

女性董事、盈余质量与债务代理成本

韩雅洁^{1,2}(博士)

【摘要】大量证据显示,董事性别会影响其决策行为和效果,对公司治理产生影响。以心理学、管理学等方面的相关研究作为理论基础,以2007~2017年A股上市公司为样本,实证分析女性董事对债务代理成本的影响机制,并检验盈余质量对女性董事与债务代理成本之间关系的影响。研究发现:女性董事的存在对债务代理成本并无显著影响,但政府背景女性董事、金融背景女性董事、学术背景女性董事以及女性监督董事均会对上市公司债务代理成本起到约束作用。进一步研究显示,在非政府控制样本中,随着上市公司盈余质量变差,股东对债权人风险转嫁的机会更大、动机更强时,金融背景女性董事和女性监督董事对债务代理成本的抑制作用更加显著。研究为上市公司通过董事会治理结构影响债务代理成本提供了可借鉴的实证依据。

【关键词】女性董事; 债务代理成本; 盈余质量; 董事会治理结构

【中图分类号】F275 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2019)18-0082-10

一、引言

上市公司制定决策的方向是提高企业绩效,降低代理成本。在我国,由于当前债务监管不严厉,导致债务代理问题较为严重。在上市公司控制链条复杂化的情况下,股东以筹集债务资金为由进行关联方交易或借资产重组等方式进行资产转移,或是通过关联公司的相互担保过度扩大贷款规模,以此增加债务代理成本,损耗债权人的利益。因此,如何缓解两者之间的代理冲突成为完善上市公司治理的重要方面。翻阅大量文献发现,女性董事在参与公司治理过程中更倾向于加强资金监管和风险规避^[1],并具有更高的道德标准。那么,作为公司治理内部核心的董事会成员,女性董事是怎样利用自身的性格特征来更有力地监督股东、有效保护债权人利益的呢?本文从女性董事数量、质量特征两方面入手,试图研究我国上市公司女性董事对债务代理成本的影响,以及盈余质量对女性董事降低债务代理成本作用的影响。

本文的主要贡献在于:第一,在充分利用已有研究成果的基础上,以会计学、财务学等学科知识为支

撑,对女性董事和债务代理成本的作用机制进行理论分析,填补此类研究空白;第二,引入盈余质量,在区分上市公司最终控制人后,通过实证研究揭示出在盈余质量差的非政府控制上市公司中,具有金融背景的女性董事和女性监督董事对债务代理成本的抑制作用更加显著。本文的研究为董事会决策行为的影响因素提供了增量的经验证据,扩展了女性董事经济后果的相关研究。

二、文献综述

Jensen、Meckling^[2]认为,由于债务契约的存在,股东会做出次优的投资决策。通常来说,较高的收益意味着将要承担较高的风险,因此,如果这类投资具有高额收益率,一旦成功,上市公司股东就可以获取很大一部分的利润;而一旦由于高风险导致投资失败,基于有限连带责任契约,股东也仅需承担一部分责任而将大部分损失转嫁给债权人,造成债权人成为此类不良投资的最终“接盘侠”。因此,股东倾向于选择收益较高但风险较大的项目,而债权人则更倾向于选择低收益低风险的项目^[3]。故能否有效地监督股东,是降低债务代理成本的关键。

翻阅大量文献发现,女性董事参与公司治理有助于降低债务代理成本。究其原因,归纳如下:第一,女性董事更倾向于对上市公司进行严格监管^[4]。第二,女性董事对风险的偏好程度更低,在财务决策中更为谨慎,并善于咨询财务顾问^[5]。女性董事在履行董事会监督职责和制定公司方针决策时,能通过反对高风险项目、规避大额投资来降低风险,从而有效减少股东盲目投资可能给债权人和公司所带来的损失^[6,7]。

公司管理层常常会通过盈余操纵等手段来美化财务报表,从而增加由债权人承担风险的可能性,加大债务代理成本。谢盛纹、闫焕民^[8]研究显示,选择专业性较强的会计师事务所更有利于公司债务代理成本的降低。因此,高质量的会计信息有助于债权人监控股东的行为,抑制股东通过不恰当的投资操纵管理而侵占债权人利益的行为。此外,具有高质量盈余管理的上市公司能够获得更高的信用等级和更低的融资成本^[9]。因此,当盈余质量越高、会计信息质量越高时,股东侵占债权人利益的可能性就越低。

此外,女性董事出于对上市公司严格的监管以及更强的风险规避倾向,能够有效地抑制股东损害债权人利益的行为。因此,盈余质量越低,女性董事对债务代理成本的降低作用也会越显著。

截至目前,国内有关女性董事参与公司治理领域的研究大多只是说明了董事性别多元化与公司绩效之间的相关性,而忽略了女性董事发挥作用的途径,且鲜少有研究从代理成本的角度来研究女性董事对公司治理的影响。本文以沪深两市A股上市公司为样本,实证分析女性董事对债务代理成本的影响机制,并进一步检验在不同的实际控制人之下,盈余质量对女性董事与债务代理成本之间关系的影响。

三、理论分析与研究假设

(一)女性董事与债务代理成本

债权人与股东之间的代理冲突由上市公司负债融资引发,究其原因,主要体现在对公司投资项目的不同选择上。

鉴于股东对上市公司的操纵能力比债权人更强,并且更有能力影响公司经营决策的制定,因此,股东很可能会联合高管,做出损害债权人利益的决策和行为^[2]。通常,对股东盲目和不恰当投资的控制取决于债权人对股东信息的掌握程度。因此,有效地监督股东、抑制其盲目或过度的投资行为,将会降低

债务代理成本。

此时,谨慎的女性董事便有了用武之地。相比于男性董事,女性董事更倾向于对董事会决策表示质询,因此可以有效降低董事会决策受个人意见所左右的程度。此外,女性董事对风险的厌恶程度要高于男性董事,在面对控股股东盲目投资时更加倾向于规避风险、监督股东避免过度投资而引发债务危机,从而缓解股东与债权人之间的债务代理冲突^[5]。

