

# 高管薪酬效应：研究进展与未来方向<sup>\*</sup>

□ 张三保 康璧成

领域编辑推荐语：

“这篇综述不但可以帮助读者了解高管薪酬效应研究的最新进展，而且结合中国情境为未来的探索领域提出了切实可行的建议，所以值得反复阅读。”

——Wei Shen

**摘要：**基于 Devers 等（2007）对高管薪酬前因与效应的回顾，本文致力于整合管理、金融和会计等多学科视角，从个体、企业 and 环境等多层次主体，梳理近十年来（2008~2018年）高管薪酬效应研究的新进展，并为未来研究方向提供建议。我们首先从前述学科 32 本中外重要期刊中遴选出 143 篇主题相关文章，回顾并比较近十年来中英文研究进展。随后，阐释了高管薪酬结构在个体、企业 and 环境三个层次的效应，归纳出薪酬差距在纵向和横向两个维度的效应，并总结出高管薪酬效应的边界条件。之后，考察了中国情境下高管薪酬效应研究的特殊性。最后，基于文献述评，构建出高管薪酬效应的一个系统性分析框架，并结合中国情境，指出了潜在的探索领域。

**关键词：**高管薪酬；薪酬效应；薪酬结构；薪酬差距；中国情境

## 一、引言

高管薪酬会产生何种激励效果、带来何种回报，是管理实践的关注重点，亦是学术研究的长期焦点（Finkelstein et al., 2009）。自 Gomez-Mejia 和 Wiseman（1997）发出高管薪酬研究应综合其他学科观点的号召后，相关研究视角已涉及管理学、会计学、经济学和金融学等多个学科。学科之间的差异性，为理解高管薪酬提供了多种视角，也对文献归纳能力提出了更高要求。对此，Devers 等（2007）在梳理 1997~

<sup>\*</sup> 本文受国家自然科学基金“微观企业腐败的宏观制度诱因、作用机制与控制策略”（71402129）和中央高校基本科研业务费武汉大学人文社科自主科研项目“中国营商环境、战略领导与企业不端行为：边界、机制与治理”资助。笔者感谢审稿专家、领域编辑和季刊主编李海洋教授的宝贵意见和专业建议。文责自负。

2007年多学科相关文献的基础上，开发出高管薪酬前因与效应的研究框架，成为高管薪酬领域的里程碑式研究。

此后十年来，单就高管薪酬的效应而言，相关研究基于多学科视角、结合多层次主体，迄今已覆盖薪酬结构和差距的效应及其边界条件三类主题，形成丰富的文献积累。因此，系统梳理近十年来高管薪酬效应的内在逻辑、总结高管薪酬效应的边界条件、呈现中国转型情境下高管薪酬的特定效应，对于未来更好开展本领域研究越发重要而紧迫。

基于此，本文系统回顾2008~2018年见诸中外多学科重要学术期刊的高管薪酬效应研究，致力于回答以下三个问题：第一，高管薪酬的结构和差距，分别对个体、企业与环境层次的主体有何影响？第二，高管薪酬结构与差距的效应，存在哪些边界条件？第三，基于高管薪酬效应及其调节因素的既有探索，并考虑中国情境的特殊性，未来高管薪酬效应研究有哪些亟待突破的方向？

本文结构安排如下：第一部分是引言；第二部分介绍文献来源，概述并比较中英文研究主题；第三、第四、第五部分分别阐释高管薪酬结构与差距的效应及其边界条件；第六部分探究中国情境下高管薪酬效应的特殊性；第七部分基于文献述评构建出一个整合性分析框架，并指出了潜在研究方向。

## 二、文献来源及主题比较

### （一）文献来源

高管薪酬在内容上主要包含固定薪酬与激励薪酬两类。其中，固定薪酬为高管工资，激励薪酬包含短期和长期薪酬。前者依据基于企业近期业绩，主要形式为奖金；后者基于企业长远发展，包括股票、期权和限售股等。

为追踪多学科视角下高管薪酬效应的研究动态，本文选取管理、会计、经济及金融领域较有影响力的19本国际期刊，以及国家自然科学基金委A类期刊目录中的11本中文期刊，另加学界普遍认可的《中国工业经济》及《经济管理》两本期刊，作为本文考察近十年研究进展的文献来源。中英文成果的来源期刊如表1所示<sup>①</sup>。

本文分别从收录上述期刊的数据库中收集相应文章。筛选过程分为两步：首先，在每个英文期刊对应的收录数据库中输入Executive/CEO/Managerial和Compensation/Pay/Salary的任意组合；其次，在中国知网（www.cnki.net）输入“高管薪酬”“高管团队薪酬”“经理人薪酬”“高管激励”等进行检索，获取相关文献。继而，根据文章的标题、摘要和主要内容等进行分析，筛选出高管薪酬效应的研究文献，并删除仅以高管薪酬决定因素为对象的研究。

<sup>①</sup> 选取的外文期刊中，*Academy of Management Review*、*Administrative Science Quarterly*、*Econometrica*、*Review of Economic Studies*和*Journal of Political Economy*五本期刊在2008~2018年，未发现符合筛选条件的文献，故未呈现在表1中。

经过以上遴选过程，如表1所示，本文最终获得了14本英文期刊的71篇英文文献和13本中文期刊的72篇中文文献。

表1 国内外高管薪酬效应研究论文发表情况（2008~2018年）

外文期刊（本）	数量（篇）	中文期刊（本）	数量（篇）
<i>Journal of Financial Economics</i>	15	《经济管理》	18
<i>Strategic Management Journal</i>	12	《会计研究》	10
<i>The Accounting Review</i>	12	《管理评论》	6
<i>Journal of Finance</i>	9	《金融研究》	6
<i>Journal of Management</i>	5	《南开管理评论》	5
<i>Journal of Accounting Research</i>	5	《中国软科学》	5
<i>Management Science</i>	3	《科研管理》	5
<i>Journal of International Business Studies</i>	3	《中国工业经济》	5
<i>Academy of Management Journal</i>	2	《管理世界》	3
<i>Organization Science</i>	1	《管理学报》	3
<i>Journal of Accounting and Economics</i>	1	《管理科学》	3
<i>American Economic Review</i>	1	《经济研究》	2
<i>Quarterly Journal of Economics</i>	1	《中国管理科学》	1
<i>Review of Financial Economics</i>	1		
14	71	13	72

资料来源：笔者整理。

上述143篇高管薪酬效应的研究可归纳为三类：①高管薪酬结构的效应，即研究高管薪酬结构对个体、企业及环境的影响；②高管薪酬差距的效应，即研究CEO与其他非CEO高管的纵向薪酬差距，以及非CEO高管间横向薪酬差距的效应；③高管薪酬效应的边界条件，即影响高管薪酬效应的调节因素。部分文献同时对上述某两类内容进行了研究。

## （二）中外研究主题概述与比较

样本英文文献中，被讨论两次及以上的主

题及相应频次如图1、图2所示。其中，英文文献讨论次数前四位的主题依次是：风险、操纵行为、投资、创新研发。其中，风险是英文文献的研究焦点，基于代理理论研究薪酬合约对高管风险承担水平的激励作用仍是热点。中文文献频次前四位的主题则依次为：产权异质性、创新研发、政治关联和制度环境。其中，产权异质性主要指高管薪酬效应在国有企业的适用性，并且，中英文文献均对“创新研发”给予了足够关注。

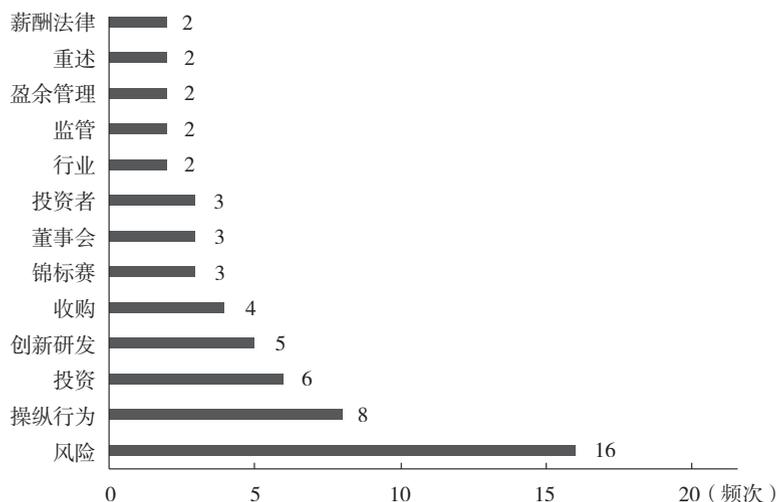


图1 英文研究主题分布 (2008~2018年)

资料来源：笔者整理。

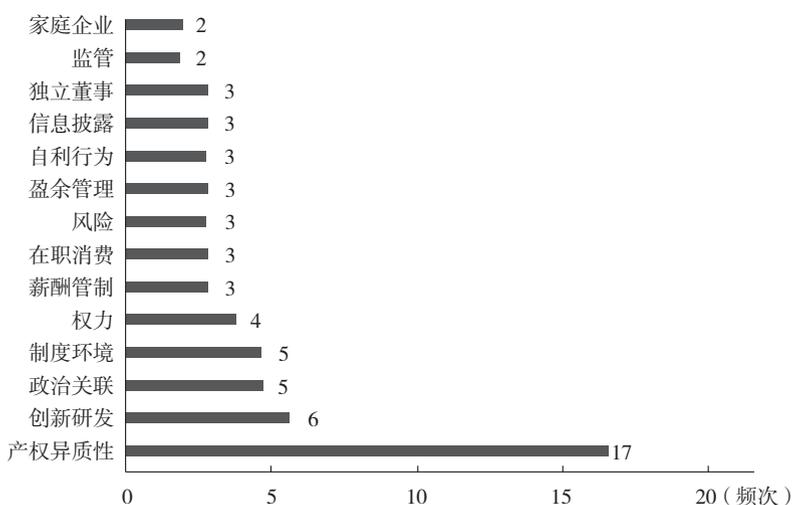


图2 中文研究主题分布 (2008~2018年)

