

媒体造星冲动对经理人超额薪酬 具有治理效应吗

孙娟娟(博士)

【摘要】媒体作为一种重要的外部机制,通常被认为能发挥有效的公司治理作用。但其在监督经理人薪酬问题上也可能起到相反的作用,媒体固有的哗众取宠的造星冲动从直接和间接两条途径助长了超额薪酬问题。以2005~2013年所有新闻报道为研究对象,实证结果显示:首先,造星冲动客观上提高经理人知名度和声誉,并有助于经理人获取超出业绩表现的额外薪酬。其次,媒体为满足公众娱乐需求的造星冲动削弱了媒体报道通过触发声誉机制进而改善超额薪酬问题的治理作用。最后,以上两种机制在少数媒体曝光率极高的明星经理人身上体现得尤为明显。

【关键词】媒体监督;造星冲动;超额薪酬;治理效应

【中图分类号】F270

【文献标识码】A

【文章编号】1004-0994(2017)24-0047-7

一、引言

在公司治理领域,很少有话题能像经理人薪酬一样如此频繁和持续地受到媒体关注。从2007年马明哲被曝出6600万元天价薪酬以来,媒体对我国上市公司经理人薪酬的关注热度就不曾消减。毫无疑问,媒体报道迫使部分公司调整经理人薪酬从而起到了一定的监督和约束作用。例如平安银行公开发表声明对天价年薪做出解释,马明哲在2008年宣布零薪酬。此外,媒体报道还对政策制定产生了重要影响。2009年国资委出台的“限薪令”就央企高管薪酬做出了限制性规定;十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》指出,要“合理确定并严格规范国有企业管理人员薪酬水平、职务待遇、职务消费、业务消费”。

然而,不合理的薪酬现象并未因媒体铺天盖地的报道而得到遏制,与业绩不匹配的超高薪酬问题依然存在,强制性的限薪风潮过后,高管薪酬重新反弹,媒体报道在监督经理人薪酬问题上的表现似乎并不如预期一样有效。此外,媒体对经理人薪酬的密集报道还催生了一个有趣的现象,即部分高薪已经成为人们广泛接受或默认,并形成一个稳定的、高薪的明星CEO群体,例如中国平安的张子欣、万科的王石等。高管薪酬排行榜更像是年度人物评选,上榜与获奖一样成为荣誉、身份、地位的象征,不仅提高了

个人声誉,更为公司带来了巨大的广告效应。

那么,媒体报道究竟能否起到对经理人薪酬的监督和治理作用?如果不能,是什么原因导致媒体治理作用的失效?本文将对以上问题进行探索。

二、理论分析与假设提出

1. 媒体对超额薪酬的治理效应。尽管经理人薪酬问题受到媒体追捧,频频见诸报端,但关于媒体对经理人薪酬影响的研究并不多见。从现有文献看,媒体通常被认为能对经理人薪酬发挥有效的监督作用,即媒体能及时发现并主动曝光天价薪酬等不合理的现象,例如Core等(2008)、李培功和沈艺峰(2010)等的研究。

关于媒体的治理功能,即媒体曝光能否促使公司改正违规行为,Bebchuk和Fried(2004)认为媒体报道引发的公众愤怒能迫使CEO在薪酬问题上有所收敛,但实证证据则出现分歧。Johnson等(1997)、Weisbach(2007)、Kuhnen和Niessen(2009)、李培功和沈艺峰(2010)等认为迫于媒体报道的压力,公司会降低经理人薪酬。但Core等(2008)的结论则表明,CEO薪酬的负面报道并没有起到改善超额薪酬问题的作用。Malmendier和Tate(2009)研究认为,CEO在获得媒体奖项后,薪酬水平显著提高,但业绩表现变差,给投资者带来了负的价值效应。杨德明和赵璨(2012)认为,我国尚不具备使声誉机制起作

用的条件,在没有政府行政介入的情况下,单纯的媒体曝光难以发挥有效的治理作用。

为何会出现以上分歧?第一种解释是,Core等(2008)认为,经理人薪酬存在均值反转问题,薪酬在达到较高水平后会出现自然回落的趋势,与媒体的负面报道无关。薪酬水平在媒体负面报道后出现下降,也可能是其他因素导致的结果(例如大股东、机构投资者等在媒体报道前就已经发现问题并予以纠正),因此二者虽然有先后顺序但并没有因果关系。第二种解释是,由于不具备使声誉机制起作用的条件,媒体的治理功能得不到发挥。李培功和沈艺峰(2010)认为,由于国有股权占较大比重,上市公司经理人选聘机制不够市场化,经理人失业压力不大,因而媒体难以通过触发声誉机制发挥治理作用。

