

法律环境、媒体监督与代理成本

叶勇¹ 李明¹ 黄雷²

(1.西南交通大学经济管理学院, 四川 成都 610039; 2.西华大学管理学院, 四川 成都 610031)

摘要: 本文以我国2007~2011年受到监管机构处罚的违规公司为研究样本, 研究了法律环境、媒体监督与代理成本之间的动态关系。研究发现: 在这些违规样本公司中, 上市公司所处法律环境越好, 公司的代理成本越低; 媒体的负面监督越多, 公司的代理成本越低; 在不同的法律环境下, 媒体监督对代理成本的影响不同。进一步的研究还发现, 无论是国有上市公司还是非国有上市公司, 法律环境的提高都可以降低公司的代理成本, 而媒体监督对代理成本的影响在不同股权性质的公司却表现出了差异。综合本文的研究结果, 作者认为可以完善法律环境、加强媒体监督来加强对中小投资者的利益保护。

关键词: 法律环境; 媒体监督; 代理成本

Abstract: This paper studies the dynamic relationship among legal environment, media supervision and agency cost based on sample companies subject to regulatory penalties for violations in 2007 to 2011. The results show that listed companies in better legal environment have lower agency cost, the more media supervision, the lower agency cost of the company, media supervision have a different influence on agency cost in different legal environment. Further studies show that no matter in state-owned companies or in non-state-owned companies, the improvement of legal environment can reduce the agency cost, but media supervision have a different influence on agency cost in different ultimate controlling shareholder company. Finally, we think we can improve legal environment and strengthen media supervision to strengthen investors' protection.

Keywords: legal environment, media supervision, agency cost

作者简介: 叶勇, 西南交通大学经济管理学院博士生导师, 研究方向: 公司治理、财务管理。李明, 女, 西南交通大学经济管理学院博士生, 研究方向: 公司治理。黄雷, 西华大学管理学院副教授。

中图分类号: F276.6 文献标识码: A

引言

契约理论认为企业是一系列契约的组合, 由于信息的不对称和契约的不完全导致了在委托代理关系下产生了经理人员的代理问题。Jensen和Meckling(1976)^[5]正式提出了代理成本, 并且认为代理成本是指为设计、监督和约束委托人与代理人之间利益冲突的契约所付出的代价与执行契约时成本超过收益的剩余损失组成。由于代理问题严重侵害了其他投资者的利益, 因此如何减少公司的代理问题一直是理论界和实务界关注的热点问题。随着我国经济的发展和公司外部治理环境的完善, 学者们发现法律完善(La Porta等, 1998; 王鹏, 2008)^{[7][17]}和媒体监督(Dyck和Zingales, 2002; 李培功和沈艺峰, 2010)^{[3][14]}有助于加强对

管理者的约束和监督, 完善公司治理, 保护投资者利益。

近年来, 以La Porta等为代表的经济学家和法学家将法律引入了公司治理的研究领域, La Porta等(1998, 2000)^{[7][8]}的研究认为不同法系国家对投资者的法律保护程度存在着差异, 法律保护程度的不同不仅会影响公司的股权结构和代理问题, 而且会影响一个国家资本市场的发展。Dyck和Zingales(2004)^[4]分析了39个国家的大额股票交易, 并以投资者权利、信息披露和执法程度这三个指标来代表法律制度, 发现较强的投资者保护有助于降低控制权的私人收益。我国学者沈艺峰等(2004, 2005)^{[15][16]}的研究发现随着中国投资者保护法律强度的提高, 股票市场的IPO溢价、资本成本均有所降低。

随着我国经济的发展法律也处于不断的发展与完善之

中,法律的完善也促进了另一个行业媒体的发展。媒体可能是已有信息的公开者,可能是公司负面和正面消息的披露者,可能是金融市场变化的预测者,可能是重大事件的新闻调查者,或是某种观点的大肆渲染者(杨继东,2007)^[20]。媒体在参与上市公司的治理中承担者信息传播、舆论引导、监督在公司治理机制中其他利益主体关系的功能。Dyck和Zingales(2002)^[3]认为借助于媒体传播的新闻舆论将成为公司治理和宏观治理环境不可缺少的组成部分,他们采用跨国数据研究发现媒体监督是法律之外保护投资者的重要因素,即使是在司法不完善的国家也能在媒体关注和社会规范下获得良好的公司治理环境,首次指出了媒体监督是法律之外保护投资者的重要因素。

本文的研究目的在于考察法律环境、媒体监督以及在不同的法律环境下媒体监督对代理成本的影响,我们认为中国上市公司的实际情况为本文的研究提供了很好的条件,中国是一个“新兴加转轨”的经济国家,幅员辽阔且各个地区间的法律环境水平明显不同(樊纲等,2010)^[13],法律环境好的地区,其法制化水平、经济发展水平一般比较高,政府对企业的干预程度也比较低。同时,随着我国经济的发展,政府营造了越来越宽松的环境促使媒体向市场化发展,媒体开始有意识地迎合读者的需求、关注社会热点问题,逐渐行使其监督职能。因此,以中国上市公司为例进行研究具有很好的现实基础和较强的适用性。

