华南农业大学学报(社会科学版)
2014年第3期 JOURNAL OF SOUTH CHINA AGRICULTURAL UNIVERSITY
(第13卷) (SOCIAL SCIENCE EDITION)

媒体监督、董事会结构与高管薪酬

姜 凌,许润发

(广东外语外贸大学 财经学院,广东 广州 510006)

摘 要: 以沪深A股上市公司为样本研究媒体监督、董事会结构对高管薪酬的影响。研究表明,随着媒体对上市公司关注程度的提高,上市公司高管的薪酬也会相应提高。但当负面报道的占比提高时,会拉低高管的薪酬水平。对于董事会结构而言,公司董事会的规模越大,高管人员的薪酬水平越高。公司独立董事的比例越高,高管人员的薪酬水平会有所下降。如果董事长兼任总经理,则倾向于提高高管人员的薪酬水平。在一定的程度上,媒体监督促进董事会机制的发挥,表明媒体监督具有公司治理效果。

关键词: 媒体监督; 高管薪酬; 董事会结构; 上市公司

中图分类号: F272.923 **文献标识码:** A **文章编号:** 1672-0202(2014)03-0097-10

一、引 言

现代公司的设立是以两权分离为基础,由于企业所有权和经营权的分离,导致企业所有者和企业经营者之间的委托代理问题。为了解决这一问题,设计了公司内部治理机制。在委托代理框架中,Shleifer and Vishny认为公司治理是基于所有权和控制权分离而必须在股东、董事会和管理层之间做出的制度安排[1]。现实表明,单靠内部治理机制似乎还不能满足企业的治理需求,还需要加强外部因素对企业的监督和支持。在外部治理机制中,主要关注的是一个国家法律体系或者行政力量对企业行为的影响。近十几年来,法律外制度因素在公司治理中的作用的研究不断兴起,而法律外替代机制在公司治理中的作用也受到学者的重视。媒体作为一支新秀,也逐渐受到学者们的关注。媒体报道作为一种法律外制度与法律制度之间存在着相互替代的关系[2]。媒体是一种有效的信息中介[3],使得公众能以较低廉的成本收集到所需的信息。Baron认为,现代媒体已经不能被认为是仅仅提供娱乐性和趣味性报道的中介[4]。媒体作为信息中介,降低了经理层与外部投资者之间的信息不对称,从而降低投资者的信息风险[5]。研究表明,媒体对企业的行为在一定程度上可以实现外部监督。此外,媒体监督与多个公司内部治理变量形成互补的关系[6]。从现实的案例来看,包括安然、世通、银广夏、亿安科技等事件都显示出媒体在揭露企业的违规舞弊行为和保护中小投资者利益等方面发挥了积极作用。

二、文献综述与研究假设

(一)媒体监督的动机

媒体作为经济社会中的成员,既是向公众传递信息的信息传递员,也是追求自身利益的盈利

收稿日期: 2014-04-25

基金项目: 教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目(11JZD021);广东省科技计划项目(2011B040400014)

作者简介: 姜 凌(1974—),女,上海崇明人,广东外语外贸大学财经学院副教授,主要研究方向为企业成长与资本市场。E-mail:jling163@163.com

主体,后者更是其本质所在。除了政治因素外,唯一能够激励媒体去监督上市公司的原因,便是这种监督能带给媒体自身经济利益。然而媒体并不掌握上市公司的控制权,也不分享上市公司带来的经营成果。同时,媒体的受众是不是会为媒体对上市公司治理问题的报道买单,有较大不确定性。从以上两点来说,媒体并没有足够的动力去监督上市公司。但是,媒体为了实现自身利益的最大化具有努力追求轰动效应的倾向[7]。面对越来越激烈的市场竞争,只有挖掘到足够轰动的新闻,媒体才乐于去进行追踪报道。媒体会基于成本与收益之间的权衡,以实现其自身收益最大化,从而倾向选择性质比较严重和涉及金额大的问题进行负面报道[8]。处于特殊处理(ST)或者再融资计划过程中的公司更易受到媒体的关注[9]。媒体能否发挥有效的监督,在于两点:一是媒体是否处于一个言论自由、不受压力表达自己观点的环境;二是媒体主动监督公司治理问题是不是会给媒体带来良好的社会声誉以及相应的商业利益[10]。

(二)媒体监督机制

媒体通过报道上市公司的违法违规行为,将上市公司的治理问题传递给社会大众,但这并不代表企业会因此改善公司治理。那么,是什么机制让媒体的监督发挥公司治理作用呢?

