

经理薪酬、轰动报道与媒体的公司治理作用^①

李培功, 沈艺峰

(厦门大学管理学院, 厦门 361005)

摘要: 本文实证检验了我国媒体对经理薪酬契约所起的公司治理作用。在详细阅读 17 621 篇针对经理薪酬的报道后, 本文发现, 媒体在选择是否做出负面报道时, 会同时迎合读者对两种不同类型报道的需求: 真实可靠的报道以及轰动性报道。一方面, 就上市公司整体而言, 负面报道能够锁定经理薪酬契约中的不合理部分, 向读者提供关于公司治理水平的可靠信息; 另一方面, 就国有上市公司而言, 负面报道更多关注经理薪酬的绝对水平以及经理与职工的薪酬差距, 向读者提供轰动性报道, 至于薪酬水平和薪酬差距是否合理, 媒体并没有提供可靠的信息。同时, 当媒体向读者提供有关经理薪酬的可靠信息时, 企业会针对媒体的批评完善公司的薪酬政策; 而当媒体向读者提供轰动报道时, 企业也会针对媒体报道对高管薪酬契约进行局部修正, 表明媒体能够起到一定的公司治理作用。本文不仅拓展了文献关于媒体对高管薪酬契约治理作用的认识, 为转型期的经理薪酬实践提供了新的研究视野, 同时也丰富了文献对于转型国家媒体报道动机的认识。

关键词: 媒体治理; 经理薪酬; 轰动效应

中图分类号: F244; F830.9 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2013)10-0063-18

0 引言

长期以来, 不论学术界还是实务界, 经理薪酬都是一个充满争议的话题, 因为它不仅与企业效率和公司治理水平相联系, 还与社会公平有关。除了少数社会热点问题外, 薪酬始终是媒体报道中牵动公众神经的话题。图 1 描述了 2004 年至 2008 年间, 我国各类报纸媒体对经理薪酬相关报道的分布情况。可以看出, 不论是对薪酬问题的一般报道还是负面报道, 媒体的关注程度基本上都呈现出逐年上升的态势。特别是在负面报道方面, 从 2004 年的 45 篇上升到 2008 年的 467 篇, 表明经理薪酬日益成为公众关注的社会焦点。进一步分析表明, 媒体对经理薪酬的负面报道主要集中在两方面: 一是国有企业, 特别是国有金融机

构和国有垄断企业经理薪酬的绝对水平过高、增长过快的问题; 二是企业经理, 特别是国有企业经理与普通职工的薪酬差距日益扩大的问题。然而, 这些负面报道是否抓住了我国经理薪酬问题的真正症结和深层原因, 向读者传递出关于公司治理水平的可靠信息呢? 抑或只是根据社会长久以来形成的“不患寡而患不均”的传统, 迎合公众对“公平薪酬”的偏好呢? 另一方面, 企业在被媒体负面报道后, 是否会针对媒体的批评对经理薪酬契约进行适当调整呢? 对以上两个问题的回答, 不仅可以加深人们对媒体报道动机和治理效果的认识, 也可以为如何更好的发挥我国媒体的公司治理作用提供相应的理论和政策建议。

尽管学术界对经理薪酬决定因素的研究已经相当广泛而深入^[1-4], 但是集中讨论媒体报道对

^① 收稿日期: 2011-02-25; 修订日期: 2012-11-15.

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71202062; 71232005; 71172053); 教育部博士点基金资助项目(20120121120008).

作者简介: 李培功(1981-), 男, 山东青岛人, 博士, 讲师. Email: pgl@xmu.edu.cn

经理薪酬影响的文献却十分有限. Dyck 和 Zingales^[5]认为,产生这一现象的主要原因是代理理论对信息传播在降低代理成本作用上的忽视. 长期以来,对经理薪酬的监督和控制在往往依赖公司内部治理机制实现. 然而,近期的研究证据表明,内部治理机制可能无法保障经理薪酬契约的有效性:一方面,独立董事的选聘流程和独立性存在争议^[6-7];另一方面,上市公司经理薪酬的持续上涨被归结为经理的权力或者运气,而不是经理的个人能力或者公司的业绩^[8-11]. 在这样的背景下,研究媒体这一独特的外部治理机制对经理薪酬的监督作用不仅具有重要的理论意义,也具有很强的现实价值.

事实上,作为信息传播重要载体的媒体,不仅能够有效降低委托代理双方收集和评价相关信息的成本,还发挥着监督代理人的公司治理作用^[12-15]. 如 Johnson 等^[16]发现,媒体负面报道在降低上市公司 CEO 薪酬水平的同时,显著提高了其现金薪酬与业绩的敏感性. 在拉长样本期和扩大媒体报道来源后, Kuhn 和 Niessen^[17]在肯定 Johnson, Porter 和 Shackell^[16]的结论之外还发现,CEO 的薪酬结构受到媒体负面报道的影响. 当媒体对 CEO 期权薪酬的负面报道增加时,CEO 薪酬中的期权部分显著下降,而现金薪酬则显著上升. Core, Guay 和 Larcker^[18]的研究进一步证实,媒体并非简单的挑选那些高薪 CEO 进行负面报道,而是在经过复杂的技术调整后,针对那些存在公司治理问题的高薪 CEO 进行负面报道.

虽然在经济转型阶段,我国媒体还受到一定政府管制,但是,媒体间的商业竞争却日趋激烈. 这种竞争使得处于优胜劣汰法则下的我国传媒产业产生了一批颇具声誉和影响力的媒体. 据统计,1988 年排名前 10 位的报纸的广告收入约占全国报纸广告总收入的 26.31%,而这一比例在 2005 年已迅速提高至 55.98%^[19]. 这种以扩大市场份额,提高广告收入和客户订阅收入为特征的竞争方式,促使媒体在监督社会经济事务中扮演起越来越重要的角色,特别是在财经领域,我国媒

体的公司治理作用已经得到部分经验证据的支持. 例如,以 96 家受到证监会处罚的上市公司为研究样本,醋卫华和李培功^[20]发现,有高达 60.42% 的样本公司在证监会介入调查前受到过媒体的负面报道^②. 这一证据表明,我国媒体已经开始发挥积极的外部监督作用. 李培功和沈艺峰^[15]进一步研究了媒体报道在促使企业改正违规行为过程中的公司治理作用. 他们发现,负面报道能够显著提高企业改正违规行为的概率.

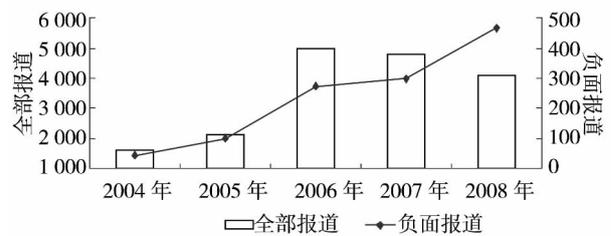


图1 媒体报道的年度分布

Fig. 1 Distribution of media coverage

本文试图解决两个问题:第一,媒体是否对经理薪酬契约进行了有效的监督;第二,经理或者董事会如何应对媒体关于经理薪酬的负面报道. 使用我国 A 股上市公司总经理的个人薪酬数据,本文实证检验了我国媒体负面报道与经理薪酬的关系. 本文发现,媒体在选择是否做出负面报道的时候,似乎存在“双重标准”. 一方面,就上市公司整体而言,负面报道能够锁定经理薪酬契约中的超额薪酬,向读者提供关于公司治理水平的可靠信息;另一方面,就国有企业而言,负面报道关注较多的是经理薪酬的绝对水平以及经理与职工的薪酬差距,向读者提供轰动报道. 本文的另一个重要发现是,媒体负面报道对经理薪酬具有积极的公司治理作用:当媒体向读者提供有关经理薪酬的可靠信息时,企业会针对媒体的批评完善公司的薪酬政策;当媒体向读者提供轰动报道时,企业也会针对媒体负面报道对高管薪酬契约进行局部的修正.

借助大量手工收集数据,本文首次系统研究了我国媒体对上市公司高管薪酬的公司治理作用. 与西方的既有文献不同,本文在我国国有产

② 即使将负面报道的内容限定为与证监会处罚原因一致,我国媒体在证监会正式介入调查前的负面报道比例依然高达 20.83%.

