

媒体监督、公司治理与代理成本

梁红玉^{1,2}, 姚益龙¹, 宁吉安¹

(1. 中山大学 岭南学院, 广东 广州 510275; 2. 广东商学院 金融学院, 广东 广州 510320)

摘要:文章以2001—2009年沪深两市上市公司为样本,考察了媒体监督、公司治理与代理成本之间的关系。研究发现,媒体监督能够降低企业的代理成本、提高代理效率;在降低代理成本和提高代理效率的具体问题上,媒体监督与公司内部治理机制表现出不同的作用和关系。这意味着要有效降低代理成本、提高代理效率,应当综合考虑中国当前的市场环境,结合企业具体存在的问题,配合使用不同的治理机制。

关键词:媒体监督;公司治理;代理成本;样本选择偏误

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2012)07-0090-11

一、问题的提出

随着现代企业制度的建立,企业的所有权和经营权相分离导致股东和管理层之间存在严重的代理问题。代理人可能偷懒、可能利用职务便利侵占委托人的财富、可能无视委托人利益为建立“企业帝国”而投资于无效率项目。这些问题成为侵害广大投资者利益和阻碍中国资本市场发展的痼疾之一,越来越受到社会各界的关注。^①代理冲突的根源在于信息不对称和激励不足,我们不仅可借助董事会和薪酬激励等公司内部治理机制有效协调委托代理双方的利益,还可利用一些重要的外部治理机制,如媒体监督等。

作为重要的外部治理机制,媒体监督能否有效降低代理成本,学术界一直存在较大的分歧。有学者认为作为外部惩戒约束机制,媒体监督可以改善公司治理,使管理层的决策不至于过于偏离股东价值最大化目标(Dyck等,2002)。还有学者认为,媒体负面报道降低了上市公司CEO的薪酬水平,显著影响CEO的薪酬结构,并提高了CEO现金薪酬与公司业绩的敏感性(Johnson等,1997)。但Core等(2008)并没有发现媒体负面报道能够导致企业CEO薪酬的降低或CEO流动率增加的显著证据。此外,媒体与公司内部

收稿日期:2012-02-20

作者简介:梁红玉(1982—),女,广东高州人,中山大学岭南学院博士研究生,广东商学院金融学院讲师;
姚益龙(1962—),男,江西九江人,中山大学岭南学院教授,博士生导师;
宁吉安(1986—),男,山东聊城人,中山大学岭南学院博士研究生。

治理机制之间有怎样的关系,学术界尚未关注。

本文深入讨论了媒体监督与公司治理在降低管理层代理成本方面的关系,发现媒体充当了“鲶鱼”角色,具有激活企业内部治理机制的作用,在降低代理成本上与诸多内部治理机制形成显著的互补关系,在提高代理效率上与部分内部治理机制呈现显著的替代关系。此结论拓展分析了代理成本的影响因素,加深了对媒体外部治理机制作用的认识。此外,本文通过研究媒体与公司各个内部治理机制之间的关系得到了有价值的结论,为股东和管理层之间的代理问题提供了可行的解决思路,为上市公司选择合适的治理机制和监管机构、完善监管措施提供了借鉴。

二、文献回顾与研究假设

公司可通过设立董事会等内部治理机制对管理层进行必要的监督和激励。而董事会的独立性和规模直接影响董事会监督作用的发挥,此外,代表外部股东利益的独立董事也有助于对管理层进行更好的监督。董事长和总经理两职分离,由不同的人担任,可以达到权力制衡的效果,从而强化董事会的监督职能。股权的适度集中使大股东有动机和能力监督管理层(Shleifer等,1986)。管理层薪酬合约的合理设计有助于降低代理成本,激励管理层提升代理效率。股权激励比现金薪酬具有更强的激励作用,能更有效地实现利益协同效应(Jensen等,1990)。

管理层的行为不仅受公司内部治理机制的约束,还受到媒体这一外部治理机制的影响。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,从而降低了投资者交易的信息风险(Fang等,2009)。媒体监督能够有效促进企业修正其违规行为,完善公司治理,维护股东财富(Dyck等,2008; Joe等,2009;李培功等,2010)。媒体对企业的负面报道出现后,企业的利益相关者往往会认为,企业所存在的问题可能要比媒体报道的更严重,进而积极采取措施维护自身的利益(姚益龙等,2011)。媒体的追踪曝光降低了委托代理双方之间的信息不对称,在一定程度上会加大利益相关者的行动力度,使企业及其管理层面临声誉损失和经营失败的风险,从而被迫减少败德行为,以股东价值最大化为行事原则,提升管理效率,谋求生存和发展。基于此,本文提出以下假设。