良好的社会声誉代表着经理人和董事会成员的社会地位和身份。Dyck and Zingales 发现,新闻媒体的报道可以使得投资者提高事件的可知度,触发声誉机制发挥制约公司的行为[11]。可是,媒体的治理作用要通过影响经理人声誉实现,需要在私有产权和成熟的经理人市场这两个前提条件下得以实现[12]。Dyck 等认为媒体发挥公司治理作用的途径:一是媒体报道可能引致法律惩罚,二是媒体报道可能会影响经理人的声誉。

李培功和沈艺峰通过研究中国的资本市场发现媒体发挥治理作用,是通过引致行政机构的介入得以实现[13]。郑路航的研究也认为,伴随公司违规报道数量的增加,行政机构介入的概率同时相应增加[14]。除了行政机制和声誉机制,还有学者提出信息传播机制。王恩山和戴小勇提出,除了声誉机制外,媒体报道还能够通过信息传播机制和间接影响内部治理的机制来有效降低代理成本,发挥媒体治理作用[2]。徐莉萍和辛宇认为,发挥媒体治理的作用主要通过提高中小流通股股东参与股改投票的热情得以实现[15]。

(三)媒体监督的效果

针对媒体监督治理的效果,学者们没能得出统一的结论。支持者认为媒体作为法律外的公司外部监督治理机制,能通过事前监督、事中调查和追踪报道等方式促使企业停止违规行为和改善公司治理的概率。质疑者则认为现实的媒体监督治理环境不佳,受到政府或其他利益集团的干扰,媒体想做出客观公正的报道比较困难,由此产生的报道偏误会导致媒体的治理效果减弱。

Dyck and Zingales 研究表明[11],媒体监督能减弱控制权的私人收益。Miller 发现美国多家公司在被证券交易委员会公开处罚前都曾受到媒体的质疑和批评[10]。Joe 等发现[16],媒体的负面报道有助于治理状况不佳的企业采取改善公司治理的行为;此外缺乏效率的董事会被媒体曝光后,公司通常会采取积极应对措施以提高董事会的效率。李培功和沈艺峰发现中国上市公司改正违规行为的发生率,随着媒体曝光数量的增加而提高,显示中国媒体对完善公司治理以及保护投资者等方面具有积极作用[13]。徐莉萍和辛宇则关注到中小股股东在媒体关注度提高时所面临的信息风险有所下降,相应所要求的对价也会相应较低[15]。对于大股东,媒体监督能够抑制大股东的利益掏空行为,保护中小投资者[17]。在媒体监督管理层方面,媒体报道和关注能有效抑制管理层的盈余操纵行为[18];而且对公司违规的负面报道也显著提高管理层实施补救行动的概率[14]。Qi 等也得出相似的结论[9],受媒体关注的公司盈余管理的程度较低,且媒体监督会影响盈余管理的方式。

对于媒体治理的作用也有不同的观点。贺建刚等[19]通过研究五粮液公司案例发现，在媒体的大量负面报道后，公司大股东仍没有采取积极措施改正其侵害中小投资者利益的行为，即媒体监督没有起到抑制大股东掏空行为的作用。杨德明和赵璨[20]认为，媒体的治理作用有限，只有当引起行政部门介入的时候媒体才发挥其治理的作用。媒体监督会失灵吗？实际上，媒体在传播信息的过程中，考虑到自身的利益，其所报道的信息也可能出现偏误，这种偏误可能是由于媒体相互竞争的需要[21]，也可能源自政府的干预压力[22]；政府干预程度越高，媒体监督作用越弱[23]。在很多国家或地区，政府凭借自己的监管权，在媒体寻租中居于主动地位。一旦媒体与政府串谋，媒体就毫无可信度可言。除了政府的因素，企业高管也可以通过公关手段使得媒体报道出现偏误。Gurun 等[24]发现基于媒体与企业双方广告利益或地方关系，地方媒体会美化当地企业。

（四）媒体监督、董事会结构与高管薪酬

学术界研究媒体监督与 CEO 薪酬的关系，多数是以 CEO 薪酬为代表。Core 等[25]检验了媒体监督对 CEO 薪酬的影响，但没有足够的证据证明负面的报道能够减少 CEO 的超额回报，因而质疑 Dyck and Zingales[11]和 Joe 等[16]的研究结论：即媒体监督能够对公司治理起到重要作用。杨德明和赵璨[20]实证检验了中国市场 2006—2009 年的数据，发现媒体在对高管薪酬方面发挥了一定的监督和治理作用，不过这种媒体治理作用的发挥依赖于政府及行政主管部门的介入。这一结论与李培功和沈艺峰[13]提出的中国市场媒体监督发挥作用是通过行政介入的途径的观点相一致。