权占主导地位的独特制度背景下,不仅检验了媒体负面报道对企业高管薪酬政策的一般影响,还特别收集了媒体对国企高管薪酬政策的负面报道,以检验媒体负面报道对我国国有企业薪酬政策的影响。本文的另一个重要贡献是,在检验媒体公司治理作用的同时,还详细讨论了媒体轰动报道现象可能对媒体公司治理作用产生的影响。本文不仅拓展了文献关于媒体公司治理作用,特别是媒体轰动报道现象对媒体公司治理作用影响的认识,而且为管理层如何更加有效的监督和控制国有企业的高管薪酬提供了新的思路。

1 理论分析、制度背景与研究假设

1.1 媒体是否对经理薪酬进行有效监督

研究媒体是否进行了有效的外部监督,必须首先分析媒体报道的动机^[13]。一方面,媒体不掌握上市公司的控制权,也不能分享企业的经营成果,从这一点看,媒体并没有足够的激励去监督上市公司;另一方面,读者是否愿意接受媒体对上市公司治理问题的报道也具有较大的不确定性。正是这种监督与收益之间关联的间接性造成了对媒体报道动机分析的复杂性。根据 Jensen^[21]的研究,研究媒体报道的动机可以采用与分析其他行业时相似的研究范式,即在新古典经济学框架下分析媒体面临的供给与需求及其成本与效益。沿着这一思想,Miller^[12]从成本收益的视角分析了媒体发挥监督作用的动机。他认为,媒体的目标就是最大化收益或最小化成本。从成本的角度来看,媒体必须将报道的成本控制在可接受的范围内,这些成本既包含了直接的人工成本和调查取证成本,也包括了潜在的诉讼成本和政治成本;从收益的角度来看,媒体倾向于报道受众感兴趣的话题,这样不仅可以获得订阅收入,还可以通过逐渐扩大的受众群体来吸引广告商^[22]。那么,什么样的报道才是受众感兴趣的呢?在这一问题上,形成了两种迥然不同的观点。一种观点认为,受众需要真实可靠的信息,因为真实可靠的信息可以优化受众的信念分布,从而提高受众做出准确决策的概率^[23-26];另一种观点认为,受众对媒体

报道的需求不是来自对可靠信息的需求,而是来自对娱乐性信息的需求^[21]。对此,Jensen^[21]甚至将小说、话剧、连续剧和体育赛事等列为媒体的竞争对手。根据这种观点,媒体为吸引受众注意,需要提供轰动报道,而非真实可靠的信息。

事实上,媒体既不可能提供完全真实可靠的信息,而不加半点夸张和迎合;也不可能提供完全夸张、轰动而没有事实基础的信息。更为合理的推断是,媒体在提供真实可靠信息的同时,添加了一些娱乐性、轰动性的元素来吸引受众关注。Miller^[12]的经验证据就同时符合上述两种观点。以美国证券交易委员会(SEC)处罚的263家上市公司为研究样本,Miller^[12]详细检验了媒体对会计舞弊行为的监督作用。与信息需求假说一致,他发现,在SEC介入调查前,媒体向公众提供了关于上市公司会计舞弊行为的确切信息;与此同时,Miller^[12]的证据也部分证实了Jensen^[21]的娱乐需求假说。他发现,媒体更愿意对大公司和那些违反特定治理准则的公司进行报道,他把这一发现解释为媒体通过制造轰动效应来吸引公众的注意。

类似的,媒体对经理薪酬的负面报道很可能也同时符合上面的两种假说。如果受众希望获得与经理努力程度相匹配的真实薪酬信息,并从中发现可能的公司治理问题的话,那么媒体可以采用更加成熟的方法去识别那些薪酬水平和薪酬结构不尽合理的企业,并通过更多的负面报道将这一问题呈献给受众,而不是仅仅关注那些高薪经理。这是因为,高薪本身并不必然代表经理薪酬契约存在缺陷,只有在合理薪酬之外的超额薪酬才是媒体应该曝光的。由于在研究中,通常将未预期的经理薪酬水平视为经理薪酬契约缺乏效率的重要信号^[27-28],据此,本文提出

假设 1 经理未预期薪酬水平越高,媒体负面报道越多。

当然,如果受众需要的不是真实可靠的信息,而是关于经理薪酬的轰动性报道的话,那么媒体很可能仅仅关注那些高薪经理,而不管这一薪酬是否合理。此时的负面报道只是轰动性故事,并没有提供多少可以用于判断经理薪酬契约有效性

的可靠信息。在这种情况下,媒体不会区分经理薪酬中的合理部分和超额部分,而是直接对高薪经理进行负面报道。据此,本文提出

假设2 经理薪酬总额越高,媒体负面报道越多。

近年来,企业经理与员工的薪酬差距成为媒体和公众关注的话题。受传统文化和意识形态的影响,社会大众普遍存在“不患寡而患不均”的心态。媒体对收入差距拉大的报道正好迎合了大众的口味和偏好。虽然收入差距的拉大并不必然反映经理的薪酬契约缺乏效率,但如果受众需要的是轰动性报道的话,媒体就很可能去迎合大众的这种口味,加大对薪酬差距的报道强度。据此,本文提出

假设3 经理与职工薪酬差距越大,媒体负面报道越多。

1.2 媒体报道对经理薪酬的影响

在私有产权和成熟的经理人市场两个前提条件下,Dyck,Volchkova和Zingales^[13]明确指出,媒体的公司治理作用是通过影响经理人的声誉来实现的。Fama^[29]以及Fama和Jensen^[6]发现,出于对未来就业机和薪酬的考量,经理人往往十分重视自身的声誉。由于负面报道能够造成经理人声誉的毁损,因而经理人通常会积极应对媒体报道。

然而在我国,由于国有产权在国民经济中仍占有重要比重,经理人市场也尚不完善,声誉机制在约束企业管理者行为方面的作用还十分有限^[15]③。那么,在像中国这样的转型经济国家中,媒体是通过怎样的机制来发挥公司治理作用的呢?大量文献表明,在转型经济国家中,由于法律制度不完善,行政治理(administrative governance)可以成为一种保障投资者利益的替代机制^[30-33]。

在一定场合下,行政治理甚至比正式的法律治理更加有效^[31]。在行政治理框架下,李培功和沈艺峰^[15]发现,在转型经济国家中,媒体公司治理作用的发挥,是通过引发行政机构的介入实现的。行政机构的介入最终提高了违规公司的行政成本,从而促使这些公司改正侵害投资者利益的违规行为。上述理论分析也同样适用于媒体报道对经理薪酬的公司治理作用。具体而言,媒体报道对上市公司经理薪酬的公司治理作用主要表现为:第一,媒体是政府机构政策宣导、实现政治经济目标的工具^[20]。当媒体报道中大量出现关于高管薪酬的负面报道时,这很可能表明中央政府和地方政府在高管薪酬政策态度上的转变。这种政策上的转变很可能对上市公司的经理薪酬契约产生实质性的影响;其二,由于上市公司高管薪酬是公开数据,很容易成为媒体、公众和政府关注的焦点。为了避免成为众矢之的,上市公司及其高管人员无疑会检视自己的薪酬政策是否存在瑕疵并做出相应的调整④;其三,当全国媒体普遍关注经理薪酬话题时,这就表明经理薪酬业已成为一个全国性问题。为维护社会的和谐稳定,中央政府很可能会制定相应的强制性法律法规来规范高管薪酬问题,这些法律法规无疑会对上市公司的经理薪酬契约产生潜移默化的影响⑤。

如果媒体通过深入调查对经理薪酬实施外部监督,并且向受众提供真实可靠的薪酬分析而不是轰动报道的话,那么出于对行政机构介入或相关法律条款出台的担忧,上市公司可能会降低经理薪酬契约中的未预期薪酬,以避免成为公众、媒体和政府关注的焦点。据此,本文提出

假设4 媒体负面报道越多,经理未预期薪

③ Dyck, Volchkova 和 Zingales 所指出的媒体通过声誉机制发挥公司治理作用也是建立在西方民主政治这一隐含前提之下的,这与我国目前的制度背景有显著的差异。为此, Dyck 等也特别指出,在前苏联解体之前,企业高管对媒体负面报道采取置之不理的态度,完全没有顾忌自身的声誉问题。

④ 中国平安董事长马明哲从“千万薪酬”到“零薪酬”的转变便是其中一个较极端的案例。受其影响,多家金融类上市公司推迟了2008年年报公布的时间,原因据说是为了检讨高管薪酬政策并对高管薪酬数据进行调整,以避免上市公司或者高管人员成为公众和政府关注的焦点。具体内容请参考《证券日报》于2009年3月17日刊登的报道“兴业银行延期公布年报留出时间论证高管薪酬”。

⑤ 在次贷危机和媒体对金融业高管薪酬强烈质疑的大背景下,财政部于2009年2月6日向各相关单位紧急下发了《金融类国有及国有控股企业负责人薪酬管理办法(征求意见稿)》,该文件被众多媒体解读为“中国版限薪令”。为了提高“限薪令”的可操作性,财政部在2009年底,又下发了《金融类国有及国有控股企业绩效评价实施细则》,对金融企业的业绩考核进行细化,以期达到规范金融业高管薪酬的目的。