假设:在其他条件相同的情况下,媒体监督能够显著降低公司的代理成本,提高公司的代理效率。

三、研究设计

(一)研究思路与模型设定

由于股东与管理层之间的代理问题同时受到公司内外部治理机制的监督

和控制,本文构建模型(1)检验媒体监督是否具有降低代理成本的作用。

$$\text{cost}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{media}_{it} + \beta_2 G_{it} + \beta_3 \text{control}_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

其中, cost 为代理成本,指在信息不对称和激励不足的情况下,因代理人没有完全按照委托人的利益行事而引起的委托人的价值损耗。经营绩效可反映代理问题的综合影响,因此本文选用管理费用率和资产周转率两个指标从成本和效率两个方面度量管理层代理成本。 media 为媒体监督,是媒体对企业的负面报道,具体是指媒体在对公司的新闻报道中采用了质疑、批评、负面评价甚至中性的语言指出公司存在的问题。公司有无媒体曝光是公司声誉属性的显著改变,而媒体报道次数的差异只是数量程度不同,因此本文在主体部分使用 media1_{it} 估计,将 media2_{it} 用于稳健性检验。 G 为公司内部治理机制变量,包括 gz 、 mshare 、 owl 、 boa 、 spy 、 ind 和 du 七个方面。 control 为控制变量。Jensen (1986)认为当公司的自由现金流比较充足,但投资机会又相对较少时,管理者利用公司资源谋取私利的动机最大,此时股东与管理者之间的代理成本最高。因此,本文选择 cash 和 salegr 作为控制变量,同时还控制了 size 、 tl 和 state 等公司特征变量。变量定义及计算方法见表 1 所示。

表 1 变量定义及计算方法

变量名称	变量符号	计算方法
管理费用率	mexp	管理费用/销售额
总资产周转率	turn	营业收入净额/[(资产总额年初数+资产总额年末数)/2]
媒体监督	media1	每年公司被媒体曝光的情况,曝光为 1,不曝光为 0
	media2	每年 1 月 1 日至 12 月 31 日媒体对公司的负面报道次数 (Fang 等, 2009) ^②
第一大股东持股比例	owl	第一大股东持股数/公司总股数
两职是否合一	du	董事长兼任总经理为 1,非兼任为 0
董事会规模	boa	董事会总人数
监事会规模	spy	监事会总人数
独立董事比例	ind	独立董事人数/董事会总人数
管理层薪酬	gz	董事、监事和高级管理人员年度报酬总额
管理层持股比例	mshare	高管人员持股比例
产权性质	state	国有控股公司为 1,民营控股公司为 0
现金流量	cash	自由现金流/销售额
规模	size	ln(主营业务收入)
销售增长率	salegr	(本年营业收入-去年营业收入)/去年营业收入×100%
总资产负债率	tl	总负债/总资产
资产收益率	roa	净利润/总资产
行业类别	indust	其他行业为 0,垄断行业为 1,快速消费品行业为 2

本文借鉴 Faulkender(2006)采用交互项考察互补或替代关系的方法,通过模型(2)检验媒体与董事会、监事会等内部治理机制之间的关系,及其对代理成本的共同影响。

$$\text{cost}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{media}_{it} + \alpha_2 G_{it} + \alpha_3 \text{media} \times G_{it} + \alpha_4 \text{control}_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

本文选取 2001—2009 年沪深两市上市公司作为样本,剔除了金融类和年份不足的上市公司。我们根据中国资讯行的中国商业报告库手工收集媒体监督数据,财务数据来自 CCER 数据库。描述性统计结果见表 2。

