

张玮倩◎著

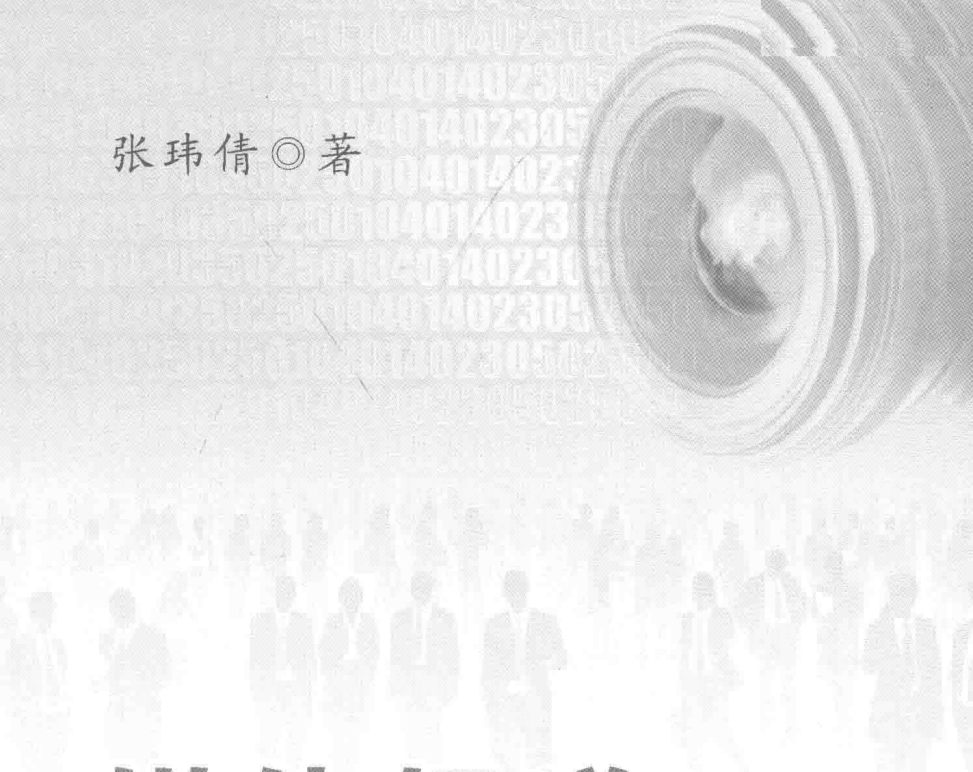


媒体报道对 高管薪酬的 治理作用研究

MEITIBAODAODUI
GAOGUANXINCHOUDE
ZUOYONG YANJIU

出版传媒集团  山西经济出版社

张玮倩◎著



媒体报道对 高管薪酬的 治理作用研究

MEITIBAODAODUI
GAOGUANXINCHOUDE
ZHILI ZUOYONG YANJIU

山西出版传媒集团 山西经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

媒体报道对高管薪酬的治理作用研究 / 张玮倩著.

— 太原: 山西经济出版社, 2016.8

ISBN 978-7-5577-0058-4

I. ①媒… II. ①张… III. ①媒体—报道—影响—上市公司—管理人员—劳动报酬—研究—中国 IV.

①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 150074 号

媒体报道对高管薪酬的治理作用研究

著 者: 张玮倩

出 版 人: 孙志勇

责任编辑: 曹恒轩

装帧设计: 杨宇光

出 版 者: 山西出版传媒集团·山西经济出版社

地 址: 山西省太原市建设南路 21 号

邮 编: 030012

电 话: 0351-4922133 (发行中心)

0351-4922085 (总编室)

E-mail: scb@sxjjcb.com (市场部)

zbs@sxjjcb.com (总编室)

网 址: www.sxjjcb.com

经 销 者: 山西出版传媒集团·山西经济出版社

承 印 者: 山西出版传媒集团·山西人民印刷有限责任公司

开 本: 880mm × 1230mm 1/32

印 张: 6.75

字 数: 182 千字

印 数: 1-1000 册

版 次: 2016 年 9 月 第 1 版

印 次: 2016 年 9 月 第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5577-0058-4