2. 媒体的功能与舆论造星冲动。一般而言,媒体的功能主要有三种:信息传播、舆论导向和娱乐功能。在经理人薪酬问题上,媒体同样发挥着这三大作用。例如:人们对经理人薪酬的认识和了解主要来自媒体报道,媒体客观上起到了信息传播的功能,使得公众开始普遍关注这一问题;媒体报道对经理人薪酬的分析比较以及所持的态度影响了普通公众对这一问题的看法;媒体使用的“天价薪酬”“零薪酬”等夸张的吸引眼球的表述能够引起公众的强烈兴趣,成功将薪酬问题打成长盛不衰的舆论热点。

但通过文献回顾可发现,以往研究仅限于媒体的舆论导向功能(媒体对CEO薪酬的负面报道)对经理人薪酬的影响。事实上,除了舆论导向功能,媒体的另外两大功能(信息传播和娱乐功能)对经理人薪酬的影响同样不可忽视。作为信息的搜集者和传播者,无论其主观导向性如何,媒体对经理人薪酬的报道客观上都起到了向公众提供和传播信息的作用。经理人薪酬的关注群体由最初的利益相关者扩大至社会大众,媒体报道在其中起到了重要的推动作用。这一过程无形提高了报道对象(CEO和上市公司)的社会知名度,即带来额外的广告效应。广泛的社会知名度进一步转化为强大的社会影响力并形成声誉这一重要的无形资产。在媒体对经理人薪酬的报道大潮中涌现出一批高薪的明星CEO,如马明哲、法兰克纽曼、王石等,这一效应被称为媒体的造星效应。

如果说媒体的信息传播功能仅仅是客观上起到了造星效果,那么其娱乐功能则折射出明显的造星主观意图。Jensen(1979)、Miller(2006)认为,社会大众阅读新闻报道的目的不完全是获取信息,还出于

娱乐需求。在日益激烈的市场竞争中,媒体的订阅收入、广告收入、市场份额等决定其生存和发展的因素越来越取决于读者的阅读或点击量。为吸引和争取更多的读者,媒体往往会千方百计地迎合其需求,不仅倾向于选择能引起轰动、吸引眼球的题材,而且在报道内容和表述方式上充满夸张的手法和鼓动性的表述。Core等(2008)将这种现象称为“Sensationalism”,即“哗众取宠”。

作为上市公司的掌舵者和天价薪酬的获取者,经理人恰恰符合以上特点,与他们相关的丰富题材既能引起公众的强烈兴趣,又为媒体提供了充分的发挥空间,因此受到媒体的热烈追捧。不仅其薪酬成为街头巷尾热议的话题,而且他们在公司内外的一举一动,甚至私人生活都成为媒体追逐的热点。被媒体捧红的明星经理人不再全身心投入公司经营,而是分出大量精力应付公司外事务,媒体对这些活动的报道又进一步提高了他们的公众知名度。随着微博等新型媒体的兴起,明星经理人更是借助多样化的媒体手段主动增加曝光机会。媒体与公众人物之间的相互推动起到了双赢的效果,既增强了媒体的竞争力,也提高了公众人物的影响力,因此造就了一波又一波的明星经理人。

媒体为引起公众的好奇和关注,以哗众取宠的手法将报道对象塑造成广为人知的正面或负面新闻人物,这一方式被定义为媒体的造星冲动。Malmendier和Tate(2009)将活跃在媒体聚光灯下的CEO称为“Superstar CEOs”,并指出频繁的媒体曝光率所形成的名人身份会强化CEO在公司中的权力,加剧其攫取私人收益的代理问题。明星CEO获得的高额薪酬究竟是对其个人能力的合理激励还是他们榨取租金的结果?这是一个充满争议的问题。基于以上分析,提出假设1:

H1:媒体造星冲动使得曝光率成为提高经理人知名度和声誉的重要途径,并有助于经理人获取超出业绩表现的额外薪酬。

3. 造星冲动与媒体治理效果。即便是媒体的舆论导向功能也不必然会起到约束超额薪酬的治理效果。Dyck等(2010)认为,既不拥有公司所有权也不拥有公司控制权的媒体主要是通过触发声誉机制来达到治理效果的。在具备私有产权以及成熟经理人市场等前提条件时,媒体负面报道造成的声誉损毁会威胁经理人在市场上的就业机会和人力资本价值,从而迫使经理人重视其市场声誉,避免负面报道的出现或积极修复媒体报道带来的负面效应