据此,本文提出以下假设:

假设 1a:在其他条件相同时,女性董事参与公司治理有利于降低债务代理成本。

(二)高质量女性董事与债务代理成本

董事会的基本目标是为公司股东创造长期可持续发展的价值。而董事会决策职能的有效履行则与董事会成员多元化有关。董事会成员凭借其个人知识差异以及技能领域差异,会对董事会治理效率产生显著的影响。因此,女性董事的质量特征在监督控股股东、维护债权人利益方面也显得尤为重要。

独立董事制度的建立是为了完善上市公司治理结构,因此,独立董事的引入能起到制衡股东因信息不对称而对债权人进行利益损害的行为^[10]。企业的成败往往与决策者是否拥有广泛的社交网络有关。在政治关联方面,有政府官员背景的董事能给上市公司带来更多的债务融资和优惠的融资条件,减少债务风险带来的损失^[11]。此外,与银行关联的程度不仅会影响上市公司获取信贷融资的便利性,而且有助于缓解信息不对称性,从而降低债务融资成本。而具备丰富学术经历的董事会成员在将理论与实践融会贯通的能力上更胜一筹。女性董事对股东的投资行为进行有效的监管和审核,也必然会降低因投资失败而带来的损害债权人利益事件发生的可能性,因而,女性董事的监管特征显得尤为重要。借鉴 Faleye 等^[12]的分类方法,根据董事监管经验、工作经历和专业知识的不同,把在董事会的监督委员会服务或有监督经历或背景的女性董事称为女性监督董事。

除此之外,两名及以上女性董事参与公司治理能避免“装点门面”的可能性。因此,女性董事能否在公司拥有实际话语权和产生决策影响力不仅取决于质量特征,还取决于数量特征。

据此,本文提出以下假设:

假设 1b:在其他条件相同时,女性独立董事参与公司治理有利于降低债务代理成本。

假设 1c: 在其他条件相同时, 政府背景女性董事参与公司治理有利于降低债务代理成本。

假设 1d: 在其他条件相同时, 金融背景女性董事参与公司治理有利于降低债务代理成本。

假设 1e: 在其他条件相同时, 学术研究背景女性董事参与公司治理有利于降低债务代理成本。

假设 1f: 在其他条件相同时, 女性监督董事参与公司治理有利于降低债务代理成本。

假设 1g: 在其他条件相同时, 两名及以上女性董事参与公司治理有利于降低债务代理成本。

(三) 盈余质量与债务代理成本

根据债务代理理论, 债务代理冲突产生的根本原因是在两权分离的条件之下, 股东与债权人信息不对称, 从而导致股东在制定决策时并不会过多考虑债权人的利益而做出次优的投资决策, 而投资失败的绝大部分风险将会转嫁给债权人, 导致股东对债权人利益的损害。

会计数据是代理契约签订和执行的基础信息, 其质量的高低直接影响上市公司代理冲突的严重与否。因此, 优质的会计信息可以显著降低债权人替股东承担投资风险的可能性, 缓解股东和债权人之间的代理冲突, 降低债务代理成本。

据此, 本文提出以下假设:

假设 2: 在其他条件相同时, 高质量的盈余信息有利于降低债务代理成本。

(四) 盈余质量、女性董事与债务代理成本

女性董事所特有的责任感、独立性、细致性和保守性有助于降低公司债务代理成本, 提升公司业绩。而当公司审计质量较低, 即公司的委托代理问题比较严重时, 对股东的监督力度下降, 债务契约刺激股东做出次优投资决策的可能性增加, 即增加了债权人承担的风险。而出于女性董事谨慎性的个人特征和对公司监督工作负责的态度, 当债权人为股东承担错误代价的可能性较高时, 女性董事对债务代理成本的抑制作用更加显著。

据此, 本文提出以下假设:

假设 3: 在其他条件相同时, 盈余质量较差时, 女性董事降低债务代理成本的作用更加显著。

四、数据来源与研究设计

(一) 样本选择和数据来源

本文的研究样本为我国沪深两市的 A 股上市公司, 数据来源于国泰安 (CSMAR) 数据库。

同时, 为保证数据质量, 本研究依据以下标准对原始样本进行筛选: ①剔除 ST、*ST 等处于特殊交易状态的公司; ②剔除金融、保险业公司; ③剔除相关资料缺失和异常的公司。同时, 使用证监会二级行业划分标准 (2012 年版), 将样本上市公司划分为 19 个行业, 剔除金融、保险业之后剩余 17 个行业。为了避免股权分置改革和会计制度改革对研究结果的影响, 本研究选取了 2007~2017 年作为样本研究期间。经过上述筛选, 最终得到 2695 家上市公司样本、19941 个有效样本观测值。对主要连续变量进行了上下 1% 的 winsorize 处理, 资料分析采用 STATA 14.0 操作软件。

(二) 变量定义与说明

1. 被解释变量。在我国, 由于股东和债权人之间的关系相对复杂, 信息存在不对称性, 因此股东有机会将风险转移到债权人身上。通常情况下, 上市公司负债融资的主要来源有以下三种: 银行贷款、商业信用与债券融资。其中, 银行是上市公司债务融资的主要提供者。因此, 债务融资成本会随着上市公司债务代理成本的增加而增加, 而债务代理关系的恶化会导致银行采取一系列措施来维护自身的利益不受侵害, 如提高贷款门槛、设置较高的利率标准、增加贷款审核难度等。

本文借鉴秦莹和丁帅^[13]、周楷唐等^[14]的研究方法, 采用利息支出率作为上市公司债务代理成本的衡量指标。债务代理成本 (dcost) = 利息支出率 = 利息支出 / 长短期债务总额平均值。

