

高管薪酬前因：研究进展与未来方向^{*}

□ 张三保 李雅婷

领域编辑推荐语：

“本文不但对国内外高管薪酬前因研究进行了系统的梳理和比较，而且对未来研究提出了宝贵的建议，非常值得参考借鉴。”

——Wei Shen

摘要：基于 Devers 等（2007）对高管薪酬前因与效应的系统回顾，并拓展张三保和康璧成（2020）对 2008~2018 年高管薪酬效应研究进展的归纳，本文结合管理、经济和会计等多学科视角，从个体、企业 and 环境等多层次主体着手，梳理 2008~2020 年高管薪酬前因研究的新进展，并提出未来研究方向。首先，从相关学科 24 本中英文重要期刊中甄选出 198 篇主题相关文章，回顾并比较 13 年间的研究进展。其次，阐释了影响高管薪酬水平和薪酬差距的前因、边界条件，并考察了中国情境下高管薪酬前因研究特殊性。再次，评述前述研究进展，并连接 Devers 等（2007）对高管薪酬前因研究的回顾，构建出 1997~2020 年高管薪酬前因的系统性分析框架。最后，结合中国情境指出了未来富有潜力的研究方向。

关键词：高管薪酬；薪酬前因；薪酬水平；薪酬差距；中国情境

一、引言

20 世纪八九十年代，西方大型上市公司的 CEO 薪酬大幅上升，引发实务界和学术界的大量关注，由此积累了丰硕研究成果（Hall & Murphy, 2003）。然而，Gomez-Mejia

* 本文受国家自然科学基金面上项目“中国营商环境、总经理自主权与企业技术创新：制度基础观与高层梯队理论整合视角下的多层次研究”（72072137）；国家自然科学基金重点项目“转型升级背景下组织创新的多层因素及动态机制研究”（71632002）、中央高校基本科研业务费专项资金武汉大学自主科研项目（人文社会科学）“中国营商环境、战略领导与企业不端行为”（WHU18008）的资助。感谢《管理学季刊》编辑部、审稿专家、领域编辑及主编李海洋教授的多轮耐心指正。文责自负。

和 Wiseman (1997) 指出, 这些成果的理论视角和关注重点过于狭隘, 亟待拓展与延伸。此后, 来自金融、管理、经济、会计等多学科的研究者们, 运用多元理论视角, 探索了高管薪酬的前因与效应。在此基础上, Devers 等 (2007) 对散布各学科的高管薪酬研究 (1997~2007 年) 进行了里程碑式的梳理与总结。

2007 年美国金融危机爆发后, 尽管全球经济萧条、公司市值大跌, 高管薪酬水平却呈逆势上涨。例如, 2007~2014 年, 美国标准普尔 1500 指数成份股公司的 CEO 薪酬中值增长了 39%。狂飙的高管薪酬和巨大的薪酬差异, 再次引发学界对高管薪酬的普遍关注。此后十余年, 关于高管薪酬前因与效应的研究, 形成了更加丰富的文献积累。在此形势下, 张三保和康璧成 (2020) 梳理了 2008~2018 年的高管薪酬效应研究, 并结合中国情境特殊性, 构建出高管薪酬效应分析框架。与此对应, 本文聚焦高管薪酬前因, 基于对 2008~2020 年中外多学科研究成果的回顾, 并连接 Devers 等 (2007) 对高管薪酬前因研究成果的总结, 构建出 1997~2020 年高管薪酬前因研究的系统框架。

本文致力于回答以下四个问题: 第一, 哪些因素决定了高管薪酬的水平和差距? 第二, 哪些因素调节了前因与高管薪酬的关系? 第三, 中国情境下高管薪酬决定因素有何特殊性? 第四, 高管薪酬前因未来研究包括哪些方向?

后文结构安排如下: 第二部分介绍文献来源和重要中英文文献, 概述并比较中英文研究

主题; 第三、第四部分分别阐释高管薪酬水平与差距的前因、影响前因的边界条件和中国情境下特殊性前因; 第五部分探究近十年研究进展, 基于文献评述构建出一个整合性分析框架, 并指出潜在研究方向。

二、文献来源及主题比较

(一) 文献来源

高管薪酬前因研究主要集中在管理、会计及金融等多学科领域。本文选取这些领域有影响力的 19 本国际期刊, 以及中国国家自然科学基金委 A 类期刊目录中的 7 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, 作为本文考察十余年研究进展的文献来源。中英文成果来源期刊请参见表 1。^①