(Fama, 1980)。但由于造星冲动的渗透,即使是针对性很强的负面薪酬报道,也不足以对经理人声誉产生实质性损害,因而难以达到理想的治理效果。

第一,公众会自动修正媒体报道中哗众取宠的成分。媒体能有效降低信息成本并形成缔约各方的声誉,但这一功能得以发挥的前提是信息能被全面地搜集并准确客观地传达给公众。Core等(2008)在对信息供求双方(媒体和公众)进行分析后发现,现实中媒体难以做到这一点,媒体在传播信息时不可避免地带有选择性和倾向性。受哗众取宠的造星冲动驱使,媒体通常喜欢选择具有轰动性的报道题材,尤其喜欢用负面语气进行报道以迎合人们喜欢指责和批评的天然倾向。公众如何接受和看待媒体信息受到其自身文化背景、知识结构、社会立场、利益关联等因素的影响,当媒体哗众取宠的报道方式成为共识后,公众尤其是公司的利益相关者会自动修正其中的夸张成分。

第二,媒体为吸引公众和博取眼球的造星冲动削减了负面报道的力度,从而不足以对经理人声誉造成实质性损害。媒体报道普遍存在深度不够的问题,对高薪合理性的质疑很笼统,提供的证据不足以证实经理人薪酬存在超额问题。此外,媒体对薪酬问题的披露通常缺乏后续追踪报道,经理人和上市公司缺乏改正违规行为的动力。而普通公众由于缺乏信息渠道或不具备充足的时间和精力,也很少会主动去深究高管薪酬究竟是否合理。即使媒体成功切中和揭露了薪酬问题的要害,人们通常也只会把媒体的负面评价施加给在报道中被点名质疑的经理人和上市公司,而不会普遍转移到其他对象身上。

此外,媒体报道中还充斥着哗众取宠的娱乐倾向。高管薪酬排行更像是荣誉榜评选,上榜的经理人和公司因媒体的大肆渲染而获得极高的知名度。媒体没有像报道其他轰动性事件一样深度挖掘薪酬中的不合理现象,浅尝辄止并且没有追踪报道的做法同样可能是造星冲动的体现。与Miller(2006)、Core等(2008)的分析类似,如果公众希望从媒体报道中获取超额薪酬的可靠信息,为满足各公众的需要,媒体会全力寻找薪酬不合理的证据、呈现更专业的报道;但如果公众是出于娱乐需求,媒体则无需付出额外的精力和成本去采集更翔实的专业信息,只需设法让报道内容更有轰动性、更符合大众口味即可。

第三,与财务欺诈等更容易引起公众愤怒的公司治理问题相比,人们(包括投资者等利益相关者)对经理人超额薪酬问题的容忍度更高。由于公司经

营的复杂性,公司业绩不理想可能是外部因素造成的,如与行业特点和企业发展阶段有关,为吸引和留住经营人才,投资者愿意暂时支付与业绩不对称的薪酬水平。只要薪酬不是高得离谱、不触及底线、不是明显的掏空公司资产或严重损害投资者利益的恶劣行为,投资者等利益相关者对经理人薪酬可以在一定的限度内予以容忍。与财务造假、重大食品安全事故、安全生产事故等更具社会轰动性的事件相比,超额薪酬所能引起的社会愤怒要轻得多。只有当超额薪酬置于金融危机等特殊背景下时,才可能引发公众的集体愤怒并引发行政介入。但危机过后,经理人薪酬水平又重新反弹,媒体不能起到持续的监督和治理作用。因此,即使媒体对超额薪酬持负面批评态度,投资者及公众通常在表示不满之后不会予以深究。

从以上分析可看出,媒体的造星冲动和经理人薪酬问题的特殊性等因素限制了媒体报道通过触发声誉机制进而改善超额薪酬问题的治理作用,但其对超额薪酬的净效应在理论上难以评价,因此提出两个相反的假设:

H2: 媒体对超额薪酬的负面报道能有效抑制超额薪酬问题。

H3: 媒体对超额薪酬的负面报道不能有效抑制超额薪酬问题。

如果假设2成立,则说明媒体负面报道对经理人和上市公司声誉的影响足够强大,因而抵消了造星冲动造成的消极影响,媒体报道能起到改善超额薪酬的作用。如果假设3成立,则说明造星冲动严重削弱了媒体报道对塑造声誉的客观作用,限制了媒体监督和治理功能的发挥。

三、研究设计

1. 样本说明。本文采用的媒体报道数据来自16份权威报纸期刊2005~2013年的所有新闻报道。为提高数据有效性,本文剔除了按照规定必须在指定报纸上发布的各类信息披露文件,如年报等定期报告、各类公告、说明书和意向书等。本文采用的其他数据均来自国泰安信息技术有限公司CSMAR数据库。在初始数据的基础上分别剔除金融行业的公司、2012年之后上市的公司、其他数据缺失的样本,共获得9254个观察值。对所有连续变量在1%和99%水平上进行了Winsorize处理。

2. 主要变量的说明。

(1) 经理人媒体曝光率:以涉及经理人(CEO和董事长)的媒体报道数量来衡量。统计步骤为:首先,

以经理人的名字为关键词在报道全文中进行搜索；然后，对关于经理人的报道数量进行分年度统计。

(2)媒体负面报道：本文借鉴Kuhnen和Niessen(2010)的研究，考察媒体报道的负面情绪强度。具体做法是：首先对每篇报道的原文进行分词处理，统计所用词汇总数，然后统计负面语气词的数量，最后计算负面情绪指标(负面语气词的数量/词汇总数)。在稳健性检验中，进一步将负面情绪指标定义为“(负面语气词的数量-正面语气词的数量)/词汇总数”。

表1 主要变量定义

	变量	变量描述
媒体报道变量	Cover	有关经理人的媒体报道数量
	Neg	有关经理人的媒体报道负面词汇比例
	Pos	有关经理人的媒体报道正面词汇比例
	Diff	负面词汇比例与正面词汇比例的差
	Super	虚拟变量，明星经理人取值为1，否则为0
经理人薪酬变量	Comp	经理人薪酬水平
	Expected	根据实证模型估计出的基于业绩的期望薪酬水平
	Excess	超额薪酬水平
控制变量	Roa	息税前利润/总资产
	Roa,t-1	t-1期的息税前利润/总资产
	Ret	考虑现金红利再投资的年个股回报率
	Ret,t-1	t-1期的考虑现金红利再投资的年个股回报率
	Sales	t-1期的营业收入的自然对数
	BM	t-1期的账面市值比
	State	虚拟变量，企业性质为国有取值为1，否则为0
	Capita	上市公司注册地所在省份的人均GDP的自然对数
	BH	虚拟变量，同时发行BH股取值为1，否则为0
	Age	经理人年龄
	Gender	虚拟变量，经理人为女性取值为1，否则为0
	Tenure	经理人任期
	Internal	虚拟变量，经理人是内部提拔产生取值为1，否则为0
	Indep	独立董事/董事人数(%)
	Board	董事会人数
	Dual	虚拟变量，总经理兼任董事长取值为1，否则取0
	Top1	第一大股东的持股比例
Ibal	股权制衡，第一大股东与第二至十大股东持股比例和的比值	
Meeting	每年召开的董事会会议次数	
Equity	高管持股比例	

(3)超额薪酬：借鉴Core等(2008)的研究，用以下方法估计CEO和董事长的超额薪酬：

$$\text{LnComp}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{Roa}_t + \beta_2 \text{Roa}_{t-1} + \beta_3 \text{Ret}_t + \beta_4 \text{Ret}_{t-1} + \beta_5 \text{Sales}_{t-1} + \beta_6 \text{BM}_{t-1} + \beta_7 \text{State}_t + \beta_8 \text{Capita}_t + \beta_9 \text{BH}_t + \beta_{10} \text{Industry} + \beta_{11} \text{year} + \varepsilon_t \quad (1)$$

3. 实证模型。为检验假设1，构建以下模型：

$$\text{LnComp}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{LnCover}_t + \beta_2 \text{LnComp}_{t-1} + \sum \gamma_{it} \text{Control}_{it} + \varepsilon_t \quad (2)$$