2. 解释变量。为了保证女性董事的自身特征会对上市公司债务代理成本产生影响, 本文引入以下 7 个变量来衡量女性董事 (female): 女性董事比例 (feratio); 女性独立董事比例 (indferatio); 政府背景女性董事比例 (govferatio); 金融背景女性董事比例 (finferatio); 学术研究背景女性董事比例 (acaferatio); 女性监督董事比例 (supferatio)。关于女性监督董事, 先从三个方面提取监督董事的信息: 一是对监督任职的衡量, 若其目前在审计、薪酬、监事会等监督委员会任职, 取值为 1/3, 否则为 0; 二是对监督经历的衡量, 若其个人简历中含“总监”“审计”“监事”“监督”“巡视”“稽核”等内容, 取值为 1/3, 否则为 0; 三是对监督职称的衡量, 若其个人简历中含“会计师”“经济师”“资产评估师”“估价师”“税务师”以及“审计师”等内容, 取值为 1/3, 否则为 0。然后将上述三种情况汇总, 即将每家上市公司的所有女性董事

的分数加总,得出相应的分数总和作为分子,最后除以董事会总人数得出女性监督董事比例^[15]。此外,还引入是否存在两名及以上女性董事(fen)这一虚拟变量:若存在两名及以上女性董事,取1,否则取0。

本文采取国内外普遍采用的可操纵性应计利润的绝对值(da)作为盈余质量的替代变量。一般来说,可操纵性盈余的绝对值越大,盈余质量越差。Ball、Shivakumar^[16]研究显示,传统的线性应计模型设定由于遗漏应计项目,因此效果较差。基于此,如果在传统的Jones模型基础上将条件会计稳健性引入应计模型,可以提升应计模型的解释能力。Kothari等^[17]认为,上市公司业绩与应计水平利润之间具有一定的相关性,对比传统的Jones模型和修正的Jones模型,业绩配对Jones模型能更好地估计可操纵性应计利润。

本文借鉴黄梅和夏新平^[18]、刘斌等^[19]的研究方法,在传统的Jones模型中加入对业绩变量(ROA)的控制,来衡量业绩配对Jones模型,计算可操纵应计利润,并以其绝对值作为审计质量的代理变量。除此之外,为了降低小样本对计量结果的影响,确保研究结果的可靠性,将每年度每个行业低于15家上市公司的样本予以剔除。

$$TA_t = NI_t - CFO_t \quad (1)$$

$$\frac{TA_t}{A_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta REV_t - \Delta REC_t}{A_{t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} + \alpha_4 \frac{ROA_t}{A_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (2)$$

其中,TA表示总应计盈余,即为盈余净利润(NI)减去经营活动的现金流量(CFO),ΔREV表示销售收入的变动,ΔREC表示应收账款的变动,PPE表示厂房设备(对应会计准则中的固定资产),A表示总资产。本文采用模型(2)进行回归,取其回归残差,即为可操纵性应计利润(DA),再取DA的绝对值|DA|(下文中用da来表示)来衡量上市公司盈余质量。可操纵性应计利润的绝对值越大,盈余质量越差。

3. 控制变量。本文在现有研究的基础上选取了如表1所示的控制变量。除此之外,本文还控制了年度虚拟变量和行业虚拟变量,并对模型进行Robust异方差检验。变量的具体定义和衡量方法见表1。

(三)模型设定

本文利用模型(3)来检验女性董事对上市公司债务代理成本的影响,用模型(4)来检验盈余质量对

表 1 变量定义与衡量

变量类型	变量名称	变量代码	变量描述
被解释变量	债务代理成本	dcost	利息支出/长短期债务总额平均值
	女性董事比例	feratio	女性董事数量/董事会董事总数量
解释变量	女性独立董事比例	indferatio	女性独立董事数量/董事会董事总数量
	政府背景女性董事比例	govferatio	曾任或现任政府公务员女性董事数量/董事会董事总数量
	金融背景女性董事比例	finferatio	有金融背景女性董事数量/董事会董事总数量
	学术研究背景女性董事比例	acaferatio	在高校任职、科研机构任职或协会从事研究的女性董事数量/董事会董事总数量
	女性监督董事比例	supferatio	详见解释变量部分
	是否存在两名及以上女性董事	fen	若存在两名及以上女性董事,取1,否则取0
	盈余质量	da	可操纵性应计利润的绝对值
控制变量	利息保障倍数	ip	(净利润+所得税费用+财务费用)/财务费用
	速动比率	cur	(流动资产-存货)/流动负债
	流动比率	lr	流动资产/流动负债
	流动资产净利润率	cam	净利润×2/(流动资产期末余额+流动资产上年期末余额)
	自有资金比率	cifo	(经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额)/总资产
	固定资产比率	far	总固定资产/总资产
	公司成长性	tobitq	(总股本-境内上市的外资股B股)×今日收盘价A股当期值+境内上市的外资股B股×B股今日收盘价当期值×当日汇率/总资产
	公司规模	fsize	ln(总资产)
	资产收益率	roa	净利润/总资产平均余额
	资产负债率	lev	负债总额/资产总额
虚拟变量	最终控制人性性质	soe	若为政府控制取值为1,否则为0
	年度	year	根据样本期间2007~2017年设置年度虚拟变量
	行业	industry	根据2012年证监会行业分类标准设置行业虚拟变量