本文分别从收录上述期刊的数据库中搜索相应文章。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 的两两组合, 在中国知网以“高管/经理人/CEO”和“薪酬/收入/激励”的两两组合进行主题检索, 获取相关文献。其次, 对所获文章的标题、摘要和主要内容加以分析, 筛选出高管薪酬前因的研究文献, 并删除仅以高管薪酬效应为对象的研究。经过以上筛选过程, 最终获得了 15 本英文期刊的 103 篇英文文献, 以及 9 本中文期刊的 95 篇中文文献, 如表 1 所示。

^① 所选外文期刊中, *Academy of Management Review*、*Econometrica*、*Review of Economic Studies* 与 *Journal of Political Economy* 在 2008~2020 年, 未发现符合筛选条件的文献, 故未呈现在表 1 中。检索日期截至 2020 年 10 月 20 日。

表1 中英文重要期刊的高管薪酬前因论文数量 (2008~2020年)

外文期刊	数量 (篇)	中文期刊	数量 (篇)
<i>Journal of Financial Economics</i> (JFE)	21	《会计研究》	21
<i>Strategic Management Journal</i> (SMJ)	14	《经济管理》	20
<i>Management Science</i> (MS)	12	《南开管理评论》	14
<i>Journal of Finance</i> (JF)	10	《管理世界》	12
<i>The Accounting Review</i> (AR)	9	《金融研究》	11
<i>Journal of Management</i> (JoM)	7	《中国工业经济》	7
<i>Organization Science</i> (OS)	6	《经济研究》	5
<i>Academy of Management Journal</i> (AMJ)	5	《管理科学学报》	4
<i>Journal of Accounting Research</i> (JAR)	4	《世界经济》	1
<i>American Economic Review</i> (AER)	4		
<i>Quarterly Journal of Economics</i> (QJE)	3		
<i>Journal of International Business Studies</i> (JIBS)	3		
<i>Journal of Accounting and Economics</i> (JAE)	2		
<i>Review of Financial Studies</i> (RFS)	2		
<i>Administrative Science Quarterly</i> (ASQ)	1		
15种	103	9种	95

资料来源：笔者整理。

如图1中上述文献的年份分布所示，英文文献在近13年每年都较为均匀分布，而中文文献则集中在2010~2018年。

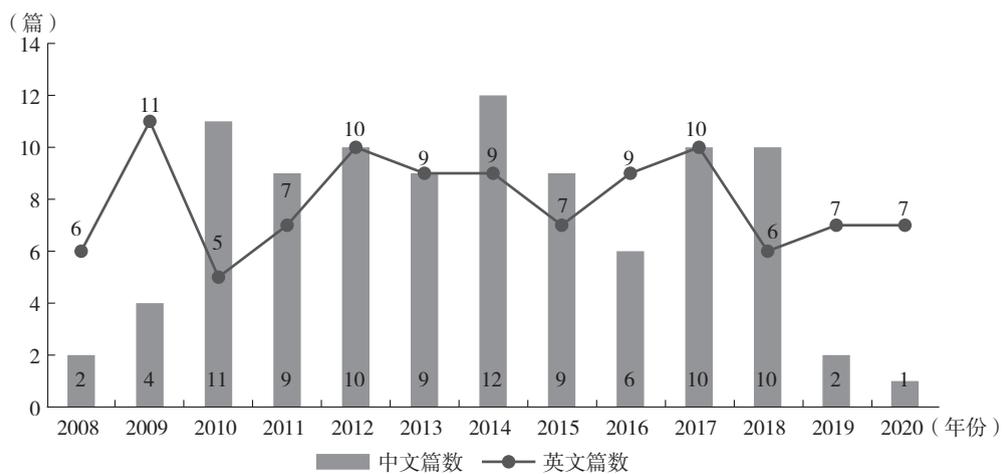


图1 高管薪酬前因的中英文文献年份分布 (2008~2020年)

资料来源：笔者整理。

(二) 中英文重要文献归纳

为了更加全面呈现中英文重要文献的贡献，我们使用表格汇总介绍相关重要文献。每篇文献的介绍包括十个方面：作者及期刊名称、关键词、主要研究内容及结论、分析层次、自变量、因变量、调节变量、控制变量、主要理论、数据来源或研究方法。

文章的遴选标准为：第一，涉及 2008 年以来高管薪酬的重要前因，即回溯发现的研究热点或者较新因素；第二，涉及前述重要前因的调节变量，拓展了研究边界。符合此标准的包括 25 篇英文文献和 23 篇中文文献，分别约占中英文文献总数的 1/4，详情请参见表 2 和表 3。

表 2 高管薪酬前因的重要英文文献归纳 (2008~2020 年)