其中：LnComp_t是t期取自然对数的薪酬水平，LnCover_t是取自然对数的媒体报道数量，由于经理人薪酬具有较强的时间序列特征，因此引入t-1期的薪酬水平作为控制变量。其他控制变量见表1。另外，参考Core等(2008)的研究，进一步将经理人薪酬分成期望薪酬(Expected)和超额薪酬(Excess)两部分，考察媒体曝光率对薪酬不同组成部分的影响是否有差异。如果媒体曝光率对超额薪酬的系数显

表2 媒体报道描述性统计

年度	经理人薪酬中位数(元)	营业收入中位数(万元)	报道数量中位数	报道数量均值	负面词汇比例	正面词汇比例
2005	184700	84700	5	17	0.079	0.017
2006	198000	91300	3	14	0.069	0.012
2007	230000	103000	3	15	0.067	0.016
2008	265100	122000	3	12	0.064	0.017
2009	301000	117000	3	14	0.068	0.019
2010	380000	136000	3	14	0.070	0.017
2011	497400	184000	3	15	0.072	0.019
2012	603900	203000	4	15	0.072	0.018
2013	699400	218000	4	16	0.074	0.017

表3 主要变量相关系数矩阵

	Comp	Cover	Neg	Pos	Diff	Age
Comp	1					
Cover	0.066***	1				
Neg	0.073***	0.066***	1			
Pos	-0.030***	0.081***	-0.116***	1		
Diff	0.075***	0.023**	0.911***	-0.515***	1	
Age	0.109***	0.001	0.027***	-0.029***	0.036***	1
Gender	0.042***	-0.020**	0.029***	-0.012	0.030***	0.037***
Tenure	0.239***	0.01	0	-0.039***	0.016	0.239***
State	0.016	0.013	0.050***	0.014	0.037***	0.074***
Sales	0.350***	0.033***	0.097***	-0.056***	0.107***	0.138***
Roa	0.204***	-0.039***	0.058***	-0.119***	0.100***	0.051***

注：*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著。

著为正,则可认为媒体造星冲动会起到助长超额薪酬问题的作用。

为了检验本文的假设2和假设3,构建以下模型:

$$\text{Excess}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{Neg}_t + \beta_2 \text{LnCover}_t + \beta_3 \text{LnCover}_t \times \text{Neg}_t + \sum \gamma_{it} \text{Control}_{it} + \varepsilon \quad (3)$$

为检验造星冲动是否削弱了媒体负面报道抑制超额薪酬的治理功能,在模型(3)中引入媒体曝光率与负面报道的交叉项。如果造星冲动确实削弱了媒体负面报道的治理作用,则交叉项应显著为正,其他控制变量同上。

模型中各变量的详细定义见表1。

四、实证结果

1. 描述性统计。表2是媒体报道的描述性统计。由表2可知,2005~2013年间,经理人薪酬保持了持续快速的增长势头,年均复合增长率高达18%。与此相对应的企业营业收入的增长率为13%。经理人报道数量的中位数基本保持在3篇,均值却为14篇左右,说明对经理人的新闻报道数量存在严重的右偏问题,少数经理人得到了较高的媒体关注度。从舆论导向看,负面词汇比例高于正面词汇,可见媒体对经理人的报道通常流露出惯有的负面情绪,以迎合公众喜欢批评和质疑的倾向。

表3是主要变量的相关系数矩阵。由表3可知,经理人薪酬与媒体曝光率显著正相关,即媒体曝光率越高,经理人薪酬越高,反过来,薪酬越高的经理人也可能得到更多的媒体关注。经理人薪酬与负面词汇比例正相关,与正面词汇比例负相关,说明媒体对经理人的高薪现象持批评态度,起到了一定的监督作用。媒体曝光率与营业收入显著正相关、与Roa显著负相关,说明不仅规模大的公司容易引起媒体关注,会计业绩表现差的公司也会成为媒体关注对象,媒体监督具有一定的有效性。

2. 媒体曝光率与经理人薪酬的回归结果。表4是模型(2)的回归结果。由表4可知,在控制了其他变量之后,无论是对总薪酬、超额薪酬还是期望薪酬,媒体曝光率都表现出显著的正向影响,假设1得到验证。