资料来源：笔者整理。

### 三、高管薪酬结构的多重效应

薪酬激励能否提升管理层与股东利益的一致性，促进高管做出符合股东利益的决策，是高管薪酬结构效应研究的重点。但是，高管薪酬和股东利益之间难以建立直接联系 (Leonard, 1990)：一方面，企业绩效不仅是管理决策的结果，前者会受到管理层以外因素的影响 (Mc-

Gahan & Porter, 1997)；另一方面，薪酬结构的影响并不固定，其激励效果在不同主体间的传递存在差异。正因这种差异，明晰其在多层主体间的传导机制，对于理解高管薪酬效应具有重要意义。

#### (一) 个体层面

高管个体是薪酬的直接作用主体。高管薪酬结构通过影响管理者的决策倾向及过程，改变其行为，继而将效应传导至企业及环境层面。

### 1. 风险承担

高管薪酬在何种程度上激励企业管理者与所有者目标一致,解决代理问题,从而达到理想效果,是经济学、金融学和会计学视角下学者关注的焦点(Harris & Raviv, 1979)。代理理论认为,“风险厌恶”使高管避免做出一些高风险但有益于企业发展的决策,而激励性薪酬可以提升高管的风险承受能力,从而提升高管作出风险较大但净值为正的决策倾向(Jensen & Meckling, 1976)。

然而,行为代理理论将“损失厌恶”视为激励因素,认为高管会为避免损失而非产生收益去改变自身风险承担水平。正如Larraza和Wiseman(2007)的研究发现,当股票存在下跌风险时,高管风险承担水平较低。这表明高管的风险是多维的,在薪酬变化带来的激励之外,也存在着潜在损失。激励措施为高管们带来了更高的风险,从而加剧了高管的风险规避行为(Holmstrom, 1979)。

深究激励薪酬对高管风险承担行为的影响机制,学者们对长期薪酬中期权的效应进行研究,发现,向CEO提供期权,可能会增加其风险承担水平(Deutsch et al., 2011; Chava & Purnanandam, 2010; Angie, 2009)。这种激励来源于高管薪酬的凸性收益(Gormley & Matsa, 2013)。进一步地,期权的凸性激励效应是非线性的,且这种非线性关系与高管薪酬合同中期权、股权与固定工资的相对份额有关(Glover & Levine, 2017; Devers et al., 2008)。

导致长期薪酬与高管总体风险承担水平之间难以建立固定关系的原因可能有两方面:一方面,长期薪酬内含的不同风险类型与风险特

征,影响高管决策倾向;另一方面,高管风险倾向和长期薪酬的关系具有内生性。例如,当企业倾向于低风险项目时,会在经理人市场上寻找低风险偏好的管理者,授予其较少的长期薪酬(Bakke et al., 2016)。

具体而言,风险类型方面,股票和期权激励对管理者风险倾向的影响,有两种相反的作用方式:薪酬方案的Delta系数(价格敏感性)和Vega系数(波动敏感性)。以往研究已证明,高管薪酬方案的Delta系数越高,就越会抑制冒险行为;Vega系数越高,就越会激励风险承担行为(Knopf et al., 2002)。在此基础上,Armstrong和Vashishtha(2012)认为,系统性风险能够对冲,使Vega系数更可能通过系统性风险而非系统性风险,来增加高管的风险承担水平。Heron和Lie(2016)则对上述观点提出质疑,他们认为当非系统性风险较高时,高管才更有主观上的风险偏好。这是由于高管们相信,他们能够更好地预测或影响特质性不确定性的解决,Heron和Lie通过高管与非执行董事对非系统性风险的偏好差异证明了上述观点。Park和Vrettos(2015)认为高管对系统性与非系统性风险的偏好是受其他因素调节的,当薪酬方案缺乏相对绩效评估(RPE)时,Vega系数通过系统性风险激励高管,当方案包含RPE时,由于RPE过滤了由系统性风险引起的企业绩效变化,高管更倾向于非系统性风险。为解决内生性问题,Bakke等(2016)使用财务会计准则123R实施前后的油气行业数据进行研究,发现Vega系数减小会导致管理者风险承担水平显著下降。Shue和Townsend(2017)则指出,新授予的期权增加10%,会导致股票波动性增加

2. 8%~4. 2%。

### 2. 战略决策

除了前述行为与倾向效应，薪酬方案还会改变高管战略决策过程和决策本身。决策过程方面，管理者决策过程分为深思熟虑式和情景式两种，其中，情景式决策可能导致企业付出高昂代价，但比前者更为容易与普遍。为了探索绩效薪酬是否诱导更多的深思熟虑式决策，从而减少情景式决策所产生的成本，Farrell 等（2014）结合功能磁共振成像和传统实验方式，考察了固定薪酬和绩效薪酬下管理者的大脑活动和抉择。结果表明，相较于固定薪酬，绩效薪酬诱导了更多深思熟虑式的决策，并降低了决策成本。这可能意味着更高的高管努力程度和决策正确性。

决策本身方面，通常反映在高管为实现超额收益所做的投资决策与避免自身损失的风险转移决策中。投资决策中，Panousi 和 Papanikolaou（2012）指出，期权激励会增加高管的投资行为。又如，Cheng 和 Farber（2008）也发现，基于期权的薪酬减少，降低了 CEO 采取过度风险投资的动机。再如，薪酬结构上与企业长期业绩联系更紧密的高管，更喜欢收购而非合资（Datta et al., 2009）。在进入海外市场的模式选择上，长期薪酬比例越大，高管会越倾向于采用完全控制而非共享控制的模式（Musteen & Herrmann, 2009）。与对风险承担的效应类似，长期薪酬并非总能激发高管做出高风险的决策，Alessandri 和 Seth（2014）发现，管理层持股被迫增加了承担的风险水平，从而减少风险偏大的国际多元化业务，以抵消激励合同风险。风险转移决策中，Anantharaman 和 Lee（2014）发现，当薪酬 Vega

系数增大、Delta 系数减少，高管会通过改变企业养老金资产配置计划进行风险转移。

### 3. 个体离职

高管认知中，薪酬水平反映了外部环境对其能力与行为的认可程度。因此，提高薪酬也许并不会提升高管的努力程度，但降低薪酬可能会引起高管的极度不满，从而影响其行为，继而影响组织产出。Fong 等（2010）发现，CEO 薪酬过低会导致其离职可能增加。

在薪酬结构要素中，股票与期权会降低高管的离职倾向，使高管留在企业。如 Balsam 和 Miharjo（2007）发现，价内期权的内在价值、价外期权的时间价值和限制性股票价值与离职意愿成反比。Gao 等（2015）研究指出，被竞争对手挖走高管的企业，在大幅度提升新任高管的薪酬，尤其是股权薪酬时，可以有效留住现任高管。

### 4. 操纵行为

高管薪酬结构的长期薪酬会引发高管操纵行为。由于高管获得收益的前提是完成企业绩效、股价等规定的相应指标，且长期薪酬提升了高管的风险承担水平，高管有动机选择利于自己的会计决策（Harris & Bromiley, 2007），例如将收购价格过度分配给商誉，以减少摊销从而获得更多奖金（Shalev et al., 2013）。同样，当薪酬的更高比例是基于激励机制时，为避免之前得到的奖励被收回，高管修改以往报表差错的可能性更低（Pyzoha, 2015）。Bamber 等（2010）发现，拥有更强股权激励的高管，使用业绩报表报告综合收益（通常比净收入更不稳定）的可能性明显更小。

与薪酬和高管风险承担水平的关系类似，长

期薪酬对高管操纵行为的影响有其深层机制。Armstrong (2010) 没有发现 CEO 股权激励与会计违规行为之间存在正相关的证据,并在随后的研究中指出,高管违规行为的动机,缘于高管财富与股票风险而非股票价值挂钩,薪酬的波动敏感性与操纵行为正相关 (Armstrong, 2013)。进一步地,更高的凸性激励会激发更多的高管操纵行为,因此期权对操纵的影响比股票奖励更大,高管会做出更低质量的报告和更低效的投资决策 (Peng & Röell, 2008; Volker, 2014)。Cicero (2009) 则从高管行权策略差异及股价后续变化证明了上述观点,当高管以现金行权并出售后,股价继而下跌;当高管以现金行权且保留股票时,行权价格为低点;当高管以股票行权并保留时,后续回报率为正。这表明,高管们根据事先获得的信息,安排期权行使时间,以提高自己的回报。

与股权、期权等激励高管风险承担水平的薪酬要素相反,Chi 等 (2017) 研究内部债务 (公司为其内部人员支付薪酬的未来固有义务,包括养老金和递延薪酬) 对高管操纵行为的影响,高管为避免未来收益下降的风险,会降低避税行为的可能性。

此外,操纵行为的出现,与股东授予长期薪酬的期望相反:长期激励并没有提升高管的风险承担水平,反而增加高管寻求机会主义回报的可能。由于禀赋效应的存在,高管往往会高估被授予的价外期权的价值 (Devers & Holmes, 2007)。因此,高管有更强的倾向,去实施“寻求”自身利益的操纵行为。薪酬结构对个体操纵行为效应机制的研究,为通过薪酬制度设计激励高管努力程度、减少操纵行为提供了参考。

