了稳健性检验。最后，在结语中，对研究结论进行了总结，根据结论在公司治理等方面提出了相关的意见，指出了写作和研究过程中不全面的部分，并提出了后续研究的方向。

1.4. 研究方法

1) 文献研究法

本论文利用中国知网等多种途径，查找归纳了国内外有关研究资料，并且明确了前人的研究状况，指出当前研究中存在的问题，为论文的研究指明了方向。

2) 归纳演绎法

在本文研究内容的基础上运用归纳演绎法在信息传递理论、优序融资理论等理论的基础上，分析债务融资与企业绩效的关系，继而探究女性高管在债务融资对企业绩效产生影响的机制中产生的调节效应。

3) 实证分析法

文章以 2010~2019 年我国 A 股上市企业数据为观测值，经过数据处理后共得到 2634 家公司共 9857 个观测值，运用 Stata16.1 和 Excel 2019 对数据进行处理分析，构建面板的固定效应模型，并且验证相关研究假设最终得出实证分析结果。

2. 文献综述

2.1. 相关概念界定

2.1.1. 企业绩效

企业绩效是指企业在一定会计期间内，由于进行正常的生产经营活动产生的收益，它能够反映企业的生产经营能力和企业的经营效益[9]。根据收益的观点，可以将其划分为财务业绩与管理者业绩，前者是从财务角度对公司盈利状况进行分析，主要是考虑到公司在经营活动中的盈利能力以及公司的可持续发展能力；后者是从经营者的视角对公司管理状况进行分析，即公司的主要管理人员是否具备适当的管理能力，以及在经营活动中的创新能力[10]。

随着企业绩效评价体系不断健全，不同学者采用了不同的评价方法。可以采用单一的指标如总资产收益率、净资产收益率等，也可以采用复杂的多种指标衡量法，如平衡积分卡。周璇运用因子分析法选取 12 个财务指标全面衡量企业绩效的多个方面，用以分析房地产企业的绩效[11]。也有学者采用总资产收益率来衡量中国上市汽车公司的企业绩效[12]。林煜恩采用了托宾 Q 值来衡量企业绩效[13]。本文借鉴了前人的研究，在结合自己模型的前提下选择了用托宾 Q 值来衡量企业绩效。

2.1.2. 债务融资

根据企业债务融资期限长短不同，债务融资可以分为长期借款和短期借款。债务融资的大小通常用资产负债率来衡量，即总负债除以总资产的比例。由于行业性质的不同，许多行业内的公司会较少使用对于长期借款，在这样的情况下短期借款在资产中的份额可以用来反映企业债务融资的情况。除此之外，不同学者对于债务融资水平的衡量方式也并不完全相同。林钟高在衡量债务融资成本时采用利息支出除以长短期债务总额平均值的比值作为指标[14]。刘磊将财务成本与总资产比率作为债务融资的度量指标[15]。本文借鉴前人的经验，采用资产负债率来衡量债务融资的总体水平。

2.1.3. 女性高管

“高管”是指对企业决策发挥重大作用的高级管理者。随着经济全球化的进程不断加快、教育普及程度不断增加、性别平等意识逐渐兴起，更多的女性获得了和男性相同的工作机会，她们不再局限于家庭生活中，而是慢慢参与到了企业经营决策中来并发挥了自己独特的作用，她们也因此渐渐进入公众视野并吸引了学者们的注意。本文中女性高管的定义是在高管的基础上扩展开来的，即企业全部的女性股东、监事、高层管理人员[16]。

目前参考文献中主要有以下三种方式来衡量女性高管：第一种方法，是以女性主管人数为标准，用来衡量女性管理人员[17]；第二个指标是以女性管理人员与公司管理人员的比率为标准[18]；第三种是虚拟变量法，用虚拟变量对女经理进行测量，1 表示女主管参加，0 表示没有女主管参加。不同的学者根据研究的需要合理选择相应的衡量方法，在这三种方法中学者普遍采用比例法来衡量女性高管情况。马红在研究女性高管与企业盈余管理时便采用比例[19]。马倚虹在研究女性主管人员与薪酬差距的关系时也采用女性主管人员占有所有主管人员的比值来衡量女性主管的参与情况[20]。本文在前人的基础上选择用女性高管占全体高管的比例来衡量女性高管情况。

2.2. 债务融资对企业绩效影响

2.2.1. 债务融资对企业绩效有正向影响

国外学者 Jensen 和 Meckling 通过研究指出负债融资有利于减少企业代理费用[21]。Caleb 等以美国银行的数据为观测样本，研究结果表明在企业资产负债率提高的情况下企业价值也会增加[22]。任颀和王