定 价: 24.00 元



张玮倩，女，山西运城人，上海对外经贸大学金融管理学院教师。2003—2012年就读于西南财经大学，分别获取财务学学士、硕士和博士学位，随后进入复旦大学工商管理博士后流动站，现为上海对外经贸大学金融管理学院教师，主要从事公司治理、高管治理和资本市场财务领域的研究，已在国内外权威期刊上发表学术论文数十篇，主持或参与基金项目五项，近年主要关注媒体报道的治理作用研究。

前 言

2007 年始，美国次贷危机引发的金融危机使全球经济陷入低谷，为了维护国家利益和保持社会稳定，以美国为代表的西方国家开始动用巨额财政资金去救助陷入困境的公司。与此同时，媒体却报道出这些接受政府救助的公司高管领着“天价”年薪，这种恶劣行为受到全社会的猛烈抨击。据美国《华盛顿邮报》网站报道，华尔街几家大银行正准备将几十亿美元发给公司高管和其他雇员，而就在几个月前，政府还动用纳税人的钱向这些银行实施金融救援计划，然而，这些金融界的高官们依然认为自己是国家的精英和主宰，有权享受公司高额的薪酬和分红。2007 年位列美国五大投行之一的美林证券全年亏损 270 亿美元，其中第四季度就亏损 150 亿美元，但据《纽约时报》报道，美林证券高管在 2007 年 12 月份仓促瓜分了公司 40 多亿美元的“红利”，分红不久便被美国银行收购。这些报道的披露使得美国民众波涛汹涌的愤怒喷涌而出，公众不禁质问道：“难道我们在花钱救助一些超级大富翁吗？”、“我们现在正在‘杀贫济富’”。随后，美国总统奥巴马发表声明“如果你在接受纳税

人的帮助，你就有责任不过奢华生活”。政府紧锣密鼓地出台了限薪计划，根据计划，接受政府资金救助的金融公司高管年薪最高不超过 50 万美元，除这 50 万美元的薪酬和应得股息之外，公司高管不得再享有奖金等补偿。据统计，这个计划使得接受政府救助的 175 名美国上市公司高管薪酬平均下降 50%，其中货币性薪酬下降 90%，非现金薪酬递延期延长。随即，英、法、德等国也出台高管薪酬限制政策。

我国媒体几乎同时与世界各国媒体一样，开始关注国内企业高管高薪的问题，铺天盖地的相关报道出现在公众的视野，数百家企业高管由于薪酬的报道登上了媒体的头条，我国企业高管“天价”薪酬的问题也引起社会公众的强烈不满。2007 年，中国平安被媒体爆出高管“天价”薪酬事件，有 3 名董事及高管的税前薪酬超过了 4000 万元，其中董事长马明哲税前报酬为 6616.1 万元，折合每天收入 18.12 万元，刷新 A 股上市公司高管的薪酬最高纪录；常务副总经理梁家驹税前报酬为 4813 万元；执行董事兼总经理张子欣税前薪酬为 4770.4 万元。许多人对马明哲提出强烈质疑，并不是因为他拿的薪水高得离谱，而是在于天价薪酬的背后并没有出现骄人的业绩，中国平安的股价一落千丈、无数投资者潸然泪下的时候，高管的天价高薪所带来的强烈对比效应和刺激效应是不难想象的。这样的例子很多，中国证券业的龙头老大国泰君安 2008 年薪酬总额达 32 亿元，人均 100 万元，而该年度的证券市场大盘下跌 60%，众多投资者在市场中血本无归、欲哭无泪。对于证券行业骇人听闻的天价薪

酬，新浪财经进行了统计，人均测算显示，以招商证券2008年的15.48亿元的应付职工薪酬为例，根据公开信息，该公司拥有员工1200人，如果按照人均计算薪酬，招商证券2008年平均薪酬高达129万元，这一系列惊人的数据使得社会的愤怒已经处于承受力的临界状态。同年2月新浪网上公众投票“你怎么看待中国金融业高管的高薪”的调查中，认为“可耻”的高达88.6%，共有106609票，认为“不好说”的占6%，认为“应当的”占5.4%。《南方日报》在2009年2月6日发表头版文章提出中国也需要“金融高管限薪令”。财政部向有关单位印发了《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）》，这份中国版“限薪令”明确规定：国有金融企业负责人最高年薪为280万人民币，且该薪酬为税前收入，要依法缴纳个人所得税。随即，经国务院同意，人力资源社会保障部会同中央组织部、监察部、财政部、审计署、国资委等单位于2009年9月16日联合下发了《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》，以建立健全中央企业负责人收入分配的激励和约束机制。