作者及期刊名称	关键词	主要研究内容及结论	分析层次	自变量	因变量	调节变量	控制变量	主要理论	数据来源或研究方法
Gabaix 和 Landier (2008), QJE	高管薪酬; 公司治理; 企业规模	在市场均衡中, CEO 的薪酬取决于公司的规模和市场公司的总体规模。并创立了模型, 用于解释各公司 CEO 和各时期美国 CEO 的薪酬水平的增长	企业	企业规模	CEO 薪酬水平	无	正式、非正式制度等	市场配置理论	Execu Comp
Tervio (2008), AER	高管薪酬; 管理能力; 公司规模	CEO 薪酬与企业规模呈正相关, 而管理能力的隐含差异较小, 对股东价值的影响相对较小	企业	企业规模	高管薪酬水平	市场匹配	无	市场分配理论	分配模型 (assignment model); CompuStat
Fredrickson 等 (2010), SMJ	社会比较; 高管薪酬; 薪酬差距; 高层管理团队	CEO 顶级团队成员之间比较的社会心理因素影响董事会的薪酬制定过程, 社会比较越大, 薪酬差距越小	个体	高管群体相似性、高管团队任期	非 CEO 高管间薪酬差距	绩效薪酬敏感性	企业绩效、规模、董事会规模等	社会比较理论	Execucomp 等、文本分析
Morse 等 (2011), JF	高管薪酬; 权力; 运气薪酬; 薪酬操纵	CEO 权力会诱使董事会将绩效指标的权重转向更好的绩效指标, 提升其激励性薪酬, 并且随着 CEO 人力资本和公司波动性的增加而增加	个体	高管权力	CEO 绩效薪酬	CEO 人力资本	CEO 所有权份额、可执行期权持有价值等	管理者权力理论	ExecuComp
Kuhnen 和 Niessen (2012), MS	高管薪酬; 公众舆论; 媒体报道	在媒体对 CEO 薪酬进行了更多负面报道后, 企业减少了期权授予, 并增加了薪资等争议较小的薪酬类型, 但是总体薪酬没有变化	环境	媒体负面报道	CEO 年薪总额	声誉担忧	CEO 权力、年龄、企业绩效和市场价格	议程设置理论、行政治理理论	语言探究和单词计数法 (LIWC)、Factiva 新闻数据库
van Essen 等 (2012), JIBS	国际业务; CEO 薪酬; 制度环境	正式和非正式制度在塑造高管薪酬的绩效敏感性方面发挥着互补的作用, 并受法院运作情况和善政规范的调节	企业	企业绩效	高管薪酬水平	正式、非正式制度	行业特征、民主发展水平、薪酬咨询等	委托代理理论、制度理论	元分析

续表

作者及期刊名称	关键词	主要研究内容及结论	分析层次	自变量	因变量	调节变量	控制变量	主要理论	数据来源或研究方法
Albuquerque 等 (2013), JFE	高管薪酬; 薪酬基准; 同辈群体	选择高薪同行是对未被发现的 CEO 才能的奖励比企业自我服务更具解释力	环境	行业薪酬基准、高管人力资本	CEO 薪酬总额	公司治理	机构所有权、内部人占比等	同行薪酬效应 (PPE)、人力资本理论	最终委托书、ExecuComp
Custodio 等 (2013), JFE	高管薪酬; 管理者市场; 人力资本	拥有终身工作经验积累的一般管理技能的 CEO 的薪酬更高。CEO 受聘执行重组和收购等复杂任务时, 薪酬溢价更高	个体	CEO 人力资本	CEO 年薪总额	战略任务	绩效、ROA、波动性、股票回报率、公司年龄等	人力资本理论	ExecuComp/ BoardEx 等
Gerakos 等 (2013), MS	CEO 薪酬; 公司治理; 交叉上市; 全球化	以英国公司的 CEO 为样本, 发现以美国交易所上市形式出现的资本市场关系与较高的英国 CEO 薪酬相关。在美国进行收购的英国公司中, 美英 CEO 薪酬差距缩小	环境	交叉上市	CEO 薪酬水平	产品市场	公司治理、行业、年份等	全球化理论	Hemscott/ Datastream 等、年报分析
Pandher 和 Currie (2013), SMJ	CEO 薪酬; 资源视角; 企业战略	通过构建分析框架, 研究了与企业产生租金和价值的的能力、资源优势的不确定性以及企业利益相关者与高层管理人员之间的竞争互动相关的战略因素对 CEO 薪酬的协同影响	企业	企业战略	CEO 薪酬总额	企业特征	无	资源基础理论、战略管理理论	定性分析、模型构建
Nguyen 和 Nielsen (2014), MS	高管薪酬; 管理能力; 突然死亡; 高管价值	利用股价对高管猝死的反应作为对股东价值预期贡献的衡量后发现对股东价值有贡献的经理人获得更高的报酬	企业	企业绩效	高管年薪总额	行业特征	CEO 身份、公司规模、市净率、资产回报率等	委托代理理论	文本分析、ExecuComp
Falato 等 (2015), MS	高管薪酬; 人力市场; 人力资本	CEO 声誉、职业和教育背景对 CEO 薪酬都有正向影响, CEO 人力资本对其薪酬有正向影响	个体	CEO 人力资本	CEO 薪酬水平	企业规模	公司规模、CEO 年龄和内部继任	人力资本理论	传记资料、新闻资料、ExecuComp
Pan (2015), MS	高管薪酬; 企业融资; 匹配; 高管劳动力市场	规模更大、业务更多样化、研究更密集的公司付给高管更高薪水, 因为他们与有才才华、有跨行业经验、倾向于创新的经理们搭配得很好, 并从其给定的管理技能中获得了更高的边际生产率	企业	企业规模	高管薪酬水平	行业特征	企业绩效、行业薪酬基准等	市场配置理论	多维匹配、ExecuComp、文本分析