媒体监督对企业的影响在于两个方面，一个是正面报道带给企业正面的效益，另一个是负面报道带给企业负面的影响。而报道最直接的影响便体现在影响公司股票的波动，特别是负面报道，有时能让一个公司的股价一落千丈。那么媒体监督是怎么影响企业高管的薪酬的呢？实际上，媒体对企业的报道数越多，说明该企业受到媒体和公众的关注程度越高，从而反映该企业是一家值得公众关注的名气较高的企业，从而带给企业的是声誉效益。从另一个层面来讲，媒体报道也被认为是企业的一种免费广告方式，所以有些企业往往会故意制造舆论焦点，提升自身的知名度。一旦企业的知名度提高，企业高管的薪酬自然水涨船高，也会相应提升。但是，也要看到媒体对企业负面报道的影响。一般认为负面的新闻揭露了企业内部的治理问题，使得投资者看清企业实际的经营状况，同时修改自身对企业未来发展的预期，因而短期内股价会受到明显影响。上市公司为了挽回局面，往往会提出一些改进措施以改善自身在投资者心目中的形象，例如对未来业绩的承诺，努力改善自身治理机制，降低高管薪酬等等。基于分析，提出以下假设：

假设 1：媒体报道的数量会提高上市公司高管的薪酬水平。

假设 2：媒体的负面报道会降低上市公司高管的薪酬水平。

董事会属于公司的内部治理机构，负责监督代理人的经营活动，同时参与公司的重大问题决策。董事会还对经理人的经营效益进行考核，以制定管理人员的薪酬计划。独立董事的职责是维护股东的权益，以独立性为前提，对公司选派高管人员、制定薪酬、评价业绩等方面发表意见。可见，董事会的规模、独立董事的比例和董事长的兼任情况等董事会结构设置，对上司公司高管薪酬有一定的影响力。对于董事会规模与公司绩效的研究，有学者研究认为小规模的董事会能够更有效地监督公司的管理经营，大规模的董事会更有可能存在董事会成员协调上的问题和搭便车可能性的问题，从而导致董事会的效率降低。然而也有学者证明大规模的董事会的表现更佳。尽管这些研究的结果复杂多样，但从研究中可以清楚地看到，董事会的规模会影响其监督公司管理的有效性。Ning 等[26]采用均值回归模式来实证研究董事会规模，他们认为企业总是试图最优化董事会规模来平衡代理成本和资源依赖之间的矛盾。

本文的观点是，在有媒体的外部监督这一因素影响下，董事会规模越大，其履行对高管的监督

职责越有效,从而越有利于公司绩效的提高,这样反而能在之后的考核中提升高管的薪酬回报。而独立董事如果能很好的履行其监督的职责,也会对公司有正的效应,特别是当董事长和总经理两职合一时,更能起到约束其任意提高自身工资水平的行为。所以董事会的独立性越强,即独立董事的比例越高,高管的薪酬水平可能反而有所下降。对于董事长的兼任问题,如果董事长同时兼任总经理,则有可能在制定薪酬水平的时候,提高自身的报酬。基于分析,提出以下假设:

假设3:公司董事会的规模越大,高管人员的薪酬水平越高。

假设4:公司独立董事的比例越高,高管人员的薪酬水平会有所下降。

假设5:如果董事长兼任总经理,则倾向于提高高管人员的薪酬水平。

三、研究设计

(一)样本选择

本文以我国沪深A股主板上市公司为研究样本,使用了2009—2011年关于上市公司媒体报道的数据和相关财务数据;媒体监督数据来自于CNKI的中国重要报纸全文数据库。本文选取7份在全国具影响力的财经报纸作为媒体报道的来源,即《中国证券报》、《证券日报》、《证券时报》、《中国经营报》、《经济观察报》、《第一财经日报》和《21世纪经济报道》。

高管薪酬的数据来自于国泰安CSMAR数据库;公司治理的数据则来自于国泰安CSMAR数据库和锐思(RESSET)数据库。本文对样本数据做以下处理:1、由于金融行业具有一定的特殊性,剔除金融类上市公司的数据;2、剔除了在2009—2011年间上市的公司的数据;3、剔除数据缺失的样本。共得到3639家上市公司样本为本文研究样本,每年的样本数均为1213家上市公司。

(二)变量定义

1. 高管薪酬。通常量化高管薪酬有两种指标,一种是总经理薪酬,另外是高管前三名薪酬总额。2012年中国证监会颁布了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式》,文件规定上市公司要按照规定依法披露现任董事、所有管理人员等的年度报酬总额,并分别披露金额最高的前三名董事及管理人员的报酬总额。出于可获得性与全面性考虑,本文采用的是上市公司高管前三名薪酬总额,将高管前三名薪酬总额加上0.01再取自然对数(由于某些企业高管不领取薪酬的缘故,其数据为0),以此作为本文的高管薪酬变量(记为SALARY)。