综观金融危机期间国内外上市公司高管薪酬的改变过程，新闻媒体无疑成为影响政府和公司决策的决定性因素。作为当今社会公众获取信息的最重要的渠道，媒体报道已经深深根植于经济、政治、文化、生活等社会的诸多领域，媒体对社会某一事件的报道反映了社会公众的心声，这种信息传播与国家前途、民族命运息息相关。因此本书试图探究媒

体报道对高管薪酬的治理作用，以期能够打通媒体报道与高管薪酬之间的影响路径，探寻媒体报道对高管薪酬的治理效应。

通过本书的研究，以期达到以下目的：第一，探寻媒体报道对高管薪酬的影响证据。在传统的委托代理框架下，激励和监督是解决代理冲突的两大策略，而此处的监督着重强调内部监督，那么，在内部监督不得力的情况下，是否存在行之有效的外部监督？本书的研究力求验证媒体是否在上市公司高管薪酬制定过程中发挥了外部监督作用。第二，探寻媒体报道对高管薪酬的治理路径。媒体作为社会生活的另一个法庭，公众无时无刻不在感受媒体报道所引发的各种治理效果，那么媒体到底是如何产生这些效果的？探寻媒体报道的治理路径能够为媒体发挥社会监督功能提供良好的平台。第三，考察媒体报道对高管薪酬的治理效果。本书对高管薪酬水平、高管薪酬结构、高管薪酬公平性和高管薪酬激励有效性方面进行考察，为完善我国上市公司高管薪酬体系，建立有效的薪酬激励机制提供理论依据。

本书的研究总共分为四个大的部分：

第一部分就是第一章，这部分是全书的铺垫。本章是全书的文献基础和文献综述，基于已有研究文献，首先梳理了媒体报道的公司治理作用研究，其次梳理了媒体报道对公司利益相关者的影响研究，最后在前两部分综述的基础上梳理媒体报道对高管薪酬的治理作用研究。

第二部分就是第二章，这部分是全书的理论研究。本章

的研究意在探寻媒体报道对高管薪酬的治理路径，理论文献和实践经验为我们提供了三条路径：第一条路径是行政治理路径，基于政府规制理论，媒体报道会引起政府行政机构的介入，政府通过颁布政策法规使得高管薪酬进行调整。第二条路径是公司治理路径，基于三层次代理理论，媒体报道会引起公司薪酬委员会的介入，作为制定高管薪酬契约的责任人，薪酬委员会理应对媒体报道做出回应。第三条路径是声誉治理路径，基于声誉机制理论，媒体报道会影响上市公司高管在职业经理人市场中的声誉，增加高管的声誉风险，从而对高管造成无形的压力，迫于压力高管对自身薪酬做出调整。对于以美国为例的西方发达国家而言，市场化程度较高，公司治理水平较为完善，职业经理人市场较发达，公司治理路径和声誉治理路径占据主导地位；对于以我国为例的发展中国家而言，市场正在转型过程中，公司治理水平有待于进一步提高，职业经理人市场正处在起步阶段，行政治理路径占据主导地位。三种治理路径都在国有企业和民营企业中起到一定的作用，但是相比于民营企业而言，国有企业的行政治理路径和声誉治理路径更为明显。

第三部分包括本书的第三章、第四章、第五章、第六章和第七章，这部分是全书的实证研究部分。

第三章实证研究媒体报道对高管薪酬水平的影响，结论表明：新闻媒体对高管“天价”薪酬的报道过后，上市公司高管薪酬下降，并且负面报道与官方报道对高管薪酬的影响作用更为明显，造成的股票市场反应也更大。

第四章实证研究媒体报道对高管薪酬结构的影响，结论表明：媒体对高管薪酬进行负面性的报道后，高管货币性薪酬显著下降，高管持股变动不明显，但高管在职消费水平显著上升，同时，货币性薪酬与在职消费总和不降反升，进一步检验发现媒体负面报道后在职消费对货币性薪酬的替代增加。