续表

作者及期刊名称	关键词	主要研究内容及结论	分析层次	自变量	因变量	调节变量	控制变量	主要理论	数据来源或研究方法
van Essen 等 (2015), JoM	高管薪酬; 管理权力理论; 代理理论	管理层权力理论在预测现金总额、薪酬总额等核心薪酬变量方面具有较好的理论基础, 董事会权力与高管绩效薪酬敏感性呈正相关	个体	高管权力	高管现金薪酬、薪酬总额	董事会权力	企业规模、企业风险、多样化、企业研发水平等	管理者权力理论	元分析
Connolly 等 (2016), JoM	高管薪酬; 高管团队; 公平	短期机构投资者对高管与员工薪酬差距有正向的影响, 而专门机构投资者对薪酬差距有消极的影响	企业	机构投资者	高管与员工薪酬差距	无	ROA、公司多元化、行业复杂性动态性	高阶理论、锦标赛理论、公平理论	ExecuComp/Compustat
Correa 和 Lel (2016), JFE	高管薪酬; SoP; 法规; 公司估值	在采用了薪酬标准 (SoP) 法律后, CEO 薪酬增长率下降, CEO 薪酬对公司绩效的敏感性提高。这些变化集中在薪酬过高、股东持不同意见、CEO 任期较长、董事会独立性较弱的公司	环境	SoP 法规	CEO 年薪总额	董事会独立性、高管任期	机构所有权、董事会监管和高管权力、GDP 增长率	制度理论	CIQ
Shin (2016), JoM	CEO 薪酬; 管理权力; 薪酬基准	薪酬较低、对董事会权力相对较大的 CEO 的薪酬与他们的同行薪酬相关, 高管权力使企业更积极地采用同业基准向上调整 CEO 薪酬	环境	行业薪酬基准	高管薪酬水平	高管权力	ROE、企业多元化、CEO 年龄、任期等	同行薪酬效应、管理者权力理论	ExecuComp
Chin 和 Semadeni (2017), SMJ	高管薪酬; 政治意识形态; 高层管理人员	CEO 自由主义降低了高管薪酬的差距, 薪酬委员会自由主义强化了 CEO 自由主义对高管薪酬差距的负面影响	个体	CEO 自由主义倾向	非 CEO 高管间薪酬差距、CEO 与高管薪酬差距	薪酬委员会	CEO 个人特征和企业特质等共 13 变量	政治意识形态理论、高阶理论	观察法、ExecuComp 等、联邦选举委员会
Kang 和 Kim (2017), OS	CEO 薪酬; 媒体; 劳动力市场	CEO 在 CNBC 的采访和主要新闻文章中露面与他或她第二年的薪酬呈正相关, 其相关性受到公司规模和公司股票市场表现的调节	环境	媒体报道	CEO 年薪总额	企业股票表现	ROA、机构所有权、CEO 二元性、性别等	市场配置理论	文本分析、ExecuComp
Kolev 等 (2017), JoM	CEO 薪酬; 代理理论; 董事会监督	CEO 薪酬是 CEO 与董事会讨价还价的结果, 随着董事会在控制机会主义方面的努力减少和 CEO 权力的增加, CEO 薪酬变高	个体	高管权力	CEO 薪酬水平	董事会治理	机构所有权、董事会独立性、董事会规模和会议	委托代理理论、管理者权力理论	Compustat 等