酬水平越低。

然而,由于经理的努力程度和人力资本价值难以准确度量,这给准确评判经理薪酬契约的有效性带来巨大的困难。正是由于缺乏准确的考核标准,上市公司及其高管成员很容易找到借口为其高额薪酬开脱。如果媒体仅仅为了吸引受众,提供的不是针对经理薪酬中不合理部分的负面报道,而是迎合大众口味的轰动报道的话,那么上市公司及其高管人员可以辩解说他们的薪酬是合理的,他们与普通职工的薪酬差距也是合理的,只是媒体通过“议程设定”模糊了问题的焦点,误导了大众,从而规避行政机构的介入。在这种情况下,上市公司可能并不会对媒体的负面报道做出任何响应。据此,本文提出

假设 5 经理未预期薪酬水平以及经理与职工的薪酬差距不受媒体负面报道影响。

2 样本、变量与描述性统计

本文使用的数据主要由三部分构成,分别是上市公司总经理的个人薪酬数据、《全国重要报纸全文数据库》检索到的媒体对经理薪酬负面报道的数据,以及公司和地区层面的控制变量数据。

2.1 总经理薪酬数据

本文使用总经理个人薪酬数据来代表经理薪酬。首先,本文选取 2005 年至 2008 年所有披露总经理薪酬的 A 股上市公司为研究对象,共收集到 5 932 个公司年数据,在剔除总经理薪酬为 0 的样本后,最终得到有效样本 5 594 个^⑥。总经理个人薪酬数据来自 CSMAR 数据库。其次,为了便于下文讨论,根据上市公司最终控制人的类型,本文将样本公司划分为国有上市公司和非国有上市公司两类。控制人类型数据来自 Wind 数据库,缺失以及控制人不确定的样本公司经手工查阅相关公司年报获得。表 1 的 A 栏报告了总经理个人薪酬的描述性统计。从表 1 的 A 栏中可以发现,我

国经理薪酬基本呈现逐年上升的趋势。特别是国有上市公司,经理薪酬增长迅猛,不论以均值还是以中位数计算,国有上市公司经理薪酬在 2006 年都首次超过非国有上市公司经理薪酬。

2.2 媒体报道数据

本文使用的所有媒体报道数据均来自《中国重要报纸全文数据库》,该数据库共收录 542 种地市级以上报纸,来源覆盖率达 43%,具有很强的代表性。从 2000 年至今,该数据库累计收录的报道已经超过 647 万篇。在检索报纸对经理薪酬的报道时,本文同时使用三组关键词,分别是“薪酬+高管”、“薪酬+经理”以及“年薪”,关键词之间使用“逻辑或”的关系,检索的时间窗口为 2004 年至 2008 年。为了将检索遗漏的可能性降到最低,本文没有使用标题检索或者主题检索,而是使用全文搜索。虽然这一程序大大增加了之后本文筛选负面报道时的工作量,但却使得结果更加可靠。经过上述步骤,共收集到 17 621 篇针对经理薪酬的相关报道。

本文下载并认真阅读了这些报道,并从中筛选出针对经理薪酬的负面报道。在阅读过程中,本文重点关注以下问题:经理薪酬的绝对水平、增长速度、薪酬结构、不同行业 and 不同地区的经理薪酬差异、经理与职工的薪酬差距、自定薪酬、垄断行业经理薪酬、薪酬业绩敏感性、独立董事与薪酬委员会的作用以及股权激励等。当报道中出现明显否定和质疑的字段时,例如“薪酬不合理”、“薪酬差距难以接受”或者“贪婪的高管”等时,本文认定该报道为负面报道。通过这种方法可以判断绝大多数报道的属性,但仍有少量报道可能是通过中性化的语言传递公司治理问题^[12]。对于这类报道,本文会站在全文的角度,判断撰稿人的立场。例如,一篇报道写到“去年国企高管工资翻了一番,但是职工工资已经几年没涨了”。虽然,报道中没有明显的否定词汇,但从全文角度看,作者要表达的是对国企高管薪酬增长过快的质疑,本

⑥ 目前国内针对薪酬的研究多使用“前三名高管”或者“前三名董事”的薪酬近似替代总经理薪酬,且样本期大多截止到 2005 年之前。然而,近年来,我国高管的薪酬水平、薪酬结构、所有制差异、薪酬业绩敏感性等都发生了较大变化,沿用“前三名高管”或者“前三名董事”薪酬的做法可能无法得到准确的结论。得益于 2005 年证监会对高管薪酬披露标准的调整,高管个人的年度薪酬总额成为上市公司年报中需要披露的信息之一。

表1 变量描述性统计

Table 1 Descriptive statistics of variables

A 栏: 2005年至2008年我国A股上市公司总经理的现金薪酬总额/(万元)										
	2005		2006		2007		2008		2005-2008	
	国企	非国企	国企	非国企	国企	非国企	国企	非国企	国企	非国企
均值	23.87	26.56	30.12	27.4	44.45	48.11	46.31	45.16	36.39	38.3
中位数	18.22	18	22.4	19.13	30.08	24	33.21	28.05	25.32	22.33
标准差	22.59	41.97	35.85	50.68	64.21	227.3	58.14	91.71	49.41	133.99
样本量	878	395	864	465	900	568	922	602	3 564	2 030
B 栏: 2005年至2008年我国A股上市公司经理薪酬与职工工资差距										
	2005		2006		2007		2008		2005-2008	
	国企	非国企	国企	非国企	国企	非国企	国企	非国企	国企	非国企
均值	6.02	8.49	6.89	7.79	7.84	9.81	7.24	8.76	7.01	8.78
中位数	4.51	6.20	4.66	6.03	5.13	6.33	4.94	6.09	4.77	6.17
标准差	6.39	8.94	8.72	8.63	9.94	24.28	8.63	10.67	8.55	15.21
样本量	874	391	855	462	893	562	920	597	3 542	2 012
C 栏: 中央级和省级报纸负面报道的分年统计										
	2004		2005		2006		2007		2008	
	中央级	地方级	中央级	地方级	中央级	地方级	中央级	地方级	中央级	地方级
数量	26	19	43	56	147	126	134	163	214	253
D 栏: 地方级报纸对国有企业负面报道的分年统计										
	2004		2005		2006		2007		2008	
	国企	比例/%	国企	比例/%	国企	比例/%	国企	比例/%	国企	比例/%
数量	10	0.53	18	0.32	68	0.54	81	0.50	123	0.48
E 栏: 其他主要变量的描述性统计										
变量	均值		中位数		标准差		最大值		最小值	
ln(Sales)	20.79		20.77		1.55		28.00		7.12	
Age	46.72		46		6.49		79		27	
Tenure	3.32		2.91		2.27		16.76		0.01	
ROA	0.07		0.06		0.96		70.54		-1.98	
RET	0.54		0.14		1.29		16.12		-0.87	
BM	0.61		0.62		0.29		1.66		0.00	

文将这一类报道也归为负面报道。^⑦

再次,为了便于下文讨论,本文将负面报道进行了适当分类。根据报纸级别的差异,将负面报道划分为中央级报纸的负面报道和地方级报

纸的负面报道,划分依据来自《中国重要报纸全文数据库》对报纸级别的认定;根据企业所有权性质的差异,本文将负面报道划分为针对国有企业的负面报道和非针对国有企业的负面报

^⑦ 就目前的文献来看,主要有两种方法判断媒体报道是否带有负面色彩:一种是通过人工设定某些带有负面色彩的词汇,并通过计算机软件在报道中进行搜索比对;另一种是通过文本分析法对媒体报道进行完整阅读,判断报道的语气。多数研究都是用的第一种方法(Core, Guay and Larcker, 2008; Kuhnen and Niessen, 2009)这种方法的好处是数据收集成本较低,但计量误差较大。Dyck, Volchkova和Zingales以及李培功和沈艺峰主要使用的第二种方法,虽然花费时间较长,但准确性较高。本文对负面报道进行了交叉比对,对于少数几篇难以判断的报道,借鉴Miller的做法,作者请非财经专业的学生阅读,以普通社会公众的立场判断报道的语气和属性。

道。之所以做这样的分类,是因为在负面报道中,针对国有企业的报道占了很大的比重^⑧,本文的统计数据表明媒体对经理薪酬的批评主要来自对国企经理薪酬的批评。表 1 的 C 栏和 D 栏分别报告了在不同分类标准下媒体负面报道的描述性统计。

2.3 薪酬差距与未预期薪酬的计算

薪酬差距指的是总经理薪酬与普通职工工资的差异。本文使用经理薪酬与职工平均工资的倍数度量。职工平均工资由现金流量表“支付给职工以及为职工支付的现金流量”(剔除经理薪酬总额)与员工人数等信息计算得到^[34]。薪酬差距的描述性统计报告在表 1 的 B 栏。