表4 媒体曝光率与经理人薪酬

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Comp	Excess	Expected	Lncomp	Lnexcess	Lnexpected
LnCover,t	2.9e+04*** (8.36)	2.6e+04*** (7.69)	1.2e+04*** (7.99)	0.017*** (2.65)	0.014** (2.17)	0.020*** (5.85)
Indep	1627.890* (1.67)	1309.186 (1.35)	2104.628*** (4.95)	0.003 (1.60)	0.002 (1.34)	0.004*** (4.67)
Board	1.6e+04*** (6.32)	1.4e+04*** (5.46)	2.4e+04*** (21.84)	0.043*** (9.02)	0.040*** (8.57)	0.051*** (20.92)
Dual	4.2e+04** (2.26)	4.2e+04** (2.30)	-2.0e+04** (-2.41)	0.112*** (3.30)	0.114*** (3.37)	-0.053*** (-2.99)
Top1	-2.0e+03*** (-4.98)	-2.2e+03*** (-5.99)	3968.464*** (24.49)	-0.003*** (-3.85)	-0.003*** (-4.63)	0.008*** (23.43)
lbal	-1.9e+03*** (-2.83)	-1.5e+03** (-2.29)	-2.7e+03*** (-9.43)	-0.006*** (-4.86)	-0.005*** (-4.50)	-0.005*** (-8.08)
Meeting	1.2e+04*** (10.09)	1.1e+04*** (9.30)	7505.393*** (14.19)	0.012*** (5.31)	0.011*** (4.74)	0.016*** (13.31)
Equity	379.988 (0.30)	196.701 (0.16)	3103.157*** (5.68)	0.004* (1.87)	0.004* (1.68)	0.008*** (6.57)
Age	1666.378** (2.24)	1393.279* (1.89)	2821.885*** (8.70)	0.003** (2.03)	0.002* (1.82)	0.006*** (8.41)
Gender	8083.494 (0.35)	9839.843 (0.43)	-3.5e+04*** (-3.46)	-0.110*** (-2.61)	-0.107** (-2.56)	-0.082*** (-3.73)
Tenure	3.0e+04*** (13.88)	2.9e+04*** (13.32)	1.5e+04*** (15.68)	0.028*** (7.06)	0.026*** (6.63)	0.031*** (14.90)
Internal	-8.3e+03 (-0.85)	-1.4e+04 (-1.43)	1.8e+04*** (4.26)	-0.050*** (-2.76)	-0.055*** (-3.12)	0.024*** (2.62)
Roa	5.2e+05*** (8.24)			1.401*** (12.05)		
Roa,t-1	5.9e+05*** (9.14)			1.630*** (13.81)		
Ret	-1.0e+04 (-1.39)			-0.014 (-1.03)		
Ret,t-1	-3.3e+03 (-0.43)			0.012 (0.86)		
Sales	9.4e+04*** (21.33)			0.182*** (22.46)		
BM	-9.0e+04*** (-3.31)			0.037 (0.74)		
State	-3.2e+04*** (-2.90)			-0.086*** (-4.21)		
Capita	1.1e+05*** (11.78)			0.292*** (16.85)		
BH	8.5e+04*** (4.83)			0.135*** (4.19)		
cons	-3.2e+06*** (-25.66)	-3.7e+05*** (-5.28)	-5.7e+05*** (-18.41)	4.685*** (20.20)	-0.483*** (-3.72)	10.363*** (151.48)
N	9254	9254	9336	9254	9254	9336
r ²	0.324	0.055	0.530	0.365	0.033	0.485
r ² _a	0.321	0.051	0.528	0.362	0.029	0.483
F	93.865	14.173	276.144	112.627	8.277	230.424

注:括号中的数字为t值;*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著。下同。

但Core等(2008)指出,经理人薪酬通常存在明显的时间序列问题,即当期薪酬与上期薪酬水平密切相关,媒体报道对经理人薪酬影响的实证模型可能存在内生性问题。此外,经理人薪酬还存在潜在的均值反转问题。为此本文在模型(2)中引入滞后一期的薪酬变量(表5 Panel A,为简便起见仅报告主要变量的回归结果)。由表5可知,媒体曝光率仍然对超额薪酬具有显著的正向影响,媒体曝光率代表的造星冲动起到了助长超额薪酬问题的作用。进一步以下一期薪酬作为被解释变量(表5 Panel B),控制均值反转问题后,媒体曝光率对下一期薪酬的影响不再显著,说明媒体对薪酬的影响力主要是短期效应。这一结论为造星冲动的存在提供了间接证据。

3. 媒体负面报道与超额薪酬的回归结果。模型(3)的回归结果见表6。在控制可能的均值反转问题后,负面报道对抑制超额薪酬并没有显著作用,支持了媒体报道在超额薪酬问题上没有发挥有效作用的观点。不仅如此,负面报道与媒体曝光率交叉项的系数不显著,说明媒体曝光率并没有起到通过负面报道触发声誉机制的治理效应,从而以间接的方式纵容了超额薪酬问题。以超额薪酬相对于上一期的变化值作为被解释变量,得出了相同的结果,从而验证了假设3。

