

女性高管、过度投资与企业价值的关系研究

陈金龙,肖玲

(华侨大学 工商管理学院,福建 泉州 362021)

[摘要]以2005—2012年我国A股上市公司为样本,对上市公司女性高管、过度投资以及企业价值之间的关系进行实证检验,结果表明:上市公司女性高管会对企业价值产生正向影响,且女性高管对上市公司的过度投资行为具有一定的抑制作用;上市公司女性高管对企业价值的提升是通过抑制企业过度投资实现的。

[关键词]女性高管;过度投资;企业价值;公司治理;风险偏好;非效率投资;高管性别差异

[中图分类号]F275 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2015)05-0077-09

一、引言

女性高管在商业领域中不断创造商业奇迹,取得的商业成就丝毫不逊于男性同行们。在美国,女性董事的比例长期维持在10%以上,最高曾达到15.2%^[1]。很多欧洲国家,如西班牙、挪威等,都强制要求董事会提高多元化以便加强董事会监督的有效性^[1-2]。随着我国改革开放的步伐不断加大,国民经济欣欣向荣,女性的社会地位也随之不断上升。理论界对女性高管与公司财务行为及公司价值的研究层出不穷,如Adams和Ferreira以及Martin等的研究^[2-3]。在我国,目前任颢和王峥等学者对女性高管展开了实证研究^[4]。但是,鲜有学者探究女性高管影响企业价值的作用机制,即研究中介变量在其中的中介作用。因此,为丰富关于女性高管的研究,本文试图分析女性高管、过度投资与企业价值三者之间的关系,以探究高管性别差异所导致的一些特质是否会对我国上市公司的非效率投资行为及企业价值产生影响,从而为提高管理层的内部结构多样性和发挥女性在公司治理中的作用提供经验证据。

二、文献综述

(一)女性高管与企业价值的关系

女性高管,指的是公司里的女性董事、女性监事以及其他女性高层管理者。国外已有许多学者对女性高管与企业价值的关系展开实证研究,如近期的Elsaid和Ursel^[5],Jurkus、Park和Woodard^[6],Faccio、Marchica和Mura^[7]都关注女性高管对公司决策和公司经营结果的影响,然而结论不一。有学者得出了“女性高管对企业价值产生积极影响”的结论,如Joy等的实证检验结果表明公司价值随着女性董事比例的增加而增加^[8],我国学者任颢和王峥的研究也支持女性高管能够显著提高企业价值(用托宾Q衡量)且这一作用随着女性高管的人力资本和社会资本的提高而显著增强的结论^[4]。Jurkus等的研究表明高管性别多样化会限制代理成本,而且对股票的风险调整收益具有正向作用^[6]。

[收稿日期]2015-03-01

[基金项目]教育部人文社科基金项目(12YJA630012)

[作者简介]陈金龙(1965—),男,福建龙海人,华侨大学工商管理学院教授,博士生导师,博士,主要研究方向为公司财务;肖玲(1989—),女,福建南平人,华侨大学工商管理学院硕士生,主要研究方向为公司财务。

有学者开始挖掘中介变量在女性高管影响企业经营结果过程中的作用。例如,Boohene等^[9]、Davis等^[10]。当然,也有结论表明女性高管与企业价值呈负相关关系,如Adams和Ferreira^[2]的研究,甚至也有结论证明女性高管与企业价值之间没有显著关系,如Ferrell和Hersch的研究结论表明董事会的结构与企业价值没有显著关系^[11]。继Ferrell和Hersch的研究之后,Rose^[12]、Campbell和Minguez^[13]的研究结果同样表明女性董事与公司价值没有呈现出显著相关性。

人具有社会属性,人是环境的产物,不同的区域条件、社会环境、风俗习惯、发展阶段会对人的行为产生不同影响,而且即使处于稳定的社会环境,样本的差异以及研究方法的差异也可能导致研究结论的不一致,如我国学者任颀和王峰^[4]、陈琳^[14]都以我国上市公司女性高管与企业价值的关系为研究对象,但是二者的研究结论却不同。