崢国内学者认为, 负债融资对公司业绩的影响最大[23]。第一, 提高负债比率将会使公司的融资结构发生变化, 而负债融资成本一般小于股权融资成本, 因此更多地采用负债融资方式筹集资金可以使公司的财务成本整体下降, 从而提高公司的价值。第二, 债务融资能够对公司产生破产重组的危害性影响, 从而促使其积极进取, 改进公司治理, 提高公司经营业绩。

2.2.2. 债务融资对企业绩效有负向影响

宋艳萍研究相关数据后发现债务融资水平与托宾 Q 值之间是负相关的[24]。Wu 以 217 家跨国公司为研究对象, 建立固定效应模型进行实证分析, 实证结果说明期限较短的债务对非国有企业业绩有正向影响, 对国有企业业绩则有负向影响[25]。万旭仙以上市企业中制造业的数据为研究对象, 结果表明提升债务融资的规模会对企业业绩产生负向影响[26]。

2.3. 女性高管对企业绩效影响

2.3.1. 女性高管对企业绩效有正向影响

Carter 以马德里 68 家非金融企业的数据为研究对象, 首先采用了比值法来衡量女性高管, 实证研究发现女性高管的参与并没有发挥显著提升企业业绩的作用, 但是董事会的性别差异会对企业价值产生积极影响[27]。除此之外, 他还使用了虚拟变量来衡量女性主管的参与情况, 结果没有发生变化。Ferdinand A Gul 等在高管团队中女性主管的参与与发行股票的信息量的关系研究中, 发现女性主管参与企业工作会提升股价信息量[28]。王清在女性主管与公司业绩之间存在着非线性关系的基础上, 以 2014~2016 中国中小板上市公司管理层的异质性为切入点, 考察了公司女性高层管理人员参与率对公司业绩的影响。研究发现, 女经理与公司业绩有明显的正向关联[29]。王彩萍等通过对旅游企业的研究发现, 女性高级管理人员参与公司管理工作有助于公司业绩的提升[30]。

2.3.2. 女性高管对企业绩效有负向影响

Dang 等以一千多家美国上市企业数据为观测值, 探究女性高管对公司绩效产生的作用, 研究结果表明, 较多女性高管人员参与团队工作在一定程度上会抑制公司业绩的提升[31]。王运通和姜付秀通过对女性高管与公司价值的关系分析, 发现女性管理者的风险规避对公司的过度投资具有很好的抑制作用, 但是, 女性管理者在管理者团队中所占的比重越大, 公司价值就越低[32]。

2.4. 女性高管对债务融资影响

Dimitris 通过研究发现在企业类型、管理方法和经验等方面, 男性和女性在创业筹资上的差异可能会受到直接的影响; 也有可能是因为性别歧视, 妇女在创业初期会遇到特别的困难, 这可以被归入间接的效果[33]。对荷兰 2000 家初创企业中的 500 位女性创业者进行了调查, 结果显示, 女性创业者的初始资本较少, 但是在资本类别上没有差别, 其平均权益负债比率与男性基本一致。

Caleb Kwong 通过对女性高级管理者与男性高级管理者在资金来源方式选择上的差异研究, 实证结果表明女性企业家在融资方面存在着更大的障碍[22]。但是, 学历的提升有助于减少女性高管的融资约束程度。从管理人员性别和投资效率的研究结果来看, 女性管理者在风险管理上更为谨慎、保守, 但在过分自信方面表现出了较弱的自信心, 而在男性中表现出强烈的过分自信。不过分自信的女人会让他们在做决定时更加小心, 更不会使用借贷。学者卫旭华在研究性别与融资的关系时, 以 2010~2013 年 A 股上市公司为观测数据, 主要从筹资方式、资本结构与负债期限等角度探索 CFO 性别对筹资行为的具体影响。结果表明女性高层管理者会倾向于减少债务融资的使用, 企业中债务融资的规模会更小[34]。

2.5. 文献评论

综上,不同的学者根据自己感兴趣的方向,对债务融资与企业绩效的关系做了不同维度和不同方法的研究。由于不同学者在样本数据量、行业选取、衡量方法的多样性等原因,他们的实证结果并不统一,债务融资究竟对企业业绩产生何种影响仍并无确定结论。

最近这几年来,越来越多的学者不再仅仅局限于融资对企业价值或者企业业绩的最终结果研究,而是试图研究在负债融资对于企业业绩的影响机制中是否存在着中介变量或者调节变量,它们通过影响债务融资的规模、水平从而影响企业绩效。由于不同研究者自身的研究方向不同,他们中介变量或调节变量的选择也不尽相同。随着平等意识逐渐崛起,女性受教育程度的不断提高等因素,女性在竞争市场中参与度也不断提高,女性高管的参与在债务融资决策以及公司业绩绩效提升等方面都发挥着不小的作用。但是,通过回顾相关文献可以发现很少有文章研究女性高管在债务融资对公司业绩产生影响的过程中扮演的角色和发挥的作用,本文的研究就弥补了这方面的不足。