2. 媒体监督。衡量媒体监督的变量一般有两个:媒体总报道数和负面报道数。在学术界已有不少学者尝试区分媒体报道的主观色彩。通常,媒体的负面报道揭露或批评上市公司存在的违规不当行为或内部治理问题,会使得上市公司面对来自公众舆论的压力。媒体对企业的负面报道是一个无法忽视的因素。本文采用两个变量来衡量媒体监督:一个是用媒体的总报道数加0.01后取自然对数来衡量媒体的关注程度,记为MEDIA1;另一个是用负面报道数占总报道数的比例来衡量媒体的监督效应,记为MEDIA2。

3. 董事会结构。以往的研究中已经表明董事会规模和公司绩效、公司管理有着密切的联系,尽管实证结果是复杂多样的。董事会独立性也被认为和更好的公司绩效和管理相关。而董事长的兼任情况问题,大多研究结果都倾向于说明董事长与总经理两职合一会带来总经理超额的回报和更差的公司绩效。本文用来描述董事会结构的变量有三个:董事会规模(STB)、董事会独立性(IND)和董事长兼任情况(DUALITY)。具体来看,用董事会人数来量化董事会规模,用独立董事占董事会人数的比例来量化董事会的独立性;而董事长的兼任情况,则采用一个虚拟变量,当董事长与总经理两职合一时取1,两者由不同人员担任时取0。

4. 控制变量。本文设定核心利润率(CP)、机构持股比例(IO)、公司规模(SIZE)、公司属性

（STATE）、总资产增长率（GROWTH）和行业（INDUSTRY）为控制变量。由于核心利润率 CP（即毛利减去三项费用和营业税金及附加，再除以总资产）比传统的资产收益率（ROA）更能说明企业的营业情况，因为这个指标排除了非营业因素对企业业绩的影响。本文采用核心利润率（CP）来衡量公司的经营能力。机构持股比例（IO）的大小，也被认为是衡量一家企业是否值得投资的替代变量，机构持股比例越大，说明这家企业可能带给投资者的回报也越高，同时也说明公司有更好的绩效和管理水平。公司规模（SIZE）的大小，往往决定一家企业管理层薪酬的高低，因而本文采用总资产的自然对数来量化公司的规模。公司属性（STATE）是区分该公司终极控制人是国有还是非国有的虚拟变量，如果上市公司为国有企业则取 1，否则取 0。总资产增长率（GROWTH）用来量化一个企业的成长性，成长性好的企业，可能倾向对管理层采取股权激励等措施，而非现金薪酬的形式。此外，还有行业虚拟变量（INDUSTRY）。

（三）模型设定

在媒体监督的研究上，有一个重要的问题，即内生性问题，这是因为多种因素之间存在复杂的因果关系。理论研究上，高管薪酬受到媒体监督和企业绩效等的影响，当反过来，企业绩效和高管薪酬问题也会影响媒体对企业的监督。为了控制内生性问题，本文采取联立方程模型，试图控制其中影响媒体监督和高管薪酬的重要因素。之后在稳健性检验上还将采取不同的回归方法，以便尽量减少内生性问题对回归结果的影响。本文还对所有变量进行多重共线性的检验，结果显示变量之间不存在相关性的问题。