## (二) 企业层面

### 1. 企业财务绩效

高管薪酬与企业绩效间的关系并不稳健 (Devers et al., 2007)。比如,Agarwal 等 (2009) 研究发现,对冲基金这一特定行业中,高管期权激励与股权激励,均和企业绩效正相关。又如,Gopalan 等 (2014) 表明,CEO 薪酬持续时间越长,利润增长的程度越低。在衡量高管薪酬的激励效果之外,Carter 等 (2016) 从企业治理角度审视高管薪酬,发现异常高的 CEO 薪酬可能是企业治理框架失败的体现,并伴随着企业业绩的恶化。

### 2. 企业社会绩效

研究表明,CEO 短期薪酬与企业社会绩效负相关,CEO 长期薪酬与企业社会绩效呈正相关。长期薪酬使高管更加注重企业的社会效益,从而提升了企业的社会绩效 (Merriman et al., 2016)。

### 3. 企业创新决策

薪酬结构通过改变高管个体决策倾向与管理行为,影响企业战略决策及质量。在高管薪酬与企业研发创新的研究中,Ederer 和 Manso (2013) 指出,企业容忍高管的早期失败并奖励其长期成功,能有效激励创新。进一步地,可以通过长期持股期权、期权重新定价、黄金降落伞政策,在一定程度上抵御破坏性收购威胁,来实现最优的创新激励方案 (Manso, 2011; Baranchuk et al., 2014)。

### 4. 企业不当行为

研究发现,随着投资者对行业前景的信心程度的增加,上市企业的欺诈倾向也持续增加;高管短期薪酬比例越高,欺诈可能性越高,从而印证了长期薪酬提升高管对组织声誉重视程度的观点 (Wang et al., 2010)。又如,Biggerstaff 等

(2015) 发现，公司 CEO 若能从期权回溯中受益则更可能从事企业不当行为，包括通过财务欺诈来夸大收益，收购市场反应较差的企业。

### 5. 利益相关者行为

高管薪酬影响的利益相关者包含董事会、员工、债权人、投资人、监管机构等 (Finkelstein & Hambrick, 1988)。由于 CEO 股权激励的增加会影响高管盈余管理行为，董事们会根据 CEO 激励的变化，调整他们的监督力度 (Laux & Laux, 2009)。由于短期债务能够降低由薪酬风险引起的债务代理成本，当 CEO 拥有较高的股票回报波动的敏感性 (或股票价格敏感性) 激励方案时，债权人将更多 (更少) 提供短期资金 (Brockman et al., 2010)。

高管薪酬影响投资者的认知。当非营利组织高管薪酬水平过高，会造成投资者不满，此时披露高管薪酬信息，会减少外界对非营利组织的捐赠 (Balsam & Harris, 2014)，并且，薪酬结构向市场传递了企业高管的权力层级信息，这给外部投资者决策以重要参考。特别是在企业首次公开募股中，投资者可以根据高管薪酬

结构所释放的企业权力架构信号，对企业的经营现状进行评价，对企业战略决策进行判断。Certo 等 (2003) 认为，高管的长期薪酬会提升投资者信心，当高管也拥有期权 (伴随下跌风险) 时，投资者更加偏好期权。此外，高管薪酬异质性也会对投资者认知产生影响，Steinbach 等 (2017) 研究表明，投资者对于企业大型收购投资的评价，会随着高管团队激励异质性的增加而更加积极，且这可能源于高管团队的激励异质性提升了高管与股东的利益一致性。

### (三) 环境层面

过去十年间，鲜有研究探索微观层面的高管薪酬对宏观环境的效应。这种传导效应的机制在于，在一家企业高管薪酬变化之后，往往会引起相关企业的薪酬变动。比如，Bereskin 和 Cicero (2013) 发现，新出台的薪酬法案会直接影响特定企业的高管薪酬。在传导作用下，特定企业高管薪酬的变化，进一步引发那些原本不受影响的企业改变 CEO 薪酬，从而影响行业整体薪酬。高管薪酬结构效应的研究结论 (2008~2018 年) 如图 3 所示。

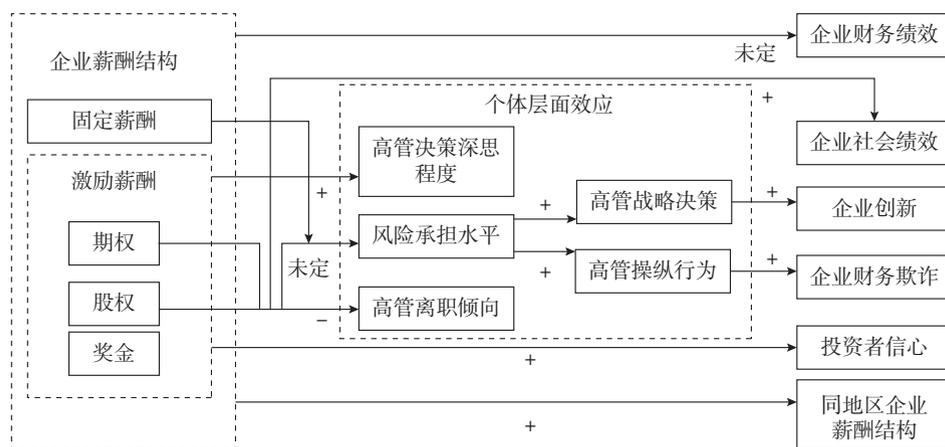


图 3 高管薪酬结构效应的研究结论 (2008~2018 年)

资料来源：笔者整理。

## 四、高管薪酬差距的效应

高管薪酬差距包括两个方面：纵向差距，即高管团队中不同层级薪酬差距；横向差距，即除 CEO 之外的高管之间的薪酬差距。

### （一）纵向差距的效应

CEO 与非 CEO 高管的纵向薪酬差距水平，影响了后者的感知与行为。锦标赛理论及社会公平理论，分别为纵向薪酬差距的效应提供了差异化的结论。

#### 1. 基于锦标赛理论的薪酬差距效应

由于竞争 CEO 职位是每个高管在企业中的终极目标，所以高额的薪酬增长被作为这一职位的激励因素（Rosen, 1986），促进非 CEO 高管的努力程度和积极行为，提升风险承担水平，以实现晋升，获得“锦标赛”胜利。

例如，Kini 和 Williams（2012）认为，组织内 CEO 晋升锦标赛与期权激励方式类似，促使他们通过遵循风险更高的决策，从而提升锦标赛获胜的可能性。更大的锦标赛激励，会加大企业研发强度及经营杠杆、提升企业聚焦程度。然而，个体行为中，过大的纵向差距并非产生正向激励效果；相反，可能造成高管团队成员退出竞赛，做出离职的决定（Messersmith et al., 2011）。这种理论预测与实证研究结果相悖的原因，可能是未考察锦标赛模型运用的具体适用问题与实际背景，例如，薪酬差距的产生原因，企业类型或战略方向是否需要这种等级差异激励，以及历史经验下同级别高管晋升 CEO 的机会是否平等。

此外，Kale 和 Reis（2009）关注锦标赛激

励的边界，当 CEO 临近退休时，锦标赛激励与公司业绩的正向关系更加显著，而公司选定新 CEO，这种正向关系减弱，减弱程度在新 CEO 为外部招聘时更加明显。Kepes 等（2009）研究发现，基于政治因素的薪酬差距，对绩效产生负面影响。同样，薪酬差距是出于激励非 CEO 高管的目的，还是 CEO 权力过大的结果（Hambrick & D'Aveni, 1992），也值得关注。对于后者而言，这种由自身权力衍生的高额薪酬，并不一定具有正向激励效果。

#### 2. 基于社会公平理论的薪酬差距效应

社会公平理论指出了锦标赛模型的潜在负面效应。社会公平理论认为，个体通常将其所获报酬与周围人进行比较，继而对自身行为进行调整。以往研究已证实，薪酬相对较低的高管会感知到不公，继而降低自身努力程度、减少协作或离开企业（Bloom, 1999；Siegel & Hambrick, 2005；Bloom & Michel, 2002；Wade et al., 2006）。在近年的研究中，Fredrickson 等（2010）指出，当高管团队薪酬差距过大时，企业绩效下降；Shi 等（2016）发现，高管纵向薪酬差距可能会带来更加严重的后果，CEO 与非 CEO 的薪酬差距过大会造成后者的极端负面行为，导致企业遭受集体诉讼。可见，相比获取高额薪酬的激励，高管薪酬纵向差距所带来的不公平感知，可能更为强烈。

### （二）横向差距的效应

非 CEO 高管之间的横向差距，排除了层级晋升可能带来的激励效应。与高管薪酬纵向差距类似，在非 CEO 高管中，薪酬水平较低的高管在感知到被不公平对待后，会产生消极行为，包括冲突（Frank, 1984；Leventhal, 1976）；

低信任度和低信息分享 (Barkin & Whyte, 1956) 等。同样, 非 CEO 高管的薪酬差距与高管离职正相关, 且不同类别的高管反应存在差别: 监督型高管 (oversight executive, 如 COO、CFO 等) 的薪酬差异与离职的正向关系较强, 而部门主管 (divisional executive) 则相对较弱 (Pissaris, 2017)。并且, 当部门主管之间的横向薪酬差距较大时, 感知到不公的部门经理会离开企业, 另立门户 (Feldman, 2018)。