3. 理论分析与研究假设

3.1. 理论基础

3.1.1. 信号传递理论

信号传递理论阐述了在企业外部信息使用者和内部信息使用者之间存在着信息不对等的情况下,企业内部经营者具有内部信息优势,因此管理者可以选择通过调整自身的资本结构来向外部信息使用者传递出相应的信息[35]。当企业经营状况良好时企业需要采取相关政策将企业状况良好的信息传递给外部信息使用者,促使他们增强投资信心,更多地进行投资,从而抬高股价,获取更多的可流动资金。企业管理者可以采取的方式有发放股利、宣告利润、进行外部融资等[36]。当企业选择进行外部融资的方式来传递信息时,企业通常会增加负债规模,提升企业负债率,增加企业财务杠杆以传递企业扩大经营规模、提升业绩的利好信号[37]。当外部投资者在看到企业作出的资本结构调整后,就会接收到企业传递的信息,并且认为这是企业经营良好,具有发展潜力的体现,便会加大对企业的投入以给予回应,企业也因此获得更多外部支持[38]。

3.1.2. 优序融资理论

由于相对于外界信息使用者来说,公司具有内部信息优势,使用内部资金的成本较低,因此公司在筹集资金时会优先利用已经具备优势的内部信息,即在公司的融资过程中,存在着一种“以公司内部的利润为先”的战略[39]。这个战略表明如果内部资本不能满足公司的需要,就需要借助外部的资金如债务融资来筹集资金,但这是一种混合的融资方式,比如可转换债券,最后才是股权融资。因此如果企业选择股票筹资就会将企业经营状况不佳、发展潜力较小、项目效益较差等信息传达给外部信息使用者,这样会影响外部投资者对企业经营的信心程度并减少对企业的投资从而造成股价下降的情况,因此企业并不愿意使用股权融资[40]。所以企业管理者会优先使用内部资金,然后是发行债券,或者进行负债融资,避免企业资金供应不足和企业股价下降的情况。

3.1.3. 过度自信理论

人们对于自身知识的准确性总是存在过度自信的情况,因此人们在决策中会过高估计自己成功的概率,而低估自己失败的概率[41]。过分自信是一种认识上的偏差,它是指人们把自己的意志置于现实的客观发展规律之上,过分信任自己的判断力,轻视外在因素,从而导致了的成功几率超过了失败的可能性。其主要原因在于,人们会把成功归因于自己的辛勤工作和头脑聪慧等内部原因,

而他们却认为失败是由于外界的干扰,这种认知偏差会反过来增强人们的过度自信程度[42]。公司高层管理人员是一类具有丰富专业知识、丰富个人经历、独特社会认同的群体,这种与个人财富相似的事物,使管理者比一般人更容易产生过分的自信心,而不同的个人背景也会对他们的过度自信程度产生一定的影响。而且根据所处理事务的严重和紧急情况的不同,所产生的过度自信程度也会有所不同。跟普通人所处理的琐碎的事情不同,公司高层管理者处理的是有关企业发展趋势的重大事项,在处理和完成这些事项的过程中,他们会产生巨大的成就感,这些成就感会更进一步导致管理者的过度自信[43]。

3.2. 研究假设

3.2.1. 债务融资与企业绩效

当企业进行债务融资时,根据委托代理理论和修改后的MM理论,债务融资可以减少股东和管理者的利益冲突,激励管理者充分发挥自身经营潜力,在这样的情况下公司价值会因为负债融资带来的好处而增加。但是,债务融资规模的增加也会给公司带来经营风险,公司欠的所有款项都有一定的还款时间,且借款期限越长借款的成本就会越高。如果公司在规定的时间内无法偿付借款本金和利息,就会影响公司的信用度和资金链,那么公司的未来发展将会受到很大的影响,从而导致公司的经营业绩受到严重的影响。而且如果公司采取了负债融资的方式来获取资金时,那么就意味着公司的资金出现了问题,向外部信息使用者传递出公司不能进行正常的生产、经营和创新活动的信息,这种信息会削弱外部投资者的信心,阻碍企业获得更多的积极投资。据此,本文提出以下假设:

H1: 在其他条件相同时,债务融资对企业绩效会有负向影响。

3.2.2. 女性高管与债务融资

在过度自信理论的基础上,自信程度较高的高层管理人员会夸大自身的能力、自身管理下公司的项目的收益和公司的前景,他们会倾向于承担更大的风险。在这样的性格特质下,他们会倾向于承担更多的负债并且进行更多的投资,他们希望通过负债融资向外界传递出自己经营良好的信息。相较于男性高管,由于女性敏感、谨慎、风险厌恶等的性格特质,其过度自信程度往往低于男性,因此女性高管的加入在一定程度上可能能够降低企业过度投资的概率,并且降低负债融资的规模,降低企业负债率。据此,本文提出如下假设:

H2: 在其他条件相同时,女性高管对企业债务融资有负向影响。

3.2.3. 女性高管、债务融资与企业绩效

高管团队作为企业管理层的核心,在企业决策中发挥了非常大的作用,但是不同的团队特质会影响着企业决策的科学性和有效性,所以完善团队特质能够帮助企业做出合理决策,正确引导企业发展的方向。在高管特质中,性别特质也发挥着其独特的作用。具有更高自信程度的男性管理者通常会低估企业的经营风险,高估自身的能力和企业的发展前景,这样会使他们在进行融资决策时更多地使用外部负债融资方式。与此同时,企业的负债规模会增加,企业财务杠杆水平会提升,这样会增加企业财务风险,使得企业无法取得最优资本结构。而女性高管相较于男性会呈现出较低的过度自信水平,在融资行为上更加谨慎和细致,会倾向于减少企业所承担的风险。因此,女性高管会倾向于减少债务融资的规模,在进行债务融资时也更倾向于选择短期负债,减少长期负债,这样会降低由负债带来的经营风险。据此,本文提出如下假设:

H3: 在其他条件相同时,女性高管会作为调节变量,在一定程度上减弱债务融资对于企业绩效的负向影响。

4. 实证研究设计

4.1. 样本选取与数据来源

本文从国泰安金融数据库(CSMAR)中选择 2010~2019 年我国 A 股上市公司数据作为观测对象。出于对数据稳定性和准确性的考虑,本文剔除了 ST 和 ST*公司的财务状况异常数据。此外,为了消除异常样本对实证结果和研究结论可能造成的影响,保证研究的准确性,本文也同样剔除了公司高管性别信息缺失、或其他相关数据缺失的样本,避免由于这些极端值所造成的结论误差。最终共得出了 2634 家公司共 9857 个样本量。

4.2. 模型构建与变量设计

参照以往研究,本文以托宾 Q 中的 D 值为被解释变量,以资产负债率为被解释变量,同时控制固定资产比率、总资产周转率、管理层持股比例、综合杠杆、企业规模、女性高管平均年龄、高管总数、平均受教育程度等因素,变量定义如表 1 所示。模型如下:

$$TobinD = \beta_0 + \beta_1 Debt + \beta_i Controls + \varepsilon \quad (1)$$

其中, *Debt* 指的是资产负债率, *Controls* 表示的是控制变量。为了研究女性高管对于债务融资的影响,建立模型如下:

$$Debt = \beta_0 + \beta_1 wratio + \beta_i Controls + \varepsilon \quad (2)$$

进一步,在模型(1)的基础上,加入女性高管比例和女性高管比例(*wratio*)与资产负债率的交乘项,以检验女性高管对于债务融资与企业绩效的调节作用。模型如下:

$$TobinD = \beta_0 + \beta_1 Debt + \beta_2 wratio + \beta_3 Debt * wratio + \beta_i Controls + \varepsilon \quad (3)$$

Table 1. Definition of variables and their metrics

表 1. 变量定义及其度量方法

类别	名称	符号	变量含义
被解释变量	托宾值	<i>TobinD</i>	市场价值 B/资产总额 - 无产资产净值
解释变量	资产负债率	<i>Debt</i>	负债总额/资产总额
调节变量	女性高管比例	<i>wratio</i>	女性高管人数/高管总人数
控制变量	固定资产比率	<i>FAR</i>	固定资产/资产总额
	总资产周转率	<i>ATO</i>	销售收入净额/平均资产总额
	管理层持股比例	<i>Mshare</i>	管理层出资额/注册资本金
	综合杠杆	<i>cl</i>	普通股每股利润变动率/销售量变动率
	企业规模	<i>size</i>	上市公司年末总资产的自然对数
	女性高管平均年龄	<i>mage</i>	女性高管年龄总和/女性高管人数
	高管总数	<i>wn</i>	企业高管人数
	平均受教育程度	<i>medu</i>	女性高管接受高等教育年数总

4.3. 描述性统计分析

对本文主要变量进行描述性统计分析,结果如下表 2 所示。由表 2 所知: 1) 我国 A 股上市企业托宾 QD 值平均为 3.008; 2) 我国 A 股上市企业平均资产负债率为 39%; 3) 女性高管的平均值为 0.177, 表示