(二)女性高管的风险偏好对财务行为的影响

在风险态度方面,女性往往会表现出风险厌恶的内在特质。女性的这些内在特质已引起国内外研究者的兴趣,许多研究者已经对此展开了实证研究。例如,Breesch和Branson的研究发现,女性审计师比男性审计师更趋向于采取风险规避策略,同时相对于男性审计师而言,女性审计师检查出的潜在错误陈述更多^[15]。施丹和程坚的研究结论与Breesch和Branson的基本一致,他们以中国上市公司为样本,发现女性组审计师比男性组审计师更具有规避风险的倾向,所以她们会要求配给更多的审计人员和更充足的审计时间^[16]。Bellucci等检验了在银行业性别差异的影响,他们发现女性信贷员比男性信贷员更加喜欢风险规避,而且会限制对新借款人的信贷投放^[17]。

女性高管的风险态度对公司投资决策是有影响的。而后,Peng和Wei为研究CEO性别对投资决策的影响,选取1998—2003年美国标准普尔1500指数成分股公司(其中有121家公司的CEO是女性)为研究对象,采用配对分析法进行研究,实证结果显示,女性高管对投资时现金流的敏感性低于男性高管,这一现象在权益融资型公司更显著。他们认为这是由于男性在投资时往往表现得更为乐观^[18]。Martin等利用Lexisnexis数据库搜索到的发布于1992—2007年的70则女性CEO任命公告和70则男性CEO任命公告,采用事件分析法进行配对研究,结果发现,任命女性CEO后公司面临的风险显著降低,支持了市场认为女性CEO更加厌恶风险的观点^[3]。Faccio等人也论证了女性CEO经营的公司会采取风险性较低的投融资决定^[7]。Huang Jiekun和Kisgen发现女性CEO和女性CFO所在的公司更少进行并购,更少发行债券^[19]。女性高管风险厌恶特质还可以通过其提高企业会计稳健性体现出来。Krishnan和Parsons的研究发现,公司价值提升是因为女性CFO会显著提高公司的盈余质量,而并不是由于女性CFO导致的盈余管理^[20]。Barua等人的研究表明,女性高管在处理公司财务报告时会更加谨慎和保守^[21]。

以上研究结论都暗示着女性高管在投资时可能会更谨慎、更保守,但是也有少量文献研究认为性别对投资决策并没有很大的影响,出现不同的投资行为是由于个体对知识的获取量和认知能力的不同。

综上所述,理论界对女性高管的研究已经颇为成熟,涉及财务绩效、企业绩效、企业价值、企业财务行为等角度,研究方法既包括多元回归分析,也涉及事件分析法,但是以前者为主。现有学者主要采取两种方式来衡量女性高管,一是女性高管的比例,另一种是设虚拟变量。本文将同时采用这两种方式展开研究。

三、理论分析与研究假设

(一)女性高管与企业价值

Becker是人力资本理论的创始人之一,他认为个人在教育、技能以及经验方面的储备能够为企业所用并创造效益。因此,遵循这一理论精髓,一些学者认为女性高管拥有其独特的不同于男性高管的

人力资本,可以为提高企业价值作出贡献。越来越多的女性步入职场,她们具有与男性不同的思维方式和行为方式,偏重团队协作,考虑多方意见,这些特征给公司带来更多的新思想、新理念和新方式。Catalyst 为探索女性董事对公司经营绩效的影响,对 2001—2004 年美国《财富》500 强公司的数据展开对比分析,得出结论:女性董事会对公司的经营绩效产生正向影响,并且,在这些样本中,女性董事比例较高的公司的 ROE(净资产收益率)上升了 53%,ROI(投资收益率)上升了 66%,ROS(销售收益率)上升了 42%^[1]。Jurkus 等的研究结果也表明女性高管对公司的经营行为会产生积极作用^[6]。

高层梯队理论认为高管团队的年龄、教育、工作经验等人口统计学特征会影响到高管的战略选择从而影响企业绩效。高层梯队理论作为研究女性高管的重要理论,影响深远。年龄、经验知识水平、学历等人口统计特征是衡量女性高管个人特征的重要变量。同时,学者们也常用女性高管在团队中的比例作为高管性别多样化的衡量手段。基于这一理论,为探索女性高管所具有的特征,许多学者对女性高管的人口统计特征展开实证研究,他们认为女性高管的人口特征也能够影响企业的战略选择从而影响企业价值。在我国,女性的事业心越来越强,从商数量大幅上升,很多女性成功地领导着企业发展。任颀和王峥的研究结论也支持女性高管能够显著提高企业价值(用托宾 Q 衡量),且这一现象随着女性高管的人力资本和社会资本的提高而显著增强^[4]。