表 2 变量的描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
mexp	9 891	0.156	0.321	0.007	2.293
turn	9 891	0.656	0.518	0.019	2.799
medial	9 891	0.238	0.426	0.000	1.000
media2	9 891	0.448	1.137	0.000	33.000
owl	9 891	0.393	0.167	0.094	0.758
du	9 891	0.125	0.331	0.000	1.000
boa	9 891	6.681	1.985	3.000	13.000
spy	9 891	4.220	1.404	2.000	9.000
ind	9 891	0.048	0.221	0.000	0.750
gz	9 891	13.718	0.959	11.272	15.986
mshare	9 891	0.000	0.001	0.000	0.011
state	9 891	0.706	0.455	0.000	1.000
cash	9 891	0.132	0.897	-4.464	3.409
size	9 891	20.562	1.488	16.317	24.225
salegr	9 891	0.195	0.589	-0.846	3.547
tl	9 891	0.559	0.383	0.078	3.179
roa	9 891	0.010	0.109	-0.682	0.202
indust	9 891	0.412	0.751	0.000	2.000

(二) 样本选择偏误及解决办法

媒体对公司的监督通常不是随机的,媒体倾向于选择监督规模较大、业绩和公司治理状况较差的公司,这导致被媒体监督的公司存在“样本选择偏误”问题。本文采用 Heckman 两步法控制此偏误(Heckman,1979)。

通过考察我们发现,公司往往主要因为存在退市风险、遭受控股股东掏空等原因而被曝光。媒体对垄断行业和快速消费品行业的关注度远远高于其他行业。

根据 Logit 函数的定义公式, $p_{it} = P(y_{it} = 1 | x_{it}) = \frac{\exp(y_{it})}{1 + \exp(y_{it})}$, 设 $y_{it} = \beta_0 + \beta_1 x_{it}$, 此处 y_{it} 为 $medial_{it}$, x_{it} 分别为 tl_{it} 、 roa_{it} 、 owl_{it} 、 $size_{it}$ 和 $indust_{it}$, p_{it} 表示给定公司特征变量的前提下,媒体曝光公司的条件概率。根据本文的现实背景, p_{it} 的取值为(0,1)。根据逆函数关系原理可知 $y_{it} = \ln \frac{p_{it}}{1-p_{it}}$, 因此本文设置以下 Logit 模型估算媒体监督概率。

$$\ln \frac{p_{it}}{1-p_{it}} = \beta_0 + \beta_1 tl_{it} + \beta_2 roa_{it} + \beta_3 owl_{it} + \beta_4 size_{it} + \beta_5 indust_{it} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

我们根据模型(3)估算每个公司发生媒体监督的概率,并计算逆米尔斯比(Inverse Mill's Ratio,以 I 来代表),然后把 I 作为调整变量引入模型(1)和模型(2)中,估计媒体监督对代理成本的影响。

四、实证检验结果及分析

(一) 媒体监督概率的估算

表 3 是模型(3)的 Logit 回归结果。表 3 显示,模型整体效果较好,企业的 tl 越高, roa 越低, owl 和 $size$ 越大,越容易招致媒体监督。

表3 Logit模型回归结果(因变量 medial)

变量	系数	标准差	t 值	P 值
tl	0.251***	0.071	3.50	0.000
roa	-1.047***	0.258	-4.05	0.000
owl	0.340**	0.147	2.31	0.021
size	0.235***	0.023	10.42	0.000
indust	0.144***	0.031	4.69	0.000
cons	-6.234***	0.482	-12.93	0.000
loglikelihood	-5 358.970			

注:***和**分别表示1%和5%的显著性水平。

(二)媒体监督对公司代理成本的影响研究

采用固定效应模型估计模型(1),并控制了年度效应。结果见表4。从表4的第(1)栏和第(3)栏看,mexp和turn为因变量时,I的系数分别为-6.610和6.845,都在1%的水平上显著。可见媒体监督能显著降低代理成本,提高代理效率。其原因在于媒体监督损害了企业及其产品形象,导致企业市场业绩下降,业绩的大幅下滑将倒逼企业及其管理层必须有所作为。此外,媒体监督还损害了管理层的职业形象和声誉,甚至使其政治前途受到不良影响,这对于目前实行行政任命制的国有企业高管来说更是如此。由此,出于未来发展机会和薪酬的考虑,管理层通常会以减少在职消费等方式来积极应对媒体监督,努力改善经营业绩。对于民营企业而言,良好的政治关系有助于缓解融资压力,易于进入政府管制行业,因此与当地政府的良好关系是民营企业的重要资源。一旦媒体的曝光导致行政机构介入,良好的政企关系将被破坏,从而不利于民营企业的长远发展,可见媒体监督也使民营企业修正其违规行为。结合表4的第(2)栏和第(4)栏,控制了公司内部治理机制后,媒体的监督作用依然显著存在。因此,本文的假设成立。