在全体上市 A 股上市企业高管中女性高管所占比例为 17.7%。相对于男性的普遍参与程度来说，女性高管参与企业管理的程度仍处于较低水平。从女性高管的最小值和最大值可以看出，部分公司中没有女性高管的参与，但是也有的企业女性高管占大部分，两者之间的差别较大，进一步说明了管理者团队中男女比例分布并不均衡，性别比例结构有待进一步调整优化。

Table 2. Descriptive statistics for key variables
表 2. 主要变量描述性统计

变量	平均值	最大值	最小值	标准差	变异系数
<i>TobinD</i>	3.0080	35.5200	0.7190	2.4310	0.8080
<i>Debt</i>	0.3900	1.065	0.0071	0.2090	0.5340
<i>wratio</i>	0.1770	0.6670	0	0.1060	0.5990
<i>FAR</i>	0.2020	0.9710	0	0.1520	0.7550
<i>ATO</i>	0.6050	11.3400	0.0038	0.4240	0.7000
<i>Mshare</i>	0.1770	5.9100	0	0.2320	1.3080
<i>cl</i>	3.0790	6270	-3.3930	63.4400	20.6000
<i>size</i>	22.1200	30.7300	19.2300	1.4440	0.0653
<i>mage</i>	48.9300	61.8600	35.6000	3.2930	0.0673
<i>wn</i>	18.9000	56	8	5.1070	0.2700
<i>medu</i>	3.3120	6	1	0.5000	0.1510

5. 实证结果与分析

5.1. 基准回归

5.1.1. 债务融资与企业绩效

为了研究债务融资对企业绩效的影响，本文对模型(1)进行回归，结果详见表 3。由表 3 中的回归(1)可以看出，在其他条件不变的情况下，资产负债率与托宾 Q 值在 1%的水平上显著负相关，表明债务融资对企业绩效有负向影响，即 H1 成立。

Table 3. Regression results
表 3. 回归结果

	(1) <i>TobinD</i>	(2) <i>Debt</i>	(3) <i>TobinD</i>
<i>FAR</i>	-1.7340*** (-11.8400)	-0.0260** (-2.4000)	-1.6670*** (-11.3600)
<i>ATO</i>	-0.0841 (-1.6300)	0.0491*** (13.0400)	-0.0772 (-1.5000)
<i>Mshare</i>	1.4210*** (13.1700)	-0.1190*** (-15.2200)	1.3750*** (12.7600)
<i>cl</i>	-0.0002 (-0.6500)	0.0000 (1.3900)	-0.0002 (-0.6500)

续表

<i>size</i>	-0.4370*** (-19.4500)	0.08470*** (59.8300)	-0.4410*** (-19.6600)
<i>mage</i>	0.0039 (0.5300)	-0.0047*** (-8.6300)	0.0060 (0.8000)
<i>wn</i>	0.0113** (2.2700)	0.0019*** (5.1100)	0.0120** (2.4000)
<i>medu</i>	0.5260*** (11.5800)	-0.0121*** (-3.6300)	0.5210*** (11.4900)
<i>Debt</i>	-2.2250*** (-16.2700)		-1.1840*** (-5.3000)
<i>wratio</i>		-0.0949*** (-6.0500)	2.9770*** (6.9500)
<i>wd</i>			-5.8410*** (-5.6900)
<i>_cons</i>	11.5400*** (23.2300)	-1.2340*** (-34.8300)	10.9700*** (21.5300)
<i>N</i>	9857	9857	9857

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

5.1.2. 债务融资与企业绩效

为了研究女性高管对债务融资的影响，本文对于模型(2)进行回归，由表3中的回归结果(2)可以看出，女性高管对资产负债率有负向影响，即H2成立。

5.1.3. 女性高管、债务融资与企业绩效

为了研究女性高管在债务融资对企业绩效产生影响的机制中所发挥的作用，本文对模型(3)进行回归，由表3中的回归结果(3)可以看出，女性高管系数为正，女性高管对企业绩效有显著正向影响；交乘项系数为负，女性高管与资产负债率的交乘项对企业绩效有负向影响，即H3成立。

5.2. 稳健性检验

在研究过程中，变量不同的衡量方法和不同的指标选取原则都使得研究结果产生或多或少的偏差。为了使本文的结论更加稳健可信，降低由于因变量选取原则的不同对实证结果造成生的偏差，本文采用更换被解释变量测度指标的方法检验研究结论是否可靠。本文在对因变量进行度量的时候，选取的是托宾QD值，因此本文在稳健性检验的时候选用托宾QC值替代原先的托宾QD值对模型(1)和(3)进行回归，其中托宾QC值 = 市场价值B/期末总资产。对于模型(2)本文选用资产负债率的倒数进行替代，也重新进行回归。结果如表4所示。