4. 明星经理人与超额薪酬的回归结果。对模型(3)进行分样本回归的结果见表7。将媒体报道数量超过100的定义为明星经理人,令Superstar虚拟变量取值为1,否则为0,这部分明星经理人占有样本的3%。实证结果表明,在明星经理人的子样本中媒体曝光率对超额薪酬的影响非常显著,在普通经理人的子样本中则不存在这一问题。无论是哪组样本,负面媒体报道对超额薪酬均没有显著的抑制作用,这在少数媒体曝光率极高的明星经

理人身上体现得尤为明显。

5. 稳健性检验。为使本文的实证结论更稳健,采用以下方法进行稳健性检验:①以公司媒体报道数量作为媒体曝光率的代理变量。结果显示,关于公司的报道提高了经理人超额薪酬,这进一步表明媒体报道并没有起到抑制超额薪酬的作用,反而通过

表 5 引入滞后一期的薪酬变量

	Panel A					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Comp	Excess	Expected	LnComp	LnExcess	LnExpected
LnCover,t	259.041 (0.72)	425.728* (1.68)	-126.398 (-0.53)	0.000 (0.30)	0.001 (1.21)	-0.000 (-0.86)
Comp,t-1	0.995*** (905.95)	0.998*** (1268.49)	0.991*** (634.55)	0.993*** (709.84)	0.997*** (920.36)	0.993*** (680.72)
N	4834	4834	4874	4834	4834	4874
r ²	0.996	0.997	0.994	0.994	0.995	0.995
F	2.6e+04	4.4e+04	2.1e+04	1.7e+04	2.3e+04	2.3e+04
	Panel B					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Comp,t+1	Excess,t+1	Expected,t+1	LnComp,t+1	LnExcess,t+1	LnExpected,t+1
LnCover,t	378.100 (0.70)	10.307 (0.03)	271.098 (0.91)	0.000 (0.26)	-0.000 (-0.38)	0.000 (0.84)
Comp,t-1	0.995*** (480.75)	0.998*** (846.30)	0.996*** (500.17)	0.995*** (494.99)	0.998*** (746.27)	0.997*** (573.69)
N	2468	2469	2481	2468	2469	2481
r ²	0.993	0.997	0.995	0.994	0.996	0.996
F	7567.347	2.1e+04	1.4e+04	8404.551	1.6e+04	1.7e+04

表 6 媒体负面报道与超额薪酬

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Excess	Excess	LnExcess	LnExcess	Excess	Excess	LnExcess	LnExcess
Neg	-3.2e+03 (-0.26)	9159.718 (0.61)	0.003 (0.08)	0.023 (0.59)				
Cover ×Neg		-1.5e+04 (-1.51)		-0.025 (-0.96)				
Diff					-4.7e+03 (-0.44)	8175.712 (0.59)	-0.001 (-0.03)	0.021 (0.59)
Cover ×Diff						-1.6e+04 (-1.46)		-0.027 (-0.97)
LnCover,t	434.515* (1.70)	1226.199** (2.11)	0.001 (1.19)	0.002 (1.39)	434.287* (1.71)	1278.605** (2.03)	0.001 (1.21)	0.002 (1.37)
Comp,t-1	0.998*** (1267.16)	0.998*** (1266.73)	0.997*** (919.93)	0.997*** (919.89)	0.998*** (1267.08)	0.998*** (1266.78)	0.997*** (919.63)	0.997*** (919.62)
N	4834	4834	4834	4834	4834	4834	4834	4834
r ²	0.997	0.997	0.995	0.995	0.997	0.997	0.995	0.995
r ² _a	0.997	0.997	0.995	0.995	0.997	0.997	0.995	0.995
F	4.3e+04	4.2e+04	2.2e+04	2.2e+04	4.3e+04	4.2e+04	2.2e+04	2.2e+04