文献回顾与研究假设

由于委托代理关系的问题,代理问题一直存在于公司的内部,Jensen和Meckling(1976)^[5]认为当管理者没有全部持有公司的股份时,公司就不可避免地存在代理问题。由于在现实企业中,管理者不可能百分之百的持有公司的股份,因此代理问题也就不可避免地存在所有的公司中。代理问题将会导致管理者在职消费、过度投资、投资不足等侵害其他投资者利益和减少公司价值的行为,因此,如何减少公司的代理问题一直是学者们研究的热点问题。

一、法律环境与代理成本

La Porta等(1998)^[7]开创了法与金融研究的新视角,认为完善的法律制度是投资者保护和金融市场发展的重要前提,并且通过研究发现一个国家的法律体系能够在很大程度上决定这个国家的公司治理结构,从而影响到公司的价

值。La Porta等(2000)^[8]通过对不同法系国家的股利政策研究发现,在投资者保护较强的普通法国家中,当企业面临的投资机会比较少时,企业将会向投资者支付比较高的现金股利;而在投资者保护较弱的国家中,企业倾向于进行低效益的投资。由此可见,法律对投资者的保护有助于减少与自由现金流相关的代理成本,降低大股东对小股东的利益侵害程度。Chen等(2009)^[2]研究了新兴市场上投资法律保护对权益资本成本的影响,研究发现,在新兴市场上公司治理水平与权益资本成本负相关,在投资者保护相对较弱的国家里这种负相关关系更加明显。在国内的研究方面,学者们也对法律对投资者的保护效果进行了研究,王鹏(2008)^[17]的研究表明投资者的法律保护水平和公司绩效正相关,投资者的法律保护水平能够减弱控股股东对公司绩效的负面影响,降低公司的代理成本。肖作平(2012)^[18]研究发现投资者法律水平的提高能够降低控股股东的控制权私有收益,减缓代理冲突。

综合以上国内外的研究可以发现,法律在加强对投资者保护、降低代理成本和完善公司治理方面有着重要作用,公司所处环境的法律保护程度是影响公司治理的重要因素。我们知道,中国各个地区的经济发展水平差异比较大,各个地区的法制化进程也不统一,法制发展水平很不平衡(樊纲等,2010)^[13],同一个法律条款在不同的地区的执行力度和实施效果也不尽相同。如果说世界不同国家的法律环境对代理成本的影响存在差异,那么一个合理的逻辑延伸就是一个国家不同的法律环境也将会对代理成本产生不同的影响。一般来说,良好的法律环境有利于投资者保护,管理者对公司的利益侵害更可能会受到约束,公司的代理成本降低的也会较多。根据以上分析,我们提出假设:

假设1:上市公司所处的法律环境越好,公司的代理成本越低。

二、媒体监督与代理成本

随着现代通讯技术的迅速发展,报纸、网络、电视等新闻媒体对企业的报道越来越多,媒体对企业的关注使企业的信息在短时间内为公众所知晓,通过这种方式使媒体对公司行为和公司治理都产生了重要影响,尤其是新闻媒体对企业负面消息的披露更是引起了社会各界的广泛关注。美国的“安然”、“世界通信”和我国的

“毒胶囊”、“肯德基速成鸡”等事件都是由媒体曝光，让我们看到了媒体的积极作用。实证研究表明，媒体在降低信息不对称、保护投资者利益、完善公司治理方面有着积极的作用。Dyck和Zingales(2004)^[4]在国际范围上对控制权私有收益进行了比较，发现媒体传播能够抑制控制权私有收益，从而起到保护投资者的作用。Joe等(2009)^[6]发现在媒体曝光缺乏效率的董事会名单之后，这些公司通常会采取增加独立董事的比例、变更CEO等比较积极的措施来提高董事会效率。针对中国的实际情况，李培功和沈艺峰(2010)^[14]分析了媒体在我国公司治理和投资者保护中的作用，发现媒体在完善公司治理水平，保护投资者利益方面具有积极的作用，并且随着媒体曝光数量的增加，上市公司改正违规行为的概率也随之提高。醋卫华和李培功(2012)^[12]研究发现在他们所选的96个研究样本中，有60.42%的存在治理问题的公司都在证监会正式介入调查之前受到了媒体的质疑和负面报道，媒体积极地扮演了资本市场的监督者角色。

由以上可以看出，虽然与西方国家相比，中国的媒体环境、市场环境有着根本性的不同，但是中国的媒体在监督上市公司行为、保护投资者利益方面和西方媒体一样发挥着重要作用。从以上学者的研究也可以看出，当媒体在对公司负面行为进行监督、曝光以后，公司一般会做出比较积极的反应，因此，我们认为，媒体在对公司负面行为监督时，会使公司的管理层受到外界巨大的压力，并且媒体的报道越多强度越大，管理层受到来自外界的压力会越大，为了维护自己的声誉和缓和公众情绪或者是由于媒体监督后行政机构的介入，管理者一般会降低对公司的利益侵占，使公司的代理成本降低。根据以上分析，我们提出假设：