上市公司债务代理成本的影响,用模型(5)来进一步检验女性董事在不同的治理环境中与债务代理成本的关系。本文在引入控制变量时进行滞后一期处理。

$$dcost_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 female_{i,t} + \beta_1 ip_{i,t-1} + \beta_2 cur_{i,t-1} + \beta_3 lr_{i,t-1} + \beta_4 cam_{i,t-1} + \beta_5 cifo_{i,t-1} + \beta_6 far_{i,t-1} + \beta_7 tobitq_{i,t-1} + \beta_8 size_{i,t-1} + \beta_9 roa_{i,t-1} + \beta_{10} lev_{i,t-1} + \Sigma year + \Sigma industry + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$dcost_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 da_{i,t} + \beta_1 ip_{i,t-1} + \beta_2 cur_{i,t-1} + \beta_3 lr_{i,t-1} + \beta_4 cam_{i,t-1} + \beta_5 cifo_{i,t-1} + \beta_6 far_{i,t-1} + \beta_7 tobitq_{i,t-1} + \beta_8 size_{i,t-1} + \beta_9 roa_{i,t-1} + \beta_{10} lev_{i,t-1} + \Sigma year + \Sigma industry + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$dcost_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 female_{i,t} + \alpha_2 da_{i,t} + \alpha_3 female_{i,t} \times da_{i,t} + \beta_1 ip_{i,t-1} + \beta_2 cur_{i,t-1} + \beta_3 lr_{i,t-1} + \beta_4 cam_{i,t-1} + \beta_5 cifo_{i,t-1} + \beta_6 far_{i,t-1} + \beta_7 tobitq_{i,t-1} + \beta_8 size_{i,t-1} + \beta_9 roa_{i,t-1} + \beta_{10} lev_{i,t-1} + \Sigma year + \Sigma industry + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

五、实证检验与结果分析

(一)描述性统计

表2报告了主要变量的描述性统计结果。女性董事比例(feratio)的平均值为0.144,表明在上市公司董事中,女性董事占比为14.4%,且其最大值已达到100%,高于1999~2007年女性董事比例平均值10%和其最大值70%^[20]。

由此可见,我国上市公司对董事会性别多样化的重视程度不断提高。然而相比发达国家而言,我国的女性董事比例还是不足,如2013年美国上市公司女性董事人数占董事会总人数的比率达到46%^[21]。

此外,优质的女性董事,特别是金融背景女性董事和女性监督董事仍然只占极少数。而是否存在两名及以上女性董事(fen)的平均值为34.8%,表明我国一半以上的上市公司仍然存在聘请女性董事仅为“装点门面”的现象。

(二)回归结果分析

表3报告了模型(3)的回归结果。由回归(1)可以看出,女性董事与债务代理成本负相关,但相关性不显著,说明上市公司确实存在聘请女性董事作为装点门面的“花瓶董事”现象^[22]。回归(2)~(7)结果显示:女性独立董事与债务代理成本正相关,但相关性不显著;政府背景女性董事、金融背景女性董事、学术研究背景女性董事以及女性监督董事与上市公司债务代理成本分别在1%、1%、5%和1%的水平上显著负相关;至少两名及以上女性董事与债务代理成本负相关,但结果并不显著。

表2 主要变量的描述性统计

变量	观测数	平均值	中位数	标准偏差	最小值	最大值
dcost	22462	0.020	0.016	0.051	0.000	5.754
da	20775	0.079	0.043	0.211	0.000	4.565
feratio	22334	0.144	0.111	0.135	0.000	1.000
indferatio	22334	0.067	0.000	0.086	0.000	0.667
govferatio	22334	0.034	0.000	0.046	0.000	0.500
finferatio	22344	0.026	0.000	0.069	0.000	0.600
acaferatio	22334	0.041	0.000	0.076	0.000	0.857
supferatio	22334	0.012	0.000	0.040	0.000	0.429
fen	22334	0.348	0.000	0.310	0.000	1.000

因此整体看来,董事性别是影响债务代理成本的重要因素,而女性董事的数量特征不能导致其参与公司治理以达到降低代理成本的目的,女性董事的质量特征才能对债务代理成本产生治理效果。

进一步横向对比来看,女性监督董事参与公司治理对债务代理成本的抑制作用更加显著(T值为-4.12),这一结果可能归结于监督董事具有的专业背景(如审计、会计、财税等)可以为上市公司带来更多的监督理念与技能。当在审计、薪酬、提名委员会中存在足够多的监督董事时,女性监督董事会在事前对股东的投资举措进行强有力的审核,并在事后更倾向于保护债权人利益^[23],女性监督董事在保护债权人利益上具有关键性的作用。

表4报告了模型(4)的回归结果。从回归(1)可以看出,在全样本回归中,可操纵性应计利润的绝对值与债务代理成本在1%的水平上显著正相关。因此,盈余质量越差,上市公司债务代理成本越高。

由于实际控制人类型的不同会导致信贷违约的不同,对债务代理成本的影响也会不同,因此,本文将区分不同的终极控制人进行回归。横向对比发现,政府控制样本和非政府控制样本中的可操纵性应计利润的绝对值与债务代理成本均在1%的水平上显著正相关,而在非政府控制样本中,此种关系更显著。这可能归结于在非政府控制的民营上市公司中,存在较强的债务约束,因此盈余质量与债务代理成本的关系更敏感^[24]。