此外, 结合锦标赛模型与社会公平理论, Ridge 等 (2017) 对高管薪酬差距进行比较研究发现, 横向薪酬差距与高管团队的人员流动正相关, 而更高锦标赛奖金的企业中, 非 CEO 高管的流动率更低。高管薪酬差距效应的研究结论 (2008~2018 年) 如图 4 所示。

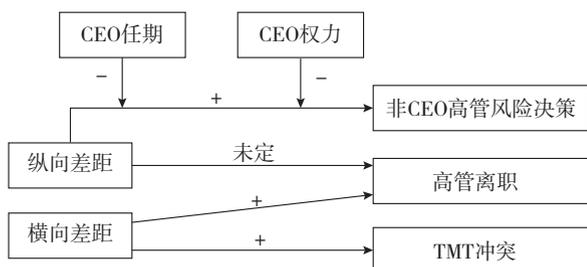


图 4 高管薪酬差距效应的研究结论 (2008~2018 年)

资料来源: 笔者整理。

## 五、高管薪酬效应的边界条件

响应“高管薪酬研究应结合组织及其周围环境”的呼吁 (Filatotchev & Allcock, 2010), 高管薪酬研究学者考察了影响高管薪酬效应的调节因素, 从而有助于进一步探索高管薪酬效应的“黑箱”。边界条件的相关研究, 也从个体、企业 and 环境三个层面展开。

### (一) 个体层面

高管薪酬一个体行为关系中, 高管个体属性起着重要的调节作用。这种个体属性分为心理认知与身份特征两类。

#### 1. 心理认知

通过研究高管核心自我评价 (CSE) 对激励薪酬有效性的调节作用, Chng 等 (2012) 发现, 在组织衰落过程中, 对于 CSE 评价较高的高管而言, 相比固定薪酬, 激励薪酬能激发出更高水平的毅力、竞争战略聚焦、道德行为和风险承担能力。类似地, Martin 等 (2015) 发现, CEO 的企业效能感知, 对 CEO 薪酬-绩效关系起积极作用。

#### 2. 身份特征

CEO 任期、高管“光环”等因素也会影响薪酬效应。比如, Hou 等 (2017) 发现, 随着 CEO 任期的延长, 基于业绩的薪酬会使股东收益下降, 非基于业绩的薪酬则会出现相反效果。又如, Malmendier 和 Tate (2009) 以被媒体授予“明星光环”的高管为对象, 研究发现, 尽管企业为“明星高管”提供了更丰厚的薪酬, 但是后者将更多的时间用于工作之外的活动中。也就是说, 为“光环”支付的高额薪酬, 并未给企业带来更多利益, 反而提升了盈余操纵的可能性。可见, 脱离于高管职务本身的特征, 探索外界的身份赋予所带来的影响, 给个体的调节因素研究以新的思路。

### (二) 企业层面

#### 1. 企业绩效

企业绩效不仅是薪酬的前因或效应, 还可能作为薪酬效应的调节因素。Carpenter (2000) 的研究表明, 在激励薪酬的变化关系中, 企业绩效低时, 激励薪酬对企业的战略变革具有正

向影响。

### 2. 企业战略

高管薪酬方案与企业战略的匹配程度会影响薪酬效应。Makri 等 (2006) 对高技术企业的研究发现, 企业技术强度的增加, 会强化 CEO 薪酬与财务绩效间关联程度。又如, Tenhialä 和 Laamanen (2018) 对战略匹配影响薪酬差距效应的研究表明, 增长型企业往往受益于较高的横向薪酬差距, 而效率型企业在较高的纵向薪酬差距下表现更好。

### 3. 公司治理结构

具有政治背景的董事, 会削弱薪酬激励与企业绩效的正相关关系 (Chizema et al., 2015)。并且, 当企业对薪酬的监督力度增大、解雇威胁更明显时, 奖金对加薪和升职的负面影响增强 (Dencker, 2009)。再有, 企业审计师水平, 对 CEO 股权激励与财务造假之间的关系存在调节作用。Jayaraman 和 Milbourn (2015) 指出, 专业知识水平较高的审计师, 可以限制高管操纵

能力, 从而降低股权激励对虚假报告的影响。

### (三) 环境层面

政府制度及社会规范等环境层面要素, 也对高管薪酬效应产生影响。比如, Correa 和 Lel (2016) 以 38 个国家的企业为样本进行研究指出, 《薪酬话语权法》的实施会影响 CEO 薪酬与公司绩效的关系, 且这种变化主要集中在薪酬过高、股东持不同意见、CEO 任期较长以及董事会独立性较弱的公司。又如, Zolotoy 等 (2018) 检验社会规范对股权激励效应的影响后发现, 地方宗教规范减弱了 CEO 期权激励对企业价值的作用。再如, Van 等 (2012) 的研究表明, 契约环境的制约, 对薪酬绩效关系有积极作用: 当企业环境中存在良好的非正式规范和保护股东法律时, 薪酬绩效敏感性会增强。此外, Buck 等 (2008) 指出, 中国企业高管的薪酬绩效敏感性过低, 高额的高管薪酬并没有起到应有的激励效果。高管薪酬边界条件研究整合 (2008~2018 年) 如图 5 所示。

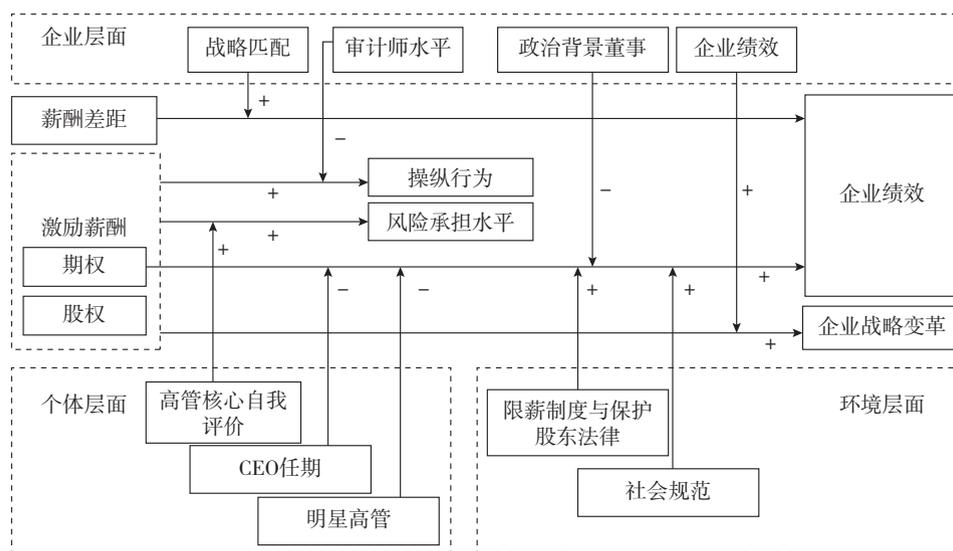


图 5 高管薪酬边界条件研究整合 (2008~2018 年)

资料来源: 笔者整理。

## 六、中国情境下高管薪酬效应的特殊性

特殊的政治制度与市场环境，使中国的高管薪酬效应有别于西方情境。这种特殊性，体现在制度背景下的国有企业治理与市场化改革进程中的薪酬效应两方面。

### （一）制度背景下的国有企业治理

国有企业是中国情境下公司治理研究的特定主体。不同于以盈利为唯一导向的企业，国有企业的经营目的有两个：提升财务绩效，提供公共服务。这种企业责任的“二重性”会影响高管行为的方式，使高管薪酬效应发生改变。国有企业高管按照聘用方式分为“行政高管”与“市场高管”两类（宋晶和孟德芳，2012）；前者的激励差异，特别是行政级别的晋升，直接影响薪酬效应。同时，国有企业高管薪酬受到政府监督与管制，政策规范也会导致高管效应发生变化。

#### 1. 国有企业的“二重性”

国有企业既要实现国有资产的保值增值（企业性），又要为国民提供服务（公共性）。这种“二重性”增加了企业产出衡量中社会绩效的比重。因此，国有企业高管薪酬的效应研究，关注薪酬是否激励国企高管行为以实现多任务目标。

根据“二重性”，国有企业可划分为竞争型与公共服务型两类。对不同类别薪酬激励效果的研究发现，竞争型国有企业中，高管薪酬与企业绩效显著正相关，而公共服务型国有企业高管薪酬激励效应并不显著（陈霞等，2017）。

进一步地，晏艳阳和金鹏（2014）研究薪酬对国企社会服务的激励作用后指出，显性薪酬激励并非提升企业社会绩效的有效方式，因此可以通过职务升迁、在职消费等隐性激励方式实现该目标。

#### 2. 国有企业的政治关联

国有企业与一般企业的产权制度、治理结构的差异，来源于特有的政治制度背景，这种政治关联影响了高管薪酬激励效应。

在企业层面，Conyon（2011）指出，国有企业的CEO薪酬激励效果较差。赵卫斌和陈志斌（2012）进一步发现，国有企业分为中央与地方控股的企业，其薪酬激励效果也存在差异：由中央政府控制的国有企业，其高管薪酬-绩效敏感性更低。

在个体层面，政治资本强化了高管权力，使高管更容易获得两职合一的权力配置，继而降低薪酬-绩效敏感性（李四海，2015）。并且，国企高管的外部激励不仅是薪酬部分，特别是具有行政级别的高管，政治晋升也是影响其管理行为的重要因素。近期研究表明，显性的薪酬与隐性的政治晋升两者的激励效果，存在着双向替代效应，为国有企业制定高管激励契约提供了理论依据（盛明泉等，2018）。