第五章实证研究媒体报道对高管薪酬公平性的影响，结论表明：我国媒体报道能够提升高管薪酬的公平性，媒体发挥了应有的监管作用，提升了高管薪酬的外部公平、内部公平以及与员工之间的公平，对社会稳定健康发展起到了积极的作用。另外，被媒体报道的上市公司高管薪酬外部公平性与高管团队内部的薪酬公平性与未来公司业绩之间并没有显著的正相关关系，但高管与普通员工之间的薪酬公平性与未来公司业绩之间具有显著的正相关关系，说明在被媒体报道的上市公司中，缩小高管与员工之间的薪酬差距有利于未来业绩的提升。

第六章实证研究媒体报道对高管薪酬激励有效性的影响，结论表明：媒体报道过后，上市公司高管货币性薪酬与公司非市场业绩的敏感性增强，但上市公司高管股权性薪酬与公司市场业绩的敏感性不强，无论是媒体报道前还是媒体报道后，样本均没有支持高管股权性薪酬激励的有效性。

第七章实证研究媒体报道、薪酬辩护对高管盈余管理方式选择的影响，结论表明：媒体报道后，高管会通过提升薪酬—业绩敏感性进行薪酬辩护，即媒体报道能显著增强高管薪酬与企业业绩之间的相关关系，同时，媒体报道会促使企

业高管利用盈余管理进行薪酬辩护，并且相比于真实活动盈余管理方式，企业高管更倾向于选择应计制盈余管理方式进行薪酬辩护。

第四部分就是本书的第八章，这部分是全书的总结。包括研究结论、研究启示、论文不足和未来的研究方向。

本书的贡献在于：第一，本书的研究丰富了媒体报道对上市公司的治理文献研究。目前国内外有关媒体报道的治理作用研究，大多围绕在公司治理层面，忽视对公司利益主体的治理作用，鲜有媒体报道对高管薪酬的影响研究。第二，本书的研究拓展了媒体报道的治理路径研究。目前我国学者在研究媒体报道的治理作用时，大多从政府规制的角度进行论证，本书基于政府规制理论、三层次代理理论和声誉理论，从政府、公司、高管三个层面推演媒体报道对高管薪酬的治理路径。第三，本书的研究优化了上市公司委托代理冲突的解决手段研究。在传统的委托代理框架下，激励和监督是解决代理冲突的重要手段，而此处的监督强调内部监督，本书的研究证明新闻媒体是一种有效的外部监督手段，能在一定程度上缓解上市公司的委托代理问题。第四，本书的研究系统梳理了媒体报道对高管薪酬的治理体系。相比于先前学者针对性的单层面分析，本书的研究较为系统，不仅考察了媒体报道对高管薪酬水平和高管薪酬结构的直接影响，还考察了媒体报道对高管薪酬公平和高管薪酬激励有效性的间接影响。

本书的局限性在于：第一，本书采用报纸作为媒体的代

表，限制了媒体报道的样本数量，同时，报纸媒体在当今社会对公众生活的影响力有限，在一定程度上影响了本研究结论的稳健性。第二，本书按照控制人性性质将媒体划分为官方媒体和非官方媒体，按照报道内容将媒体划分为负面报道和非负面报道，这种划分方式在部分文献中均有出现，但是并没有形成一个统一的量化标准，更多的依靠主观判断来划分，对论文的研究结论造成倾向性影响。第三，本书的实证检验结论基本支持了所提出的假设检验，但尚有部分未得到验证。一方面受制于论文的研究样本有限，另一方面本书的未来研究方向应该采取各种手段提升实证检验的稳健性。

作者

2016年5月

目 录

第一章 文献基础与文献综述 / 1

- 第一节 媒体报道的公司治理作用研究综述 / 2
- 第二节 媒体报道与企业利益相关者的研究综述 / 5
- 第三节 媒体报道对高管薪酬治理作用的研究综述 / 10
- 第四节 结论与启示 / 13

第二章 媒体报道对高管薪酬的治理路径 / 15

- 第一节 媒体报道对高管薪酬的行政治理路径 / 16
- 第二节 媒体报道对高管薪酬的公司治理路径 / 19
- 第三节 媒体报道对高管薪酬的声誉治理路径 / 22
- 第四节 媒体报道对高管薪酬治理路径的综合分析 / 25
- 第五节 结论与启示 / 28

第三章 媒体报道与高管薪酬水平的实证研究 / 30

- 第一节 理论分析与研究假说 / 32
- 第二节 研究设计 / 34
- 第三节 媒体报道与高管薪酬水平的实证结果 / 43
- 第四节 结论与启示 / 47