表5~表7分别列示了在全样本、政府控制样本以及非政府控制样本中的盈余质量对女性董事降低上市公司债务代理成本作用的影响的多元回归结果。

表5显示,在全样本中无法确定盈余质量对女性董事与债务代理成本间关系的影响。因此,本文把样本按照最终控制人性性质分成政府控制样本以及非

表 3 女性董事对上市公司债务代理成本的影响

变量	模型(3)						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
feratio	-0.019 (-1.32)						
indferatio		0.022 (1.22)					
govferatio			-0.007*** (-3.60)				
finferatio				-0.008*** (-3.51)			
acaferatio					-0.004** (-2.07)		
supferatio						-0.012*** (-4.12)	
fen							-3.594e ⁻⁴ (-0.83)
ip	-5.23e ⁻⁸ (-1.36)	-6.00e ⁻⁸ (-1.57)	-5.83e ⁻⁸ (-1.50)	-5.28e ⁻⁸ (-1.32)	-5.19e ⁻⁸ (-1.36)	-5.59e ⁻⁸ (-1.41)	-5.25e ⁻⁸ (-1.38)
cur	-0.601e ⁻⁴ (-0.15)	-0.819e ⁻⁴ (-0.21)	0.798e ⁻⁴ (0.22)	-0.888e ⁻⁴ (-0.25)	-0.776e ⁻⁴ (-0.20)	0.127e ⁻⁴ (0.37)	-0.869e ⁻⁴ (-0.22)
lr	-3.700e ⁻⁴ (-0.91)	-3.548e ⁻⁴ (-0.87)	-4.375e ⁻⁴ (-1.18)	-4.423e ⁻⁴ (-1.21)	-3.582e ⁻⁴ (-0.88)	-4.694e ⁻⁴ (-1.34)	-3.476e ⁻⁴ (-0.86)
cam	0.006*** (2.83)	0.006*** (2.81)	0.006*** (2.82)	0.007*** (3.08)	0.006*** (2.81)	0.007*** (3.08)	0.006*** (3.03)
cifo	0.029*** (4.82)	0.029*** (4.82)	0.029*** (4.84)	0.029*** (5.00)	0.029*** (4.81)	0.029*** (5.01)	0.029*** (5.00)
far	0.026*** (12.49)	0.026*** (13.47)	0.026*** (13.52)	0.026*** (13.58)	0.026*** (13.50)	0.026*** (13.67)	0.026*** (13.73)
tobitq	-1.800e ⁻⁴ *** (-2.06)	-1.735e ⁻⁴ *** (-2.02)	-1.705e ⁻⁴ *** (-2.00)	-1.689e ⁻⁴ *** (-1.97)	-1.748e ⁻⁴ *** (-2.04)	-1.730e ⁻⁴ *** (-2.03)	-1.786e ⁻⁴ *** (-2.04)
fsize	1.360e ⁻⁴ (0.53)	1.760e ⁻⁴ (0.69)	1.587e ⁻⁴ (0.63)	1.628e ⁻⁴ (0.64)	1.483e ⁻⁴ (0.58)	1.571e ⁻⁴ (0.62)	1.498e ⁻⁴ (0.59)
roa	-0.036*** (-5.77)	-0.036*** (-5.76)	-0.036*** (-5.77)	-0.037*** (-5.80)	-0.036*** (-5.76)	-0.037*** (-5.81)	-0.035*** (-5.90)
lev	0.006*** (4.27)	0.006*** (4.28)	0.006*** (4.30)	0.006*** (4.32)	0.006*** (4.27)	0.006*** (4.33)	0.006*** (4.36)
year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	0.015*** (2.66)	0.014** (2.47)	0.014*** (2.58)	0.014*** (2.56)	0.014*** (2.60)	0.014*** (2.59)	0.014*** (2.58)
N	19941	19941	19941	19941	19941	19941	19941
Adj. R ²	26.61%	26.68%	26.71%	26.61%	26.67%	26.84%	26.65%

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著,括号内的值为根据异方差调整后的稳健标准误计算的T值。下同。

政府控制样本进行进一步研究。

表6列示了在6643个政府控制样本中,盈余质量对女性董事降低上市公司债务代理成本作用影响

的多元回归结果。其结果显示:在政府控股的上市公司中,女性董事、盈余质量以及这两者的交叉项与债务代理成本的关系并不能得出准确的结论。这可能归结于,政府控股上市公司的股东主体是国家,由所有者权益理论可知,现代公司经营的主要目标是在利润最大化的前提下满足投资者的利益需求,而政府控股的上市公司和银行作为权益资本和负债资本的资金注入者,两者的合作基础是利益共享,加之政府控股的上市公司出于社会责任和媒体监督,对其主要债权人和利益相关者——银行的违约更会降低,因为女性董事在此情况下的监督作用并不明朗^[24, 25]。

表7列示了在11880个非政府控制样本中,盈余质量对女性董事降低上市公司债务代理成本作用的影响的多元回归结果。结果显示:在非政府控制的民营上市公司中,债务代理成本明显受到金融背景女性董事、女性监督董事、盈余质量以及女性董事与盈余质量交叉作用的影响。且可操纵性应计利润的绝对值越大,即盈余质量越差,股东与债权人之间的信息不对称性越大、债务代

理成本越高时,金融背景女性董事以及女性监督董事对债务代理成本的抑制作用越显著。

进一步横向对比来看,在非政府控制样本中,相

表 4 盈余质量对上市公司债务代理成本的影响

变量	模型(4)		
	全样本	政府控制样本	非政府控制样本
	(1)	(2)	(3)
da	0.018*** (4.75)	0.014** (2.13)	0.018*** (4.23)
ip	-7.47e ⁻⁸ * (-1.67)	-3.49e ⁻⁷ (-1.06)	-7.71e ⁻⁴ * (-1.77)
cur	-3.293e ⁻⁴ (-0.82)	-9.581e ⁻⁴ ** (-1.96)	-4.874e ⁻⁴ (-0.91)
lr	-1.775e ⁻⁴ (-0.43)	-1.696e ⁻⁴ (-0.64)	4.78e ⁻⁵ (0.09)
cam	0.006*** (2.88)	0.005** (2.15)	0.007** (2.26)
cifo	0.028*** (6.65)	0.022*** (9.36)	0.030*** (6.11)
far	0.027*** (15.62)	0.029*** (13.18)	0.028*** (13.99)
tobitq	-2.005e ⁻⁴ ** (-2.05)	-8.001e ⁻⁴ ** (-4.58)	-1.48e ⁻⁴ ** (-1.78)
fsize	-2.87e ⁻⁵ (-0.11)	-0.001*** (-3.97)	5.111e ⁻⁴ (1.61)
roa	-0.037*** (-5.71)	-0.038*** (-3.83)	-0.036*** (-4.55)
lev	0.005*** (3.82)	0.005*** (3.05)	0.005*** (3.62)
year	控制	控制	控制
industry	控制	控制	控制
_cons	0.018*** (2.96)	0.047*** (5.90)	0.008 (1.21)
N	18628	6706	11922
Adj. R ²	28.20%	32.81%	28.32%

比于女性监督董事而言,金融背景女性董事在盈余质量差的上市公司中对债务代理成本的抑制作用更加显著(交叉项T值为-3.18),这一结果可能归结于金融背景董事能够利用自身的知识和经验,为上市公司的筹资行为更好地履行咨询和监督职能^[26],加之女性董事特有的谨慎性,使得具有金融背景的女性董事在监督股东投资、筹资行为,保护债权人利益方面起到重要的作用。