假设2：媒体的负面监督越多，公司的代理成本越低。

三、法律环境、媒体监督与代理成本

法律环境、媒体监督与代理成本之间是一个动态的关系，目前中国经济转型尚未彻底完成，仍然处在制度化与市场化不断博弈的过程当中，各地区市场化的进展程度是很不平衡。在法律不同的地环境不同的地区，媒体受到保护的程度和政府干预力度也不同，陈志武(2003)^[11]发现在我国法律环境不好的地区媒体更容易败诉，同时媒体的可

信度在不同的法律环境下也可能会不同。

我们认为，在法律环境比较好的地区，政府对媒体的干预比较少，新闻媒体的媒体遭到败诉的可能性也比较低，这就为媒体进行有效的监督公司行为提供了良好的条件，同时较好的法律环境还可以提高媒体的可信度和降低媒体的寻租行为。媒体对上市公司的监督效果也会比较好，公司的管理者侵占其他股东的利益的能力就会受到制约和束缚，公司的代理成本也会降低较多。而在法律环境不好的地区，政府出于地方保护主义、个人利益、人情关系等各方面的考虑，会插手媒体对公司的监督，给媒体施加影响和压力。政府的随意干预，必然会使媒体丧失独立性，使媒体很难对企业进行有效的监督(周新军，2003)^[22]。并且媒体由于缺乏法律保护，其监督职能及监督效果也会受到一定的制约。根据以上分析，我们提出假设：

假设3：上市公司所处法律环境不同，媒体对代理成本的影响也不同。

研究设计

一、样本选择与数据来源

本文选取2007~2011年受到监管机构处罚的违规公司为研究样本，这样选取样本可以较好地体现出媒体的治理效应，避免了内生性问题(我们确定有媒体监督是指媒体在监督机构介入调查前就已经提出了质疑或者是进行了负面报道)。并删除了如下样本公司：财务数据缺失的公司；财务数据异常的公司；金融类上市公司；最后共得到210个样本。

本文的财务数据主要来自CCER数据库和CSMAR数据库，终极控制权数据通过逐一查阅上市公司年报手工整理而得，然后根据终极控制人的性质分为国有与非国有上市公司。法律环境变量来自樊纲、王小鲁和朱恒鹏(2010)所编制的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2009年报告》。媒体监督数据来自于CNKI中的《中国重要报纸全文数据库》，其中报纸主要包括中国证券报、上海证券报、证券时报、证券日报、经济观察报、21世纪经济报、第一财经日报、华夏时报等。

二、媒体监督的度量

我们选择从上市公司开始发生违规行为到监管机构

开始介入调查前的这一段期间为媒体的监督期间。我们选择两种方式进行度量，一是设置0、1虚拟变量，在这期间有媒体负面报道则取值为1，没有媒体负面报道则取值为0；二是统计媒体在这段期间的负面报道次数。

(三)研究模型与变量定义

$$Mfee_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Media_{it} + \alpha_2 Control_{it} + \alpha_3 Separate_{it} + \alpha_4 Size_{it} + \alpha_5 Leve_{it} + \alpha_6 Growth_{it} + \alpha_7 Roa_{it} + \alpha_8 Cr_{10it} + \alpha_9 Style_{it} + \alpha_{10} ST_{it} \quad (1)$$

$$Mfee_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Law_{it} + \alpha_2 Control_{it} + \alpha_3 Separate_{it} + \alpha_4 Size_{it} + \alpha_5 Leve_{it} + \alpha_6 Growth_{it} + \alpha_7 Roa_{it} + \alpha_8 Cr_{10it} + \alpha_9 Style_{it} + \alpha_{10} ST_{it} \quad (2)$$

上面模型(1)用来验证假设1和假设3，模型(2)用来验证假设2。在模型中因变量为代理成本(Mfee)，参照Ang等(2000)^[1]、杨海燕等(2012)^[19]的研究，本文选用管理费用率来表示代理成本，其中管理费用率越高，代理成本越高；解释变量中Media_i表示媒体监督用有无媒体报道和媒体报道量两种方式表示；Law是法律环境变量，我们采用《中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告》(樊纲等，2010)^[13]提供的各省(自治区、直辖市)市场化指数来衡量企业所面临的外部法律环境的差异，考虑现在中国很多企业通过使其高管人员成为政府官员、人大代表、政协委员，或是与政府官员保持接触而建立政治关联，政府对企业行为都或多或少的有着影响，因此也选择了政府与市场的关系这一指标作为法律环境的替代变量。另外根据陈文婷和李新春(2008)^[10]年的做法，我们先算出全体样本公司的法律环境的平均水平，然后高于平均水平的公司为法律环境较好的公司，低于平均水平的公司为法律环境不

好的公司。具体的变量定义见下表1。

实证分析结果

一、变量的描述性统计分析

我们对主要的变量进行了描述性统计分析，具体结果如表2所示。

在表2中可以看出，有34.8%的上市公司在监管机构开始介入调查前媒体已经率先对公司的负面行为提出了质疑或者是进行了负面报道，媒体对上市公司的平均负面报道量仅为0.7次，表明媒体的监督力度还需要进一步的提升。用两种方法表示的法律环境平均水平分别为8.248和8.843，两者相差不大。另外，在这些违规的样本公司中，有50%的公司为国有上市公司，31.9%的公司为ST类上市公司。其余变量的描述性统计结果详见表2，这里就不再赘述。

