

网络媒体、高管薪酬与代理成本

段升森¹, 迟冬梅², 张玉明²

(1. 齐鲁工业大学(山东省科学院)工商管理学院, 山东 济南 250353;

2. 山东大学管理学院, 山东 济南 250100)

摘 要: 本文以百度媒体和资讯指数提供的累加检索数据衡量网络媒体关注度, 从外部治理视角探讨其对上市公司高管薪酬代理问题的影响。研究发现, 我国上市公司高管薪酬与代理成本显著正相关, 高管薪酬工具在解决委托代理问题方面并未起到应有的效果。而新兴网络媒体不仅能够积极监督上市公司高管不合理薪酬, 而且对高管薪酬代理问题具有显著的外部治理效应, 能够有效促进高管薪酬在降低公司代理成本中的作用。本文从委托代理角度为“媒体治理理论”提供了有利证据, 也为我国上市公司高管薪酬代理问题的化解及高管薪酬制度的进一步优化提供了理论支持。

关键词: 网络媒体; 高管薪酬; 代理成本; 百度指数

中图分类号: F275.5

文献标识码: A

文章编号: 1004-4892(2019)03-0063-09

一、引 言

高管薪酬一直被认为是解决股东与管理层之间委托代理问题的关键, 合理的薪酬设置能够激励高管与股东的利益保持一致, 显著降低代理成本^[1]。然而大量经验研究却发现, 以牺牲公司股东利益为代价追逐更高薪酬的高管自利现象普遍存在^{[2][3][4]}, 致使公司代理成本不降反增^[5], 高管薪酬制度在委托代理问题方面并未真正发挥应有的作用。尽管国内学者针对如何破解高管薪酬代理问题进行了诸多探讨^{[6][7]}, 但这些研究多强调内部机制的作用, 而较少关注外部治理压力可能产生的影响。转型国家普遍存在法律制度不完善、执法效率低下、信息披露不充分等缺陷, 法律外替代机制在公司治理中的作用需要引起足够的重视^[8]。在这些替代机制中, 媒体的作用获得了广泛的关注^{[9][10]}。基于中国资本市场的经验研究表明, 媒体监督可以通过引发行政介入而发挥有效的外部治理作用, 对上市公司高管薪酬乱象也能够起到监督职能, 可以显著提高高管薪酬合理水平^[11]。

但一方面, 上述研究并未进一步检验媒体监督能否改善高管薪酬代理问题; 另一方面, 受限于互联网技术的现实发展及普及应用, 上述研究主要以传统纸媒为对象, 未能涵盖网络媒体的影响。当前, 互联网在中国的高速发展和渗透为本文进一步研究网络媒体的外部治理作用提供了良好契机。网络媒体能否像传统媒体一样形成对正式制度的替代发挥外部治理作用, 从而对高管薪酬代理问题产生积极影响? 具体而言, 网络媒体能否有效监督高管不合理薪酬? 网络媒体监督所形成的舆论压力是否能够抑制高管薪酬逐利行为进而降低代理成本? 问题的解答对于我国上市公司进一步优化高管薪酬制度及构建新型媒企关系具有重要价值。

收稿日期: 2018-03-11

基金项目: 齐鲁工业大学(山东省科学院)人文社科优秀青年学者支持计划(SKRC17-08); 山东省社会科学基金青年项目(17DGLJ15)

作者简介: 段升森(1984-), 男, 山东临沂人, 齐鲁工业大学(山东省科学院)工商管理学院讲师, 博士; 迟冬梅(1985-), 女, 山东潍坊人, 山东大学管理学院博士生; 张玉明(1962-), 男, 山东济南人, 山东大学管理学院教授, 博士。

综上所述,本文利用2013~2017年我国A股上市公司数据,从外部治理视角探讨网络媒体监督对上市公司高管薪酬及其代理问题的影响。研究贡献主要体现在:第一,将网络媒体监督纳入分析框架,丰富了高管薪酬代理问题的研究视角;第二,以百度搜索媒体指数和资讯指数为代理变量,深入分析了网络媒体对高管薪酬及其代理问题的监督及治理作用,从而进一步拓展了国内外媒体治理的相关文献。

二、文献综述与研究假设

随着互联网的迅猛发展及其在经济社会生活中的渗透,网络舆论在公共管理、商业经济甚至腐败治理中的作用越来越明显和重要,互联网成为继广播、报纸和电视等传统媒体之后的第四大媒体。作为一种新兴的媒体,网络媒体对资本市场的深刻影响引发学术界的研究热情。Tumarkin等(2000)研究了互联网的公告牌信息对股市活跃度的影响,发现基于互联网公告牌为股票市场的波动性预测提供了有效的信息渠道^[12]。Martinez等(2005)以股票论坛为研究对象考察了其于股票收益之间的关系,发现股票论坛为投资者提供了发表专业见解的交流社区,所反映的投资者情绪与股票收益正相关^[13]。