由表4可知，回归结果(4)与回归结果(1)相同，资产负债率的系数为负，说明资产负债率与托宾QC值负相关；由回归结果(5)可知，资产负债率的倒数回归系数为正，说明女性高管与债务融资负相关，与H2一致；回归结果(6)与回归结果(3)的系数符号相同，更加有力地验证了女性高管的调节作用成立。

Table 4. Robustness check
表 4. 稳健性检验

	(4) <i>TobinC</i>	(5) <i>lev</i>	(6) <i>TobinC</i>
<i>Debt</i>	-1.8670*** (-15.6800)		-0.8410*** (-4.3200)
<i>FAR</i>	-1.3400*** (-10.5000)	-1.7600*** (-5.7900)	-1.2800*** (-10.0200)
<i>ATO</i>	0.0340 (0.7600)	-1.1280*** (-10.6600)	0.0397 (0.8800)
<i>Mshare</i>	1.3100*** (13.9300)	2.3290*** (10.5600)	1.2670*** (13.4900)
<i>cl</i>	-0.0002 (-0.7000)	-0.0005 (-0.7600)	-0.0002 (-0.7000)
<i>size</i>	-0.4350*** (-22.2500)	-0.9370*** (-23.5700)	-0.4390*** (-22.5000)
<i>mage</i>	0.0140** (2.1800)	0.0181 (1.1800)	0.0154** (2.3700)
<i>wn</i>	0.0087** (2.0000)	-0.0167 (-1.6200)	0.0091** (2.0900)
<i>medu</i>	0.4630*** (11.7000)	0.2060** (2.1900)	0.4580*** (11.6000)
<i>wratio</i>		0.8760** (1.9900)	2.8380*** (7.6000)
<i>Wd</i>			-5.7870*** (-6.4700)
<i>_cons</i>	10.7400*** (24.8200)	24.0400*** (24.1600)	10.2400*** (23.0800)
<i>N</i>	9857	9857	9857

6. 结论与启示

6.1. 研究结论

本文在掌握相关理论的基础上，选取了十年的上市企业数据进行实证分析，研究债务融资对企业绩效产生的影响，以及女性高管在该影响机制中扮演的角色本文研究结论如下：

1) 在其他条件相同时，债务融资对企业绩效有负向影响。负债融资在一定程度上会增加企业经营成本和经营风险，而且根据信息传递理论，当企业选择负债融资时会向外界传递出经营状况不佳的信息，从而影响企业后续的融资能力，最终影响企业绩效。

2) 在其他条件相同时，女性高管对债务融资有负向影响，女性高管倾向于减少债务融资。女性高管

风险厌恶程度更高, 倾向于降低风险承担水平, 她们会偏向于采取谨慎和保守的手段进行债务融资。

3) 在其他条件相同时, 女性高管会作为调节变量, 在一定程度上抑制债务融资对于企业绩效的负向作用。女性高管会倾向于减少债务融资的规模, 在进行债务融资时也更倾向于选择短期负债, 减少长期负债, 这样会降低由债务融资带来的经营风险。

6.2. 政策建议

1) 完善企业债务融资机制, 规范相关法律法规

在完备的市场经济体制中, 企业选择外部债务融资方式可以促进管理者提高工作效率, 提升企业业绩, 从而按时还款以避免由无法按时还款所带来的不良后果。除此之外, 债务融资还可以统一经营者和所有者的利益, 缓解两者之间的利益冲突, 降低代理费用。但是, 由于我国的资本市场还不够完善, 融资机制并不能完全发挥作用, 许多研究结论都表明债务融资并不能发挥其对企业绩效的整体提升作用。因此, 我国的外部市场融资环境需要进一步完善, 制定和完备相关法律法规, 让债务融资能够充分发挥它对公司价值的正向促进作用。

2) 完善高管选拔机制, 充分发挥女性高管作用

在竞争越来越激烈的市场环境下, 企业的发展并不是由一个人可以完全决定的, 企业的发展更加依赖于聚集了各类专门人才的高管团队, 因此团队的性质会对企业产生举足轻重的作用。女性高管的敏感、谨慎等特质可以减少高管团队中的过度自信程度, 减少企业过度投资的概率, 降低企业过度负债带来的风险, 女性高管也因此越来越多的决策方面发挥作用。但是由于性别歧视等原因, 女性相对于男性来说进入高管层的难度更大。因此, 应该完善高管选拔机制, 提倡企业管理层多元化, 充分发挥女性高管的作用, 保证优秀的女性高管可以顺利进入企业给管理层, 让企业可以从更多元, 更创新的角度去解决问题, 促进企业发展。