二、回归分析结果

在表3的回归结果(1)和(2)中，Law1和Law2的回归系数显著为负，说明法律环境越好，公司的代理成本越低，在法律环境较好的地区公司的代理成本较低，法律环境的改善可以减少公司的代理成本，假设1得到了验证。表明虽然在中国这样一个“新兴加转轨”的发展中国家，法律制度还不够健全，法律的执行尚待完善，但法律环境已经成为了投资者保护、完善公司治理、促进资本市场健康发展的强大动力。

从表3的(3)和(4)可以看出，有无媒体报道(Media1)与

表1 主要变量的定义

变量名称	变量符号	变量定义
代理成本	Mfee	管理费用与营业收入的比值
媒体监督	Media _i	i=1时为0、1虚拟变量，有媒体报道时取值为1，没有媒体报道时取值为0；i=2时表示媒体报道量
法律环境	Law _i	i=1时为市场化指数；i=2时为政府与市场的关系
终极控制权	Control	终极控制股东直接和间接持有的投票权之和
现金流量权	Cashflow	终极控股股东的控制链条上持股比例的乘积
分离度	Separate	现金流量权与终极控制权的比值
公司规模	Size	总资产的自然对数
资产负债率	Leve	负债与总资产的比值
成长性	Growth	总资产增长率
公司业绩	Roa	净利润与总资产的比值
独董比例	Ind	独立董事人数与董事会总人数的比值
股权制衡	Cr ₁₀	用前十大股东持股比例之和与终极控股股东持股的比值
控制人类型	Style	当为国有上市公司时取值为1，为非国有时取值为0
是否ST	ST	ST公司取值为1，其余取值为0

表2 描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值	中值	四分之一位数	四分之三位数
Media1	0.348	0.477	0	1	0	0	1
Media2	0.700	1.408	0	12	0	0	1
Law1	8.248	2.089	4.250	11.710	7.695	6.880	9.760
Law2	8.843	1.604	1.130	10.650	9.050	8.310	10.120
Mfee	0.162	0.165	0.013	0.854	0.108	0.058	0.184
Control	0.299	0.139	0.100	0.708	0.256	0.196	0.375
Cashflow	0.238	0.156	0.018	0.708	0.194	0.126	0.323
Separate	0.777	0.272	0.081	1	0.936	0.523	1
Size	20.990	1.212	17.691	24.577	21.026	20.123	21.782
Growth	0.019	0.272	-1	1.113	0.000	-0.119	0.129
Roa	0.013	0.145	-0.718	0.597	0.018	0.005	0.046
Cr ₁₀	0.729	0.573	0.018	3.035	0.606	0.245	1.113
Style	0.500	0.501	0	1	0.5	0	1
ST	0.319	0.467	0	1	0	0	1

代理成本(Mfee)显著正相关,也就是说,在这些违规公司中,相对于没有媒体监督的公司,有媒体监督公司的代理成本较低。同时媒体负面监督次数(Media2)与代理成本(Mfee)显著正相关,因此,媒体对上市公司的关注度越高,公司的代理成本也就降低的越多,代理效率提高的也越多。这表明媒体能够发挥对公司的监督作用,促进了公司治理的完善和投资者利益的保护,已经成为了法律外的保护投资者的一个重要因素,积极地扮演了资本市场的监督者的角色。假设2也得到了验证。

表3的(5)、(6)、(7)、(8)列示了在不同的法律水平下媒体监督对代理成本的影响,在(5)和(6)中(法律水平高组),有无媒体监督(Media1)与代理成本为显著的负相关关系,媒体报道量(Media2)与代理成本的关系不显著,也就是说在法律水平高的地区,媒体监督对代理成本的影响不大;在(7)和(8)中(法律水平低的组),有无媒体报道(Media1)和媒体报道量(Media2)与都代理成本(Mfee)显著正相关,也就是说在法律水平低的地区,媒体监督可以显著降低公司的代理成本,对公司代理成本影响较大。综合以