资源依赖理论认为组织处在开放性环境之中,必须要通过从环境中获得特定资源和外部进行交换,才有利于促进组织的发展。因此,企业的高层管理者必须能够向企业提供外部信息(包括行业信息以及竞争对手信息等),提供战略、技术营销及财务等专业意见。同时,企业的高层管理者还需为企业创造良好的沟通渠道,使得信息能够及时传递并发挥作用。而不同类型的管理者为企业提供的资源是不同的。女性与男性在先天特征方面拥有众多差异,所以这些先天差异也会导致男性和女性在后天中的态度和行为也不尽相同。比如,女性不仅思维缜密,还拥有细腻丰富的情感和善于沟通的耐心和技巧,有助于促进团队和谐,化解矛盾。因此,本文提出假设 1。

H₁:我国上市公司女性高管对企业价值具有正向影响。

(二)女性高管、过度投资和企业风险

风险偏好理论将个体分为风险偏好型、风险中性型和风险厌恶型。风险偏好理论关注的是决策主体对待风险态度的差异对决策产生的影响。企业的生产经营系统具有不确定性,这不仅是由于受到行业、市场环境等宏观经济因素的影响^[22],决策者的风险态度等行为因素也会对企业的经营产生影响^[23]。决策者的风险偏好不同,所估计的生产可能集、最优生产前沿面都会存在较大的差异^[24]。学者们从社会学、心理学和行为经济学角度出发的研究结果显示,在风险偏好方面,女性属于风险厌恶型。Byrnes 等对在不同的场合下男女实验者的风险冒险倾向进行了 16 项任务比较,其中 14 项结果显示女性明显比男性更加规避风险^[25]。女性的这种风险厌恶特质使得女性在做投资决策时会考虑多方意见,更加谨慎保守,更少做出过度投资行为。同时,过度自信理论指出人们在做决策时会由于对自身能力和知识的高估而产生偏差,由此,就会高估决策获得成功的可能性,并低估相关风险。社会心理学认为,男性和女性的心理是不同的,在做决策的过程中,通常男性会比女性更容易出现过度自信。因此,本文提出假设 2。

H₂:女性高管能够抑制公司过度投资行为。

(三)过度投资的中介效用

找到合理的中介变量才能够更清晰地揭示女性高管影响企业价值的作用机制。企业非效率投资会降低企业价值,而过度投资属于非效率投资,因此过度投资是企业价值降低的重要推手之一。由上文分析可知,女性高管的风险厌恶特质导致女性更少存在过度自信心理,在做投资决定时会更加保守和谨慎,她们会听取多方意见,避免盲目投资,所以女性高管对公司的过度投资行为会具有一定的抑制作用。由此,我们认为女性高管影响企业价值的作用机制是通过抑制公司的过度投资行为实现的,

因此,本文提出假设3。

H₃:女性高管通过抑制过度投资来提升企业价值。

四、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文选择2005—2012年的沪深A股上市公司作为初始样本,然后对数据进行如下处理:剔除金融类上市公司;剔除同时在B股、H股上市的公司;剔除数据不全的上市公司;为了消除极端值可能带来的影响,本文对所有连续变量在1%和99%分位数进行了Winsorize处理。最后,通过模型(1)的回归结果,本文筛选出4403个过度投资样本。本文数据主要来自CSMAR数据库(中国股票市场交易数据库),其中有关女性高管的数据均通过手工整理得来。企业的行业分类直接采用CSMAR数据库里的分类。

(二)变量说明与模型构建

1. 过度投资的计量模型

本文借鉴Richardson^[26]的做法,将公司总投资分为预期投资和非预期投资两大部分,用*growth*来代表公司的发展机会,并加入*eps*来表示股东的投资回报,构建出模型(1)。

$$inv_t = \alpha_0 + \alpha_1 inv_{t-1} + \alpha_2 age_{t-1} + \alpha_3 cash_{t-1} + \alpha_4 eps_{t-1} + \alpha_5 lev_{t-1} + \alpha_6 growth_{t-1} + \alpha_7 size_{t-1} + \alpha_8 return_{t-1} + \alpha_9 \sum industry + \delta \quad (1)$$