表 7 明星经理人与超额薪酬

	被解释变量=Excess			被解释变量=LnExcess		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Excess	Total	Superstar	Normal	Total	Superstar	Normal
LnCover	421.575* (1.66)	1.5e+04* (1.97)	297.045 (1.03)	0.001 (1.16)	0.023** (2.04)	0.001 (0.81)
Diff	-5.0e+03 (-0.47)	2.2e+05 (0.88)	-5.3e+03 (-0.49)	-0.002 (-0.06)	0.254 (0.62)	-0.002 (-0.08)
Comp,t-1	0.998*** (1264.28)	1.000*** (149.88)	0.998*** (1220.23)	0.997*** (919.85)	1.003*** (185.30)	0.997*** (896.09)
N	4834	148	4686	4834	148	4686
r ²	0.997	0.999	0.997	0.995	0.999	0.995
r ² _a	0.997	0.999	0.997	0.995	0.998	0.994
F	4.3e+04	3214.390	4.0e+04	2.2e+04	2127.456	2.1e+04

其大肆渲染的报道助长了超额薪酬问题,证明了媒体哗众取宠造星冲动的存在。②检验以媒体曝光率为代表的造星冲动对企业业绩的影响,结果显示媒体曝光率对托宾Q的系数显著为正,说明较高的公众知名度提高了企业在资本市场上的价值;但媒体曝光率对Roa的系数显著为负则说明媒体曝光率对会计业绩并没有帮助,反而起到负向作用。进一步说明媒体曝光率对企业经营和公司治理均没有起到积极作用,更多体现的是哗众取宠的造星冲动。

五、结论及政策建议

本文考察了媒体哗众取宠的造星冲动对超额薪酬的影响。通常认为媒体作为重要的公司外治理机制,能在经理人薪酬等公司治理问题上发挥有效的监督和治理作用,本文的研究却表明,媒体固有的造星冲动会削弱其治理作用的发挥。

本文在两个方面构成对相关研究的潜在贡献:第一,丰富了经理人薪酬领域的研究。尽管经理人薪酬问题受到媒体追捧,频频见诸报端,但关于媒体对高管薪酬影响的研究并不多见。关于超额薪酬的成因,理论界进行了很多有益的探索,本文则从媒体的造星冲动这一新的视角给出了解释。本文不仅将理论研究的视线从制度视角转向文化视角,而且从公司内部转移至公司外部,为解释超额薪酬的成因作出了新的贡献。第二,深化了对媒体治理作用的认识。大量实证研究表明,媒体能在影响资产定价、揭露和纠正公司违规行为等方面发挥有效作用。本文则指出,媒体一方面能发挥有力的监督和治理等正面作用,但另一方面也可能起到加剧公司治理问题的反作用。媒体固有的造星冲动使得媒体报道失去

了对声誉的影响力,进而无法触发声誉机制达到治理效果。相反,媒体的大肆渲染使得了经理人获得更高的知名度,客观上起到了造星的效果,从而助长了超额薪酬问题。

本文的研究结论具有重要的政策含义。首先,媒体治理作用的发挥是有条件的,当声誉机制起作用时,媒体的监督作用能得以发挥,但当声誉机制不起作用时,媒体报道则可能起到相反的作用。因此我们对媒体报道的治理功能应有全面的认识,注意其潜在的负面作用。其次,媒体治理的缺陷可以通过其他条件的改善得以弥补,例如提高法治

水平、大力发展人力资本市场。LLSV指出法律环境的完善是提高公司治理水平的根本因素,严格的法治水平通过提高违法成本进而增加声誉的价值,促使声誉机制发挥作用,从而有利于媒体监督作用的发挥。完善的人力资本市场同样有利于声誉机制发挥作用,因而也有利于改善媒体的治理效果。

主要参考文献:

Core J. E., W. Guay, D. F. Larcker. The Power of the Pen and Executive Compensation [J]. Journal of Financial Economics, 2008(1).

Dyck A., A. Morse, L. Zingales. Who Blows the Whistle on Corporate Fraud? [J]. The Journal of Finance, 2010(65).

Fama E.. Agency Problems and the Theory of the Firm [J]. Journal of Political Economy, 1980(88).

Malmendier U., G. Tate. Superstar CEOs [J]. The Quarterly Journal of Economics, 2009(124).

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).

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).

杨德明,赵璨. 媒体监督、媒体治理与高管薪酬 [J]. 经济研究, 2012(6).

Miller G.. The Press as a Watchdog for Accounting Fraud [J]. Journal of Accounting Research, 2006(44).

作者单位: 1. 中国社会科学院金融研究所博士后科研流动站, 北京 100033; 2. 中国华融资产管理股份有限公司博士后科研工作站, 北京 100033