无论是传统媒体还是网络媒体都喜欢追逐引起轰动效应的资本市场新闻。Wysocki(1998)的研究表明,公司业绩表现越糟糕,或公司业绩改善越多,或公司股票收益率变化幅度越大,股票信息平台上发布该公司的信息就越多^[14]。高管薪酬问题与公平、反腐等一系列社会热点存在诸多关系,是典型的资本市场热点新闻。过高的薪酬极易引起广大读者的不满,而特别低的薪酬则极易引起广大读者的好奇^[11],因此高管不合理薪酬容易导致媒体的关注。但与传统媒体相比,网络媒体的信息传播具有自身鲜明的特点。传统媒体对所传播内容严格的事前筛选尽管提高了可靠性,但也丧失了信息的时效性并放大了主观性。而互联网具有信息搜集的“灵活性”(flexibility)和“整合性”(integration)特征^[15],网络媒体可以方便的、低成本甚至无成本的收集到所关注的上市公司信息,并可以将自身的态度和观点及时地沟通和广范围地发布,迅速形成网络舆论压力^[16]。可见,尽管可能存在造谣、诽谤等负面因素,网络媒体信息传播的快速性和广泛性是传统媒体无法比拟的。因此从对高管薪酬问题的响应速度及影响范围而言,网络媒体显然更胜一筹。尤其随着互联网的进一步发展及政府互联网治理行动的不断深入,这种优势将更加明显。据此,本文提出如下研究假设:

H1:网络媒体对高管薪酬代理问题具有监督功能,即高管薪酬(不合理薪酬)水平越高,越容易引起网络媒体关注。

既然网络舆论能够为投资者提供额外的资本市场信息,那么网络媒体能否像传统媒体那样作为一种替代机制有效发挥外部治理作用呢?问题的解答对处于法律环境尚不完善的转型国家的上市公司具有重要参考价值。目前,仅有少数国内研究关注了这一问题。沈艺峰等(2013)检验了网络舆论在定向增发中的作用,结果显示网络舆论会先后触发两层外部治理机制——资本市场的惩戒和监管部门的严格审查^[16]。尹飘扬和熊守春(2017)的研究则发现中小投资者的权益保护诉求通过网络舆论压力的传导在国有控股上市公司得到了积极显著的回应,而在非国有控股的上市公司并不显著^[17]。这些研究均表明,网络媒体也和传统媒体一样,能够形成对正式制度的替代,具有积极的公司治理意义。

理论上,与传统媒体类似,网络媒体可以通过多种机制抑制高管牺牲股东利益追逐更高薪酬(不合理薪酬)的自利动机,从而促进高管薪酬设计在解决委托代理问题中的作用。第一,内部机制。高管的不合理薪酬若被网络媒体关注并形成较大范围的负面舆论,会首先导致公司内部董事会或纪律委员会等部门展开调查。且鉴于网络媒体的影响力和覆盖范围,为向投资者及公众传达公司

严格及积极应对的正面形象,上市公司甚至会更换高管以“挽回颜面”。众多来自不同资本市场的经验证据也表明,公司高管的更换与会计违规存在显著相关性,会计违规会导致较高的高管更换概率^[18]。第二,行政机制。我国《证券法》及《深交所股票上市规则》等法律规范均对上市公司高管会计违规行为及惩罚措施进行了明确规定,一旦高管不合理薪酬被网络追逐且形成较大的负面舆论,容易导致监管部门的行政介入。涉事高管也将会面临“公开谴责或者公开认定其不适合担任上市公司董事、监事及其他高管人员”以及“证券市场禁入”等约束和惩罚。第三,声誉机制。高管不合理薪酬的信息一旦被网络媒体披露,上市公司和高管都会受到市场监督,不仅会影响到公司在证券市场中的股价波动,同时还会使高管在人力资本市场的声誉和价值受到影响,高管的不利职位变动甚至被更换不仅会使其丧失与企业管理职位相关的收益,还会严重损害经理人的市场声誉和人力资本市场价值,威胁其再就业^[19]。基于上述理由,本文认为网络媒体监督是化解高管薪酬代理问题的一种有效外部治理机制,因此提出如下假设:

H2: 网络媒体对高管薪酬代理问题具有治理效应,即网络媒体关注度越高,高管薪酬(不合理薪酬)与代理成本之间的负(正)相关关系越显著(不显著)。

三、样本数据与研究设计

(一) 数据收集

本文选取 2013 ~ 2017 年我国沪、深 A 股上市公司作为初始样本。样本数据主要包括上市公司高管薪酬数据、网络媒体关注数据及公司业绩等相关财务数据三部分。其中高管薪酬数据及公司业绩等财务数据主要来自万德数据库(Wind)和国泰安数据库(CSMAR),另有部分数据来自上市公司年报,经手工整理获得。