其中,*t*代表时间下标(从2005年至2012年),由模型(1)得到的正残差代表企业的过度投资程度。

2. 女性高管与企业价值的计量模型

参考国内外学者研究,本文以托宾*Q*值作为企业价值的代理变量,以女性高管的比例作为女性高管的代理变量,同时引入一些控制变量,包括企业上市年限、规模、资本结构、管理层规模、董事会规模、销售收入增长率、董事长与总经理是否两职合一、经营活动产生的现金流量净额、行业,构建出模型(2)。

$$TinQ = \beta_0 + \beta_1 gender_{t-1} + \beta_2 mansize_{t-1} + \beta_3 eps_{t-1} + \beta_4 age_{t-1} + \beta_5 size_{t-1} + \beta_6 heyi_{t-1} + \beta_7 bosize_{t-1} + \beta_8 growth_{t-1} + \beta_9 lev_{t-1} + \beta_{10} cf_{t-1} + \beta_{11} \sum industry + \delta \quad (2)$$

3. 女性高管与过度投资的计量模型

本文以模型(1)中的正残差为过度投资的代理变量,女性高管为自变量,建立模型(3)。

$$overi = \chi_0 + \chi_1 gender_{t-1} + \chi_2 mansize_{t-1} + \chi_3 eps_{t-1} + \chi_4 age_{t-1} + \chi_5 size_{t-1} + \chi_6 heyi_{t-1} + \chi_7 bosize_{t-1} + \chi_8 growth_{t-1} + \chi_9 cf_{t-1} + \chi_{10} \sum industry + \delta \quad (3)$$

4. 女性高管、过度投资与企业价值三者关系的计量模型

$$TinQ_t = \lambda_0 + \lambda_1 gender_{t-1} + \lambda_2 overi + \lambda_3 mansize_{t-1} + \lambda_4 eps_{t-1} + \lambda_5 age_{t-1} + \lambda_6 size_{t-1} + \lambda_7 heyi_{t-1} + \lambda_8 bosize_{t-1} + \lambda_9 growth_{t-1} + \lambda_{10} cf_{t-1} + \lambda_{11} \sum industry + \delta \quad (4)$$

以上模型中的变量的具体定义和计算方法详见表1。

根据温忠麟等人检验中介变量的三步法原理^[27],我们第一步是检查模型(2)女性高管与企业价值的回归结果,如果自变量*gender*的系数 β_1 不显著,则过度投资的中介效用不存在。如果显著,则进入第二步,检查模型(3)女性高管与过度投资和模型(4)女性高管、过度投资与企业价值三者的回归结果,如果系数 χ_1 和 λ_2 都不显著,中介效用不存在;如果系数 χ_1 和 λ_2 显著,但是模型(4)里的*gender*的系数 λ_1 不显著,说明*overi*起完全中介作用;若 λ_1 显著,且 $\lambda_1 < \beta_1$,说明*overi*起部分中介作用。由于投资行为具有时效性,因此本文的解释变量和控制变量都滞后一期。本文中中介效应检验过程是在参考温忠麟研究^[27]的基础上,同时也参考了李维安《公司治理、投资者异质信念与股票投资风险——

基于中国上市公司的实证研究》一文^[28]。由于 *gender* 与 *overi* 的系数都显著,因此不需要进行 sobel 检验。

表1 变量定义表

变量类型	变量符号	变量名称	变量解释
被解释变量	<i>inv</i>	新增投资	总投资 = 当年现金流量表中构建固定资产、无形资产和长期资产支付的现金/年初总资产
	<i>TinQ</i>	企业价值	企业市场价值/企业期末总资产
	<i>overi</i>	过度投资	模型(1)的残差的为正的数值
解释变量	<i>gender</i>	女性高管的比例	公司女性高管的人数/高管总人数
	<i>age</i>	企业年龄	企业上市年限
	<i>cash</i>	货币资金	年初的货币资金持有量/年初总资产
	<i>eps</i>	每股收益	净利润/总股数
	<i>growth</i>	营业收入增长率	(本年营业收入 - 上年营业收入)/本年营业收入
	<i>size</i>	企业规模	年末总资产的自然对数
	<i>return</i>	股票回报率	考虑现金分红的股票的年回报率
	<i>mansize</i>	高管规模	公司高管的总人数,包括董事、监事、高级管理人员
	<i>heyi</i>	是否两职合一	若公司董事长与总经理为同一人,则取值为1,否则为0
	<i>bosize</i>	董事会规模	公司董事的总人数
	<i>cf</i>	企业现金流量	企业当年经营活动产生的现金流量净额/期初总资产
控制变量	<i>industry</i>	行业控制变量	制造业赋值为1,否则为0