6.3. 研究不足与未来展望

本文在写作过程中还存在一些不足之处。首先, 本文在研究债务融资与企业绩效的关系以及女性高管在债务融资影响企业绩效的机制中所发挥的调节效用时, 由于数据处理的复杂性并没有选用非上市公司的数据, 因此本文的研究结论是否对非上市企业也同样适用尚未探究。除此之外, 由于不同行业的债务融资偏好不同, 不同行业债务融资对企业绩效的作用情况可能不尽相同, 在以后的研究中可以分行业研究, 探求债务融资对于企业绩效的具体影响。

致 谢

我要感谢我的导师。从论文的选题、文献的采集、框架的设计、结构的布局到最终的论文定稿, 从内容到格式, 从标题到标点, 他都费尽心血。老师严谨的治学态度、渊博的学识和对学生认真负责的态度都深深的感染了我, 激励我严格要求自己, 为自己的学习生涯画上了一个完美的句号。在论文撰写的过程中, 他实时跟进论文完成进度并督促认真完成论文, 及时提出重要的修改意见并对我进行耐心的指导, 同时在我出现问题时耐心指导我、不断鼓励我。

参考文献

- [1] 曾爱民, 魏志华, 李先琦. 女性高管对企业税收激进行为的影响[J]. 财经科学, 2019, 3(8): 110-122.
- [2] 曾春影, 茅宁. 女性 CEO 与企业捐赠——基于利他视角的实证研究[J]. 经济管理, 2018, 2(1): 3-11.
- [3] 常梦梦. CFO 性别、财务稳健性与企业融资决策关系分析[J]. 商业经济研究, 2015(8): 93-95.
- [4] 陈宝杰. 女性参与高管团队对企业创新绩效的影响——来自中国中小板上市公司的实证分析[J]. 科技进步与对

- 策, 2015, 32(5): 146-150.
- [5] 陈鑫萍, 邹能锋. 农业上市公司债务融资期限结构对企业业绩的影响研究[J]. 社会科学(云南农业大学学报), 2019, 13(2): 108-113.
- [6] 淦未宇, 肖金萍. 女性高管、权力强度与企业慈善捐赠——基于我国民营上市公司的实证研究[J]. 管理学报, 2019, 11(4): 52-62.
- [7] 胡志颖. 女性 CEO、社会信任和公司融资约束[J]. 经济管理, 2015(8): 88-98
- [8] 黄志忠, 薛清梅, 宿黎. 女性董事、CEO 变更与公司业绩——来自中国上市公司的证据[J]. 经济评论, 2015, 6(6): 132-143.
- [9] 金智, 宋顺林, 阳雪. 女性董事在公司投资中的角色[J]. 会计研究, 2015, 6(5): 32-47.
- [10] 况学文, 彭迪云, 林妮. 女性董事改善了公司财务绩效吗?——基于我国上市公司的经验证据[J]. 江西社会科学, 2012, 32(4): 218-223.
- [11] 李健, 陈传明. 企业家政治关联、所有制与企业债务期限——基于转型经济制度背景的实证研究[J]. 金融研究, 2013, 3(3): 17-23.
- [12] 李茹燕. 女性高管与企业绩效——基于中国上市公司的实证分析[J]. 社会科学(佛山科学技术学院学报), 2017(1): 64-75.
- [13] 李世刚. 女性高管、过度自信与上市公司融资偏好——来自中国资本市场的经验证据[J]. 经济经纬, 2014(2): 92-96.
- [14] 林钟高, 丁茂恒. 内部控制缺陷及其修复对企业债务融资成本的影响——基于内部控制监管制度变迁视角的实证研究[J]. 会计研究, 2017, 3(4): 73-80.
- [15] 刘磊, 王亚星, 潘俊. 经济政策不确定性、管理层治理与企业债务融资决策[J]. 山西财经大学学报, 2019, 41(11): 83-97.
- [16] 刘晓光, 刘元春. 杠杆率、短债长用与企业表现[J]. 经济研究, 2019, 6(7): 127-141.
- [17] 刘行, 赵健宇, 叶康涛. 企业避税、债务融资与债务融资来源——基于所得税征管体制改革的断点回归分析[J]. 管理世界, 2017, 6(10): 113-129.
- [18] 陆嘉玮, 陈文强, 贾生华. 信贷配置偏好、贷后债务治理与房地产企业投资[J]. 金融经济研究, 2017, 3(6): 3-12.
- [19] 马红, 侯贵生, 王元月. 产融结合与我国企业投融资期限错配——基于上市公司经验数据的实证研究[J]. 南开管理评论, 2018, 21(3): 46-53.
- [20] 马倚虹, 马骥. 上市公司债务融资与公司绩效关系的实证分析[J]. 吉林工商学院学报, 2016, 32(5): 32-36.
- [21] Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure. *Journal of Finance*, **11**, 305-360.
- [22] Kwong, C., Jones-Evans, D. and Thompson, P. (2012) Differences in Perceptions of Access to Finance between Potential Male and Female Entrepreneurs: Evidence from the UK. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, **18**, 75-97. <https://doi.org/10.1108/13552551211201385>
- [23] 任颀, 王峥. 女性参与高管团队对企业绩效的影响: 基于中国民营企业的实证研究[J]. 南开管理评论, 2010, 13(5): 81-91.
- [24] 宋艳萍. 债务融资与企业绩效的关系探究——以中国房地产上市公司为例[J]. 财会月刊, 2015, 5(21): 43-56.
- [25] Wu, S. (2019) Debt Financing Structure, Ownership Concentration and Firm Performance: A Comparison of the Listed State-Owned and Non-State-Owned CMNEs. *Journal of Chinese Economic and Business Studies*, **17**, 147-168. <https://doi.org/10.1080/14765284.2019.1615243>
- [26] 万旭仙, 王虹, 何佳. 金融资产配置是否扩大了高管薪酬差距[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2019, 39(9): 25-39.
- [27] Carter, D.A., Simkins, B.J. and Simpson, W.G. (2003) Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *Financial Review*, **38**, 33-53. <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00034>
- [28] Gul, F.A., Srinidhi, B. and Ng, A.C. (2011) Does Board Gender Diversity Improve the Informativeness of Stock Prices? *Journal of Accounting and Economics*, **51**, 314-338. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.01.005>
- [29] 王清, 周泽将. 女性高管与 R&D 投入: 中国的经验证据[J]. 管理世界, 2015, 3(5): 33-49.
- [30] 王彩萍, 普涵艺, 代姗姗. 女性高管会提升旅游企业绩效吗?——来自旅游上市公司的经验研究[J]. 旅游学刊, 2020, 35(2): 26-37.
- [31] Dang, T.V. and Xu, Z. (2018) Market Sentiment and Innovation Activities. *Journal of Financial and Quantitative*