在检验假设 1 和假设 4 的时候,本文需要计算经理的未预期薪酬,也就是在预期(正常)薪酬之外的超额部分。借鉴辛清泉等^[28]以及 Core, Guay 和 Larcker^[18]的方法,本文使用标准最小二乘法对经理薪酬的自然对数与决定经理薪酬的因素进行回归,并获得经理薪酬的估计值,然后用经理薪酬的真实值减去该估计值就得到经理的未预期薪酬。在估计经理薪酬时,本文使用模型(1),如下所示

$$\ln(\text{Comp}_{i,t}) = \alpha + \beta X + \varepsilon \quad (1)$$

其中 $\ln(\text{Comp}_{i,t})$ 为 i 公司经理在 t 年的对数薪酬总额; X 为决定经理薪酬的影响因素,包括经理的对数任职期限、 $t-1$ 年的对数销售收入、 $t-1$ 年的账面市值比、 t 年的 ROA 和 RET 、 $t-1$ 年的 ROA 和 RET ,以及时间和行业控制变量。

2.4 回归方程与控制变量

在研究媒体是否对经理薪酬进行了有效监督时,最理想的情况是能够收集到媒体对每一家上市公司经理薪酬的报道^[18]。然而,据本文统计,从 2004 年到 2008 年,媒体针对上市公司经理薪酬“点名批评”的现象仍然十分罕见^⑨,因此以媒体

对特定上市公司经理薪酬的报道进行大样本的经验研究并不适合。作为一种替代分析方法,借鉴 Kuhnen 和 Niessen^[17]的做法,本文以各省份所属报纸是否对经理薪酬进行负面报道为被解释变量,检验这些负面报道是否由不合理的经理薪酬契约所引发。由于被解释变量是虚拟变量,因此使用 logit 模型进行回归分析,分析模型如公式(2)所示

$$\text{Logit}(\text{Coverage}_{t+1}) = \alpha + \beta \times \text{Compensation}_{i,t} + \gamma \times \text{Controls} + \varepsilon \quad (2)$$

其中 Coverage_{t+1} 为虚拟变量,当某省所属报纸在 $t+1$ 年对经理薪酬进行负面报道时取值为 1,否则为 0; $\text{Compensation}_{i,t}$ 是该省上市公司 i 在 t 年薪酬契约合理性的代理变量,在回归分析中,本文将分别使用经理薪酬水平、未预期薪酬水平以及经理与普通职工的薪酬差距这三个变量对相关问题进行检验; Controls 是地区层面控制变量,包括 $t+1$ 年的中央级报纸负面报道数量、 $t+1$ 年该省所属报纸的种类以及该省在 t 年的 GDP 水平。之所以控制中央级报纸负面报道的数量,是因为地方级报纸很可能跟着中央级报纸的舆论方向走,中央级报纸的负面报道越多,地方级报纸产生负面报道的可能性也越高;控制各省份报纸种类的数量则是基于以下考虑,地方级报纸较多的省份产生负面报道的概率自然也较高;控制各个省份的 GDP 水平是因为,经济越发达的地区对媒体的限制可能也越小,媒体产生负面报道的可能性也越高^[35,36]。地区层面控制变量来自《中国重要报纸全文数据库》以及 RESSET 数据库。

在研究负面报道对经理薪酬的影响时,本文使用的主要是公司层面的控制变量,包括公司规模、经理年龄、任职期限,以及行业和年度等。除任职期限数据为手工整理外,其他公司层面的控

⑧ 虽然,针对国有企业的负面报道的比例只略高于 50%,但是这一比例已经非常高。因为,其余接近 50% 的负面报道并不是专门针对非国有企业的。事实上,这些报道中的绝大多数都没有区分所有权性质,只是笼统的讨论经理薪酬中不合理的因素。

⑨ 在将媒体负面报道与上市公司进行匹配后,本文发现,从 2004 年到 2008 年的五年时间中,我国媒体针对特定上市公司薪酬政策的报道十分有限,且具有高度的重复性。据统计,五年间针对特定上市公司的负面报道合计仅为 161 篇(包含针对境外上市的中国企业),而仅 2008 年一年的负面报道就达到 109 篇。在这 109 篇报道中,又有 76 篇围绕中国平安的高管薪酬问题。由于这种高度的重复性,累积五年的负面报道仅涉及 87 家上市公司(其中还包含境外上市的中国企业)。为了检验本文结论的稳健型,在文章第五部分,本文使用公司层面负面报道数据对文中结论进行了重新检验。

制变量数据均来自 CSMAR 数据库和 Wind 数据库. 在表 1 的 E 栏中, 本文报告了主要变量的描述

性统计, 表 2 则介绍了实证检验中使用的变量名称及其定义.

表 2 变量定义

Table 2 Definition of variables

变量名	变量定义
$\ln(\text{Comp})$	经理现金薪酬总额的自然对数
ExComp	预期薪酬, 使用公式 (2) 得到的薪酬估计值
UnexComp	未预期薪酬, 经理的对数薪酬与预期薪酬的差额
CompGap	薪酬差距, 经理薪酬与职工平均工资的差异倍数
Coverage	虚拟变量, 当地方媒体对经理薪酬进行负面报道时, 取值为 1, 否则为 0
$\ln(\text{Coverage})$	负面报道数量, 数值上等于 (1 + 负面报道篇数) 的自然对数
SOECoverage	虚拟变量, 当地方媒体对国企经理薪酬进行负面报道时, 取值为 1, 否则为 0
$\ln(\text{SOECoverage})$	针对国有企业的负面报道数量, 数值上等于 (1 + 负面报道篇数) 的自然对数
$\ln(\text{Press})$	各省所有省市级报纸种类的自然对数
$\ln(\text{GDP})$	各省国内生产总值 (GDP) 的自然对数
ROA	资产收益率
RET	股票收益率
$\ln(\text{Sales})$	销售收入的自然对数
$\ln(\text{Age})$	经理年龄的自然对数
$\ln(\text{Tenure})$	经理任职期限的自然对数

3 实证检验与结果分析

在本节中, 本文主要检验两个问题: 第一, 媒

体是否对经理薪酬进行了有效监督; 第二, 经理薪酬是否对媒体负面报道做出积极响应. 为了尽可能消除内生性问题, 回归分析中使用的解释变量均滞后一期, 研究程序如图 2 所示.

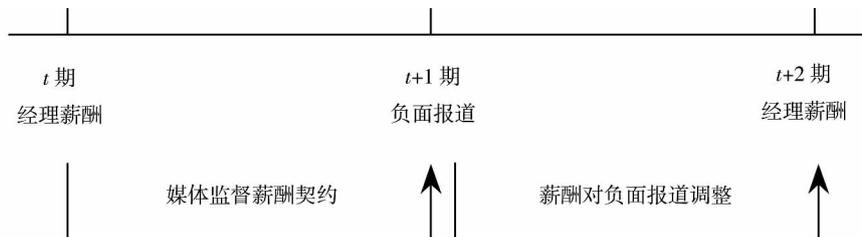


图 2 实证检验程序

Fig. 2 Empirical research procedures

3.1 媒体是否对经理薪酬进行有效监督

这里要检验的问题是 $t + 1$ 期的负面报道是否受到 t 期经理薪酬的影响^⑩. 以虚拟变量 Coverage 为因变量, 本文使用 logit 模型对这一问题进行实证检验, 结果如表 3 前三列所示. 此外, 由于存在大量针对国企经理薪酬的负面报道, 本

文还检验了媒体对国有上市公司经理薪酬的报道策略, 同样使用 logit 模型, 结果报告在表 3 的后三列中. 与前三列不同的是, 在分析媒体是否对国有上市公司经理薪酬进行有效监督时, 样本仅涵盖了国有上市公司, 因变量也改用虚拟变量 SOECoverage , 当媒体针对国企经理薪酬做出负面

⑩ 由于用到 $t + 1$ 期的数据, 使得本文的样本量下降到 4 070 个.

报道时 取值为 1 ,否则为 0.

表 3 第一列考查了媒体负面报道是否针对经理薪酬的绝对水平. 可以看出 ,经理薪酬水平越高 ,下一年媒体对经理薪酬做出负面报道的可能性也越大. 由于媒体对经理薪酬的负面报道既可能源自媒体追求轰动效应 ,又可能源自媒体向读者提供反映公司治理状况的真实可信的报道 ,为了检验媒体报道的真实动机 ,本文进一步将经理薪酬分解为预期薪酬和未预期薪酬两部分. 如果负面报道与预期薪酬以及未预期薪酬两个变量的回归系数同时显著为正 ,则表明媒体负面报道并不是针对经理薪酬中的不合理部分 ,而完全是针对上市公司经理的薪酬总额 ,从而支持假设 2 的轰动效应假说; 如果媒体负面报道仅与未预期薪酬显著正相关 ,而与预期薪酬没有显著的统计关系 ,则表明媒体运用较为成熟的技术对经理薪酬

进行了相应筛选 ,仅对存在问题的高管薪酬进行负面报道 ,向公众提供了关于公司治理状况的可靠信息 ,从而支持假设 1 的信息需求假说. 当同时将预期薪酬和未预期薪酬放入表 3 第二列时 ,本文发现 ,负面报道仅与未预期薪酬呈显著的正相关关系 ,表明媒体在报道经理薪酬时 ,并非追求轰动效应 ,而是向读者提供了判断经理薪酬契约有效性的可靠消息. 表 3 第三列用于检验媒体是否对经理和职工薪酬差距作出反应. 受传统文化和意识形态影响 ,我国历来有“不患寡而患不均”的传统. 公众普遍抱有“均富”的愿景 ,对贫富差距悬殊表示不满. 因此 ,如果媒体追求轰动效应的話 ,报道薪酬差距无疑是一种成功的策略. 然而 ,本文的检验结果并不支持这一假说 ,没有证据表明薪酬差距的拉大会促使媒体做出更多的负面报道.