五、实证结果分析

(一)描述性统计分析

表2给出了变量的描述性统计结果。从表2中可知,上市公司的销售收入增长率平均达到20.57%,最大值达到687%,说明上市公司的整体发展和扩张能力较强,意味着公司过度投资的可能性较高。由于本文剔除了当年上市的样本,因此企业的上市年限最小值为1。上市公司女性高管的比例最大值为54%,平均为13.89%,说明虽然我国上市公司的女性高管的人数仍然较少,并且标准差较小,为0.0940,这意味着我国上市公司女性高管的比例差异不大。*Overi*的均值为0.5906,说明我国上市公司普遍存在过度投资问题,过度投资现象较严重,最大值达到3.4904。

(二)相关性分析

从表3中我们可以看出,*overi*与*TinQ*的相关系数显著为负,这说明过度投资会严重导致企业绩效下降,给企业价值造成负面影响。女性高管与企业绩效的相关系数为0.067,并且显著为正,这说明我国上市公司女性高管越多,公司的绩效表现越好。而*gender*与*overi*的相关系数为-0.074,并且在1%的水平上显著,这说明我国上市公司女性高管越多,则公司的过度投资行为越不明显,也意味着我

表2 描述性统计结果

变量	观测值	均值	标准差	极小值	极大值
<i>TinQ</i>	4403	1.1746	0.2769	0.5396	3.3135
<i>gender</i>	4403	0.1389	0.0940	0	0.54
<i>overi</i>	4403	0.5906	0.3639	0.00006	3.4904
<i>age</i>	4403	9.3329	4.7821	1	21
<i>eps</i>	4403	0.3050	0.3940	-0.7296	1.803
<i>growth</i>	4403	0.2057	0.3907	-0.7179	6.8724
<i>size</i>	4403	9.4095	0.5211	8.3103	11.0025
<i>mansize</i>	4403	19.15	4.469	9	43
<i>heyi</i>	4403	0.16	0.364	0	1
<i>bosize</i>	4403	9.25	2.052	3	18
<i>cf</i>	4403	0.0394	0.0888	-0.2189	0.3656

国上市公司女性高管的增加有利于抑制公司的过度投资行为。

变量之间的相关系数都小于0.5,说明模型不存在严重的共线性问题。同时,只有当方差膨胀因子(VIF)指标同时满足最大的VIF值大于10和平均的VIF值大于1两个标准时,才说明模型中存在共线性问题,经计算,模型中变量的VIF值都小于10,模型(2)至模型(4)的平均VIF值分别为1.12、1.12、1.19,因此模型都不存在共线性问题。

表3 变量的spearman相关系数

	<i>TinQ</i>	<i>overi</i>	<i>gender</i>	<i>mansize</i>	<i>eps</i>	<i>age</i>	<i>size</i>	<i>heyi</i>	<i>bosize</i>	<i>growth</i>	<i>cf</i>
<i>TinQ</i>	1										
<i>overi</i>	-0.480***	1									
<i>gender</i>	0.067***	-0.074***	1								
<i>mansize</i>	0.015	0.102***	-0.116***	1							
<i>eps</i>	0.145***	0.173***	0.001	-0.034**	1						
<i>age</i>	0.284***	0.383***	0.139***	0.063***	0.026	1					
<i>size</i>	-0.078***	0.403***	-0.167***	0.338***	0.429***	0.249***	1				
<i>heyi</i>	-0.009	-0.012	-0.012	-0.007	0.016	-0.025	0.008	1			
<i>bosize</i>	-0.001	-0.002	0.007	-0.015	0.010	-0.007	-0.015	-0.146***	1		
<i>growth</i>	0.000	0.009	0.024	-0.056***	-0.009	0.024	-0.040***	0.019	0.004	1	
<i>cf</i>	-0.008	0.267***	0.017	0.000	0.003	0.010	0.019	-0.025	-0.025*	-0.001	1

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

(三) 模型回归结果

本文将变量进行中心化处理后,使用 stata10 软件来做回归分析,并在回归命令中加入 robust 选项,从而减小异方差对模型回归结果准确性的影响。表4给出了模型的回归结果。模型的D-W值都在2附近,说明模型基本不存在自相关问题。

在模型(2)中,在控制企业的规模、上市年限、高管规模、董事会规模、成长性以及股东获利能力后,公司女性高管的比例与企业价值的关系在10%的水平上显著为正,但是系数仅为0.0696,说明女性高管能够对我国上市公司的企业价值产生积极影响,但是作用不强烈。该实证结果与我国学者任颀和王峥研究结论一致^[4],但是效果没有其显著。因为我国女性社会地位不断上升,女性教育背景的不断改善以及工作经验的日积月累使得女性在社会经济建设中发挥的作用越来越大,同时,女性天生具有与男性不同的特质,而这些特质能够增加公司高管团队的异质性,提高决策的效率和效果。因此,假设1得以验证。