#### 3. 国有企业改革的政策规范

国有企业高管的政治资本强化了自身权力，使其更可能通过自身权力攫取超额薪酬。鄢伟波和邓晓兰（2018）结合上市国有企业数据，指出高管薪酬管制的合理性与必要性。良好的制度环境不仅可以规范高管行为，还可能放大其他要素对薪酬激励有效性的作用（罗进辉，2018）。为明确高管薪酬制定程序，国务院六部

委2009年联合下发了《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》，并在随后几年以政策形式不断规范高管薪酬。沈艺峰和李培功（2010）对国有企业高管薪酬的外部管制效果进行研究，发现“限薪令”发布后，国有企业高管的运气薪酬现象依然存在，“限薪令”并未取得预期效果。从“限薪令”改变高管动机的角度，张宏亮和王靖宇（2018）认为，高管薪酬的限制政策会导致高管缺乏追求市场业绩的动机，更关注晋升等隐性激励形式。通过检验2009年和2014年两次高管薪酬管制政策效果，发现其改变高管决策方式，并导致国有企业社会成本上升，这表明政策规范不仅限制了高管薪酬本身，也抑制了薪酬的激励效果。

## （二）市场化改革进程中的薪酬效应

中国的市场化改革，为检验制度环境与治理机制对高管薪酬效应的影响提供了独特的样本。随着市场化改革进程的推进，中国企业存在内外两方面的变化：外部环境层面，政府致力于减少对市场活动的干预；企业内部层面，公司治理机制逐步健全并完善。然而，这种改革进程不是同步的，存在于环境层面和企业层面的差异，因此提供了绝佳的研究窗口，使学者从实证上观察市场化程度对薪酬效应的作用。

市场化变革中，无论是政府减少干预还是企业的治理机制完善，都会使高管薪酬水平上升以及纵向薪酬差距增大。中国推进市场化改革，是期望借助市场力量提升薪酬激励的正向作用（陈冬华等，2010）。内部层面，企业治理机制的完善所带来的权力变化，将导致高管薪酬水平大幅高于普通员工且其差距逐年加大（方军雄，2011）。但是这种薪酬的增加，并未

显著提升企业资产折现率，高管利用自主权提升的自身薪酬，加大了企业代理成本（吴育辉和吴世农，2010；张宏亮和王靖宇，2018）。外部层面，在市场化程度高的地区中，货币薪酬对研发效率的激励作用越强（陈修德等，2015），非国有企业薪酬-绩效敏感性越高（江伟等，2015）。同时，地区市场化程度调节其他因素对薪酬-绩效关系的影响，如强化了民营企业中薪酬差距与企业绩效的正相关关系（胡秀群，2016），而弱化了国有企业政治关联对薪酬-绩效关系的负面作用（孙维章等，2013）。

## 七、分析框架与潜在方向

### （一）研究进展评述

就高管薪酬研究的方法论，Devers等（2007）在综述中提出了当时面临的三个问题：①所选样本的时间差异，可能会对研究结果产生不同影响；②不同分析方法的选择，可能导致对于同一问题的研究结论存在差异；③未纳入控制变量的潜在因素，可能对结果产生影响。2008年以来的部分研究在一定程度上回应了上述问题。具体而言：第一，研究样本方面，更多使用了动态数据（Hou et al., 2017），以期明晰薪酬与绩效的因果关系。当然，近十年来的高管薪酬研究过多使用二手而非一手数据，使得样本选取时间对结果仍然产生了差异化影响。第二，分析方法方面，尽管不同学科文献的主题都为高管薪酬，但是不同学科间的研究几乎完全无关（Devers et al., 2007）。近十年高管薪酬效应的多学科研究，仍在各领域内自说自话，少数的交叉体现在对其他学科研究结果的使用

上，如根据会计学文献的结论选取财务指标的控制变量（Shi et al., 2016）。第三，控制变量方面，随着高管薪酬相关研究的深入，更多的调节要素被发掘出来，这进一步完善了高管薪酬效应研究中控制变量的选取，如企业层面的以往战略决策（Steinbach et al., 2017; Devers et al., 2008）、团队层面的组织程度（Tenhiälä & Laamanen, 2018; Gerhart et al., 2009）、个体层面的潜在禀赋效应（Hou et al., 2017）等，作为控制变量纳入相关问题的研究设计中，加大了研究成果的解释力度。

## （二）分析框架构建

上述文献梳理表明，近十年来高管薪酬效应的研究，致力于明晰薪酬与产出之间的作用机理。从多学科视角出发，分析对多层次主体的影响，既加大了高管薪酬效应的解释力度，又完善了相应理论的不足。此外，着眼组织内外环境，深挖高管薪酬效应的调节因素，协调了理论预测与实证结果不一致的问题，提升了薪酬激励在管理实践上的预测能力。基于前述回顾，本文构建出高管薪酬效应的一个系统分析框架（见图6）。

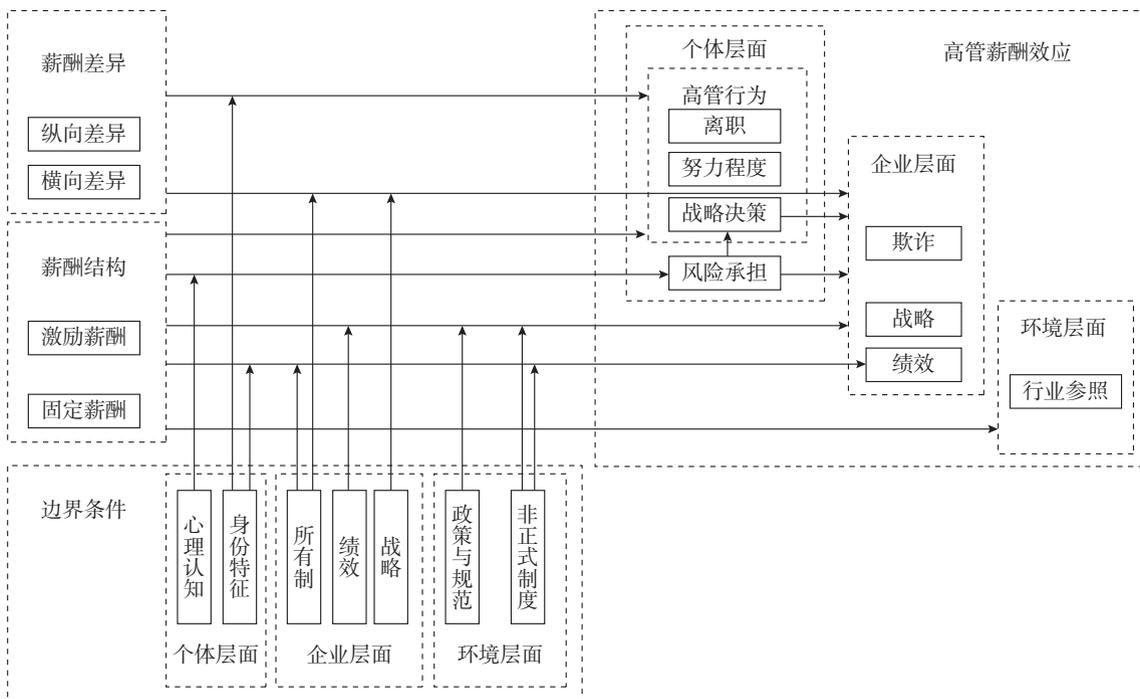


图6 高管薪酬效应研究的分析框架（2008~2018年）

资料来源：笔者整理。

如图6所示，高管薪酬影响微观层面的个体行为及中观层面的企业产出，并传导至外部环境，连接微观与宏观。其效应既包括对相关主体的直接作用（如风险承担倾向、高管行为等），也存在通过其他层次主体进行传导的方式

（如通过改变高管行为、影响企业战略与绩效）。其中，对个体及环境层面的影响，主要是直接作用；而对企业层面的影响，则多为间接传导。这种传导方式的内部复杂机制，正是近期高管薪酬效应，特别是薪酬-绩效关系研究的焦点。

此外,高管薪酬效应研究的另一重点为考察其调节因素。研究表明,高管薪酬效应还受到个体属性、组织特征和环境因素的调节。随着研究的深入,更好地解释了同一薪酬制度在不同主体、不同企业的效应差异,有助于指导企业进行高管薪酬实践设计,以避免统一标准的不良后果(Gomez-Mejia, 1992; Hou et al., 2017)。

### (三) 未来研究方向

#### 1. 考察反向作用,探索动态模型

高管薪酬的效应,可能也是薪酬制定的决定因素。如高管薪酬研究中最受关注的企业绩效,业绩作为薪酬的决定因素以及薪酬作为绩效的先决条件,可能同时存在。但是,对这种互为因果的复杂传递影响模型的研究却微乎其微。因此,未来需要深入探索这种前因与效应的交互关系,以挖掘薪酬与绩效的深层联系。Devers等(2007)指出,这种交互关系研究需要解决三个问题:①大量时间序列数据的支持;②不同理论的整合;③厘清时间相关的边界条件(CEO任期、年龄等)。Banker和Darrrough(2013)运用1993~2006年CEO薪酬数据,建立了简单的两阶段模型,证实过往业绩与当前现金薪酬正相关,而与奖金负相关,且当前现金薪酬与未来业绩正相关,而奖金与未来业绩无关;由此表明,薪酬结构的划分,对薪酬-绩效的动态交互关系的后续研究非常重要。当然,与高管薪酬交互的主体不单指企业财务绩效,还应当包括企业社会绩效、组织结构等其他要素。此外,薪酬与离职、绩效等要素的多重交互,对于理解高管薪酬效应,指导薪酬制定实践也具有切实意义。