网络传播具有快速性和广泛性的特点,而网络信息往往充斥噪音并交叉扩散,因此网络监督数据的选取需要同时兼顾全面性和权威性。在比较了财经门户网站、股吧、专业微博等多个主要的网络监督数据来源之后,本文选择以百度搜索引擎为基础的百度指数作为样本数据的主要来源。百度是国内处于领先地位的网络搜索引擎,百度指数是以百度网民搜索海量数据为基础的数据分享平台,提供了包括网民关注热点、媒体舆情趋势等方面的系统数据。目前已有多篇研究运用百度搜索数据度量网络舆论的关注程度^{[20][21]},表明百度搜索数据能在一定程度上反映中国网络媒体对上市公司相关情况的监督意愿和程度。

为提高数据的有效性,按照以下标准对总样本进行了筛选:剔除财务表现异常的 ST 和 PT 类公司;剔除金融类公司;剔除主要变量数据不全的公司。考虑到数据的可比性,本文还剔除了 IPO 当年的观测值。最后,本文得到 5830 个回归观测样本。另外,为剔除极端异常值的影响,本文对所有连续变量进行了 1% ~ 99% 的 Winsorize 处理。

(二) 研究设计

1. 高管合理薪酬及不合理薪酬的度量

Core 等(1999)认为高管的合理薪酬由其对公司的业绩贡献或为股东创造的价值决定,实际薪酬与合理薪酬的差额即反映高管的不合理薪酬,并由此构建了高管薪酬决定模型^[1]。吴联生等(2010)^[22]、吴育辉和吴世农(2010)^[5]等国内学者对 Core 等(1999)的高管薪酬决定模型做了合理拓展,并以此为工具探讨了中国上市公司高管薪酬问题。本文在上述研究模型的基础上,构建如下模型对高管不合理薪酬进行度量。

$$COM_{i,t} = \alpha + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t-1} + \beta_3 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

被解释变量 COM 代表高管的实际薪酬,采用上市公司核心高管(CEO、总经理或总裁)货币薪

酬(含股权现金分红)的自然对数进行测量。对于任职时间不足1年的公司核心高管,若不持有公司股份,本文按照比例日薪预估其年薪;若持有股份,由于无法预估分红情况,本文将其删除。ROA为资产收益率,反映高管对公司的业绩贡献。Controls代表一系列控制变量。吴联生等(2010)发现,公司规模(SIZE)、财务杠杆(LEV)、总经理与董事长是否两职合一(CBD)、董事会规模(BDS)、最终控制人类型(STATE)、核心高管持股比例(CON)等能够影响中国上市公司高管的合理薪酬^[22]。尽管区域经济差异因素(如是否沿海、人均GDP等)被一些研究发现不具有显著影响^[23],但本文认为上市公司所在省份的平均工资水平(AREA)可能会影响上市公司高管的合理薪酬^①。

本文通过对模型(1)进行分行业、分年度回归估计高管合理薪酬(FS),实际薪酬与合理薪酬的差额(即模型残差的绝对值)反映高管不合理薪酬水平(US)。

2. 基本检验模型设定

本文首先构建模型(2)检验上市公司高管薪酬代理问题的存在性,即高管薪酬(COM)并不能显著降低代理成本(AGC),主要原因在于高管自利性不合理薪酬(US)导致了代理成本显著增加。若COM的回归系数不显著或显著为正,且US的回归系数显著为正,则表明与现有研究一致,我国上市公司普遍存在高管薪酬代理问题,现有的高管薪酬设计并不能有效降低代理问题。借鉴吴育辉和吴世农(2010)^[5]的方法,本文选取管理费用率(AGC1)和资产周转率(AGC2)两个代理变量对代理成本变量AGC进行衡量。

$$AGC_{i,t} = \alpha + \beta_1 COM_{i,t-1} (US_{i,t-1}) + \beta_2 GROW_{i,t-1} + \beta_3 LEV_{i,t-1} + \beta_4 STATE_{i,t-1} + \beta_5 CON_{i,t-1} + \beta_6 SIZE_{i,t-1} + \beta_7 I_{i,t-1} + \beta_8 Y_{i,t-1} + \beta_9 A_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$NME_{i,t} = \alpha + \beta_1 COM_{i,t-1} (US_{i,t-1}) + \beta_2 GROW_{i,t-1} + \beta_3 LEV_{i,t-1} + \beta_4 STATE_{i,t-1} + \beta_5 CON_{i,t-1} + \beta_6 SIZE_{i,t-1} + \beta_7 I_{i,t-1} + \beta_8 Y_{i,t-1} + \beta_9 A_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