在模型(3)中,同样在控制企业的规模、上市年限、高管规模、董事会规模、成长性以及股东获利能力后,公司女性高管的比例与过度投资之间呈现显著的负相关关系,说明女性高管比例越高,公司过度投资行为越少。但是女性高管对过度投资的影响仅为-0.0872,影响效果仍然不强烈。心理学家认为,过度自信会使人在决策

表4 女性高管、过度投资与企业绩效的回归结果

	模型(2) (<i>TinQt</i>)	模型(3) (<i>overit</i>)	模型(4) (<i>TinQt</i>)
<i>gender</i> _{<i>t</i>-1}	0.0684* (1.65)	-0.0872* (-1.68)	0.0145 (0.53)
<i>overi</i> _{<i>t</i>}	-0.6320*** (-13.51)		
<i>size</i> _{<i>t</i>-1}	-0.1451*** (-15.88)	0.2149*** (19.80)	-0.0016 (-0.10)
<i>age</i> _{<i>t</i>-1}	0.0263*** (26.27)	0.0322*** (26.72)	0.0467*** (34.64)
<i>growth</i> _{<i>t</i>-1}	-0.008653** (-2.16)	0.0050 (1.09)	-0.0044* (-1.78)
<i>eps</i> _{<i>t</i>-1}	0.1737*** (15.81)	0.0997*** (8.28)	0.2367*** (32.45)
<i>heyi</i> _{<i>t</i>-1}	0.0007 (0.07)	-0.0030 (-0.24)	-0.0011 (-0.14)
<i>bosize</i> _{<i>t</i>-1}	-0.0003 (-0.23)	-0.0001 (-0.07)	-0.0004 (-0.52)
<i>mansize</i> _{<i>t</i>-1}	0.0771*** (4.06)	-0.0413* (-1.94)	0.05103*** (3.85)
<i>cf</i> _{<i>t</i>-1}	-0.0013 (-0.08)	0.0022 (0.12)	0.00006 (0.01)
<i>industry</i>	控制	控制	控制
N	4403	4403	4403
调整 R ²	0.21	0.35	0.66
D-W 值	2.0	2.0	2.0

注: *表示 $p < 0.1$, **表示 $p < 0.05$, ***表示 $p < 0.01$; 括号中为 t 值。下同。

时高估决策成功的可能性,而大多数学者研究证实男性高管会比女性高管更加过度自信。女性高管的风险厌恶特质以及过度自信行为的较少出现使得女性高管在决策时会更加谨慎,能够减少过度投资。因此,假设2得到验证。

根据温忠麟检验中介效应的步骤^[27],如果模型(2)解释变量女性高管的回归结果显著,则接下来就可以直接验证模型(4)的回归结果。从模型(4)的回归结果,我们可知过度投资与企业价值的关系在1%的水平上显著负相关,并且系数为-0.6320,说明过度投资不仅会造成企业价值的下降,而且下降的程度很高,达到63.2%。虽然,女性高管在模型(4)中的系数仍然为正,对企业价值仍然产生积极影响,但是已经不显著了。因此,根据回归结果,过度投资的中介效应存在,并且是完全中介效应。因此,假设3得到验证。

(四)稳健性检验

为了检验前文得出的结果是否具有稳健性,本文采用配对样本法进行稳健性检验。配对样本的选取过程如下:第一,依旧采用前文实证过程中算出的过度投资数据;第二,筛选出女性过度投资样本;第三,以筛选出的女性过度投资样本为基础,根据同一时期、同一行业、同一规模三个指标,筛选出相配对的男性过度投资样本,最终共配对出296对男性和女性过度投资数据,合计592个样本。

在代理变量选择上,女性高管 *gender* 的内涵与前文发生变化,当公司的董事长、总经理或者二者都是女的情况下,取值为1,否则为0。同时,为了更好地衡量高管特征,我们在模型中增加“工作经验”代理变量 *exp*,若公司的现任总经理或者董事长曾担任过类似职位或者在目前岗位上已工作5年以上,则赋值为1,否则为0。

在均值检验过程中,将样本分为男性组和女性组,用于检验均值的变量包括过度投资 (*overi*)、企业价值 (*tinQ*) 以及女性高管的比例 (*female*)。根据表5均值检验结果可知,在过度投资水平、女性高管的比例、企业价值三个方面,男性组与女性组的均值差异都具有显著性。