基于假设 1、假设 3、假设 4 和假设 5，建立联立方程模型（1），检验媒体报道数与董事会结构对高管薪酬的影响。

$$SALARY = f_1(MEDIA1, IND, STB, DUALITY, CP, IO, SIZE, STATE, GROWTH, INDUSTRY)$$

$$MEDIA1 = f_2(SALARY, SIZE) \qquad \text{模型（1）}$$

基于假设 2、假设 3、假设 4 和假设 5，建立联立方程模型（2），检验媒体负面报道与董事会结构对高管薪酬的影响。

$$SALARY = f_3(MEDIA2, IND, STB, DUALITY, CP, IO, SIZE, STATE, GROWTH, INDUSTRY)$$

$$MEDIA2 = f_4(SALARY, SIZE) \qquad \text{模型（2）}$$

（四）变量的描述性统计

关于相关变量的描述性统计结果，高管薪酬（SALARY）的变化幅度比较大，从 -4.605 到 9.737；表明不同上市公司高管之间的薪酬水平的差异性比较大，甚至出现零薪酬的情况。媒体对上市公司的关注程度（MEDIA1）的差异较大，变化幅度从 -4.605 到 4.963。在所有对上市公司的报道中，媒体对每家上市公司的负面报道占比（MEDIA2）差异也较大，最大值为 0.986，最小值为 0，就是说对某些上市公司的报道几乎全是负面报道，而对另外一些上市公司的报道却几乎全是非负面的报道。独立董事比例（IND）方面，最小值为 0.091，说明部分上市公司在特定时段未能达到证监会关于独董比例超过三分之一的要求。两职合一（DUALITY）的统计数据均值为 0.130，中位数为 0，说明大多数上市公司的董事长并没有兼任总经理的职务。机构持股比例（IO）从最小值 0 到最大值 0.919，差异性比较大。公司规模（SIZE）的变化幅度从最小值 4.441 到最大值 21.374，而均值为 15.003，说明有些公司的规模还相对比较小，这样可能导致其高管薪酬跟其它上市公司的高管薪酬水平差异较大。

四、实证结果分析

(一)变量单因素分析

把样本按照每个自变量分别分为两组子样本,以自变量为基准,大于自变量均值的为一组,小于自变量均值的为另外一组,然后计算子样本的平均薪酬水平,最后比较两者的差距。这样能给出一个清晰的映像,即每个变量对高管薪酬的影响是正效应还是负效应,哪个变量导致高管薪酬的波动幅度比较大。

表1 单因素分析结果

	< mean	> mean			
	a	b	b - a	方向	预期方向
MEDIA1					
SALARY	1312386.4	1600842.66	288456.264***	+	+
MEDIA2					
SALARY	1431042.3	1354557.21	-76485.092***	-	-
IND					
SALARY	1259121.87	1731033.56	471911.688	+	-
STB					
SALARY	1261605.42	1895492.33	633886.91*	+	+
DUALITY					
SALARY	1332300.11	1939620.04	607319.928**	+	+
CP					
SALARY	1492293.99	1377433.68	-114860.31	-	+
IO					
SALARY	1260466.49	1681993.62	421527.124***	+	+
SIZE					
SALARY	1311569.08	1953293.19	641724.11***	+	+
STATE					
SALARY	1383982.08	1768034.76	384052.681***	+	不确定
GROWTH					
SALARY	1259599	1729619.61	470020.607	+	-

注:样本包括2009年到2011年共3639个数据。"*"表示0.1的显著水平,"**"表示0.05的显著水平,***表示0.01的显著水平。

由表1的样本单因素分析结果可知,只有以MEDIA2和CP为基准变量时,高管薪酬的变动方向与基准变量的变动方向相反,其他基准变量均与高管薪酬同方向变动,这基本符合研究者的预期。虽然IND、CP和GROWTH的方向与预期方向并不一致,但这三个变量的差值统计结果并不显著。

媒体报道数量多的一组薪酬水平也高,负面报道的增加确实导致薪酬水平的降低,董事会人数多的一组薪酬水平也高,两职合一的公司的薪酬水平也相对较高,但独立董事比例高的一组显示薪酬水平也高,与预期不符。另外,从分析结果也看到,机构持股比例高的公司薪酬水平也高,国有企业的高管薪酬水平比非国有企业的高。从差异值来看,董事会规模、两职合一和公司规模影响高管薪酬的变动最大。

（二）回归结果分析

由于本文构建的是联立方程模型，考虑到部分自变量与误差项相关且存在异方差，本文采用三阶段最小二乘法来进行回归统计，在之后的稳健性检验中，再采用加权两阶段最小二乘法进行回归检验。

表 2 报告了高管薪酬、媒体关注度与董事会结构的回归结果。表 2 中（1－1）列示的是没有加入媒体关注与董事会结构交互项的回归方程的结果；表 2 中（1－2）、（1－3）、（1－4）是分别加入 IND＊MEDIA1、STB＊MEDIA1 和 DUALITY＊MEDIA1 这三个交互项的回归结果。表 2 显示，回归结果基本与之前进行的单因素分析的结果相一致。MEDIA1 在（1－1）和（1－4）中通过了 1% 的显著水平，在（1－3）中通过了 10% 的显著水平。回归结果表明，媒体报道数变动 1%，高管薪酬水平会大致往上变动 0.04%，假设 1 得到验证。董事会结构三个变量 IND、STB 和 DUALITY 的方向与预期的一致，但 STB 没有通过显著性检验。IND 在 10% 的水平上显著，显示独立董事的比例提高，能有效降低高管的薪酬水平，假设 4 得到验证。DUALITY 在 5% 的水平上显著，显示董事长兼任总经理，会使薪酬水平提升 0.083% 的幅度，假设 5 得到验证。在模型（1－2）、（1－3）、（1－4）分别加入的交互项中，只有（1－4）通过了 10% 的显著性水平，说明在有媒体监督的情况下，董事会结构中两职合一时倾向于提高高管的薪酬水平，再次验证了假设 5。