模型(3)用来检验网络媒体是否有效监督了高管薪酬代理问题。其中NME代表网络媒体关注度,采用百度指数所提供的媒体指数和资讯指数的自然对数测量,分别标记为NME1和NME2。这两种指数均以搜索关键词为统计对象,因此合理设置关键词对于保障样本数据的质量至关重要^②。俞庆进和张兵(2012)发现,专业投资者对上市公司进行搜索时偏向于使用“证券代码”或“证券简称”,而普通用户更喜欢用“公司名称”搜索上市公司的相关情况,但不同关键词的搜索量并不相同^[20]。综合考虑,为尽可能掩盖搜索数据的噪音,本文使用“证券代码+证券简称+公司名称”为关键词进行累加检索^③。模型(3)的关键解释变量为高管不合理薪酬(US)及实际薪酬(COM),若其回归系数显著为正,则本文研究假设H1通过验证。其它解释变量为控制变量,其中I、Y、A分别代表行业、年度和地区效应。考虑到不合理薪酬引起媒体关注需要一段时间,同时也为了控制部分内生性的影响,模型对US采取了滞后处理。

$$AGC_{i,t} = \alpha + \beta_1 COM_{i,t-1} (US_{i,t-1}) + \beta_2 NME_{i,t-1} \times COM_{i,t-1} (US_{i,t-1}) + \beta_3 GROW_{i,t-1} + \beta_4 LEV_{i,t-1} + \beta_5 STATE_{i,t-1} + \beta_6 CON_{i,t-1} + \beta_7 SIZE_{i,t-1} + \beta_8 I_{i,t-1} + \beta_9 Y_{i,t-1} + \beta_{10} A_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

模型(4)进一步加入网络媒体关注度变量(NME),检验其能否发挥外部治理效应,有效缓解高管薪酬代理问题。显然,高管薪酬(COM)及不合理薪酬(US)与网络媒体关注度(NME)的交互项是模型重要的考察变量,若显著为负则本文的研究假设H2通过验证。考虑到网络媒体发挥治理作用

① 经手工收集整理人民网相关报道得到各省平均工资水平,取对数使用。

② 媒体指数统计了以各大互联网媒体报道的新闻中与搜索关键词相关的、被百度新闻频道收录的数量;资讯指数则以关键词的百度智能分发和推荐内容数据为基础,将网民阅读、评论、转发、点赞、不喜欢等行为的数量加权求和得出。

③ 在多个关键词当中,利用加号将不同的关键词相连接,可以实现不同关键词数据相加,相加后的汇总数据作为一个组合关键词展现出来。目前,百度指数最多支持3个关键词的累加检索。

需要一段时间，同时也为了控制部分内生性的影响，上述模型对 NME 采取了滞后处理。为避免严重的多重共线性，本文对所有模型交互项中的连续变量进行了中心化处理。上述模型的构建及控制变量的选取参考了杨德明和赵璨(2012)^[11]、沈艺峰等(2013)^[16] 相关研究。

表 1 变量定义

符号	变量	计算方法
COM	高管实际薪酬	核心高管(CEO、总经理或总裁)货币薪酬(含股权现金分红)取自然对数
FS	高管合理薪酬	模型(1)分行业、分年度回归所得 COM 的估计值
US	高管不合理薪酬	模型(1)分行业、分年度回归所得残差的绝对值
NME1	媒体指数	“代码+简称+公司名称”为关键词的百度媒体指数取自然对数
NME2	咨询指数	“代码+简称+公司名称”为关键词的百度资讯指数取自然对数
AGC1	管理费用率	管理费用/主营业务收入
AGC2	资产周转率	主营业务收入/总资产
GROW	公司成长性	主营业务收入增长率
LEV	财务杠杆	总资产负债率
STATE	产权性质	国有控股设为 1，其他为 0
CON	高管持股比例	核心高管持股比例
SIZE	公司规模	总资产取自然对数
ROA	资产收益率	净利润/总资产
AREA	平均工资	收集整理人民网关于考察期内各省份年度平均工资水平的相关报道
CBD	两职合一	核心高管若同时任董事长设为 1，否则为 0
BDS	董事会规模	董事会总人数
I	行业效应	根据《上市公司行业分类指引》(2012 年修订)设 18 个虚拟变量
Y	年度效应	根据研究区间设 4 个虚拟变量
A	地区效应	公司注册地位于东部地区设为 1，其它为 0