第四章 媒体报道与高管薪酬结构的实证研究 / 49

第一节 理论分析与研究假说 / 51

第二节 研究设计 / 55

第三节 描述性统计 / 60

第四节 实证分析结果 / 66

第五节 稳健性检验 / 72

第六节 结论与启示 / 76

第五章 媒体报道与高管薪酬公平性的实证研究 / 78

第一节 理论分析与研究假说 / 80

第二节 研究设计 / 88

第三节 描述性统计 / 94

第四节 实证分析结果 / 98

第五节 结论与启示 / 107

第六章 媒体报道与高管薪酬激励有效性的实证研究 / 109

第一节 高管薪酬激励有效性 / 110

第二节 文献回顾 / 115

第三节 研究假说与研究设计 / 119

第四节 统计与实证分析结果 / 122

第五节 结论与启示 / 127

第七章 媒体报道、薪酬辩护与盈余管理方式选择 / 129

第一节 文献回顾与述评 / 131

第二节 研究设计 / 136

第三节 描述性统计与实证分析 / 141

第四节 稳健性检验 / 147

第五节 结论与启示 / 155

第八章 研究结论与相关启示	/ 157
第一节 本书的研究结论	/ 158
第二节 本书的相关启示	/ 160
第三节 研究局限及未来研究方向	/ 163
参考文献	/ 165
附录：本书搜集的有关企业高管薪酬的 新闻报道目录（部分）	/ 187
后 记	/ 203

第一章 文献基础与文献综述

- 媒体报道的公司治理作用研究综述
- 媒体报道与企业利益相关者的研究综述
- 媒体报道对高管薪酬治理作用的研究综述
- 结论与启示

近年来，媒体在监督企业违规行为、保护中小投资者权益方面发挥日益重要的作用，媒体的公司治理作用逐渐成为主流财务学研究关注的焦点和重要内容。纵观国内外相关媒体报道治理作用的文献，直接关于媒体报道对企业高管薪酬的治理作用研究较少，并且研究深度局限。本章首先梳理媒体报道对上市公司的公司治理作用研究，以期能够寻找媒体具有治理作用的证据；其次梳理媒体报道对上市公司各个利益相关者的影响研究，以期能够寻找媒体对上市公司高管的影响证据；最后在前两部分综述的基础上对国内外有关媒体报道对高管薪酬的治理作用研究进行综述，为本书后续的理论分析和实证检验做好理论铺垫。

第一节 媒体报道的公司治理作用研究综述

一、媒体报道对上市公司的治理路径

媒体报道如何对上市公司进行治理？Dyck and Zingales (2002) 有关媒体的公司治理职能的开创性文献成为当今学者研究媒体治理职能的经典必读之作。他们的研究以环保活动为样本，探究私人部门对环保问题的反应以及与新闻媒体、法律环境、信息环境等变量的相关关系，认为媒体对公司的治理主要通过声誉机制发挥作用：第一，媒体报道能够促使相关政策制定部门修订现有或制定新的法律法规，因为政治家们往往认为在法律方面无所作为将会影响他们在国内外社会公众心中的形象，严重的话会危及自己的政治生涯；第二，媒体报道能够影响高管声誉，因为高管的未来薪酬取决于未来股东或雇主对其的信任，高管作为企业的主要经营者主要目的是为股东创造价值，但这一创造价值的过程作为雇主的股东无法监控，而高管声誉正是可以作为惩罚高管的机会主义行为的方法；第三，媒体报道不仅仅能够影响高管和董事会成员在未来雇主心目中的地位，而且会影响这些人在社会公众心中的地位，从而通过社会舆论对高管施加影响。Dyck et al. (2008) 利用俄罗斯 1999 年至 2002 年媒体对公司报道的数据为样本，发现媒体报道会提高公司改正违规行为的概率，俄罗斯媒体报道扮演着非常重要的公司治理角色。

在我国，李培功和沈艺峰 (2010) 以《董事会》杂志联合新浪财经推出的“中国董事会排行榜”中的“最差董事会”公司为样本，研究探讨了媒体在完善公司治理、保护投资者利益方面所扮演的角色。结论表明：媒体报道对上市公司改正违规行为具有正向影响作用，我国媒体对上市公司的治理路径并不是通过声誉机制，而是通过行政治理路径，行政机构的介入使得上市公司改正违规行为概率增加。姚益龙等 (2011) 认为媒体作为重要的上市公司外部治理机