(三)稳健性检验

本文使用 Heckman 样本选择模型消除在估计过程中可能存在的内生性问题。

有研究显示,债务代理成本低的公司具有更高的治理水平,因而更倾向于扩大董事会成员的多元化,更倾向于聘请谨慎的女性董事以展示公司的进

表 5 盈余质量对女性董事降低债务代理成本作用的影响

变量	模型(5)			
	全样本			
	(1)	(2)	(3)	(4)
govferatio	0.001 (0.50)			
finferatio		-0.023 (-0.82)		
acaferatio			0.004 (1.55)	
supferatio				-0.007* (-1.86)
da	0.019*** (4.97)	0.019*** (4.86)	0.020*** (5.03)	0.018*** (4.82)
female×da	-0.129*** (-4.04)	-0.118*** (-3.96)	-0.121*** (-4.22)	-0.147*** (-3.03)
ip	-7.47e ⁻⁸ * (-1.69)	-7.16e ⁻⁸ (-1.56)	-6.78e ⁻⁸ (-1.58)	-7.55e ⁻⁸ * (-1.68)
cur	-2.880e ⁻⁴ (-0.76)	-2.739e ⁻⁴ (-0.75)	-2.989e ⁻⁴ (-0.74)	-1.792e ⁻⁴ (-0.52)
lr	-1.774e ⁻⁴ (-0.45)	-1.765e ⁻⁴ (-0.46)	-2.072e ⁻⁴ (-0.50)	-2.463e ⁻⁴ (-0.70)
cam	0.005*** (2.67)	0.006*** (2.88)	0.005*** (2.63)	0.006*** (2.92)
cifo	0.028*** (6.48)	0.028*** (6.65)	0.027*** (6.50)	0.029*** (6.72)
far	0.027*** (15.46)	0.027*** (15.49)	0.027*** (15.50)	0.027*** (15.54)
tobitq	-1.705e ⁻⁴ ** (-2.15)	-1.776e ⁻⁴ ** (-2.08)	-1.906e ⁻⁴ ** (-2.05)	-1.813e ⁻⁴ ** (-2.12)
fsize	-1.570e ⁻⁵ (-0.06)	-5.80e ⁻⁶ (-0.02)	-2.03e ⁻⁶ (-0.08)	-1.33e ⁻⁶ (-0.05)
roa	-0.037*** (-5.56)	-0.038*** (-5.57)	-0.037*** (-5.55)	-0.039*** (-5.65)
lev	0.005*** (3.86)	0.005*** (3.86)	0.005*** (3.69)	0.005*** (3.82)
year	控制	控制	控制	控制
industry	控制	控制	控制	控制
_cons	0.017*** (3.02)	0.017*** (2.95)	0.016*** (2.81)	0.017*** (3.03)
N	18523	18523	18523	18523
Adj. R ²	28.50%	28.53%	28.57%	28.42%

步。此外,上市公司是否应有女性董事还可能受到公司治理环境等因素的影响,从而使得本文的研究可能存在子选择偏差问题。为了解决这些问题,本文借鉴 Srinidhi 等^[27]的研究方法,构建 Heckman 两阶段回归模型。

表 6 盈余质量对女性董事降低债务代理成本作用的影响

变量	模型(5)			
	政府控制样本			
	(1)	(2)	(3)	(4)
govferatio	0.006 (1.21)			
finferatio		0.010* (1.71)		
acaferatio			0.003 (0.78)	
supferatio				0.005 (0.59)
da	0.015** (2.47)	0.016*** (2.62)	0.015** (2.37)	0.014** (2.35)
female×da	-0.104** (-2.11)	-0.152*** (-2.67)	-0.071 (-1.42)	-0.102 (-0.99)
ip	-2.53e ⁻⁷ (-0.80)	-2.63e ⁻⁷ (-0.81)	-2.39e ⁻⁷ (-0.77)	-2.45e ⁻⁷ (-0.78)
cur	-0.001* (-1.95)	-0.001** (-2.11)	-8.708e ⁻⁴ * (-1.79)	-0.001* (-1.92)
lr	-1.157e ⁻⁴ (-0.43)	-5.73e ⁻⁵ (-0.22)	-2.291e ⁻⁴ (-0.88)	-1.05e ⁻⁴ (-0.37)
cam	0.007*** (3.42)	0.006*** (3.43)	0.006*** (3.33)	0.007*** (3.37)
cifo	0.022*** (9.36)	0.021*** (9.01)	0.022*** (9.80)	0.022*** (9.82)
far	0.029*** (13.13)	0.029*** (13.23)	0.029*** (13.20)	0.029*** (13.10)
tobitq	-6.753e ⁻⁴ *** (-3.74)	-7.557e ⁻⁴ *** (-4.89)	-7.103e ⁻⁴ *** (-4.13)	-7.453e ⁻⁴ *** (-4.77)
fsize	-0.051*** (-3.52)	-0.001*** (-3.68)	-0.001*** (-3.55)	-0.001*** (-3.66)
roa	-0.051*** (-7.01)	-0.050*** (-7.05)	-0.050*** (-6.98)	-0.050*** (-7.06)
lev	0.005*** (3.01)	0.006*** (3.14)	0.005*** (2.90)	0.005*** (2.95)
year	控制	控制	控制	控制
industry	控制	控制	控制	控制
_cons	0.044*** (5.46)	0.044*** (5.66)	0.044*** (5.51)	0.044*** (5.64)
N	6643	6643	6643	6643
Adj. R ²	33.56%	33.82%	33.49%	33.34%