表 3 媒体对上市公司经理薪酬的监督作用

Table 3 Monitoring effect of mass media on CEO compensation

变量	全部上市公司			国有上市公司		
	1	2	3	4	5	6
	$Coverage_{t+1}$	$Coverage_{t+1}$	$Coverage_{t+1}$	$SOECoverage_{t+1}$	$SOECoverage_{t+1}$	$SOECoverage_{t+1}$
$\ln(Comp)_t$	0.21 *** (0.06)			0.23 *** (0.06)		
$UnexComp_t$		0.21 *** (0.08)			0.18 ** (0.08)	
$ExComp_t$		0.20 (0.13)			0.36 *** (0.13)	
$CompGap_t$			0.01 (0.01)			0.00 ** (0.00)
$\ln(Press)_{t+1}$	1.83 *** (0.17)	1.78 *** (0.18)	1.78 *** (0.17)	1.43 *** (0.15)	1.42 *** (0.16)	1.37 *** (0.15)
$\ln(GDP)_t$	1.03 *** (0.10)	0.98 *** (0.11)	1.08 *** (0.10)	1.39 *** (0.12)	1.39 *** (0.13)	1.48 *** (0.12)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Pseudo R ²	0.31	0.31	0.31	0.27	0.28	0.27
Log Likelihood	- 1 105.78	- 1 012.47	- 1 104.91	- 1 040.29	- 945.27	- 1 040.74
样本量	4 070	3 604	4 037	2 642	2 423	2 622

注: ***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平 括号内为 Huber-White 稳健标准误.

综上所述 ,本文认为 ,就所有上市公司整体而言 ,媒体对经理薪酬的负面报道并非追求轰动效应 ,而是经过一定的技术调整 ,仅对经理薪酬中

不合理的成分进行负面报道 ,起到了积极的外部监督作用.

由于大量报道针对的是国企经理的薪酬问

题,因此在分析上市公司整体后,本文另外以国有上市公司为样本,研究媒体对国企经理薪酬报道的动机^①。表3第四列表明,国有上市公司经理薪酬越高,下一年被媒体负面报道的可能性也越高。通过第五列的进一步分析,本文发现,媒体在对国企经理薪酬进行负面报道时,并没有区分经理薪酬中的合理部分和“超额”部分。第六列的回归结果显示,经理与普通员工的薪酬差距越大,媒体越可能做出负面报道。这些结论表明,媒体在对国有企业经理薪酬进行负面报道时,考虑更多的是如何制造轰动效应,而不是向读者提供有关国有企业公司治理水平的可靠信息。由于媒体报道更多关注的是国企高管薪酬的绝对水平以及高管与普通职工的薪酬差距,而不是经理薪酬的结构(是否存在不合理薪酬)以及如何制定有效薪酬契约的权利分配,因此这些报道很容易模糊国企经理薪酬问题的本质和深层原因,造成公众对国企高管薪酬的误读,使他们简单的认为治理高管薪酬问题的良方在于“限高(薪)”,然而真实情况可能并非如此^[11]。

3.2 经理薪酬是否根据媒体负面报道进行调整

媒体报道至少可以通过两种途径影响上市公司的薪酬政策:一方面,媒体引发的舆论压力可能引致行政机构的介入,调查上市公司高管高薪背后是否隐藏着公司治理问题;另一方面,媒体引发的舆论压力可能促使行政机构出台更为严厉的法规来约束上市公司的高管薪酬。出于对上述行政管制的担忧,上市公司很可能对经理薪酬进行实质性的改革,例如降低经理薪酬中的超额薪酬部分。当然,如果媒体只是追求轰动报道的话,那么上市公司很可能不会采取任何措施。为了验证这些假设是否成立,以下将分别检验未预期薪酬以及薪酬差距是如何对媒体负面报道进行调整的。

首先,本文检验的是未预期薪酬对媒体负面报道的响应。为了消除公司层面因素的影响,借鉴Core等^[18]的做法,使用未预期薪酬的变化作

为回归方程的因变量。未预期薪酬变化指的是 $t+2$ 期末预期薪酬与 t 期末预期薪酬之差。差分后的未预期薪酬仅受 $t+1$ 期负面报道的影响,表4报告了相关的回归结果^②。在第一列中,首先检验媒体是否做出负面报道能否对未预期薪酬产生影响。结果表明,与未被负面报道的上市公司相比,受到负面报道的上市公司的经理薪酬结构得到了明显改善,其中的超额薪酬部分显著降低。在第二列中,讨论了媒体负面报道数量对经理超额薪酬的影响。结果与第一列相似,负面报道能够有效降低经理薪酬中的未预期薪酬。

在表3中,本文发现媒体对国有企业的负面报道属于轰动报道。那么,国有上市公司是否会对这些负面报道做出积极应对呢?表4第三列和第四列对该问题进行了实证检验。当把媒体报道限定在对国有企业的负面报道时,国有上市公司在被媒体负面报道后,也显著降低了经理薪酬中的未预期部分。综合表4的结论,可以发现,上市公司对媒体负面报道做出了积极的响应。由于未预期薪酬的下降被视为公司治理水平提高的标志,本文认为,媒体对经理薪酬发挥了积极的公司治理作用。

本文进而检验负面报道对经理和职工薪酬差距的影响,表5报告了相关的回归结果。为了消除其他因素的影响,本文使用薪酬差距变化作为回归分析的因变量。薪酬差距的变化指的是 $t+2$ 期的薪酬差距与 t 期薪酬差距的差额。差分后的薪酬差距仅受 $t+1$ 期媒体负面报道的影响。在表5前两列中,分别使用媒体是否作出负面报道以及负面报道的数量来解释经理与职工薪酬差距的变化,但是回归系数并不显著,表明媒体负面报道没有显著降低上市公司经理与普通职工的薪酬差距。第三列和第四列检验媒体负面报道对国企经理与普职工薪酬差距的影响,检验结果同样不支持媒体报道能够有效降低经理与职工的薪酬差距。以上结论部分支持假设5。

① 关注媒体对国有企业经理薪酬的报道主要基于两方面的原因:其一,国有企业在我国国民经济中仍占有重要比重;其二,由于历史原因,在国有企业中存在着诸多弊端,社会舆论在评论国有企业时,容易带有感情色彩,因此,国有企业为本文研究媒体报道的动机提供了天然的实验场所。

② 由于需要使用 $t+2$ 期的薪酬数据,从而使样本数量下降到2992个。

表 4 媒体负面报道对经理未预期薪酬的影响

Table 4 Effect of media coverage on unexpected CEO compensation

变量	全部上市公司		国有上市公司	
	1	2	3	4
$Coverage_{t+1}$	- 0.11 ** (0.05)			
$\ln(Coverage)_{t+1}$		- 0.03 *** (0.01)		
$SOECoverage_{t+1}$			- 0.09 * (0.05)	
$\ln(SOECoverage)_{t+1}$				- 0.04 ** (0.02)
$Year$	控制	控制	控制	控制
R^2	0.003	0.003	0.004	0.004
样本量	2 212	2 212	1 477	1 477

注: ***, **, * 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平, 括号内为 Huber-White 稳健标准误。

表 5 媒体负面报道对经理职工薪酬差距的影响

Table 5 Effect of media coverage on the compensation gap between CEO and average employee

变量	全部上市公司		国有上市公司	
	1	2	3	4
$Coverage_{t+1}$	- 0.54 (0.52)			
$\ln(Coverage)_{t+1}$		0.02 (0.17)		
$SOECoverage_{t+1}$			- 0.03 (0.03)	
$\ln(SOECoverage)_{t+1}$				- 0.31 (0.23)
$Year$	控制	控制	控制	控制
R^2	0.003	0.003	0.006	0.007
样本量	2 430	2 430	1 574	1 574

注: ***, **, * 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平, 括号内为 Huber-White 稳健标准误。

4 进一步的检验

根据传统代理理论, 经理薪酬的主要作用是激励企业高管, 使他们的利益尽可能与股东利益保持一致。学者通常使用薪酬业绩敏感性来评价两者利益的一致程度。既有的研究表明, 若经理薪酬业绩的敏感性较低, 则意味着经理与股东利益的一致程度较低^[1]。为了降低可能由此产生的