#### 2. 结合心理研究,深挖个体属性

尽管高管薪酬效应的调节因素研究增多,但大多数相关研究集中于组织和环境因素,对个体属性的重视不足。研究高管个体属性的作用是重要的,如自恋、魅力与人格等特质,深刻影响战略决策与企业绩效(Chatterjee & Hambrick, 2007; Agle et al., 2006; Resick et al., 2009)。高管个体属性包括价值观念、认知模式、人格和自我评价等心理特征,以及职能背景、任期等实践经历(Finkelstein et al., 2009),这种个体属性的差异可能会影响高管对薪酬的认知,从而改变其行为。

深挖个体属性特别是心理特征对高管薪酬效应影响的研究,可能需要人口统计学特征与量表以外的数据支持。基于Farrell等(2014)的研究,本文发现,在高管薪酬领域引入心理学理论及方法,将为研究个体内在决策机制提供便利,以深入理解高管对薪酬与风险关系的感知。未来研究应进一步关注高管个体特质差异,可运用心理学研究方法,明晰理论假设的适用范围。

#### 3. 关注契约制定,寻找理论边界

高管薪酬差距特别是纵向差距,存在两种相反的效应:高管努力程度提升的正面效应及高管离职的负面效应。两种相异的结果,都有其各自的理论支持。赵睿(2012)对高管-员工薪酬差距与企业绩效关系的研究结果也表明,薪酬差距的效应不能由单一理论进行解释。因此,有必要探索理论适用的边界。对此,现有研究已有一些探索:应用锦标赛理论的研究,考察了董事会背景、现任CEO任期等要素的调节作用(Kepes, 2009; Kale & Reis, 2009);

应用公平理论的研究则关注薪酬差距结果的公平性。然而，既有研究尚未探讨薪酬合约制定的过程公平作用：合约制定的方式，可能与合约内容同等重要——不同的制定方式，可能正是相异效应的边界所在。因此，未来应进一步检验这种边界是否存在。

#### 4. 联系社会环境，运用实验方法

在薪酬效应的环境层面，过往研究主要聚焦薪酬的信号作用及参照效应，而对社会环境调节作用的研究较少。目前已有对政府权力（Greckhamer, 2016）、社会规范（Zolotoy et al., 2018）、媒体舆论（杨晶等，2017）等要素的探索，未来还可探索社会层面的文化特征、经济水平、技术水平等可能影响高管薪酬效应的其他因素。

研究方法上，尽管 Devers 等（2007）已经指出使用一手数据对理解高管薪酬感知的重要性，然而近十年薪酬相关研究仍然使用上市公司等档案数据或问卷调查。数据来源依然是高管薪酬研究亟须解决的重要问题，未来还应结合实验方法加以探索。包括在实验室和企业中进行实验，或结合实验与其他研究方法。实验方法可以确定因果关系，消除外部因素干扰（Brewer, 1985），能够重复研究，确保结果的可复制性（Croson et al., 2007）。更重要的是，实验可以度量个体在特定情境下的反应，从而理解在管理实践中个人决策的模式（Smith & Rand, 2018），并将微观过程与宏观现象联系起来，有助于揭示深层的作用机制。

### （四）基于中国情境的潜在研究

#### 1. 国企治理下的实践指导

国企治理是中国公司治理的特有问题。国有与非国有企业的组织形式、管理方式、目标

期望都存在较大差异。现有国企高管薪酬的研究主题，涉及国企独立董事监督（罗进辉等，2018），所产生的社会成本（张宏亮和王靖宇，2018），以及国企与非国企在薪酬-绩效关系（刘绍妮和万大艳，2013）、并购行为（李小燕和陶军，2011）上的差异。要对国有企业治理提供预测性更强的实践指导，仍需理解国有企业高管薪酬效应的深层机制。未来研究可着重研究国有企业的固有特殊性，如功能定位与高管类别，对高管薪酬效应所产生的影响。具体而言，功能定位方面，与非国企不同，国企在财务绩效之外，还需关注社会绩效。因此，未来可研究薪酬激励对企业社会绩效的影响，以及激励中高管行为的变化。高管类别方面，国企高管往往存在行政级别，因此薪酬效应有被晋升等隐性激励替代的可能，这种由于行政级别带来的薪酬效应变化，以及弥补这种替代关系的薪酬设计，是未来研究的潜在方向。

#### 2. 文化背景下的公平感知

中国独特的文化背景为理解高管薪酬的差距效应提供了便利条件，针对文化传统的影响研究，将有助于进一步理解中国情境下高管薪酬效应变化的内在机制。然而，这正是现有研究所缺乏的。

从文化环境的角度来理解高管薪酬差距对高管公平感知的作用是可行的研究方向。比如，中国的代表文化——儒家文化中等级思想，使个体似乎更能承受由等级差异所产生的薪酬分配差距。因此，相比西方情境，中国情境下高管薪酬的纵向差距效应可能有所不同，其造成的负面效果可能减弱。另外，由于中国社会“不患寡而患不均”传统认知的存在，个体的公

平感知存在加强的倾向。因此,高管薪酬的横向差距,可能会加强企业的人员流动。加之与薪酬水平相关的“面子”和地位的象征作用,横向薪酬差距效应进一步增强。又如,新近研究中,由于女性高管对于不公平现象更为敏感,薪酬差距会改变其决策意愿(潘镇等,2019),而中国的“重男轻女”文化可能是上述关系的深层原因。随着女性在社会经济发展中的地位不断提高,女性高管在企业中起到的作用日益凸显,这种文化风俗破立,导致的高管薪酬与女性高管决策方式间关系的变化,需要进一步的研究。

接受编辑: Wei Shen

收稿日期: 2019年5月16日

接受日期: 2019年11月21日

作者简介:

张三保(通讯作者, E-mail: Zhang@whu.edu.cn), 现任武汉大学经济与管理学院副教授, 在中山大学管理学院获得企业管理博士学位, 研究成果发表于《管理世界》《管理学季刊》等杂志, 研究兴趣在于探索中国的营商环境、战略领导与创新。

康璧成, 武汉大学经济与管理学院研究生, 研究兴趣是营商环境与高管薪酬。

## 参考文献

- [1] 陈冬华、梁上坤、蒋德权:《不同市场化进程下高管激励契约的成本与选择:货币薪酬与在职消费》,《会计研究》,2010年第11期。
- [2] 陈霞、马连福、丁振松:《国企分类治理、政