首先对模型(6)进行Probit回归,得出逆米尔斯系数IMR^[28],然后将IMR作为控制变量加入模型(3)的回归分析中。

$$\text{femaledummy}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{tobitq}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{soe}_{i,t-1} + \alpha_3 \text{cfo}_{i,t-1} + \alpha_4 \ln b_{i,t-1} + \alpha_5 \text{ibr}_{i,t-1} + \alpha_6 \text{dual}_{i,t-1} + \alpha_7 \text{ip}_{i,t-1} + \alpha_8 \text{fsize}_{i,t-1} + \alpha_9 \text{growth}_{i,t-1} + \alpha_{10} \text{roa}_{i,t-1} +$$

表 7 盈余质量对女性董事降低债务代理成本作用的影响

变量	模型(5)			
	非政府控制样本			
	(1)	(2)	(3)	(4)
govferatio	-6.08e ⁻⁵ (-0.02)			
finferatio		-0.007** (-2.50)		
acaferatio			0.003 (1.16)	
supferatio				-0.010*** (-2.68)
da	0.020*** (4.38)	0.019*** (4.26)	0.020*** (4.46)	0.019*** (4.28)
female×da	-0.129*** (-3.31)	-0.108*** (-3.18)	-0.124*** (-3.80)	-0.151*** (-2.81)
ip	-8.16e ⁻⁸ * (-1.86)	-7.90e ⁻⁸ * (-1.71)	-7.26e ⁻⁸ * (-1.68)	-8.47e ⁻⁸ * (-1.90)
cur	-3.371e ⁻⁴ (-0.63)	-2.481e ⁻⁴ (-0.49)	-4.739e ⁻⁴ (-0.87)	-1.007e ⁻⁴ (-0.20)
lr	-4.18e ⁻⁵ (-0.08)	-9.05e ⁻⁵ (-0.19)	3.22e ⁻⁵ (0.06)	-2.218e ⁻⁴ (-0.47)
cam	0.006** (2.02)	0.007** (2.22)	0.006** (2.00)	0.007** (2.26)
cifo	0.029*** (5.95)	0.029*** (6.17)	0.028*** (5.89)	0.030*** (6.24)
far	0.028*** (13.89)	0.028*** (14.05)	0.028*** (13.92)	0.028*** (14.05)
tobitq	-1.248e ⁻⁴ * (-1.92)	-1.247e ⁻⁴ * (-1.80)	-1.443e ⁻⁴ * (-1.77)	-1.304e ⁻⁴ * (-1.89)
fsize	4.902e ⁻⁴ (1.58)	4.936e ⁻⁴ (1.58)	5.396e ⁻⁴ * (1.70)	4.88e ⁻⁴ (1.58)
roa	-0.034*** (-4.54)	-0.035*** (-4.49)	-0.033*** (-4.52)	-0.036*** (-4.57)
lev	0.005*** (3.63)	0.006*** (3.68)	0.005*** (3.54)	0.006*** (3.66)
year	控制	控制	控制	控制
industry	控制	控制	控制	控制
_cons	0.009 (1.32)	0.008 (1.26)	0.007 (1.09)	0.009 (1.32)
N	11880	11880	11880	11880
Adj. R ²	28.50%	28.51%	28.68%	28.50%

$$\alpha_{11} \text{lev}_{i,t-1} + \alpha_{12} \text{cifo}_{i,t-1} + \sum \text{year} + \sum \text{industry} \quad (6)$$

其中: femaledummy为女性董事虚拟变量,若上市公司董事会成员中包含女性董事,则赋值为1,否则为0; cfo表示现金流量,为经营活动产生的现金流量净额与期末资产总额的比值; ln b表示董事会规模,为董事会成员人数的自然对数; ibr表示独立董

事比例,为独立董事人数与董事会成员总人数的比值;dual衡量两职合一,董事长和总理由同一人担任时取1,否则取0;growth表示公司成长性,通过主营业务收入增长率来衡量。其余变量的定义与前文相同。

结果如表8所示:假设1c、1d、1e和1f得到验证。横向对比可以发现,女性监督董事的作用效果更加显著(T值为-4.05)。这一结果可能归结于监督董事具有的专业背景(如审计、会计、财税等)可以为上市公司带来更多的监督理念与技能,加大董事会对各个运作环节的监督力度,保护债权人利益^[23]。与上文的结论基本一致。

表8 Heckman两阶段回归结果

变量	加入逆米尔斯系数作为控制变量的模型(3)						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
feratio	-0.018 (-1.29)						
indferatio		0.002 (1.15)					
govferatio			-0.007*** (-3.63)				
finferatio				-0.008*** (-3.40)			
acaferatio					-0.004* (-1.89)		
supferatio						-0.012*** (-4.05)	
fen							-4.169e ⁻⁴ (-0.97)
lambda	0.002 (0.68)	0.001 (0.53)	0.001 (0.63)	0.014 (0.61)	0.016 (0.69)	0.013 (0.57)	0.014 (0.59)
year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	0.015*** (2.65)	0.014** (2.47)	0.014*** (2.58)	0.014*** (2.55)	0.015*** (2.61)	0.014*** (2.58)	0.014*** (2.58)
N	19952	19952	19952	19952	19952	19952	19952
Adj. R ²	26.48%	26.55%	26.57%	26.56%	26.54%	26.60%	26.54%

六、结论与建议

本文实证验证了女性董事数量与质量特征、盈余质量对债务代理成本的影响,研究表明:单纯的女性董事比例或女性董事数量并不能对上市公司股东行为产生实质性的监督作用;政府背景女性董事、金融背景女性董事、学术背景女性董事以及女性监督董事均会显著缓解上市公司股东与债权人之间的代理冲突。此外,女性董事数量并不是影响上市公

司债务代理成本的重要因素。同时,盈余质量越差,上市公司债务代理成本越高。本文又进一步考虑了最终控制人性质的影响,发现在非政府控制样本中,可操纵性应计利润的绝对值与债务代理成本的正相关性更显著。这可能归结于在民营上市公司中,存在较强的债务约束,因此盈余质量与债务代理成本的关系更敏感。