代理问题, 提高经理薪酬与业绩的敏感性就变得相当重要^[1, 37]。那么, 媒体作为一种重要的外部治理机制, 通过对不合理的薪酬政策的负面报道, 能否促使企业做出改进, 缓解这一潜在的代理问题呢? Johnson, Porter 和 Shackell^[16] 发现, 媒体负面报道能够提高经理现金薪酬与公司业绩的敏感性, 降低股东与经理之间的代理成本。在本节中, 将检验媒体报道对我国经理薪酬业绩敏感性的影响。

表6 媒体负面报道对薪酬业绩敏感性的影响

Table 6 Effect of media coverage on CEO pay-performance sensitivity

变量	全部上市公司				国有上市公司			
	1	2	3	4	5	6	7	8
ROA_t	0.56 ^{***} (0.17)	0.38 ^{**} (0.16)			1.53 ^{***} (0.33)	1.73 ^{***} (0.69)		
RET_t			0.03 ^{**} (0.01)	0.01 (0.02)			0.03 [*] (0.02)	0.04 [*] (0.02)
$ROA_t \times Coverage_{t-1}$		0.39 [*] (0.62)				-0.35 (0.70)		
$RET_t \times Coverage_{t-1}$				0.03 (0.02)			-0.01 (0.02)	
$Coverage_{t-1}$		0.15 ^{***} (0.03)		0.16 ^{***} (0.03)		0.25 ^{***} (0.05)		0.25 ^{***} (0.03)
$\ln(Sales)_t$	0.24 ^{***} (0.01)	0.23 ^{***} (0.01)	0.25 ^{***} (0.01)	0.24 ^{***} (0.01)	0.24 ^{***} (0.01)	0.23 ^{***} (0.01)	0.26 ^{***} (0.01)	0.25 ^{***} (0.01)
$\ln(Age)_t$	0.35 ^{***} (0.08)	0.34 ^{***} (0.08)	0.33 ^{***} (0.08)	0.32 ^{***} (0.08)	0.25 ^{**} (0.10)	0.23 ^{**} (0.10)	0.27 ^{**} (0.11)	0.25 ^{**} (0.11)
$\ln(Tenure)_t$	0.15 ^{***} (0.01)	0.15 ^{***} (0.01)	0.20 ^{***} (0.02)	0.20 ^{***} (0.02)	0.14 ^{***} (0.02)	0.14 ^{***} (0.02)	0.18 ^{***} (0.02)	0.18 ^{***} (0.02)
<i>Industry</i>	控制							
<i>Year</i>	控制							
R^2	0.31	0.31	0.34	0.34	0.34	0.36	0.35	0.36
样本量	5 519	5 519	5 235	5 235	3 511	3 511	3 431	3 431

注: ***、**、* 分别表示1%、5%、10%的显著性水平,括号内为Huber-White稳健标准误。

本文分别使用资产收益率和股票收益率作为公司业绩的度量指标,因变量为经理薪酬的自然对数。此外,本文控制了公司规模、经理年龄、任职期限,以及年度和行业等变量。表6报告了相关的检验结果。其中,前四列是对所有上市公司薪酬业绩敏感性的检验;后四列则是针对国有企业薪酬业绩敏感性的检验。如果负面报道能够提高经理的薪酬业绩敏感性,本文预期虚拟变量 $Coverage(SOEcoverage)$ 与公司业绩的交乘项符号为正,且回归系数在统计意义上具有显著性。

表6第一列和第三列为不考虑媒体影响时的薪酬业绩敏感性。很明显,无论是以会计指标还是以市场指标反映的公司业绩都与经理薪酬呈显著的正相关关系,但就经济意义而言,经理薪酬与会计指标的相关性更高,这与辛清泉和谭伟强^[38]的发现一致。

第二列和第四列检验的是媒体负面报道能否

对经理的薪酬业绩敏感性产生影响。其中,第二列检验的是媒体报道对经理薪酬与会计业绩指标敏感性的影响。本文发现 $Coverage$ 与 ROA 的交乘项系数显著为正,表明负面报道提高了经理的薪酬业绩敏感性。在第四列,主要检验媒体报道能否提高经理薪酬与市场业绩指标的敏感性。遗憾的是,结果并不支持这一假设。虽然 $Coverage$ 与 RET 交乘项的回归系数是正值,但在统计意义上并不显著。

由于在国有企业中普遍存在着高管薪酬管制,因此一种较为普遍的观点是,国有企业的经理薪酬缺乏激励效率^[34]。那么,媒体的负面报道能否提高国企经理的薪酬业绩敏感性呢?在表6的后四列,以国有上市公司为研究样本,对这一问题进行检验。第五列和第七列为不考虑媒体作用时,国有上市公司经理的薪酬业绩敏感性。本文发现,国有上市公司的经理薪酬与公司业绩存在显著的正相关关系。但出

乎意料的是, 国企经理薪酬与会计业绩的敏感性远远高于全部上市公司经理薪酬业绩敏感性的平均水平。

在第六列中, 分析了媒体负面报道对国有上市公司经理薪酬与会计业绩敏感性的影响。结果表明, 负面报道没有提高国有上市公司经理的薪酬业绩敏感性。在第八列中, 检验了负面报道对国有上市公司经理薪酬与市场业绩敏感性的影响, 结果同样不支持媒体报道能够提高国有上市公司经理薪酬业绩敏感性的假设。考虑到在加入媒体报道因素之前, 国有上市公司经理的薪酬业绩敏感性已经远远高于全部上市公司的平均水平, 交乘项系数不显著的另一种可能解释是, 国有上市公司经理的薪酬业绩敏感性已经不低, 不需要继续提高激励水平。这个问题值得进一步的研究。

5 稳健性检验

5.1 公司层面数据

在这一部分, 本文将使用公司层面负面报道

数据对本文结论的可靠性和稳健性进行进一步的检验。为此, 本文重新搜索、阅读并整理了媒体对我国全部 A 股上市公司在 2004 至 2008 年间公司层面报道的数据。公司层面负面报道的描述性统计如表 7 所示。

从表 7 可以看出, 媒体负面报道的篇数和平均每家公司负面报道篇数两个指标都基本呈现逐年上升的势头, 表明媒体对公司高管薪酬问题的关注程度整年提升, 可以预期, 随着公众意识的觉醒, 以及政府对媒体管制的放松, 媒体对高管薪酬问题的监督也将得到强化, 媒体对高管薪酬的治理作用也将不断提高。从 2004 年到 2008 年的全部 5 年中, 媒体关于经理薪酬的负面报道累计涉及 87 家上市公司, 平均每家公司被负面报道的篇数为 1.86 篇。其中 2005 年的数据比较独特, 原因在于有四篇负面报道涉及的上市公司均超过 6 家, 其中更有一篇报道涉及 19 家上市公司, 从而导致当年“平均每家公司负面报道篇数”小于 1 的结果。

表 7 公司层面负面报道的描述性统计

Table 7 Descriptive statistics of firm-level negative media coverage

年份	媒体负面报道篇数	涉及上市公司家数	单家公司最大负面报道次数	单家公司最小负面报道次数	平均每家公司负面报道篇数
2004	1	2	1	1	0.50
2005	13	41	9	1	0.32
2006	21	14	11	1	1.50
2007	17	13	5	1	1.31
2008	109	31	76	1	3.52
合计	161	87	76	1	1.85

注：“媒体负面报道篇数”为统计当年涉及上市公司负面报道的文章数量（可能在一篇报道中涉及多家上市公司）；“涉及上市公司家数”为统计当年被媒体负面报道的全部上市公司的数量；“单家公司最大负面报道次数”为统计当年按上市公司被媒体负面报道次数排序，排名最高的上市公司被负面报道的次数；“平均每家公司负面报道篇数”为统计当年“媒体负面报道篇数”与“涉及上市公司家数”两个指标之比。

接下来, 按照前文的研究设计, 使用公司层面数据重新进行了相关的实证检验, 结果如下所示

$$\ln(\text{Coverage}) = \alpha + \beta \ln(\text{Compensation}) + \gamma \text{yeardummy} + \varepsilon$$

$$\begin{matrix} 4.35 & 0.32^{***} & \text{控制} \\ (4.06) & (0.10) & \end{matrix} \quad (3)$$

$$\ln(\text{Coverage}) = \alpha + \beta \ln(\text{ExpeComp}) + \gamma \ln(\text{UnexComp}) + \gamma \text{yeardummy} + \varepsilon$$

$$\begin{matrix} 5.16 & 0.05 & 0.26^* & \text{控制} \\ (4.89) & (0.10) & (0.15) & \end{matrix} \quad (4)$$

$$\Delta UnexComp = \alpha + \beta \ln(Coverage_{t+1}) + \gamma yeardummy + \varepsilon$$