府控制与高管薪酬激励——基于中国上市公司的实证研究》,《管理评论》,2017年第3期。

[3] 陈修德、梁彤缨、雷鹏、秦全德:《高管薪酬激励对企业研发效率的影响效应研究》,《科研管理》,2015年第9期。

[4] 方军雄:《高管权力与企业薪酬变动的非对称性》,《经济研究》,2011年第4期。

[5] 胡秀群:《地区市场化进程下的高管与员工薪酬差距激励效应研究》,《管理学报》,2016年第7期。

[6] 江伟、姚文韬:《企业创新与高管薪酬-业绩敏感性——基于国有上市公司的经验研究》,《经济管理》,2015年第5期。

[7] 李四海、江新峰、张敦力:《组织权力配置对企业业绩和高管薪酬的影响》,《经济管理》,2015年第7期。

[8] 李小燕、陶军:《高管薪酬变化与并购代理动机的实证分析——基于国有与民营上市公司治理结构的比较研究》,《中国软科学》,2011年第5期。

[9] 刘绍妮、万大艳:《高管薪酬与公司绩效:国有与非国有上市公司的实证比较研究》,《中国软科学》,2013年第2期。

[10] 罗进辉、向元高、林筱勋:《本地独立董事监督了吗?——基于国有企业高管薪酬视角的考察》,《会计研究》,2018年第7期。

[11] 罗进辉:《媒体报道与高管薪酬契约有效性》,《金融研究》,2018年第3期。

[12] 潘镇、何侍沅、李健:《女性高管、薪酬差距与企业战略差异》,《经济管理》,2019年第2期。

[13] 沈艺峰、李培功:《政府限薪令与国有企业高管薪酬、业绩和运气关系的研究》,《中国工业经济》,2010年第11期。

[14] 盛明泉、汪顺、鲍群:《国有企业高层管理人员职业生涯预期与企业风险关系研究》,《管理学报》,2018年第11期。

- [15] 宋晶、孟德芳：《国有企业高管薪酬制度改革路径研究》，《管理世界》，2012年第2期。
- [16] 孙维章、干胜道、王灿：《政治关系类型与高管薪酬——基于“两个差异性”的比较研究》，《经济管理》，2013年第11期。
- [17] 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》，《会计研究》，2010年第11期。
- [18] 鄢伟波、邓晓兰：《国有企业高管薪酬管制效应研究——对高管四类反应的实证检验》，《经济管理》，2018年第7期。
- [19] 晏艳阳、金鹏：《公平偏好下的多任务目标与国企高管薪酬激励》，《中国管理科学》，2014年第7期。
- [20] 杨晶、沈艺峰、李培功：《网络负面舆论对高管薪酬公平与效率的影响》，《经济管理》，2017年第2期。
- [21] 张宏亮、王靖宇：《薪酬管制、激励溢出与国企社会成本：一项准自然实验》，《中国软科学》，2018年第8期。
- [22] 赵睿：《高管-员工薪酬差距与企业绩效——基于中国制造业上市公司面板数据的实证研究》，《经济管理》，2012年第5期。
- [23] 赵卫斌、陈志斌：《政府控制与企业高管人员薪酬-绩效敏感度》，《管理学报》，2012年第2期。
- [24] Agarwal, V., Daniel, N. D., & Naik, N. Y. 2009. Role of managerial incentives and discretion in hedge fund performance. *Journal of Finance*, 64: 2221-2256.
- [25] Agle, B. R., Nagarajan, N. J., & Srinivasan, S. D. 2006. Does CEO charisma matter? An empirical analysis of the relationships among organizational performance, environmental uncertainty, and top management team perceptions of CEO charisma. *Academy of Management Journal*, 49: 161-174.
- [26] Aino, T., & Tomi, L. 2018. Right on the money? The contingent effects of strategic orientation and pay system design on firm performance. *Strategic Management Journal*, 39: 3408-3433.
- [27] Alessandri, T. M., & Set, A. 2014. The effects of managerial ownership on international and business diversification: Balancing incentives and risks. *Strategic Management Journal*, 35: 2064-2075.
- [28] Anantharaman, D., & Lee, Y. G. 2014. Managerial risk-taking incentives and corporate pension policy. *Journal of Financial Economics*, 111: 328-351.
- [29] Angie, L. 2009. Managerial risk-taking behavior and equity-based compensation. *Journal of Financial Economics*, 92: 470-490.
- [30] Armstrong, C. S. 2013. The relation between equity incentives and misreporting: The role of risk-taking incentives. *Journal of Financial Economics*, 109: 327-350.
- [31] Armstrong, C. S., & Vashishtha, R. 2012. Executive stock options, differential risk-taking incentives, and firm value. *Journal of Financial Economics*, 104: 70-88.
- [32] Armstrong, C. S., Jagolinzer, A. D., & Larcker, D. F. 2010. Chief executive officer equity incentives and accounting irregularities. *Journal of Accounting Research*, 48: 225-271.
- [33] Bakke, T. E., Mahmudi, H., Fernando, C. S., & Salas, J. M. 2016. The causal effect of option pay on corporate risk management. *Journal of Financial Economics*, 120: 623-643.
- [34] Balsam, S., & Harris, E. E. 2014. The impact of CEO compensation on nonprofit donations. *Accounting Review*, 89: 425-450.
- [35] Balsam, S., & Miharjo, S. 2007. The effect of equity compensation on voluntary executive turnover. *Journal of Accounting & Economics*, 43: 95-119.

- [36] Bamber, L. S., Jiang, J., Petroni, K. R., & Wang, I. Y. 2010. Comprehensive income: Who's afraid of performance reporting? *The Accounting Review*, 85: 97–126.
- [37] Banker, R. D., Darrough, M. N., Huang, R., & Plehn-Dujowich, J. M. 2012. The relation between CEO compensation and past performance. *The Accounting Review*, 88: 1–30.
- [38] Baranchuk, N., Kieschnick, R. L., & Mousawi, R. 2014. Motivating innovation in newly public firms. *Journal of Financial Economics*, 111: 578–588.
- [39] Barkin, S., & Whyte, W. F. 1956. Money and motivation: An analysis of incentives in industry. *Industrial and Labor Relations Review*, 9: 657.
- [40] Bereskin, F. L., & Cicero, D. C. 2013. CEO compensation contagion: Evidence from an exogenous shock. *Journal of Financial Economics*, 107: 477–493.
- [41] Biggerstaff, L., Cicero, D. C., & Puckett, A. 2015. Suspect CEOs, unethical culture and corporate misbehavior. *Journal of Financial Economics*, 117: 98–121.
- [42] Bloom, M. 1999. The performance effects of pay dispersion on individuals and organizations. *The Academy of Management Journal*, 42: 25–40.
- [43] Bloom, M., & Michel, B. J. G. 2002. The relationships among organizational context, pay dispersion, and managerial turnover. *Academy of Management Journal*, 45: 33–42.
- [44] Brewer, M. B. 1985. Experimental research and social policy: Must it be rigor versus relevance? *Journal of Social Issues*, 41: 159–176.
- [45] Brockman, P., Martin, X., & Unlu, E. 2010. Executive compensation and the maturity structure of corporate debt. *Journal of Finance*, 65: 1123–1161.
- [46] Buck, T., Liu, X., & Skovoroda, R. 2008. Top executive pay and firm performance in China. *Journal of International Business Studies*, 39: 833–850.
- [47] Carpenter, M. A. 2000. The price of change: The role of CEO compensation in strategic variation and deviation from industry strategy norms. *Journal of Management*, 26: 1179–1198.
- [48] Carter, M. E., Li, L., Marcus, A. J., & Tehranian, H. 2016. Excess pay and deficient performance. *Review of Financial Economics*, 30: 1–10.
- [49] Certo, S. T., Daily, C. M., & Dalton, C. D. R. 2003. Giving money to get money: How CEO stock options and CEO equity enhance IPO valuations. *Academy of Management Journal*, 46: 643–653.
- [50] Chatterjee, A., & Hambrick, D. C. 2007. It's all about me: Narcissistic chief executive officers and their effects on company strategy and performance. *Administrative Science Quarterly*, 52: 351–386.
- [51] Chava, S., & Purnanandam, A. 2010. CEOs versus CFOs: Incentives and corporate policies. *Journal of Financial Economics*, 97: 263–278.
- [52] Cheng, Q., & Farber, D. B. 2008. Earnings restatements, changes in CEO compensation, and firm performance. *Accounting Review*, 83: 1217–1250.
- [53] Chi, S., Huang, S. X., & Sanchez, J. M. 2017. CEO inside debt incentives and corporate tax sheltering. *Journal of Accounting Research*, 55: 837–876.
- [54] Chin, M. K., & Semadeni, M. 2017. CEO political ideologies and pay egalitarianism within top management teams. *Strategic Management Journal*, 38: 1608–1625.
- [55] Chizema, A., Liu, X., Lu, J., & Gao, L. 2015. Politically connected boards and top executive pay in Chinese listed firms. *Strategic Management Journal*, 36: 890–906.
- [56] Chng, D. H. M., Rodgers, M. S., Shih, E., & Song, X. 2012. When does incentive compensation motivate

managerial behaviors? An experimental investigation of the fit between incentive compensation, executive core self-evaluation, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 33: 1343–1362.

[57] Cicero, D. C. 2009. The manipulation of executive stock option exercise strategies: Information timing and backdating. *Journal of Finance*, 64: 2627–2663.

[58] Conyon, M. J., & He, L. 2011. Executive compensation and corporate governance in China. *Journal of Corporate Finance*, 17: 1158–1175.

[59] Correa, R., & Lel, U. 2016. Say on pay laws, executive compensation, pay slice, and firm value around the world. *Journal of Financial Economics*, 122: 500–520.

[60] Croson, R., Anand, J., & Agarwal, R. 2007. Using experiments in corporate strategy research. *European Management Review*, 4: 173–181.

[61] Datta, D. K., Musteen, M., & Herrmann, P. 2009. Board characteristics, managerial incentives, and the choice between foreign acquisitions and international joint ventures. *Journal of Management*, 35: 928–953.

[62] Dencker, J. C. 2009. Relative bargaining power, corporate restructuring, and managerial incentives. *Administrative Science Quarterly*, 54: 453–485.

[63] Deutsch, Y., Keil, T., & Laamanen, T. 2011. A dual agency view of board compensation: The joint effects of outside director and CEO stock options on firm risk. *Strategic Management Journal*, 32: 212–227.

[64] Devers, C. E., & Holmes, R. 2007. The effects of endowment and loss aversion in managerial stock option valuation. *Academy of Management Journal*, 50: 191–208.

[65] Devers, C. E., Cannella Jr, A. A., Reilly, G. P., & Yoder, M. E. 2007. Executive compensation: A multidisciplinary review of recent developments. *Journal of Management*, 33: 1016–1072.

[66] Devers, C. E., McNamara, G., Wiseman, R. M., & Arrfelt, M. 2008. Moving closer to the action: Examining compensation design effects on firm risk. *Organization Science*, 19: 548–566.

[67] Ederer, F., & Manso, G. 2013. Is pay-for-performance detrimental to innovation? *Management Science*, 59: 1496–1513.

[68] Farrell, A. M., Goh, J., & White, B. J. 2014. The effect of performance-based incentive contracts on system 1 and system 2 processing in affective decision contexts: FMRI and behavioral evidence. *Accounting Review*, 89: 1979–2010.

[69] Feldman, E. R., Claudine, G., & Julie, W. 2018. Pay inequality and corporate divestitures. *Strategic Management Journal*, 39: 2829–2858.

[70] Filatotchev, I., & Allcock, D. 2010. Corporate governance and executive remuneration: A contingency framework. *Academy of Management Perspective*, 24: 20–33.

[71] Finkelstein, S., & Hambrick, D. C. 1988. Chief executive compensation: A synthesis and reconciliation. *Strategic Management Journal*, 9: 543–558.

[72] Finkelstein, S., Cannella, S. F. B., Hambrick, D. C., & Cannella, A. A. 2009. *Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams, and boards*. New York: Oxford University Press.

[73] Fong, E. A., Misangyi, V. F., & Tosi, H. L. 2010. The effect of CEO pay deviations on CEO withdrawal, firm size, and firm profits. *Strategic Management Journal*, 31: 23.

[74] Frank, R. H. 1984. Are workers paid their marginal products? *American Economic Review*, 74: 549–571.

[75] Fredrickson, J. W., Davis-Blake, A., & Sanders, W. G. 2010. Sharing the wealth: Social comparisons and pay dispersion in the CEO's top team. *Strategic Man-*

*agement Journal*, 31: 1031–1053.

[76] Gamache, D., Mcnamara, G., Mannor, M., & Johnson, R. E. 2014. Motivated to acquire? The impact of CEO regulatory focus on firm acquisitions. *Academy of Management Journal*, 58: 1261–1282.