表 2　模型（1）的回归结果

变量	（1－1）	（1－2）	（1－3）	（1－4）
常数项 C1	3.447 *** （17.716）	3.447 *** （－17.700）	3.448 *** （17.635）	3.426 *** （17.579）
MEDIA1	0.046 *** （8.414）	0.044（1.246）	0.044 * （1.686）	0.042 *** （7.191）
IND＊MEDIA1		0.006（0.058）		
STB＊MEDIA1			0.000（0.057）	
DUALITY＊MEDIA1				0.026 * （1.756）
IND	－0.431 * （－1.665）	－0.432 * （－1.666）	－0.432 * （－1.666）	－0.409 * （－1.578）
STB	0.007（0.878）	0.007（0.878）	0.007（－0.870）	0.007（0.886）
DUALITY	0.083 ** （2.093）	0.083 ** （2.093）	0.083 ** （－2.090）	0.092 ** （2.301）
CP	0.008（－0.480）	0.008（0.481）	0.008（0.479）	0.008（0.478）
IO	0.554 *** （7.294）	0.554 *** （7.293）	0.554 *** （7.294）	0.557 *** （7.327）
SIZE	0.246 *** （23.754）	0.246 *** （23.731）	0.246 *** （23.713）	0.246 *** （23.816）
STATE	－0.209 *** （－3.989）	－0.209 *** （－3.989）	－0.209 *** （－3.989）	－0.209 *** （－3.992）
GROWTH	－0.004（－0.541）	－0.004（－0.539）	－0.004（－0.543）	－0.004（－0.567）
常数项 C2	－9.673 *** （－22.269）	－9.673 *** （－22.269）	－9.673 *** （－22.269）	－9.672 *** （－22.268）
SALARY	0.431 *** （8.663）	0.431 *** （8.663）	0.431 *** （8.663）	0.431 *** （－8.660）
SIZE	0.434 *** （14.268）	0.434 *** （14.268）	0.434 *** （14.268）	0.434 *** （－14.270）
INDUSTRY	控制	控制	控制	控制
Observations	3639	3639	3639	3639

注：样本包括 2009 年到 2011 年共 3639 个数据。括号内为 T 统计量。“＊”表示 0.1 的显著水平，“＊＊”表示 0.05 的显著水平，“＊＊＊”表示 0.01 的显著水平。使用的软件是 EViews 6.0。

表 3 报告了高管薪酬、媒体负面报道占比与董事会结构的回归结果。表 3 中（2－1）列示的是没有加入媒体负面报道占比与董事会结构交互项的回归方程的结果；（2－2）、（2－3）、（2－4）是分别加入 IND＊MEDIA2、STB＊MEDIA2 和 DUALITY＊MEDIA2 这三个交互项的回归结果。由表 3 可见，回归结果基本与之前进行的单因素分析的结果相一致。除了（2－2），MEDIA2 在模型（2－

1)、(2-3)和(2-4)中都通过了1%的显著水平。回归结果表明,媒体负面报道占比与高管薪酬是显著负相关的关系,假设2得到验证。董事会结构三个变量IND、STB和DUALITY的方向与预期的一致,但这次只有DUALITY通过5%的显著水平。假设5再次得到验证。在模型(2-2)、(2-3)、(2-4)分别加入的交互项中,只有(2-3)通过了5%的显著性水平,说明董事会结构中董事会规模在有媒体负面报道的情况下,与高管的薪酬水平呈正相关关系,这在一定程度上验证了假设3。