3. 20	- 4. 02*	控制	(5)
(2. 14)	(1. 94)		

其中式(3)、(4)和式(5)分别对应论文中的表3、表4和表5。从回归结果可以发现,使用公司层面负面报道数据得出的结论与论文中使用地方报纸层面数据得出的结论保持一致,表明原文结论具有相当的稳健性和可靠性。

在论文第3部分,由于中央媒体在横截面上

$$dif_unexpected = \alpha + \beta_1 cen_cov + \beta_2 ultimate + \beta_3 cen_cov * ultimate + yeardummy + \varepsilon$$

- 0. 24	0. 73	0. 46*	- 1. 10*	(6)
(0. 22)	(0. 58)	(0. 23)	(0. 59)	

$$dif_unexpected = \alpha + \beta_1 loc_cov + \beta_2 ultimate + \beta_3 loc_cov * ultimate + yeardummy + \varepsilon$$

0. 22	- 0. 34	- 0. 00	0. 01	(7)
(0. 25)	(0. 38)	(0. 27)	(0. 39)	

其中 *dif_unexpected* 是 *t* + 2 期总经理未预期薪酬与 *t* 期总经理未预期薪酬的差额; *cen_cov* 为 *t* + 1 期中央媒体对经理薪酬负面报道数量的对数; *loc_cov* 为 *t* + 1 期地方媒体对经理薪酬负面报道数量的对数; *ultimate* 为上市公司终极控制人的性质,当上市公司为国有企业时, *ultimate* 取值为 1, 否则为 0。

第一个回归方程检验的是,中央媒体负面报道对国有企业和非国有企业经理未预期薪酬影响的差异。由于交乘项系数为负,且在统计意义上具有显著性,因此可以将结果解释为:相对于非国有企业,中央媒体关于薪酬的负面报道对国有企业的总经理的未预期薪酬产生了更加显著的影响,国有企业总经理的未预期薪酬较非国有企业总经理的未预期薪酬在 *t* + 2 期下降的更加显著。

第二个回归方程检验的是,地方媒体负面报道对国有企业和非国有企业经理未预期薪酬影响的差异。由于交乘项系数不具有统计意义上的显著性,因此可以将结果解释为:相对于非国有企业,地方媒体关于薪酬的负面报道没有对国有企业的总经理薪酬产生了更加显著的影响;在 *t* + 2 期,国有企业总经理的未预期薪酬较非国有企业

没有差异,因而无法将中央媒体的负面报道数量作为解释变量,从而无法确定中央媒体与地方媒体在公司治理方面的功效差异,特别是两者对国有企业和非国有企业高管薪酬的影响差异上。为此,使用公司层面数据,本文对以上问题进行了相关检验,检验方程如下所示^⑬。

没有发生显著降低。

由于受到公司层面样本容量的限制,本文无法报告中央媒体(地方媒体)对国有上市公司和非国有上市公司这两个单独样本的检验结果(每个样本均小于 30 家上市公司)。因此,无从判断不同级别的媒体对不同类型上市公司的影响程度。但是从上面报道的交乘项结果来看,相对于地方媒体,中央媒体对国企高管薪酬问题产生了更加积极的影响。

5.2 其他检验

在这一部分,本文将从三个方面对前文结论的可靠性和稳健性进行补充检验。

第一,以地区和年份分组,分别计算各年、各省份上市公司高管薪酬、预期薪酬和未预期薪酬三个指标的(分年)地区平均值,并以此为自变量,从而形成了一个 31(省) * 3(年)的地区 - 年数据结构,并使用前文中的模型对表 3 内容进行重新检验。研究结果表明,在使用地区层面数据作为解释变量情况下所得到的结论与前文得到的结论保持一致,表面前文在主回归分析中所得到的结论具有较强的稳健性和可靠性。

第二,尽管未预期薪酬本身是公司治理存在

⑬ 感谢审稿专家的宝贵意见。

问题的重要表征之一 (Core 等),但是直观上,人们对媒体报道与未预期薪酬的关注更多集中在未预期薪酬 > 0 的情况下。当未预期薪酬 ≤ 0 时会发生什么,目前的研究关注不足。为此本文对未预期薪酬进行分组检验。结果表明,当未预期薪酬 > 0 时,所得结论与前文主回归分析所得到的结论一致;而当未预期薪酬 ≤ 0 时,媒体报道对未预期薪酬却几乎没有产生任何实质性影响。

最后,为了检验媒体的真实影响,本文还进行了配对检验。按照上市公司所属省份异同、行业、终极控制人性质和企业规模的顺序,本文为样本公司挑选出配对公司。由于同一省份的企业面临该省相同强度和压力的媒体报道,在使用 $t + 2$ 期与 t 期末预期薪酬和薪酬差距的变化尽可能剔除其他影响因素后,媒体对同一省份公司的影响应该使得样本公司与配对公司在未预期薪酬变化和薪酬差距变化两个指标上不存在显著差异;相反,不同省份公司由于面临的媒体压力不同,以上两个指标应该在显著性上存在系统性差异。在进行参数和非参数检验后,相关结论印证了以上的假设,并从侧面证实了前文所得结论的可靠性和稳健性。

6 结束语

高管薪酬是一个充满争议的话题。近年来,我国上市公司经理薪酬,特别是国有上市公司经理薪酬的迅速增长成为媒体和公众关注的焦点。在投资者法律保护不完善,公司内部治理机制不健全的背景下,媒体这一外部监督机制是否能够成为完善高管薪酬契约、提高公司治理水平的另一条有效途径呢?

本文首次实证检验了我国媒体对经理薪酬契约的治理作用,并对媒体报道动机进行了分析。本文发现,我国媒体在选择是否做出负面报道的时候,似乎存在“双重标准”。一方面,就上市公司整体而言,负面报道能够锁定经理薪酬契约中的超额薪酬,向读者提供关于公司治理水平的可靠信息;另一方面,就国有企业而言,负面报道关注

更多的是经理薪酬的绝对水平以及经理与职工的薪酬差距,向读者提供轰动性报道。至于薪酬水平和薪酬差距是否合理,媒体没有提供可靠的信息。以上发现隐含如下涵义,媒体报道的动机并不是单一的,可能会根据读者的口味和偏好在不同议题间转换。当媒体向读者提供有关经理薪酬的可靠信息时,企业会针对媒体的批评改善高管薪酬政策;当媒体向读者提供轰动报道时,国有企业也会针对媒体报道对高管薪酬契约进行部分修正。虽然上述证据表明,媒体报道对经理薪酬契约具有一定的公司治理作用,但是媒体报道不能降低经理与职工的薪酬差距,对经理薪酬业绩敏感性的提高也只有微弱的影响。

本文不仅深化了人们对媒体公司治理作用的理解,丰富了文献对转型经济体里媒体报道动机的认识,也为如何更好的发挥媒体监督和公司治理的作用提供了相关的政策建议。首先,受到国企积弊影响,社会公众普遍对国有企业保持负面的印象和态度,特别是国企高管的薪酬问题,由于涉及到社会公平,已经引发政府和社会各界的广泛关注。在这一过程中,媒体对社会舆论的引导显然是一个重要环节。然而,就本文的发现而言,本文认为媒体对国企高管薪酬的报道往往追求轰动效应,即过分夸大表层病症,忽视诊断深层症结,从而模糊了问题的焦点。高管薪酬不在于薪酬绝对水平的高低,而在于薪酬高低的合理性和社会接受程度。因此,在阅读相关报道时,理性的读者更应特别谨慎,避免片面的理解高管薪酬问题;其次,媒体自身也应该探索更加中立和负责的报道策略,特别是加强对薪酬结构不合理以及薪酬设定程序不合理的上市公司或者高管的“点名批评”,形成深度报道和连续报道,向读者提供可靠的信息,而不能仅仅停留在对个别薪酬问题的宽泛的和表层的报道;最后,尽管本文发现媒体负面报道对公司高管的薪酬契约具有一定的公司治理作用,但是在事关社会公平的薪酬差距方面,媒体负面报道显然没有起到预期的作用。此时,为了缓解薪酬差距带来的社会问题,除了继续加强新闻媒体的监督作用之外,可能还需要从企业外

部以政府立法的形式保障企业职工和社会公众的基本权益,同时从企业内部继续深化公司治理改革,特别是加强薪酬委员会在公司制定和监督经理薪酬契约过程中的作用。

参 考 文 献:

- [1] Jensen M, Murphy K. Performance pay and top-management incentives [J]. *Journal of Political Economy*, 1990, 98(2): 225 – 264.
- [2] Aggarwal R, Samwick A. Executive compensation, relative performance evaluation, and strategic competition: Theory and evidence [J]. *Journal of Finance*, 1999, 54(6): 1999 – 2043.
- [3] Gabaix X, Landier A. Why has CEO pay increased so much? [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2008, 123(1): 49 – 100.
- [4] 万媛媛, 井润田, 刘玉焕. 中美两国公司高管薪酬决定因素比较研究 [J]. *管理科学学报*, 2008, 11(2): 100 – 110.
Wan Yuanyuan, Jing Runtian, Liu Yuhuan. Comparative study on the determinants of executive compensation between listed companies in China and US [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2008, 11(2): 100 – 110. (in Chinese)
- [5] Dyck A, Zingales L. The Corporate Governance Role of the Media [R]. Harvard University Working Paper, 2002.
- [6] Fama E, Jensen M. Separation of ownership and control [J]. *Journal of Law and Economics*, 1983, 26(2): 301 – 325.
- [7] Cai J, Garner J, Walkling R. Electing directors [J]. *Journal of Finance*, 2009, 64(5): 2389 – 2421.
- [8] Bertrand M, Mullainathan S. Are CEOs rewarded for luck? The ones without principles are [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2001, 116(3): 901 – 932.
- [9] Bubchuk L, Fried J. Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation [M]. Cambridge: Harvard University Press, 2004.
- [10] 吕长江, 赵宇恒. 国有企业管理者激励效应研究——基于管理者权力的解释 [J]. *管理世界*, 2008, 11(4): 99 – 109.
Lv Changjiang, Zhao Yuheng. A study on the effect of the incentive given to managers of state-owned enterprises [J]. *Management World*, 2008, 11(4): 99 – 109. (in Chinese)
- [11] 沈艺峰, 李培功. 政府限薪令与国企高管薪酬、业绩和运气关系的研究 [J]. *中国工业经济*, 2010, 11(3): 130 – 139.
Shen Yifeng, Li Peigong. Empirical research on the impact of “pay ceiling order” on the CEO compensation and pay-for-luck phenomenon [J]. *China Industry Economics*, 2010, 11(3): 130 – 139. (in Chinese)
- [12] Miller G. The press as a watchdog for accounting fraud [J]. *Journal of Accounting Research*, 2006, 44(5): 1001 – 1033.
- [13] Dyck A, Volchkova N, Zingales L. The corporate governance role of the media: Evidence from Russia [J]. *Journal of Finance*, 2008, 63(3): 1093 – 1136.
- [14] Joe J, Louis H, Robinson D. Managers’ and investors’ responses to media exposure of board ineffectiveness [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2009, 44(3): 579 – 605.
- [15] 李培功, 沈艺峰. 媒体的公司治理作用: 中国的经验证据 [J]. *经济研究*, 2010, 4(2): 14 – 27.
Li Peigong, Shen Yifeng. The corporate governance role of media: Evidence from China [J]. *Economic Research Journal*, 2010, 4(2): 14 – 27. (in Chinese)
- [16] Johnson M, Porter S, Shackell M. Stakeholder Pressure and the Structure of Executive Compensation [R]. University of Notre Dame Working Paper, 1997.
- [17] Kuhnen C, Niessen A. Is Executive Compensation Shaped by Public Attitudes? [R]. Northwestern University Working Paper, 2009.
- [18] Core J, Guay W, Larcker D. The power of the pen and executive compensation [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008,

- 88(1): 1-25.
- [19]肖赞军. 报业经济学——基础理论与中国例证[M]. 长沙: 湖南师范大学出版社, 2007.
Xiao Zanjun. Economic Analysis of Newspaper Industry: Theory and Evidence from China[M]. Changsha: Hunan Normal University Press, 2007. (in Chinese)
- [20]醋卫华, 李培功. 媒体监督公司治理作用的实证研究[J]. 南开管理评论, 2012, 1(2): 43-51.
Cu Weihua, Li Peigong. The empirical test of the monitoring role of the media[J]. Nankai Business Review, 2012, 1(2): 43-51. (in Chinese)
- [21]Jensen M. Toward a Theory of the Press[R]. Harvard University Working Paper, 1979.
- [22]Stromberg D. Mass media competition, political competition, and public policy[J]. Review of Economic Studies, 2004, 71(1): 265-284.
- [23]Zingales L. In search of new foundations[J]. Journal of Finance, 2000, 55(4): 1623-1653.
- [24]Mullinaitan S, Shleifer A. The market for news[J]. American Economic Review, 2005, 95(4): 1031-1053.
- [25]李培功, 徐淑美. 媒体的公司治理作用: 共识与分歧[J]. 金融研究, 2013, 4(1): 78-89.
Li Peigong, Hu Shumei. The corporate governance role of the media: Consensus and divergence[J]. Journal of Financial Research, 2013, 4(1): 78-89. (in Chinese)
- [26]李培功. 媒体报道偏差的经济学分析[J]. 经济学动态, 2013, 4(1): 78-85.
Li Peigong. The economic analysis of media bias[J]. Economics Perspective, 2013, 4(1): 78-85. (in Chinese)
- [27]Core J, Holthausen R, Larcker D. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 51(3): 371-406.
- [28]辛清泉, 林斌, 王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资[J]. 经济研究, 2007, 8(4): 110-122.
Xin Qingquan, Lin Bin, Wang Yanchao. Government control, executive compensation and capital investment[J]. Economic Research Journal, 2007, 8(4): 110-122. (in Chinese)
- [29]Fama E. Agency problems and the theory of the firm[J]. Journal of Political Economy, 1980, 88(2): 288-307.
- [30]Glaeser E, Johnson S, Shleifer A. Coase versus the coasians[J]. Quarterly Journal of Economics, 2001, 116(3): 853-899.
- [31]Glaeser E, Shleifer A. A reason for quantity regulation[J]. American Economic Review, 2001, 91(2): 431-435.
- [32]Pistor K, Xu C. Governing stock markets in transition economies: Lessons from China[J]. American Law and Economics Review, 2005, 7(1): 184-210.
- [33]陈冬华, 章铁生, 李翔. 法律环境、政府管制与隐性契约[J]. 经济研究, 2008, 3(2): 60-72.
Chen Donghua, Zhang Tiesheng, Li Xiang. Law environment, government regulation and implicit contract: Empirical evidence from the scandals of Chinese listed companies[J]. Economic Research Journal, 2008, 3(2): 60-72. (in Chinese)
- [34]陈冬华, 陈信元, 万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费[J]. 经济研究, 2005, 2(3): 92-101.
Chen Donghua, Chen Xinyuan, Wan Hualin. Regulation and non-pecuniary compensation in Chinese SOEs[J]. Economic Research Journal, 2005, 2(3): 92-101. (in Chinese)
- [35]Djankov S, Mcleish C, Nenova T, et al. Who owns the media? [J]. Journal of Law and Economics, 2003, 46(2): 341-382.
- [36]刘春林, 张宁. 上市公司传闻的澄清效果研究——来自中国证券市场的经验证据[J]. 管理科学学报, 2012, 15(5): 42-54.
Liu Chunlin, Zhang Ning. Study on the effectiveness of public company's rumor denial announcements: Evidence from Chinese stock market[J]. Journal of Management Sciences in China, 2012, 15(5): 42-54. (in Chinese)
- [37]魏刚. 高级管理层激励与上市公司经营绩效[J]. 经济研究, 2000, 3(6): 32-39.

Wei Gang. Incentives for top-management and performance of listed companies [J]. *Economic Research Journal*, 2000, 3 (6): 32 – 39. (in Chinese)

[38] 辛清泉, 谭伟强. 市场化改革、企业业绩与国有企业经理薪酬 [J]. *经济研究*, 2009, 11(3): 68 – 81.

Xin Qingquan, Tan Weiqiang. Market-oriented reform, firm performance and executive compensation in Chinese state-owned enterprises [J]. *Economic Research Journal*, 2009, 11(3): 68 – 81. (in Chinese)

CEO compensation, sensational coverage, and media governance

LI Pei-gong, SHEN Yi-feng

School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, China

Abstract: This paper empirically investigates the corporate governance role of the media on CEO compensation contracts and the motivation of media coverage within the context of the transitional China. After carefully reading 17 621 media coverages on CEO compensation, we document that negative media coverage is motivated by both the information demand and entertainment demand of news consumers. On the one hand, media exposures can target CEOs' excessive pay rather than their total pay of public companies as a whole to provide reliable information to their audience; on the other hand, with regard to the state-owned enterprises (SOEs), negative media coverage, however, focuses on the compensation gap between CEOs and average employees, and CEOs' total pay instead of their excessive pay to provide sensational information. When news media provides reliable information, public companies as a whole tend to redress their compensation policy, when media supplies sensational information, SOEs also partially remedy their CEO compensation contracts, which indicates that media plays a positive corporate governance role in the transitional China. Our paper extends our knowledge about alternatives of legal mechanisms in corporate governance by investigating the corporate governance role of the media on CEO compensation, provides new perspectives about CEO compensation practices in the transitional economies, and supplements the literature by examining the motivation of media coverage.

Key words: media governance; CEO compensation; sensational coverage