-
- Analysis*, **53**, 1135-1161. <https://doi.org/10.1017/s0022109018000078>
- [32] 王运通, 姜付秀. 多个大股东能否降低公司债务融资成本[J]. 世界经济, 2017, 40(10): 119-143.
- [33] Dimitris, M. and Maria, P. (2015) Testing the Peeking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, **3**, 217-224.
- [34] 卫旭华, 刘咏梅, 岳柳宵. 商管团队权力不平等对企业创新强度的影响——有调节的中介效应[J]. 南开管理评论, 2013, 18(3): 24-33.
- [35] 谢霏, 后青松, 朱秀丽. 女性能顶半边天?——基于机构投资者持股的视角[J]. 经济与管理研究, 2018, 2(1): 116-125.
- [36] 徐细雄, 李摇琴. 高管性别、制度环境与企业 CSR 决策[J]. 科研管理, 2018, 5(3): 80-89.
- [37] 徐忠. 新时代背景下中国金融体系与国家治理体系现代化[J]. 经济研究, 2018, 6(7): 4-20.
- [38] 薛媛. 高管团队特征与二元性创新的关系研究[J]. 财会通讯, 2018, 5(32): 63-66.
- [39] 杨雨尘. 女性高管、过度投资与企业绩效[J]. 商场现代化, 2021, 20(33): 10-13.
- [40] 叶陈刚, 裘丽, 张立娟. 公司治理结构、内部控制质量与企业财务绩效[J]. 审计研究, 2016, 10(2): 123-143.
- [41] Berger, G., Kaechele, H. and Pfeffer, H. (2006) The Greening of the European Common Agricultural Policy by Linking the European-Wide Obligation of Set-Aside with Voluntary Agri-Environmental Measures on a Regional Scale. *Environmental Science & Policy*, **9**, 509-524. <https://doi.org/10.1016/j.envsci.2006.05.006>
- [42] Houcine, A. (2017) The Effect of Financial Reporting Quality on Corporate Investment Efficiency: Evidence from the Tunisian Stock Market. *Research in International Business and Finance*, **42**, 321-337. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.066>
- [43] Hui, E.C.M., Dong, Z., Jia, S. and Lam, C.H.L. (2017) How Does Sentiment Affect Returns of Urban Housing? *Habitat International*, **64**, 71-84. <https://doi.org/10.1016/j.habitatint.2017.04.013>