表3 法律环境、媒体监督与代理成本

变量	Mfee							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Law ₁	-0.005*** (-3.76)							
Law ₂		-0.008*** (-4.15)						
Media ₁			-0.045*** (-5.78)		-0.045*** (-3.55)		-0.040*** (-3.69)	
Media ₂				-0.007*** (-3.79)		-0.003 (-0.75)		-0.011*** (-2.71)
Size	-0.022*** (-6.14)	-0.024*** (-7.31)	-0.024*** (-6.27)	-0.025*** (-6.19)	-0.038*** (-5.11)	-0.031*** (-4.42)	-0.014*** (-3.01)	-0.015*** (-3.42)
Leve	0.022* (1.66)	0.018 (1.62)	0.033*** (3.02)	0.024* (1.82)	-0.024 (-1.24)	-0.039* (-1.77)	0.056*** (3.08)	0.054*** (2.74)
RoA	-0.263*** (-8.47)	-0.264*** (-8.34)	-0.223*** (-5.23)	-0.238*** (-5.75)	-0.278*** (-4.63)	-0.277*** (-4.59)	-0.275*** (-5.49)	-0.251*** (-4.00)
Ind	0.153** (2.35)	0.167*** (3.20)	0.132 (1.57)	0.145* (1.92)	0.287 (1.54)	0.269* (1.98)	0.100 (1.12)	0.098 (0.90)
Growth	-0.053*** (-5.46)	-0.051*** (-4.57)	-0.042*** (-2.23)	-0.049*** (-3.10)	-0.075*** (-2.34)	-0.097*** (-3.11)	0.007 (0.28)	0.007 (0.30)
Cr_10	0.012 (1.45)	0.014* (1.68)	0.011 (1.25)	0.010 (1.11)	0.011 (0.71)	0.011 (0.81)	0.012 (0.94)	0.012 (0.95)
Control	-0.011 (-0.36)	0.004 (0.15)	-0.020 (-0.53)	-0.021 (-0.58)	0.043 (0.74)	0.034 (0.71)	-0.074 (-1.41)	-0.080 (-1.40)
Separate	0.010 (0.66)	0.011 (0.91)	0.003 (0.24)	0.004 (0.28)	-0.091*** (-2.83)	-0.076** (-2.27)	0.038** (1.99)	0.043** (2.03)
Style	-0.025*** (-3.18)	-0.030*** (-5.09)	-0.031*** (-3.68)	-0.024*** (-2.82)	0.005 (0.30)	0.002 (0.11)	-0.051*** (-4.42)	-0.041*** (-3.28)
ST	0.047*** (4.47)	0.050*** (5.66)	0.037*** (3.16)	0.040*** (3.51)	0.067*** (3.01)	0.085*** (4.03)	0.035** (2.58)	0.031** (2.19)
Constant	0.563*** (7.34)	0.642*** (8.36)	0.618*** (7.07)	0.603*** (6.86)	0.906*** (5.38)	0.753*** (5.14)	0.399*** (4.03)	0.396*** (4.35)
N	210	210	210	210	95	95	115	115
Adj-R ²	0.852	0.951	0.767	0.668	0.801	0.821	0.746	0.614
F-value	110.38***	372.02***	63.37***	39.24***	35.44***	40.18***	31.38***	17.46***

注: ***, **, *分别表示1%, 5%, 10%的显著水平, 括号内为T值

上分析可以得出,上市公司所处法律环境水平不同,媒体对代理成本的影响也不同,这与假设3基本一致。在法律环境好的地区,媒体对代理成本的影响不大;在法律环境不好的地区,媒体对代理成本的影响较大。其原因可能是由于在法律环境比较好的地区,人们的法制观念及法律的执行度都比较好,相对于法律环境不好的地区,法律环境好的地区的法律已经对降低公司的代理成本起了较大的作用(法律环境好地区上市公司Mfee均值为0.154,法律环境不好地区上市公司Mfee均值为0.167),此时媒体对代理成本的影响就不是很大。而在法律环境不好的地区,媒体发挥监督作用就还有很大的空间,对代理成本的影响也就比较大。

三、稳健性检验

袁淳等(2011)^[21]认为代理成本的另一种形式是闲暇消费,它没有导致企业资金流出,但会导致同样资产规模下企业收入能力下降。因此为了保证结果的有效性,我们用总资产周转率(营业收入与平均资产总额的比值)来表示代理成本,其中总资产周转率越高,代理成本越

表4 法律环境、媒体监督与代理成本

变量	Turnover							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Law ₁	0.020*** (4.22)							
Law ₂		0.033*** (3.72)						
Media ₁			0.152*** (5.17)		0.059 (0.98)		0.206*** (3.68)	
Media ₂				0.014* (1.70)		0.004 (0.26)		0.031* (1.82)
Size	-0.000 (-0.02)	-0.012 (-0.86)	0.013 (0.91)	0.010 (0.70)	0.057* (1.74)	0.054* (1.72)	-0.023 (-0.97)	-0.023 (-1.26)
Leve	-0.018 (-0.71)	-0.013 (-0.41)	-0.014 (-0.41)	-0.029 (-0.88)	0.175*** (2.73)	0.177*** (2.78)	-0.066 (-1.40)	-0.076 (-1.64)
RoA	0.431*** (3.91)	0.400*** (3.41)	0.315*** (3.18)	0.376*** (3.63)	0.556*** (3.68)	0.541*** (3.44)	0.287*** (2.10)	0.321* (1.78)
Ind	-1.045*** (-4.55)	-1.109*** (-3.98)	-1.156*** (-4.49)	-1.327*** (-5.04)	-0.066 (-0.11)	-0.114 (-0.18)	0.907** (2.05)	-1.016** (2.52)
Growth	0.090 (1.64)	0.095 (1.58)	0.105 (1.33)	0.115*** (2.98)	-0.015 (-0.11)	0.013 (0.10)	0.153 (1.48)	0.105 (1.02)
Cr_10	0.031 (1.10)	0.023 (0.77)	0.041 (1.24)	-0.014 (-0.48)	0.096 (1.50)	0.116** (2.27)	-0.021 (-0.38)	-0.036 (-0.72)
Control	0.369*** (3.19)	0.306** (2.24)	0.399*** (2.91)	0.276** (2.08)	0.000 (0.00)	0.025 (0.16)	0.587** (2.22)	0.584** (2.39)
Separate	-0.146*** (-2.59)	-0.148*** (-2.67)	-0.154*** (-3.52)	-0.174*** (-3.20)	0.258** (2.39)	0.231** (2.30)	-0.267*** (-2.95)	-0.225** (-2.14)
Style	0.090*** (4.23)	0.104*** (4.19)	0.108*** (4.49)	0.075*** (2.68)	-0.036 (-0.63)	-0.036 (-0.62)	0.138*** (2.99)	0.107** (2.36)
ST	-0.094*** (-2.62)	-0.099*** (-2.73)	-0.070* (-1.96)	-0.058 (-1.57)	-0.007 (-0.12)	-0.029 (-0.54)	-0.120** (-2.08)	-0.130** (-2.26)
Constant	0.732*** (3.90)	0.891*** (2.93)	0.580* (1.89)	0.862*** (3.04)	-1.036 (-1.40)	-0.928 (-1.30)	1.314** (2.55)	1.413*** (3.97)
N	210	210	210	210	95	95	115	115
Adj-R ²	0.557	0.428	0.529	0.417	0.335	0.259	0.272	0.380
F-value	24.89***	15.22***	22.36***	14.57***	5.30***	3.99***	4.87***	7.34***