四、实证检验与分析

(一)描述性统计

表 2 报告了主要变量的描述性统计。

表 2 主要变量描述性统计

变量	N	均值	标准差	最小值	最大值
COM	5701	13.097	0.678	11.526	14.944
FS	5719	9.859	4.052	1.162	13.871
US	5673	3.656	1.115	0.320	5.690
NME1	5300	1.236	4.469	0.163	5.086
NME2	5716	6.442	6.790	0.365	8.166
AGC1	5837	0.431	0.287	0.112	0.992
AGC2	5837	0.625	0.443	0.127	2.626
GROW	5600	0.296	1.221	-0.974	0.801
LEV	5716	0.429	0.212	0.115	0.979
STATE	5837	0.340	0.208	0	1
CON	5830	0.433	0.288	0	0.975
SIZE	5837	8.508	2.492	1.144	9.994

可以看出，高管不合理薪酬的均值已将近 40 万元，达到合理薪酬均值的 20.2%，显示出高管薪酬正在逐步脱离高管为公司和股东所创造的财富。且相关系数显示^①，高管持股比例与实际薪酬

① 限于篇幅未报告相关系数检验结果，作者备索。

及不合理薪酬高度正相关,而与合理薪酬高度负相关,本文从网络媒体治理视角对高管薪酬代理问题的探讨具有现实意义。另外,来自百度指数的数据表明,网络媒体对上市公司发展保持了较高的关注;且媒体指数和资讯指数两大反映网络媒体关注度的变量与高管实际薪酬和不合理薪酬高度正相关,这与本文 H1 的预期相符。NME1、NME2 与管理费用率负相关,与资产周转率、产权性质正相关,这为本文 H2 的检验提供了初步的数据支持。

(二) 实证结果

表 3 报告了上市公司高管薪酬代理问题的检验结果。从第(1)列不难发现,COM 与 AGC1 存在负相关关系,但并未达到 10% 的显著性水平,这表明高管薪酬的增加并不能显著减少公司的管理费用率。另一方面,COM 与 AGC2 存在负相关关系,而且在 1% 的水平显著,这表明高管薪酬的增加反而显著降低了资产周转率。第(2)列的回归结果则进一步显示,高管不合理薪酬导致了较高的关联费用率和较低的资产周转率。高管薪酬制度并未达到降低代理成本的目的,恰恰相反,由于高管自利行为导致薪酬设置并不合理,高管薪酬的粗放增加反而可能会提高代理成本。上述结论与吴育辉和吴世农(2010)^[5]的研究基本一致,反映出目前我国上市公司的高管薪酬制度在解决委托代理问题方面整体效果并不明显,社会各界对高管薪酬代理问题的普遍担忧具有经验依据。

表 3 上市公司高管薪酬代理问题的回归结果

变量	AGC1 _t		AGC2 _t	
	(1)	(2)	(1)	(2)
COM _{t-1}	-0.004(0.006)		-0.047*** (0.011)	
US _{t-1}		0.031*** (0.011)		-0.044*** (0.006)
GROW _{t-1}	0.003(0.002)	0.004* (0.002)	-0.008(0.025)	-0.006* (0.003)
LEV _{t-1}	0.033** (0.015)	0.037** (0.016)	0.0001(0.002)	0.0005* (0.0003)
STATE _{t-1}	0.002*** (0.001)	0.002*** (0.001)	0.006*** (0.001)	0.007*** (0.001)
CON _{t-1}	-0.009(0.013)	-0.0001(0.0001)	-0.134*** (0.016)	-0.110** (0.016)
SIZE _{t-1}	0.002(0.001)	0.001(0.001)	0.004** (0.002)	0.005** (0.002)
I _{t-1} /Y _{t-1} /A _{t-1}	控制	控制	控制	控制
_ cons	0.362*** (0.081)	0.379*** (0.078)	-0.079(0.056)	-0.238* (0.139)
Adj. R ²	0.082	0.064	0.087	0.076
F	179.87***	156.62***	193.12***	138.37***
N	5306	5274	5306	5274

注:括号内数值为采用 Robust 估计的标准误差;***、**、* 分别代表在 1%、5%、10% 的水平上显著。下同。

表 4 报告了网络媒体能否有效监督高管薪酬代理问题的检验结果。无论被解释变量是 NME1 还是 NME2,COM 和 US 的回归系数均显著为正。这表明高管货币薪酬和不合理薪酬水平越高,网络媒体的关注度就越高;即高管不合理薪酬容易导致网络媒体的关注,网络媒体能够有效监督上市公司高管薪酬问题,本文的研究假设 H1 通过检验。从控制变量的回归结果来看,财务杠杆较高、高管持股比例较低的大型上市公司容易导致网络媒体的监督,且网络媒体对国有企业具有更高的监督热情。上述结果也较好地支持了“媒体有偏论”的核心观点,为了追求自身效用最大化,无论是传统媒体还是网络媒体自然具有娱乐导向或追求轰动效应的倾向。