表3 模型(2)的回归结果

变量	(2-1)	(2-2)	(2-3)	(2-4)
常数项 C1	3.130*** (16.529)	3.112*** (16.039)	3.192*** (16.621)	3.130*** (16.531)
MEDIA2	-0.183*** (-3.701)	-0.048 (-0.143)	-0.620*** (-2.652)	-0.172*** (-3.184)
IND * MEDIA2		-0.367 (-0.409)		
STB * MEDIA2			0.049** (1.912)	
DUALITY * MEDIA2				-0.066 (-0.501)
IND	-0.389 (-1.496)	-0.337 (-1.163)	-0.370 (-1.421)	-0.391 (-1.501)
STB	0.007 (0.944)	0.007 (0.921)	0.000 (-0.027)	0.007 (0.952)
DUALITY	0.091** (2.265)	0.090** (2.256)	0.091** (2.269)	0.103** (2.201)
CP	0.003 (0.188)	0.003 (0.187)	0.003 (0.153)	0.003 (-0.190)
IO	0.563*** (7.378)	0.563*** (7.377)	0.562*** (7.367)	0.561*** (7.352)
SIZE	0.266*** (26.766)	0.266*** (26.768)	0.267*** (26.791)	0.266*** (26.744)
STATE	-0.218*** (-4.153)	-0.219*** (-4.160)	-0.217*** (-4.131)	-0.218*** (-4.152)
GROWTH	-0.005 (-0.629)	-0.005 (-0.634)	-0.005 (-0.655)	-0.005 (-0.625)
常数项 C2	0.606*** (12.673)	0.606*** (12.672)	0.606*** (12.672)	0.606*** (12.672)
SALARY	-0.021*** (-3.876)	-0.021*** (-3.876)	-0.021*** (-3.874)	-0.021*** (-3.876)
SIZE	-0.021*** (-6.270)	-0.021*** (-6.270)	-0.021*** (-6.271)	-0.021*** (-6.270)
INDUSTRY	控制	控制	控制	控制
Observations	3639	3639	3639	3639

注:样本包括2009年到2011年共3639个数据。括号内为T统计量。"*"表示0.1的显著水平,"**"表示0.05的显著水平,"***"表示0.01的显著水平。使用的软件是EViews 6.0。

综合表2和表3可见,IO、SIZE、STATE都通过了1%的显著水平,而且SALARY也在1%的水平上显著,说明媒体监督对高管薪酬产生影响的同时,高管薪酬的水平也影响媒体对企业的监督,进而证明本文所采用的联立方程具有一定的可行性。

(三)稳健性检验

本文采用以下方式进行稳健性检验:(1)采用加权两阶段最小二乘法进行回归检验,结论与用三阶段最小二乘法回归得出的结果一致;(2)选取2009—2011年间有关样本公司网络报道的总报道数量和负面报道比例作为媒体监督的代理变量,进行稳健性检验。在这两种稳健性检验中,模型的回归结果均没有发生显著的变化。限于篇幅,本文没有列示该部分检验结果。

五、结 论

随着高管薪酬与普通员工薪酬之间差距的加大,高管薪酬越来越受到普遍的关注。金融危机后,观察到这样一种现象,伴随着较差的绩效水平,公司管理层的薪酬却节节攀升。本文便是在这样一个背景下,来研究媒体这一特殊的行业对中国上市公司的影响。然后结合公司内部的董事会

结构这一治理机制，来检验上市公司薪酬的影响因素。

本研究通过检验上市公司的相关数据，发现在中国的制度背景下，媒体监督对高管薪酬的影响是显著的。在中国市场，随着媒体对上市公司的关注程度的提高，上市公司高管的薪酬也相应会有所提高。但当负面报道的占比提高时，便会拉低高管的薪酬水平。对于内部的董事会结构机制而言，公司董事会的规模越大，高管人员的薪酬水平越高；公司独立董事的比例越高，高管人员的薪酬水平会有所下降；如果董事长兼任总经理，则倾向于提高高管人员的薪酬水平。外部的媒体监督对内部董事会结构机制的发挥有一定的促进作用，但是却不是非常明显。综合所有结论我们证明，媒体监督具有一定的公司治理效果。

本研究通过外部的媒体监督机制和内部的董事会机制的结合，来研究中国上市公司的高管薪酬问题，主要是要强调媒体监督对上市公司治理的影响。媒体监督已经成为一个经济社会正常运转不可或缺的部分，媒体在经济生活中扮演一个什么样的角色就至关重要。因此对媒体监督的研究就显得具有现实的意义和经济价值。最后，需进一步指出本文的局限性，以便提供一些后续的研究思路。本文将负面报道分为负面报道和非负面报道，这种划分具有一定的主观性，如何能更好地避免这种主观性的影响，便是接下来研究可以改进的地方。另外，本文的高管薪酬只是包括高管的基本工资和补贴的部分，随着上市公司不断地发展和对高管的鼓励，股票期权等非现金薪酬的应用变得非常普遍。是否将这种形式的报酬加入高管薪酬的研究范围，进而研究媒体监督对高管薪酬的影响，也是本文的一个可能的拓展点。

参考文献：

[1] SHLEIFER A, ROBERT V. A Survey of Corporate Governance [J]. Journal of Finance, 1997, (52): 737 – 783.

[2] 王恩山，戴小勇. 媒体监督、法律制度与代理成本[J]. 财经问题研究，2013，(7)：12 – 18.