注: ***, **, *分别表示1%, 5%, 10%的显著水平, 括号内为T值

低,代理效率越高。具体的回归结果见表4。

从表4的(1)和(2)可以看出, Law1和Law2的回归系数显著为正,在(3)和(4)中,有无媒体报道(Media1)与代理效率(Turnover)显著负相关,媒体负面监督次数(Media2)与代理效率(Turnover)显著负相关,表明法律环境越好、媒体报道次数越多,公司的代理效率越高,代理成本越低。在(5)和(6)中(法律水平高组),媒体监督与代理效率的关系不显著,在(7)和(8)中(法律水平低组),媒体监督与代理效率显著正相关,也就是说在法律水平低的地区媒体监督可以显著地提高公司的代理效率,而在法律水平高的地区媒体对代理效率影响较小。综合以上分析可以看出,表4的结果与前文表3的结果基本一致,说明本文的结果是稳健的。

进一步的研究

在我国的上市公司中存在着国有上市公司和非国有上市公司,由于所有权性质不同,这两种类型的公司在很多方面存在着差异(管理者的晋升、融资、投资等)。为了更加全面地了解法律环境、媒体监督与代理成本之间的关系,下面将具体分析它们在不同的所有权下的关系。

表5 国有上市公司法律环境、媒体监督与代理成本

变量	Mfee				Turnover			
Law ₁	-0.005** (-2.19)				0.019* (1.87)			
Law ₂		-0.006** (-2.51)				0.026** (2.32)		
Media ₁			-0.032*** (-3.39)				0.056 (1.03)	
Media ₂				-0.008** (-2.11)				-0.008 (-0.79)
Size	-0.016*** (-3.39)	-0.015*** (-3.48)	-0.019*** (-3.83)	-0.019*** (-3.91)	-0.026 (-1.26)	-0.024 (-1.38)	-0.006 (-0.33)	-0.021 (-1.02)
Leve	0.057*** (2.69)	0.048* (1.97)	0.046* (1.82)	0.050** (2.07)	-0.160** (-2.35)	-0.166*** (-2.71)	-0.141* (-1.93)	-0.121 (-1.60)
Roa	-0.157** (-2.02)	-0.175** (-2.22)	-0.167** (-2.00)	-0.157* (-1.81)	0.211 (1.05)	0.194 (1.11)	0.149 (0.89)	0.220 (1.15)
Ind	0.260*** (2.76)	0.189* (1.91)	0.215* (1.76)	0.251** (1.99)	-0.867* (-1.76)	-0.717 (-1.55)	-0.979* (-1.92)	-0.948* (-1.89)
Growth	-0.137*** (-4.28)	-0.138*** (-4.67)	-0.115*** (-3.88)	-0.132*** (-4.86)	0.320** (2.30)	0.313** (2.43)	0.307** (2.12)	0.351*** (2.94)
Cr_10	0.040*** (3.25)	0.039*** (2.67)	0.044*** (3.53)	0.037** (2.53)	-0.093* (-1.79)	-0.098** (-2.02)	-0.129** (-2.56)	-0.112** (-2.31)
Control	0.119*** (2.83)	0.116** (2.48)	0.150*** (5.09)	0.119*** (2.82)	-0.263 (-1.75)	-0.285 (-1.58)	-0.281 (-1.55)	-0.276 (-1.54)
Separate	-0.000 (-0.00)	0.008 (0.42)	0.000 (0.00)	0.005 (0.26)	-0.287** (-2.46)	-0.277** (-2.45)	-0.262** (-2.22)	-0.313*** (-2.74)
ST	0.043*** (4.01)	0.042*** (3.26)	0.044*** (3.18)	0.046*** (4.36)	-0.056 (-0.87)	-0.040 (-0.69)	-0.024 (-0.43)	-0.055 (-0.88)
Constant	0.300*** (2.65)	0.322*** (3.33)	0.334*** (2.75)	0.327*** (2.73)	1.781*** (3.68)	1.620*** (4.12)	1.525*** (3.25)	1.878*** (3.91)
N	105	105	105	105	105	105	105	105
Adj-R ²	0.577	0.700	0.557	0.497	0.205	0.291	0.437	0.480
F-value	15.18***	25.31***	14.06***	11.29***	3.67***	5.26***	9.06***	10.60***