表6显示了投资对女性高管影响企业价值的中介效应。模型的调整 R^2 为0.41,并且D-W值为1.96,说明模型的拟合效果较好,且模型的变量之间不存在自相关问题。根据温忠麟检验中介效应的步骤可知,当女性高管与企业价值的关系显著、女性高管与过度投资的关系显著时,可以直接检验过度投资对女性高管影响企业价值的中介效应。表6的回归结果显示,过度投资与企业价值的关系在1%的水平上显著负相关,并且系数为-0.7019,说明过度投资不仅会造成企业价值的下降,而且下降的程度很高,达到70.19%。虽然,在中介效应模型中,女性高管对企业价值的影响系数仍然为正,但是已经不显著。这说明女性高管提高企业价值的作用是完全通过抑制过度投资行为来实现的。因此,根据回归结果,过度投资的中介

表5 均值检验结果

	t 值	样本数	Sig. (双侧)	均值差值
<i>overi</i>	13.647	592	0.000	0.2884
<i>female</i>	21.487	592	0.000	0.1334
<i>tinQ</i>	29.926	592	0.000	1.8345

表6 稳健性检验结果

	步骤一 (<i>TinQ_t</i>)	步骤二 (<i>overi_t</i>)	步骤三(中介效应模型) (<i>TinQ_t</i>)
<i>Gender_{t-1}</i>	0.0340* (1.6725)	-0.0392* (-1.6950)	0.0163 (1.3392)
<i>overi_t</i>			-0.7019*** (-32.16)
<i>Size_{t-1}</i>	-0.1644*** (-5.6533)	0.2908*** (9.5149)	0.0389** (2.1016)
<i>age_{t-1}</i>	0.4544*** (8.9832)	0.0282*** (8.2457)	-0.0006 (-0.0753)
<i>Growth_{t-1}</i>	-0.001 (-0.2979)	0.0034 (0.8841)	0.0020 (0.9869)
<i>eps_{t-1}</i>	0.2582*** (8.1907)	0.6740 (0.7880)	0.3111*** (16.42)
<i>Heyi_{t-1}</i>	0.0005 (0.017)	-0.016 (-0.4795)	-0.0165 (-0.9276)
<i>Exp_{t-1}</i>	0.0097 (0.4723)	0.0039 (0.1677)	0.0071 (0.5817)
<i>bosize_{t-1}</i>	0.0032 (0.6684)	-0.005 (-0.9074)	-0.0012 (-0.4095)
<i>Mansize_{t-1}</i>	0.1504*** (3.0939)	-0.0900 (-1.6344)	0.1007*** (3.4591)
<i>Cf_{t-1}</i>	0.0273 (0.7639)	0.1432** (2.1050)	-0.0035 (-0.1639)
industry	控制	控制	控制
N	592	592	592
调整 R^2	0.19	0.39	0.41
D-W 值	1.9	1.87	1.96

介效应存在,并且存在着完全中介效应,即过度投资是女性高管影响企业绩效的完全中介变量。配对样本的回归结果与前文全样本的回归结果类似,说明本文得到的结论是稳健的。

六、结论与展望

本文以中国 A 股上市公司为原始样本,通过模型筛选出在 2005—2012 年间存在过度投资的 4403 个样本观测值为最终样本,实证检验女性高管与企业价值、女性高管与过度投资之间的关系,并进一步探索女性高管影响企业价值的作用机制。研究表明:(1)我国上市公司女性高管对企业价值会产生正向影响;(2)女性高管的比例与过度投资之间呈负相关关系,即女性高管对我国上市公司的过度投资行为具有一定的抑制作用;(3)过度投资是我国上市公司女性高管影响企业价值的中介变量,即女性高管通过降低公司的过度投资行为从而带来公司价值的提高。

本文的不足之处在于:女性高管厌恶风险的特质会对企业的投资行为产生影响,从而也会影响到企业风险,由于文章在研究过程中尚未找到合理的企业风险的度量方式,所以未对此展开研究,因此后续研究可以在此方面继续深入。

参考文献:

- [1] Catalyst. The bottom line: corporate performance and women's representation on boards[EB/OL]. [2010-12-31]. <http://www.catalyst.org>.
- [2] Adams R A, Ferreira D. Women in the boardroom and their impact on governance and performance[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 94: 291-309.
- [3] Martin A D, Nishikawa T, Williams A M. CEO gender: effects on valuation and risk[J]. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 2009, 48: 23-40.
- [4] 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(5): 81-91.
- [5] Elsaid E, Ursel N. CEO succession, gender and risk taking[J]. *Gender in Management: An International Journal*, 2011, 26: 499-512.
- [6] Jurkus A, Park J C, Woodard L. Women in top management and agency costs[J]. *Journal of Business Research*, 2011, 64: 180-186.
- [7] Faccio M, Marchica M T, Mura R. CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation[R]. Working paper, Purdue University and Manchester Business School, 2012.
- [8] Joy L, Carter N M, Wagner H M. The bottom line: corporate performance and women's representation on boards[R/OL]. [2015-02-01]. <http://www.catalyst.org/file/139/bottom%20line%202012.pdf>, 2007.
- [9] Boohene R, Sheridan A, Kotey B. Gender, personal values, strategies and small business performance: a Ghanaian case study[J]. *Equal Opportunities International*, 2008, 27: 237-257.
- [10] Davis P S, Babakus E, Englis P D, et al. The influence of CEO gender on market orientation and performance in service small and medium-sized service businesses[J]. *Journal of Small Business Management*, 2010, 48: 475-496.
- [11] Farrell K A, Hersch P L. Additions to corporate boards: the effect of gender[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2005, 11: 85-106.
- [12] Rose C. Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence[J]. *Corporate Governance*, 2007, 15: 404-413.
- [13] Campbell K, Mínguez-Vera A. Gender diversity in the boardroom and firm financial performance[J]. *Journal of Business Ethics*, 2008, 83: 435-451.

- [14]陈琳.我国上市公司女性高管对公司绩效的影响分析[J].西北工业大学学报,2013(2):46-50.
- [15]Breesch D, Branson J. The effects of auditor gender on audit quality[J]. The IUP Journal of Accounting Research and Audit Practices, 2009,4:78-107.
- [16]施丹,程坚.审计师性别组成对审计质量、审计费用的影响——来自中国的经验证据[J].审计与经济研究,2011(5):38-46.
- [17]Bellucci A, Borisov A, Zazzaro A. Does gender matter in bank-firm relationships? Evidence from small business lending [J]. Journal of Banking and Finance, 2010,34:2968-2984.
- [18]周泽将,刘文惠,刘中燕.女性高管对公司财务行为与公司价值的影响研究述评[J].外国经济与管理,2012(2):73-80.
- [19]Huang Jiekun, Kisgen D J. Gender and corporate finance: are male executives overconfident relative to female executives? [J]. Journal of Financial Economics,2013,108:822-839.
- [20]Krishnan G, Parsons L. Getting to the bottom line: an exploration of gender and earnings quality[J]. Journal of Business Ethics,2008,78:65-76.
- [21]Barua A, Davidson L, Rama D, et al. CFO gender and accruals quality[J]. Accounting Horizons,2010,24:25-39.
- [22]方卫国,周泓.不确定性环境中组织结构的设计[J].管理科学学报,2000(2):9-14.
- [23]秦学志,吴冲锋.模糊随机风险偏好下的证券投资组合选择方法[J].管理科学学报,2003(4):7-11.
- [24]查勇,宋阿丽,杨宏林,等.考虑决策者风险偏好的机会约束 DEA 模型[J].管理科学学报,2014(1):12-20.
- [25]Byrnes J P, Miller D C, Schafer W D. Gender differences in risk taking: a meta-analysis [J]. Psychological Bulletin, 1999,125:367-383.
- [26]Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006,11:159-189.
- [27]温忠麟,张雷,侯杰泰,等.中介效应检验程序及其应用[J].心理学报,2004(5):614-620.
- [28]李维安,张立党,张苏.公司治理、投资者异质信念与股票投资风险——基于中国上市公司的实证研究[J].南开管理评论,2012(6):135-146.

[责任编辑:杨凤春]

A Study on the Relationship among Female Executives, Over-investment and Enterprise Value

CHEN Jinlong, XIAO Ling

(College of Business Administration, Huaqiao University, Quanzhou 362021, China)

Abstract: Taking A-share companies from 2005 to 2012 as sample, this paper investigates the relationship among female executives, over-investment and enterprise value. The result shows that female executives of listed companies can have positive impact on corporate value. Also, female executives can block company over-investment behavior. And female executives can improve corporate value through decreasing over-investment behaviors.

Key Words: female executives; over-investment; enterprise value; corporate governance; risk preference; inefficient investment; gender differences in executives