[3] BUSHEE B J, CORE J E, et al. The Role of the Businese Press as an Information Intermediary [J]. Journal of Accounting Research, 2010, (48): 1 – 19.

[4] BARON D P. Persistent Media Bias[J]. Journal of Public Economics, 2006, 90 (1 – 2): 1 – 36.

[5] FANG L, PERESS J. Media Coverage and the Cross – section of Stock Returns [J]. Journal of Finance, 2009, 64 (5): 2023 – 2052.

[6] 梁红玉，姚益龙，宁吉安. 媒体监督、公司治理与代理成本[J]. 财经研究，2012，(7)：90 – 100.

[7] GENTZKOW M, SHAPIRO J M. Media Bias and Reputation [J]. Journal of Political Economy, 2006, (114): 280 – 316.

[8] 醋卫华，李培功. 媒体监督公司治理的实证研究[J]. 南开管理评论，2012，(1)：33 – 42.

[9] QI B, YANG R, TIAN G. Can Media Deter Management from Manipulating Earnings? Evidence from China [J]. Review of Quantitative Finance and Accounting, 2014, (42): 571 – 597.

[10] MILLER G S. The Press as a Watchdog for Accounting Fraud [J]. Journal of Accounting Research, 2006, 44(5): 1001 – 1033.

[11] DYCK A, ZINGALES L. Private Benefits of Control: An international Comparison [J]. Journal of Finance, 2004, 59(2): 537 – 600.

[12] DYCK A, VOLCHKOVA N, ZINGALES L. The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia [J]. Journal of Finance, 2008, (63): 1093 – 1135.

[13] 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)：14 – 27.

[14] 郑路航. 媒体监督与公司治理—来自中国上市公司的经验证据[J]. 财会通讯，2012，(4)：73 – 75.

[15] 徐莉萍，辛　宇. 媒体治理与中小投资者保护[J]. 南开管理评论，2011，(6)：36 – 47.

[16] JOE J R, HENOCK LOUIS, DAHLIA ROBINSON. Managers' and Investors' Responses to Media Exposure of

Board Ineffectiveness [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2009, 44(3): 579 - 605.
[17] 尹树森. 股东声誉、权利制衡与媒体监督[J]. 中南财经大学研究生学报,2013,(3):96 - 104.
[18] 权小锋,吴世农. 媒体关注的治理效应及其治理机制研究[J]. 财贸经济,2012,(5):59 - 67.
[19] 贺建刚,魏明海,刘 峰. 利益输送、媒体监督与公司治理:五粮液案例研究[J]. 管理世界,2008,(10): 141 - 164.
[20] 杨德明,赵 璨. 媒体监督,媒体治理与高管薪酬[J]. 经济研究,2012,(06):116 - 126.
[21] ELLMAN M, GERMANO F. What Do the Paper Sell? A Model of Advertising and Media Bias [J]. Economic Journal, 2009,(119): 680 - 704.
[22] BESLEY T, PRAT A. Handcuffs for the Grabbing Hand? Media Capture and Government Accountability [J]. American Economics Review, 2006, 96(3): 720 - 736.
[23] 戴亦一,潘 越,刘思超. 媒体监督、政府干预与公司治理:来自中国上市公司财务重述视角的证据[J]. 世界经济,2011,(11):121 - 144.
[24] GURUN U G, BUTLER A W. Don't Believe the Hype: Local Media Slant, Local Advertising, and Firm Value [J]. Journal of Finance, 2012, 67(2): 561 - 598.
[25] CORE J E, WAYNE GUAY, DAVID F LARCKER. The Power of the Pen and Executive Compensation [J]. Journal of Financial Economics, 2008,(88): 1 - 25.
[26] NING Y, DAVIDSON W, WANG J. Does Optimal Corporate Board Size Exist? An Empirical Analysis [J]. Journal of Applied Finance, 2010,(20): 57 - 69.

Media Supervision, Board Structure and Senior Executive Compensation

JIANG Ling, XU Run-fa
(*School of Finance*, *Guangdong University of Foreign Studies*, *Guangzhou* 510006, *China*)

Abstract: Based on data of Chinese listed companies, this paper examines the relationship between media supervision, board structure and senior executive compensation. Empirical evidence shows that, in China, senior executive compensation is much higher in firms with greater media supervision, however senior executive compensation is negatively associated with negative reports about the firms. For the mechanism of board, senior executive compensation is much higher for firms with larger board size and firms with CEO duality. Also senior executive compensation is negatively associated with the board independence. To some extent, media supervision will facilitate the mechanism of board. From the above we can see that media supervision works effectively on corporate governance.

Key Words: media supervision; senior executive compensation; board structure; listed companies