注: ***, **, *分别表示1%, 5%, 10%的显著水平, 括号内为T值

表5、表6列示了在不同的所有权结构下法律环境、媒体监督与代理成本的关系,可以看出,不论是在国有上市公司还是在非国有上市公司,法律环境都可以显著的降低公司的代理成本,提高公司的代理效率。而媒体监督在不同的股权性质下对代理成本的影响却表现出了不同:在国有上市公司,媒体监督可以显著降低公司的代理成本,但对公司代理效率的影响却不显著;在非国有上市公司,媒体监督可以显著提高公司的代理效率,但是对公司代理成本的影响却不显著。这可能是由于不同股权性质自身的特点造成的。陈冬华等(2005)^[9]的研究发现,国有上市公司代理人潜在的在职消费行为非常普遍,对于非国有上市公司来说,由于监督约束机制有效,其代理人在职消费行为较少。因此,与非国有上市公司相比,国有上市公司的管理费用一般比较高,媒体监督会使公司的经理人在职消费减少的较多,对代理成本(Mfee)的影响也就相对较大。在非国有上市公司中,尤其是非国有上市公司中的家族控制上市公司,股权结构相对集中,它们的代理问题主要表现为控股股东对中小股东的“掏空”行为,媒体的监督能够降低控股股东对

表6 非国有上市公司法律环境、媒体监督与代理成本

变量	Mfee				Turnover			
Law ₁	-0.010*** (-2.87)				0.046*** (4.20)			
Law ₂		-0.019*** (-4.06)				0.071*** (6.13)		
Media ₁			-0.025 (-1.44)				0.283*** (6.87)	
Media ₂				-0.001 (-0.17)				0.021* (1.91)
Size	-0.045*** (-5.40)	-0.044*** (-5.32)	-0.041*** (-4.80)	-0.049*** (-5.73)	0.063** (2.34)	0.061** (2.57)	0.065*** (2.98)	0.052** (2.02)
Leve	0.016 (0.80)	0.013 (0.68)	0.023 (1.14)	0.015 (0.71)	0.091** (2.14)	0.095** (2.28)	0.004 (0.12)	0.050 (1.19)
Roa	-0.273*** (-4.35)	-0.260*** (-4.29)	-0.257*** (-3.67)	-0.247*** (-3.72)	0.419*** (3.32)	0.495*** (3.85)	0.475*** (4.15)	0.526*** (5.33)
Ind	0.111 (0.67)	0.176 (1.11)	0.142 (0.85)	0.062 (0.42)	-1.479*** (-2.88)	-1.496*** (-3.08)	-2.398*** (-5.67)	-2.326*** (-4.94)
Growth	0.036 (1.19)	0.043 (1.53)	0.028 (0.86)	0.058* (1.97)	-0.073 (-1.00)	-0.093 (-1.14)	0.085 (-1.01)	-0.133 (-1.43)
Cr_10	-0.041** (-2.42)	-0.042** (-2.55)	-0.039** (-2.20)	-0.030 (-1.55)	0.137*** (2.86)	0.127** (2.55)	0.178*** (4.42)	0.142*** (2.94)
Control	-0.207*** (-2.74)	-0.203*** (-2.84)	-0.213*** (-2.99)	-0.213*** (-2.73)	0.792*** (2.88)	0.761*** (2.89)	0.915*** (3.82)	0.869*** (2.90)
Separate	0.049* (1.85)	0.040 (1.62)	0.024 (0.80)	0.020 (0.74)	0.021 (0.25)	0.017 (0.22)	0.076 (1.05)	0.033 (0.40)
ST	0.054** (2.60)	0.057*** (2.82)	0.042* (1.81)	0.039* (1.68)	-0.131*** (-2.72)	-0.137*** (-3.00)	-0.063 (-1.32)	-0.133*** (-2.85)
Constant	1.171*** (6.56)	1.215*** (6.56)	1.010*** (5.37)	1.212*** (7.20)	-1.004* (-1.72)	-1.195** (-2.31)	-0.513 (-1.07)	-0.102 (-0.17)
N	105	105	105	105	105	105	105	105
Adj-R ²	0.587	0.680	0.508	0.488	0.435	0.545	0.707	0.483
F-value	15.79***	23.14***	11.73***	10.90***	9.00***	13.45***	26.04***	10.70***