表 5 和表 6 进一步引入两个网络媒体关注度变量 NME1 和 NME2,报告了其对高管薪酬代理问题治理效应的检验结果。(1)当被解释变量为 AGC1 时,网络媒体关注度变量与 COM 和 US 的交互项系数均显著为负,表明网络媒体关注程度越高,高管薪酬增加对管理费用率的抑制作用越突出。网络媒体关注能够强化高管薪酬增加对管理费用率的抑制作用,并能够显著削弱高管不合理薪酬引致的管理费用率增加幅度。(2)当被解释变量为 AGC2 时,网络媒体关注度变量与 COM 和 US 的交互项系数均显著为正,表明网络媒体关注能够强化高管薪酬增加对资产周转率的促进作用,并能够

显著削弱高管不合理薪酬引致的资产周转率降低幅度。网络媒体对高管薪酬代理问题具有治理效应,即网络媒体关注度越高,高管薪酬降低代理成本的功能越明显,研究假设 H2 得到验证。

表 4 网络媒体对高管薪酬代理问题监督功能的回归结果

变量	NME1 _t		NME2 _t	
	(1)	(2)	(1)	(2)
COM _{t-1}	0.295 *** (0.074)		1.326 ** (0.593)	
US _{t-1}		1.603 *** (0.066)		3.371 *** (0.397)
GROW _{t-1}	0.174 *** (0.041)	0.085 ** (0.036)	-0.289 (0.302)	-0.396 (0.302)
LEV _{t-1}	0.254 *** (0.029)	0.720 *** (0.215)	19.982 *** (2.422)	17.709 *** (2.424)
STATE _{t-1}	0.112 *** (0.019)	0.039 *** (0.007)	0.315 ** (0.136)	0.164 ** (0.066)
CON _{t-1}	-3.990 *** (0.135)	-3.878 *** (0.127)	-2.890 ** (1.158)	-2.223 ** (1.133)
SIZE _{t-1}	0.098 *** (0.016)	0.085 *** (0.016)	0.690 *** (0.104)	0.616 *** (0.097)
I _{t-1} /Y _{t-1} /A _{t-1}	控制	控制	控制	控制
_ cons	0.971 (1.004)	1.820 *** (0.239)	11.183 (8.166)	22.340 *** (1.848)
Adj. R ²	0.081	0.225	0.031	0.043
F	129.95 ***	180.78 ***	58.39 ***	68.39 ***
N	5275	5290	5307	5296

表 5 网络媒体 (NME1) 对高管薪酬代理问题治理效应的回归结果

变量	AGC1 _t		AGC2 _t	
	(1)	(2)	(1)	(2)
NME1 _{t-1}	-0.031 *** (0.011)	-0.013 *** (0.001)	0.044 *** (0.006)	0.006 *** (0.001)
COM _{t-1}	-0.002 (0.005)		-0.048 *** (0.012)	
NME1 _{t-1} × COM _{t-1}	-0.005 *** (0.001)		0.167 *** (0.026)	
US _{t-1}		0.028 ** (0.011)		-0.037 *** (0.010)
NME1 _{t-1} × US _{t-1}		-0.003 ** (0.001)		0.090 *** (0.017)
GROW _{t-1}	0.005 (0.002)	0.004 * (0.002)	-0.006 (0.026)	-0.007 * (0.004)
LEV _{t-1}	0.034 ** (0.016)	0.035 ** (0.014)	0.0001 (0.002)	0.0004 * (0.0003)
STATE _{t-1}	0.002 *** (0.001)	0.002 *** (0.001)	0.003 *** (0.001)	0.006 *** (0.001)
CON _{t-1}	-0.009 (0.013)	-0.0001 (0.0001)	-0.129 *** (0.013)	-0.110 ** (0.017)
SIZE _{t-1}	0.002 (0.001)	0.001 (0.001)	0.005 ** (0.002)	0.004 ** (0.002)
I _{t-1} /Y _{t-1} /A _{t-1}	控制	控制	控制	控制
_ cons	0.379 *** (0.088)	0.385 *** (0.072)	-0.083 (0.056)	-0.238 * (0.139)
Adj. R ²	0.086	0.075	0.091	0.073
F	198.50 ***	182.35 ***	201.08 ***	169.40 ***
N	5289	5257	5289	5257