接着考察其他因素的影响。在激励机制方面,表4中gz与mexp显著正相关,并与turn显著负相关,mshare对mexp无显著影响,但与turn显著负相关。其原因可能在于中国上市公司的管理层薪酬普遍较低,股权激励较少,没有起到应有的激励作用,反而导致“传染性贪婪(infectious greed)效应”的出现(Nofsinger等,2003)。^⑤当然,这也可能是由变量衡量方法所导致,因为管理层薪酬也是管理费用的一部分,因此它们之间存在显著的正相关关系。在监督机制方面,owl与mexp显著正相关,与turn显著负相关。可见,随着第一大股东持股比例的上升,第一大股东控制管理层,诱发合谋,没有发挥Shleifer等(1986)提出的监督作用。du导致mexp上升和turn的提高。没有发现boa、spy和ind对股东与管理层之间的代理问题产生显著影响的证据。公司的size越大,导致mexp显著下降,turn显著提高。可见,中国上市公司借助规模的扩张实现了规模效应和协同效应。根据表4的第(3)栏和第(4)栏,tl在1%的水平上与turn显著正相关。可见,债权人的介入使上市公司在

还本付息的生存压力下提高了自身的经营效率。

表 4 全样本回归结果

因变量	mexp				turn			
	(1)		(2)		(3)		(4)	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
I	-6.610***	-42.90	-6.648***	-42.70	6.845***	44.09	7.113***	44.59
gz			0.018***	4.50			-0.017***	-4.10
mshare			1.062	0.47			-6.192***	-2.66
owl			0.147***	5.33			-0.330***	-11.68
du			0.014*	1.83			0.025***	3.14
boa			-0.001	-0.33			0.001	0.32
spy			0.001	0.33			-0.002	-0.82
ind			0.006	0.33			0.009	-0.52
state	-0.021**	-2.54	0.012	1.46	-0.022***	-2.73	-0.016*	-1.93
cash	-0.008***	-3.41	-0.010***	-4.06	-0.004	-1.46	-0.004*	-1.78
size	-0.229***	-58.71	-0.231***	-57.53	0.296***	75.21	0.305***	74.03
salegr	-0.012***	-3.19	-0.014***	-3.72	0.020***	5.34	0.022***	5.73
tl	-0.012	-1.06	-0.015	-1.31	0.306***	27.08	0.300***	25.85
cons	9.127***	58.55	8.903***	54.96	-10.079***	-64.13	-10.068***	-61.67
F 值	482.58		314.14		649.69		429.59	

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平,下表同。

(三)媒体监督、公司内部治理与代理成本的关系检验

本文通过模型(2)检验媒体与董事会、监事会等内部治理机制之间的关系,及其对代理成本的共同影响。

以管理费用率为因变量的检验结果见表5所示。^④根据表5的第(1)栏和第(2)栏,I和gz的系数分别为-6.472和0.016;加入两者交互项后,I和gz的系数分别变为-17.332和-0.502, $I \times gz$ 系数为正,都在1%的水平上显著。这表明媒体和管理层激励机制相结合,不仅使媒体监督能更有效地降低代理成本,还能使管理层“传染性贪婪”效应受到抑制,修正其资源滥用倾向,有助于迫使管理层出于自身声誉和未来就业机会的考虑而采取积极措施降低代理成本。可见,媒体与管理层薪酬激励机制在降低代理成本方面存在显著的互补关系。独立董事的存在并不能显著削弱代理成本,但加入媒体外部治理机制后,媒体传递的信息为独立董事的介入调查提供了线索并指明了方向,使独立董事能显著降低代理成本,表明媒体与独立董事机制在降低代理成本方面存在显著的互补关系。媒体的存在使董事会规模、监事会规模和两职合一都表现出积极的治理作用,弱化了大股东与管理层合谋的动机,但没有发现大股东的积极治理作用。从表5的第(13)栏看,将各个内部治理机制和媒体外部治理机制同时考察时,I的系数下降到-19.617,表明公司内部治理机制的合理安排能够很好地促进媒体监督作用的发挥;媒体外部监督机制激活了企业内部治理机制,产生了所谓的“鲶鱼效应”。可见,降低管理层的代理成本是一项系统工程,需要多管齐下,综合治理,单一、片面地强调某一个别治理机制不能达到理想的治理效果。