[77] Gao, H., Luo, J., & Tang, T. 2015. Effects of managerial labor market on executive compensation: Evidence from job-hopping. *Journal of Accounting and Economics*, 59: 203–220.

[78] Gerhart, B., Rynes, S. L., & Fulmer, I. S. 2009. Pay and performance: Individuals, groups, and executives. *The Academy of Management Annals*, 3: 251–315.

[79] Glover, B., & Levine, O. 2017. Idiosyncratic risk and the manager. *Journal of Financial Economics*, 126: 320–341.

[80] Gomez-Mejia, L. 1992. Structure and process of diversification, compensation strategy, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 13: 381–397.

[81] Gomez-Mejia, L., & Wiseman, R. 1997. Reframing executive compensation: An assessment and outlook. *Journal of Management*, 23: 291–374.

[82] Gopalan, R., Milbourn, T., Song, F., & Thakor, A. V. 2014. Duration of executive compensation. *The Journal of Finance*, 69: 2777–2817.

[83] Gormley, T. A., Matsa, D. A., & Milbourn, T. 2013. CEO compensation and corporate risk: Evidence from a natural experiment. *Journal of Accounting & Economics*, 56: 79–101.

[84] Greckhamer, T. 2016. CEO compensation in relation to worker compensation across countries: The configurational impact of country-level institutions. *Strategic Management Journal*, 37: 793–815.

[85] Hambrick, D. C., & D’Aveni, R. A. 1992. Top team deterioration as part of the downward spiral of large cor-

porate bankruptcies. *Management Science*, 38: 1445–1466.

[86] Harris, J., & Bromiley, P. 2007. Incentives to cheat: The influence of executive compensation and firm performance on financial misrepresentation. *Organization Science*, 18: 337–545.

[87] Harris, M., & Raviv, A. 1979. Optimal incentive contracts with imperfect information. *Journal of Economic Theory*, 20: 231–259.

[88] Hayes, R. M., Lemmon, M., & Qiu, M. 2012. Stock options and managerial incentives for risk taking: Evidence from FAS 123R. *Journal of Financial Economics*, 105: 174–190.

[89] Heron, R. A., & Lie, E. 2016. Do stock options overcome managerial risk aversion? Evidence from exercises of executive stock options. *Management Science*, 63: 3057–3071.

[90] Holmstrom, B. 1979. Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics*, 10: 74–91.

[91] Hou, W., Priem, R. L., & Goranova, M. 2017. Does one size fit all? Investigating pay-future performance relationships over the “Seasons” of CEO tenure. *Journal of Management*, 43: 864–891.

[92] Jayaraman, S., & Milbourn, T. T. 2015. CEO equity incentives and financial misreporting: The role of auditor expertise. *Accounting Review*, 90: 321–350.

[93] Jensen, M. C., & Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3: 305–360.

[94] Kale, J. R., Reis, E., & Venkateswaran, A. 2009. Rank-order tournaments and incentive alignment: The effect on firm performance. *The Journal of Finance*, 64: 1479–1512.

[95] Kepes, S., Delery, J., & Gupta, N. 2009. Con-

tingencies in the effects of pay range on organizational effectiveness. *Personnel Psychology*, 62: 497–531.

[96] Kini, O., & Williams, R. 2012. Tournament incentives, firm risk, and corporate policies. *Journal of Financial Economics*, 103: 350–376.

[97] Knopf, J. D., Nam, J., & Thornton, J. H. 2002. The volatility and price sensitivities of managerial stock option portfolios and corporate hedging. *Journal of Finance*, 57: 802–813.

[98] Larraza – Kintana, M., Wiseman, R. M., & Welbourne, G. M. M. 2007. Disentangling compensation and employment risks using the behavioral agency model. *Strategic Management Journal*, 28: 1001–1019.

[99] Laux, C., & Laux, V. 2009. Board committees, CEO compensation and earnings management. *Accounting Review*, 84: 869–891.

[100] Leonard, J. S. 1990. Executive pay and firm performance. *Industrial & Labor Relations Review*, 43: 13–29.

[101] Leventhal, G. S. 1976. The distribution of rewards and resources in groups and organizations. *Advances in Experimental Social Psychology*, 9: 91–131.

[102] Makri, M., Lane, P. J., & Gomez–Mejia, L. R. 2006. CEO incentives, innovation, and performance in technology–intensive firms. *Strategic Management Journal*, 27: 1057–1080.

[103] Malmendier, U., & Tate, G. 2009. Superstar CEOs. *Quarterly Journal of Economics*, 124: 1593–1638.

[104] Manso, G. 2011. Motivating innovation. *Journal of Finance*, 66: 1823–1860.

[105] Martin, G., Washburn, N., Makri, M., & Gomez–Mejia, L. R. 2015. Not all risk taking is born equal: The behavioral agency model and CEO’s perception of firm efficacy. *Human Resource Management*, 54: 483–498.

[106] Mcgahan, A. M., & Porter, M. E. 1997. How much does industry matter really? *Strategic Management Journal*, 18: 15–30.

[107] Merriman, K. K., Gupta, S., & Deckop, J. 2006. The effect of CEO pay structure on corporate social performance. *Journal of Management*, 32: 329–342.

[108] Messersmith, J. G., Guthrie, J. P., Ji, Y. Y., & Lee, J. Y. 2011. Executive turnover: The influence of dispersion and other pay system characteristics. *Journal of Applied Psychology*, 96: 457.

[109] Musteen, M., & Herrmann, D. P. 2009. Ownership structure and CEO compensation: Implications for the choice of foreign market entry modes. *Journal of International Business Studies*, 40: 321–338.

[110] Panousi, V., & Papanikolaou, D. 2012. Investment, idiosyncratic risk and ownership. *Journal of Finance*, 67: 1113–1147.

[111] Park, H., & Vrettos, D. 2015. The moderating effect of relative performance evaluation on the risk incentive properties of executives’ equity portfolios. *Journal of Accounting Research*, 53: 1055–1108.

[112] Peng, L., & Röell, A. 2008. Manipulation and equity–based compensation. *American Economic Review*, 98: 285–290.

[113] Pissaris, S., Heavey, A., & Golden, P. 2017. Executive pay matters: Looking beyond the CEO to explore implications of? Pay disparity on Non – CEO executive turnover and firm performance. *Human Resource Management*, 56: 307–327.

[114] Pyzoha, J. S. 2015. Why do restatements decrease in a clawback environment? An investigation into financial reporting executives’ decision–making during the restatement process. *Accounting Review*, 90: 2515–2536.

[115] Resick, C. J., Whitman, D. S., Weingarden,

- S. M., & Hiller, N. J. 2009. The bright-side and the dark-side of CEO personality: Examining core self-evaluations, narcissism, transformational leadership, and strategic influence. *Journal of Applied Psychology*, 94: 1365-1381.
- [116] Ridge, J. W., Hill, A. D., & Aime, F. 2017. Implications of multiple concurrent pay comparisons for top-team turnover. *Journal of Management*, 43: 671-690.
- [117] Rosen, S. 1986. Prizes and incentives in elimination tournaments. *American Economic Review*, 76: 701-715.
- [118] Shalev, R., Zhang, I. X., & Zhang, Y. 2013. CEO compensation and fair value accounting: Evidence from purchase price allocation. *Journal of Accounting Research*, 51: 819-854.
- [119] Shi, W., Connelly, B. L., & Sanders, W. G. 2016. Buying bad behavior: Tournament incentives and securities class action lawsuits. *Strategic Management Journal*, 37: 1354-1378.
- [120] Shue, K., & Townsend, R. R. 2017. How do quasi-random option grants affect CEO risk-taking? *Journal of Finance*, 67: 2551-2588.
- [121] Siegel, P. A., & Hambrick, D. C. 2005. Pay disparities within top management groups: Evidence of harmful effects on performance of high-technology firms. *Academy of Management Annual Meeting Proceedings*, 16: 259-274.
- [122] Smith, E. B., & W, Rand. 2018. Simulating macro-level effects from micro-level observations. *Management Science*, 64: 5405-5421.
- [123] Steinbach, A. L., Holcomb, T. R., Holmes Jr, R. M., Devers, C. E., & Cannella Jr, A. A. 2017. Top management team incentive heterogeneity, strategic investment behavior, and performance: A contingency theory of incentive alignment. *Strategic Management Journal*, 38: 1701-1720.
- [124] Tenhiälä, A., & Laamanen, A. 2018. Right on the money? The contingent effects of strategic orientation and pay system design on firm performance. *Strategic Management Journal*, 39: 1-29.
- [125] Van Essen, M., Heugens, P. P., Otten, J., & van Oosterhout, J. H. 2012. An institution-based view of executive compensation: A multilevel meta-analytic test. *Journal of International Business Studies*, 43: 396-423.
- [126] Volker, L. 2014. Pay convexity, earnings manipulation, and project continuation. *Accounting Review*, 89: 2233-2259.
- [127] Wade, J. B., O'Reilly, I. C. A., & Pollock, T. G. 2006. Overpaid CEOs and underpaid managers: Fairness and executive compensation. *Organization Science*, 17: 527-544.
- [128] Wang, T. Y., Winton, A., & Yu, X. Y. 2010. Corporate fraud and business conditions: Evidence from IPOs. *Journal of Finance*, 65: 2255-2292.
- [129] Zolotoy, L., O'sullivan, D., & Martin, G. P. 2018. The social context of compensation design: Social norms and the impact of equity incentives. *Human Resource Management*, 57: 1233-1250.