表 6 网络媒体 (NME2) 对高管薪酬代理问题治理效应的回归结果

变量	AGC1 _t		AGC2 _t	
	(1)	(2)	(1)	(2)
NME2 _{t-1}	-0.043 *** (0.011)	-0.021 ** (0.009)	0.035 ** (0.013)	0.014 ** (0.005)
COM _{t-1}	-0.003 (0.003)		-0.041 *** (0.008)	
NME2 _{t-1} × COM _{t-1}	-0.083 *** (0.017)		0.029 ** (0.012)	
US _{t-1}		0.037 ** (0.134)		-0.003 *** (0.001)
NME2 _{t-1} × US _{t-1}		-0.018 *** (0.006)		0.007 ** (0.003)
GROW _{t-1}	0.137 *** (0.022)	0.040 *** (0.015)	0.090 *** (0.017)	0.083 *** (0.016)
LEV _{t-1}	-0.001 (0.035)	-0.034 (0.036)	-0.002 (0.003)	-0.005 * (0.003)
STATE _{t-1}	0.094 *** (0.007)	0.095 *** (0.007)	0.007 *** (0.001)	0.007 *** (0.001)
CON _{t-1}	-0.148 (0.148)	-0.103 (0.147)	-0.028 ** (0.011)	-0.022 ** (0.011)
SIZE _{t-1}	0.079 *** (0.015)	0.090 *** (0.015)	-0.003 ** (0.001)	-0.003 *** (0.001)
I _{t-1} /Y _{t-1} /A _{t-1}	控制	控制	控制	控制
_ cons	0.428 *** (0.124)	0.765 *** (0.222)	0.774 *** (0.017)	0.723 *** (0.016)
Adj. R ²	0.078	0.048	0.074	0.042
F	115.63 ***	72.26 ***	106.7 ***	61.14 ***
N	5290	5275	5290	5275

(三) 稳健性检验

本文主要采取了如下检验,以测试研究结论的稳健性:(1)按照杨德明和赵璨(2012)^[11]的方法重新度量高管合理薪酬和不合理薪酬水平:将每年度COM按大小均分为10组,取其中最大组为过高薪酬(US1),最小组为过低薪酬(US2),剩余组为合理薪酬(FS1),重新进行回归;(2)将网络媒体监督的代理变量更换为百度搜索引擎提供的“搜索指数”(NME3),并将搜索关键词改为“证券符号+证券代码”,重新进行模型检验;(3)分别选取滞后两阶(即 $t-2$)的变量作为 COM_{t-1} 、 US_{t-1} 、 NME_{t-1} 等核心解释变量的工具变量,并采用系统GMM两阶段回归方法进行重新估计。上述稳健性测试结果显示,本文研究结论未发生实质性变化。

五、结 论

Bebchuk和Fried(2004)^[2]、Faulkender和Yang(2010)^[3]等以西方成熟资本市场为制度背景的研究发现,高管会利用自身的权利影响甚至主导薪酬制度的设计,从而导致了薪酬制度对管理层有利。尽管中国上市公司的业绩与高管薪酬水平的相关度在逐渐提高^[23],但越来越多的研究发现了高管操纵财会政策以谋求更高薪酬的证据^{[4][6][7]}。如何促进高管薪酬制度在缓解委托代理问题中的作用,具有重要的理论和现实意义。

立足我国转型制度背景,本文尝试探讨互联网时代新兴网络媒体的发展,能否从外部治理机制层面对高管薪酬代理问题的解决产生积极影响。以百度媒体指数和资讯指数衡量网络媒体关注度,利用2013~2017年我国A股上市公司数据,本文研究发现:我国上市公司高管薪酬水平与代理成本显著正相关,高管薪酬工具在解决委托代理问题方面并未发挥应有的效果,存在较为突出的高管薪酬代理问题。而新兴网络媒体不仅能够积极监督上市公司高管不合理薪酬,而且对高管薪酬代理问题具有显著的外部治理效应,能够有效促进高管薪酬在降低公司代理成本中的作用。

上述研究结论从委托代理角度为“媒体治理理论”提供了有利证据,也为我国上市公司高管薪酬制度的进一步优化提供了理论支持。针对目前普遍存在的高管薪酬代理问题,上市公司应在进一步完善内部治理机制的基础上,积极培育和构建互联网时代的新型媒企关系,合理利用网络媒体的独特监督和外部治理功能强化高管薪酬制度应有的降低公司代理成本的作用。为剔除网络媒体信息噪音的不利影响,政府监管部门一方面需要适当引导网络舆论的走向,另一方面则需要制定并实施科学的互联网治理战略。

参考文献:

- [1] Core, J. E., Holthausen, R. W., Larcker, D. F. Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance [J]. Journal of Financial Economics, 1999, 51(3): 371-406.
- [2] Bebchuk, L. A., Fried, J. M. Executive Compensation as an Agency Problem [J]. Journal of Economic Perspectives, 2003, 17(3): 71-92.
- [3] Faulkender, M., Yang, J. Inside the Black Box: The Role and Composition of Compensation Peer Groups [J]. Journal of Financial Economics, 2010, 96(2): 257-270.
- [4] 傅頔, 乐婷, 徐静. 有效激励还是以权谋私: 超额高管薪酬与股价崩盘风险——基于不同产权性质的实证研究 [J]. 财经论丛, 2017, (9): 74-82.
- [5] 吴育辉, 吴世农. 高管薪酬: 激励还是自利? ——来自中国上市公司的证据 [J]. 会计研究, 2010, (11): 52-59.
- [6] 王克敏, 王志超. 高管控制权、报酬与盈余管理——基于中国上市公司的实证研究 [J]. 管理世界, 2007, (7): 111-119.
- [7] 刘启亮, 罗乐, 张雅曼, 陈汉文. 高管集权、内部控制与会计信息质量 [J]. 南开管理评论, 2013, 16(1): 15-23.
- [8] Stulz, R. M., Williamson, R. Culture, Openness, and Finance [J]. Journal of Financial Economics, 2003, 70(3): 313-349.
- [9] Dyck, A., Volchkova, N., Zingales, L. The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia [J]. Journal of Finan-

- cial Research, 2013, 63(3): 1093 – 1135.
- [10] 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.
- [11] 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): 116 – 126.
- [12] Tumarkin, R., Whitelaw, R. F. News or Noise? Internet Postings and Stock Prices [J]. Financial Analysts Journal, 2000, 57(3): 41 – 51.
- [13] Matinez-Jerez, A., Sanjiv, D., Tufano, P. Information: A Clinical Study of Investor Discussion and Sentiment [J]. Financial Management, 2005, 34(3): 103 – 137.
- [14] Wysocki, P. D. Cheap Talk on the Web: The Determinants of Postings on Stock Message Boards [EB//OL]. <http://papers.ssrn.com>, 1998.
- [15] TingruCui, T., Ye, H. J., Teo, H. H., Li, J. Information Technology and Open Innovation: A Strategic Alignment Perspective [J]. Information & Management, 2014, 52(3): 348 – 358.
- [16] 沈艺峰, 杨晶, 李培功. 网络舆论的公司治理影响机制研究——基于定向增发的经验证据 [J]. 南开管理评论, 2013, 16(3): 80 – 88.
- [17] 尹飘扬, 熊守春. 网络舆论压力、投资者保护和公司治理 [J]. 经济体制改革, 2017, (2): 131 – 137.
- [18] Hennes, K., Leone, A., Miller, B. The Importance of Distinguishing Errors from Irregularities in Restatement Research: The Case of Restatements and CEO/CFO Turnover [J]. The Accounting Review, 2008, 83(6): 1487 – 1519.
- [19] 瞿旭, 杨丹, 瞿彦卿, 等. 创始人保护、替罪羊与连坐效应——基于会计违规背景下的高管变更研究 [J]. 管理世界, 2012, (5): 137 – 156.
- [20] 俞庆进, 张兵. 投资者有限关注与股票收益——以百度指数作为关注度的一项实证研究 [J]. 金融研究, 2012, (8): 152 – 165.
- [21] 张继德, 廖微, 张荣武. 普通投资者关注对股市交易的量价影响——基于百度指数的实证研究 [J]. 会计研究, 2014, (8): 52 – 59.
- [22] 吴联生, 林景艺, 王亚平. 薪酬外部公平性、股权性质与公司业绩 [J]. 管理世界, 2010, (3): 117 – 126.
- [23] 方军雄. 我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗? [J]. 经济研究, 2009, (3): 110 – 124.

Network Media, Executive Compensation and Agency Costs

DUAN Shengsen¹, CHI Dongmei², ZHANG Yuming²

(1. College of Business Administration, Qilu University of Technology(Shandong Academy of Sciences), Jinan 250353, China; 2. School of Management, Shandong University, Jinan 250100, China)

Abstract: From the perspective of the external governance effect, this paper investigates how the network media attention, measured by cumulative retrieval data from Baidu-media-and-information-index, exerts influence on the agency problem of the executive compensation in listed companies. The empirical results indicate that there is a significant positive correlation between the executive compensation and the agency cost in listed companies, which shows that the executive compensation tool has not been effective in solving the principal agent problem. The emerging network media can not only actively supervise the unreasonable compensation of the top executives of listed companies, but also have a significant external governance effect on the agency problem of the executive compensation. From the perspective of principal-agent, this paper provides favorable evidence for the media governance theory, and also provides theoretical support for the resolution of the agency problem of the executive compensation and the further optimization of the executive compensation system in listed companies.

Key words: Network Media Supervision; Executive Compensation; Agency Costs; Baiduindex

(责任编辑: 赵 婧)