表5 媒体监督、公司内部治理与代理成本的关系检验(因变量:管理费用率)^⑤

参数/变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(13)
I	-6.472*** (-42.12)	-17.332*** (-15.96)	-6.608*** (-42.90)	-7.298*** (-31.60)	-6.608*** (-42.90)	-7.117*** (-24.42)	-19.617*** (-17.33)
gz	0.016*** (4.09)	-0.502*** (-9.76)					-0.483*** (-9.04)
I×gz		0.796*** (10.10)					0.768*** (9.40)
ind			0.015 (1.02)	-0.814*** (-3.92)			-0.922*** (-3.41)
I×ind				1.275*** (4.01)			1.425*** (3.43)
boa					-0.001 (-0.36)	-0.053** (-2.07)	-0.150*** (-4.46)
I×boa						0.080** (2.06)	0.228*** (4.35)
cons	8.840*** (54.97)	15.863*** (22.23)	9.127*** (58.53)	9.589*** (49.49)	9.132*** (58.34)	9.458*** (42.45)	
F值	437.81	421.77	450.33	423.93	450.31	422.59	
参数/变量	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
I	-6.683*** (-43.38)	-6.726*** (-42.77)	-6.603*** (-42.87)	-7.151*** (-23.50)	-6.757*** (-43.33)	-6.548*** (-26.57)	
du	0.013* (1.65)	-0.190 (-1.26)					-0.291* (-1.95)
I×du		0.310 (1.35)					0.465** (2.04)
spy			0.002 (0.82)	-0.084** (-2.02)			-0.048 (-1.08)
I×spy				0.133** (2.08)			0.078 (1.13)
owl					0.158*** (5.72)	0.547 (1.53)	0.362 (1.02)
I×owl						-0.595 (-1.09)	-0.320 (-0.59)
cons	9.149*** (58.79)	9.177*** (58.47)	9.117*** (58.31)	9.472*** (40.99)	9.206*** (58.94)	9.077*** (46.36)	17.293*** (23.09)
F值	446.16	418.43	450.38	422.66	454.25	425.95	263.75

注:括号内为t值。

以总资产周转率为因变量的检验结果见表6所示。根据表6的第(1)栏和第(2)栏,媒体监督(I)能显著提升代理效率,管理层薪酬(gz)对代理效率产生了消极作用,可能是管理层的无效率投资、偷懒松懈甚至“传染性贪婪”所致。加入交互项(I×gz)后,gz的系数由原来的-0.017上升到0.536,I及交互项I×gz的系数都显著为正,表明媒体监督可显著提高CEO现金薪酬与公司业绩的敏感性(Johnson等,1997),激励管理层提高代理效率。根据表6的第(5)栏至第(8)栏,在媒体存在的情况下,董事会规模(boa)对代理效率的积极作用被激发出来,两职合一(du)在提升代理效率方面的积极作用更为有效。这表明媒体充当了“鲶鱼”角色,具有激发董事会规模和两职合一这些内部治理机制的作用。可见,媒体监督与董事会规模及媒体监督与两职合一之

表 6 媒体监督、公司内部治理与代理成本的关系检验
(因变量:总资产周转率)

变量/参数	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(13)
I	6.800*** (43.09)	4.061*** (3.64)	6.844*** (44.02)	6.915*** (29.67)	6.847*** (44.09)	6.314*** (21.49)	5.605*** (4.79)
gz	-0.017*** (-4.18)	0.536*** (10.12)					0.555*** (10.17)
I×gz		0.796*** (9.83)					0.827*** (9.90)
ind			-0.019 (-1.27)	0.066 (0.32)			0.309 (1.12)
I×ind				-0.132 (-0.41)			-0.478 (-1.13)
boa					0.001 (0.64)	0.054** (2.09)	0.027 (0.76)
I×boa						0.084** (2.13)	0.042* (1.78)
cons	-9.878*** (-59.80)	-2.854*** (-3.89)	-10.076*** (-64.09)	-10.123*** (-51.78)	-10.09*** (-63.92)	-9.747*** (-43.38)	
F 值	583.73	559.53	606.05	568.13	606.12	568.76	
变量/参数	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
I	6.850*** (43.88)	6.941*** (43.58)	6.842*** (44.05)	6.462*** (21.06)	7.141*** (45.66)	5.463*** (22.21)	
du	0.022*** (2.80)	0.457*** (3.00)					0.254* (1.66)
I×du		0.666*** (2.86)					0.353 (1.51)
spy			-0.002 (-0.80)	-0.062 (-1.49)			0.031 (0.68)
I×spy				0.092 (1.43)			-0.050 (-0.72)
owl					-0.311*** (-11.23)	-3.430*** (-9.66)	-3.430*** (-9.44)
I×owl						-4.776*** (-8.81)	-4.757*** (-8.56)
cons	-10.097*** (-64.02)	-10.156*** (-63.87)	-10.070*** (-63.87)	-9.823*** (-42.15)	-10.236*** (-65.34)	-9.198*** (-47.05)	-1.902** (-2.48)
F 值	604.64	567.83	606.15	568.47	623.59	594.66	360.81