注: ***, **, *分别表示1%, 5%, 10%的显著水平, 括号内为T值

其他股东的“掏空”，提高公司的代理效率。

结论

本文以我国2007~2011年受到监管机构处罚的违规公司为研究样本，实证检验了法律环境、媒体监督对代理成本的影响。研究表明：上市公司所处的法律环境越好，公司的代理成本越低，代理效率越高；媒体的负面监督越多，公司的代理成本越低，代理效率越高；法律环境改善和媒体监督都可以显著降低公司的代理成本，提高公司的代理效率。上市公司所处法律环境不同，媒体对代理成本的影响也不同，在法律环境比较好的地区，媒体的监督对代理成本的影响较小，在法律环境不好的地区，媒体监督对代理成本的影响较大，媒体监督是法律外保护投资者利益的一个重要补充机制。进一步的研究发现，在不同的股权性质下，法律环境对公司代理成本的影响相同，即法律环境越好，公司的代理成本就越低，代理效率越高；而媒体监督对代理成本的影响在不同的股权性质下却表现出了差异，在国有上市公司，媒体监督可以显著降低公司的代理成本，但对公司代理效率的影响却不显著；在非国有上市公司，媒体监督可以显著提高公司的代理效率，但

是对公司代理成本的影响却不显著。这说明我国媒体在披露公司重要信息、揭露公司负面行为、完善资本市场、促进投资者保护等方面的治理作用已经体现出来，同时产权性质不同，媒体监督作用的大小也不同。总体而言，媒体监督成为了完善公司治理的一个重要外部补充机制。另外，法律环境也是完善公司治理、保护投资者利益的一个重要外部机制。

本文的研究不仅丰富了国内外学者对代理成本的研究，而且对法律环境、媒体监督与代理成本之间的动态关系进行了初步的探讨。本文研究结果的政策含义是：解决我国上市公司的代理成本问题，不仅仅需要关注公司的自身特征和公司的内部治理因素，还需要进一步完善相关的法律法规和加强法律的执行力，进一步提高我国各个地区的市场化程度；同时由于媒体在解决广大投资者与公司间的信息不对称和在对公司监督问题上发挥着不可替代的作用，还需要强化媒体的社会责任，加强媒体的监督作用的发挥；另外政府应该为媒体的发展塑造一个宽松的环境，加强媒体自由，促进媒体更加积极地发挥监督作用。

[基金项目：国家自然科学基金(项目编号：70602035、71090402)，教育部人文社科基金(项目编号：11YJA790189，12YJC790070)，四川省青年科技基金(项目编号：2012JQ0022)]

参考文献：

- [1]Ang S, R A Core, J W Lin. Agency Costs and Ownership Structure [J]. Journal of Finance, 2000, 3(4): 81 - 106.
- [2]Chen K, Chen Z, Wei K. Legal Protection of Investors, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital [J]. Journal of Corporate Finance, 2009, 15, 273 - 289.
- [3]Dyck A, Zingales L. The Corporate Governance Role of Media [J]. The Right to Tell: The Role of Mass Media in Development, Washington, The World Bank, 2002, 107 - 140.
- [4]Dyck A., Zingales, L.. Private Benefits of Control: An International Comparison [J]. Journal of Finance, 2004, 59(2): 537 - 600.
- [5]Jensen, M. C., Meckling. Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J]. Journal of Economics, 1976, 3(4):305 - 360.
- [6]Joe J R, Louis H, Robinson D. Managers ' and Investors ' to Media Exposure of Board Ineffectiveness [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2009, 44(3): 579 - 605.
- [7]La Porta R, F Lopez - de - Silanes, A Shleifer, R Vishny. Law and finance [J]. Journal of Political Economics, 1998, 106: 1113 - 1155.
- [8]La Porta, R., F. Lopez - de - Silanes, A. Shleifer, R. Vishny. Investor Protection and Corporate Governance [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1 - 2): 3 - 27.
- [9]陈冬华, 陈信元, 万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费 [J]. 经济研究, 2005(2): 92 - 101.
- [10]陈文婷, 李新春. 上市家族企业股权集中度与风险倾向、市场价值研究——基于市场化程度分组的实证[J]. 中国工业经济, 2008(3): 139 - 149.
- [11]陈志武. 从诉讼案例看媒体言论的法律困境[J]. 中国法律人, 2004(2).
- [12]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, 15(1): 33 - 42.
- [13]樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程2009年报告[M]. 经济科学出版社, 2010.
- [14]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.
- [15]沈艺峰, 许年行, 杨熠. 我国中小投资者法律保护历史实践的实证研究[J]. 经济研究, 2004(9): 90 - 100.
- [16]沈艺峰, 肖珉, 黄娟娟. 中小投资者法律保护与公司资本权益成本[J]. 经济研究, 2005, (6): 115 - 124.
- [17]王鹏. 投资者保护、代理成本与公司绩效[J]. 经济研究, 2008(2): 68 - 82.
- [18]肖作平. 委托代理关系、投资者法律保护与公司价值[J]. 证券市场导报, 2012(12): 25 - 34.
- [19]杨海燕, 孙健, 韦德洪. 机构投资者独立性对代理成本的影响[J]. 证券市场导报, 2012(1): 25 - 30.
- [20]杨继东. 媒体影响了投资者行为吗？——基于文献的一个思考[J]. 金融研究, 2007(11): 93 - 102.
- [21]袁淳, 刘思淼, 薛蔚, 吴晓彤, 姜沙沙, 眭蕊. 公司债券对代理成本影响的实证分析[J]. 证券市场导报, 2011(5): 37 - 40.
- [22]周新军. 公司治理结构与媒体监督[J]. 经济研究参考, 2003, (9): 42 - 49.