进一步研究加入了女性董事与可操纵性应计利润绝对值的交叉项,其结果显示:在非政府控制上市公司中,随着上市公司盈余质量变差,股东对债权人风险转嫁的机会越大、动机越强时,金融背景女性董事和女性监督董事对债务代理成本的抑制作用更加显著。横向对比来看,在非政府控制样本中,金融背景女性董事在盈余质量差的上市公司中对债务代理成本的抑制作用更加显著。这一结果可能归结于,金融背景董事能够利用自身的知识和经验,为上市公司的筹资行为更好地履行咨询和监督职能^[26],加之女性董事特有的谨慎性,使得具有金融背景的女性董事在监督股东投资、筹资行为,保护债权人利益方面起到重要的作用。

本文的主要贡献在于:第一,经验证据表明,女性董事凭借自身的素质能有效地降低上市公司股东侵占债权人利益的可能性,填补了女性董事参与公司治理对股东约束方面的研究空白。第二,引入盈余质量指标,实证揭示了在盈余质量低的非政府控制上市公司中,金融背景女性董事和女性监督董事对债务代理成本的抑制作用更加显著。本研究为董事会决策行为的影响因素提供了增量的经验证据,拓展了女性董事经济后果的相关研究。

综上所述,本研究可以为缓解我国上市公司董事会治理问题提供参考。第一,性别多元化的董事会结构能加大对股东的监督力度,减少对债权人利益的侵害;第二,在聘请女性董事时尤其要注重其质量特征,挑选具有真才实学的成员,并将女性董事安排在合乎其监督特征的岗位上,将女性特有的“监督”作用发挥出来;第三,为了防止股东投资不当并对债权人进行风险的转嫁,金融背景女性董事的作用也值得肯定。

主要参考文献:

- [1] 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(5):80~86.
- [2] Jensen M., Meckling W.. Theory of the firm:

- Managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1967 (4):305~360.
- [3] 童盼,陆正飞. 负债融资,负债来源与企业投资行为[J]. *经济研究*,2005(1):75~84.
- [4] Charness G., Gneezy U.. Strong evidence for gender differences in investment [J]. *Social Science Electronic Publishing*,2007(83):50~58.
- [5] Chen J., King T. H. D.. Corporate hedging and the cost of debt[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2014(29):21~245.
- [6] Huang J., Kisgen D. J.. Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives?[J]. *Journal of Financial Economics*,2013(3):822~839.
- [7] 祝继高,叶康涛,严冬. 女性董事的风险规避与企业投资行为研究——基于金融危机的视角[J]. *财贸经济*,2012(4):50~58.
- [8] 谢盛纹,闫焕民. 审计行业专业性、债务代理成本与违约成本——来自中国上市公司的经验证据[J]. *当代财经*,2013(6):110~120.
- [9] 卢闯,陈玲. 盈余质量与债务代理成本——兼论会计信息的公司治理作用[J]. *中央财经大学学报*,2011(9):87~91.
- [10] 王营,曹廷求. 董事网络增进企业债务融资的作用机理研究[J]. *金融研究*,2014(7):189~206.
- [11] 钱先航. 官员更替与贷款增长——基于城市商业银行的实证研究[J]. *世界经济文汇*,2012(3):41~57.
- [12] Faleye O., Hoitash R., Hoitash U.. The costs of intense board monitoring [J]. *Journal of Financial Economics*,2011(1):160~181.
- [13] 秦莹,丁帅. 我国上市公司股权结构对债务代理成本影响的实证研究[J]. *税务与经济*,2014(4):52~56.
- [14] 周楷唐,麻志明,吴联生. 持续经营审计意见是否具有额外价值?——来自债务融资的证据[J]. *会计研究*,2016(8):81~88.
- [15] 龚辉锋,茅宁. 咨询董事、监督董事与董事会治理有效性[J]. *管理科学学报*,2014(2):81~94.
- [16] Ball R., Shivakumar L.. The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition[J]. *Journal of Accounting Research*,2006(2):207~242.
- [17] Kothari S. P., Leone A. J., Wasley C. E.. Performance matched discretionary accrual measures [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2005 (1):163~197.
- [18] 黄梅,夏新平. 操纵性应计利润模型检测盈余管理能力的实证分析[J]. *南开管理评论*,2009(5):136~143.
- [19] 刘斌,刘睿,王雷. 契约执行环境、审计师变更与债务融资[J]. *审计研究*,2015(5):84~92.
- [20] 孙亮,周琳. 女性董事,过度投资与绩效波动——基于谨慎性视角的研究[J]. *管理评论*,2016(7):165~178.
- [21] Tate G., Yang L.. Female leadership and gender equity: Evidence from plant closure [J]. *Journal of Financial Economics*,2015(1):77~97.
- [22] 杨在军,牛伟娜,石晓飞. 女性董事,市场化进程与高管——员工薪酬差距[J]. *社会科学战线*, 2017(9):52~60.
- [23] Adams R. B., Hermalin B. E., Weisbach, M. S.. The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey [J]. *Journal of Economic Literature*,2010(1):58~107.
- [24] 熊剑,王金. 债权人能够影响高管薪酬契约的制定吗——基于我国上市公司债务成本约束的视角[J]. *南开管理评论*,2016(2):42~51.
- [25] 申香华. 银行风险识别,政府财政补贴与企业债务融资成本——基于沪深两市2007-2012年公司资料的实证检验[J]. *财贸经济*,2014(9):62~71.
- [26] Kroszner R. S., Strahan P. E.. Bankers on boards: Monitoring, conflicts of interest, and lender liability [J]. *Journal of Financial Economics*,2001(3):415~452.
- [27] Srinidhi B., Gul F. A., Tsui J.. Female directors and earnings quality [J]. *Contemporary Accounting Research*,2011(5):1610~1644.
- [28] 周泽将. 女性董事影响了审计努力程度吗[J]. *山西财经大学学报*,2014(5):101~111.
- 作者单位:**1. 吉林大学珠海学院金融与贸易学院,广东珠海 5190412; 2. 澳门科技大学商学院,澳门 999078