间在提高代理效率上都存在显著的互补关系。再观察表 6 的第(11)栏和第(12)栏,虽然 I 能显著提升代理效率,但是 owl 与代理效率呈现显著的负相关关系;加入交互项 I×owl 后,I 的系数由原来的 7.141 显著下降到 5.463,owl 的系数从-0.311 下降到-3.430,交互项 I×owl 系数显著为负。控股股东可能会通过各种政治关系阻挠媒体对公司的曝光和行政机构的介入(李培功等,2010)。控股股东的存在削弱了媒体的监督作用,不利于代理效率的提升,可见控股股东与媒体之间存在显著的替代关系。但我们没有发现独立董事比例(ind)和监事会规模(spy)对代理效率具有显著作用。从表 6 的第(13)栏可知,将媒体和多个内部治理机制同时考虑时,gz、boa 和 du 依然能有效提高代理效率;owl 对 I 依然产生消极的影响;随着内部治理机制的增加,各个治理机制对代理效率的提升作用逐步削弱。可见,在促进管理层提高代理效率方

面,媒体和内部治理机制之间需要合理的安排,才能充分激发管理层的工作积极性,又不至于对管理层形成无必要的、低效的桎梏。

(四)稳健性检验

为了增强结果的稳健性,本文采用倾向得分匹配法(Propensity Score Matching, PSM)控制样本选择偏误,使用 media2 重新进行估计,结果没有发生显著变化。将 mshare 加入到内部治理机制中重新进行估计,没有发现 mshare 具有降低代理成本的积极作用,其在提高代理效率方面与 gz 基本一致,对本文的结论没有显著影响。此外,为消除行业因素的影响,本文添加行业虚拟变量,重新进行回归分析,结果基本一致,限于篇幅,我们未列示稳健性检验结果。

五、结 论

本文以 2001—2009 年深沪两市非金融类上市公司为样本,考察了媒体监督、公司治理和代理成本之间的关系。研究发现:(1)媒体监督能显著降低管理层与股东之间的代理成本,提高代理效率。管理层出于业绩压力、自身声誉和未来发展机会甚至政治前途的考虑,会积极应对媒体监督。(2)在约束管理层滥用资源等降低代理成本方面,公司内部治理机制的合理安排能够很好地促进媒体监督作用的发挥,媒体外部监督机制激活了企业内部治理机制,产生了所谓的“鲶鱼效应”。具体而言,媒体与管理层薪酬、独立董事比例、董事会规模、两职合一以及监事会规模都形成了显著的互补关系。(3)在促进管理层提高代理效率方面,媒体外部治理机制具有强化管理层薪酬、董事会规模和两职合一机制的积极作用,但随着内部治理机制的增加,各个治理机制对代理效率的提升作用逐步削弱。控股股东的存在削弱了媒体的监督作用,不利于代理效率的提升。

可见,要有效降低代理成本、提高代理效率,我们应综合考虑中国当前的市场环境,结合企业具体存在的问题,配合使用不同的治理机制。当企业的主要代理问题是管理层在职消费等滥用资源时,可将多种治理机制配合使用,进行综合治理;当企业的主要问题是管理层工作效率低下和偷懒松懈时,可充分发挥董事会等方面的监督机制和管理层薪酬合约设计的积极作用。

注释:

①法金融学研究领域开创以来,大小股东之间的利益冲突问题受到了学者的高度关注。

随着中国市场机制和相关法规的不断完善,大小股东的利益关系得到不断改善,而股东与管理层之间的代理冲突依然激烈,基于此,本文选择股东与管理层之间的代理问题进行研究。

②应在考虑媒体的级别、出版的自由度和独立性、发行量或受众的数量(如报刊的发行量、

电视的收视率和网络的点击率)等基础上赋以权重分别考虑各类媒体监督作用的差异性。但赋权难免带有主观臆断,缺乏说服力,因此本文暂不考虑此情况。

- ③传染性贪婪是指管理层获得的薪酬越高,越可能有更大的资源滥用倾向(Nofsinger等, 2003)。
- ④因篇幅有限,且上市公司的管理层持股比例普遍较低,激励作用有限,本文将管理层薪酬作为激励机制的唯一指标。
- ⑤限于篇幅,表5和表6未列示控制变量的估计结果,读者如有兴趣可向作者索要。

主要参考文献:

- [1]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.
- [2]姚益龙,梁红玉,宁吉安.媒体监督影响企业绩效机制研究——来自中国快速消费品行业的经验证据[J].中国工业经济,2011,(9):151—160.
- [3]Core J E,Guay W,Larcker D F.The power of the pen and executive compensation[J].Journal of Financial Economics,2008,88(1):1—25.
- [4]Dyck A,Volchkova N,Zingales L.The corporate governance role of the media:Evidence from Russia[J].Journal of Finance,2008,63(3):1093—1135.
- [5]Dyck A,Zingales L.The corporate governance role of the media[R].MBER Working Paper No.9309,2002.
- [6]Fang L,Peress J.Media coverage and the cross-section of stock returns[J].Journal of Finance,2009,64(5):2023—2052.
- [7]Faulkender M,Wang R.Corporate financial policy and the value of cash[J].Journal of Finance,2006,61(4):1957—1990.
- [8]Heckman J J.Sample selection bias as a specification error[J].Econometrica,1979,47(1):153—161.
- [9]Jensen M C.Agency costs of free cash flow,corporate finance,and takeovers[J].American Economic Review,1986,76(2):323—329.
- [10]Jensen M,Murphy K.CEO incentives:It's not how much you pay,but how[J].Journal of Applied Corporate Finance,1990,3(3):36—49.
- [11]Joe J R,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.
- [12]Johnson M F,Porter S,Shackell M B.Stakeholder pressure and the structure of executive compensation[R].Working Paper,University of Notre Dame,1997.
- [13]Nofsinger J R,Kim K A.Infectious greed:Restoring confidence in America's companies[M].London:Financial Times Prentice Hall,2003.
- [14]Shleifer A,Vishny R W.Large shareholders and corporate control[J].The Journal of Political Economy,1986,94(3):461—488.

Media Exposure, Corporate Governance and Agency Costs

LIANG Hong-yu^{1,2}, YAO Yi-long¹, NING Ji-an¹

(1. *Lingnan College, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China*; 2. *Finance Department, Guangdong University of Business Studies, Guangzhou 510320, China*)

Abstract: This paper takes listed companies in Shanghai and Shenzhen stock markets from 2001 to 2009 as a sample and investigates the relationship among media exposure, corporate governance and agency costs. It indicates that media exposure can reduce agency costs and improve agency efficiency. Media exposure and internal corporate governance mechanisms play different roles in reducing agency costs and improving agency efficiency. These conclusions mean that, in order to effectively reduce agency costs and improve agency efficiency, we should take account of current market environment in China, and implement governance mechanisms that match specific problems.

Key words: media exposure; corporate governance; agency cost; sample selection bias (责任编辑 金 澜)

(上接第 48 页)

pollution emissions; the change in optimal pollution emissions is characterized by pro-periodicity; secondly, environment protection technology shock has indirect and minor effect on the promotion of economic development and direct and main effect on the reduction in pollution emissions; the change in optimal pollution emissions is characterized by inverse periodicity; thirdly, owing to these two shocks, the effect of environment protection technology shock on the reduction in pollution emissions is significant in the short term and the effect of production technology shock on the promotion of economic development is dominant in the long term; but these two shocks have weak effects on the change in global pollution stock, and the period of economic fluctuations maintains about ten years.

Key words: technology shock; pollution flow; pollution stock; economic fluctuation; DSGE model (责任编辑 康 健)