续表

作者及期刊名称	关键词	主要研究内容及结论	分析层次	自变量	因变量	调节变量	控制变量	主要理论	数据来源或研究方法
Zorn 等 (2017), SMJ	高管薪酬; 公司治理; 董事会	当 CEO 是董事会唯一的内部人士时, 这样的董事会向 CEO 支付的薪酬过高, CEO-高管团队薪酬差距加大	企业	董事会独立性	高管薪酬水平、CEO 与高管薪酬差距	股票分析师、机构投资者	公司、董事会和执行机构的特征变量	委托代理理论	RiskMetric/ExecuComp 等
de Vaan 等 (2019), MS	高管薪酬; 社会比较; 同辈群体	企业使用同行薪酬基准来确定高管薪酬。一般企业使用的是向上倾斜的同行群体, 其选择偏差受到财务目标达标和高管管理自主权的调节	环境	行业薪酬基准	高管薪酬水平	财务目标、管理自主权	企业特征、年份、地区等	同行薪酬效应、社会比较理论	反事实对等组、ExecuComp
Graffin 等 (2019), SMJ	代理理论; CEO 薪酬; 政治倾向; 风险承受	风险厌恶程度高的新任 CEO 的绩效薪酬相对较低, 其薪酬契约与其风险偏好适配	个体	CEO 风险厌恶程度	CEO 的初始薪酬	无	企业特质、前任特征、高管特征等共 12 个变量	政治意识形态理论、高阶理论	访谈、联邦选举委员会、COMPUSTAT 等, 文本分析
Shi 等 (2019), SMJ	归因理论; CEO 薪酬; 战略风险	当 CEO 进行大规模的企业投资时, 董事会将绩效归功于 CEO, 其绩效薪酬敏感性增强	企业	企业绩效	CEO 薪酬水平	战略任务、CEO 声望	内外部治理、公司特征变量	归因理论	ExecuComp 等
Mueller 等 (2020), JoM	CEO 职业经验; CEO 薪酬; 人力资本	多面手型 CEO 在管理人才市场上更受重视, 他们的初始薪酬也更高	个体	CEO 人力资本	CEO 初始薪酬	行业复杂性、企业多元化	CEO 的 MBA 学位、任期、职能经验多样性等	人力资本理论	公司年报、Bloomberg/ThomsonONE

资料来源: 笔者整理。

表 3 高管薪酬前因的重要中文文献归纳 (2008~2020 年)

作者及期刊名称	关键词	主要研究内容及结论	分析层次	自变量	因变量	调节变量	控制变量	主要理论	数据来源或研究方法
黄志忠和郝群 (2009), 《南开管理评论》	高管薪酬; 外部监管; 激励机制	高管薪酬与第一大股东持股比例、银行借款/总资产比率呈负相关; 高管绩效薪酬敏感性与外资控股、行业管制呈正相关, 与独立董事占比呈负相关	企业	ROE	高管薪酬水平	外资控股、独立董事等	公司规模、高管变更、年份、CFI	代理成本理论	CSMAR
吴育辉和吴世农 (2010), 《会计研究》	高管薪酬; 管理层激励; 管理层自利行为	高管薪酬仅与 ROA 呈显著正相关关系, 但与资产获现率 (经营净现金/总资产) 及股票收益率没有显著的正相关关系。高管的薪酬水平随着其控制权的增加而显著提高	个体/企业	高管权力、企业绩效	高管薪酬水平	所有权异质性	公司规模、财务杠杆、成长性、区域、行业和年份	管理者权力理论	RESSET/WIND/CSMAR

续表

作者及期刊名称	关键词	主要研究内容及结论	分析层次	自变量	因变量	调节变量	控制变量	主要理论	数据来源或研究方法
权小锋等 (2010), 《经济研究》	管理层权力; 国有企业; 私有收益; 操纵性薪酬	国有企业高管的权力越大, 其获取的私有收益越高, 管理层权力越大, 薪酬与操纵性绩效之间的敏感性越大。这表明随着权力增长, 管理层会倾向利用盈余操纵获取绩效薪酬	个体	高管权力	高管薪酬水平	政府治理、机构持股比例等	企业规模、绩效、成长性	管理者权力理论	CSMAR、国家统计局网站
江伟 (2010), 《金融研究》	管理者薪酬; 比较基准; 人力资本; 管理者权力	我国的上市公司在制定管理者薪酬契约时采用了行业薪酬基准, 并由此导致了管理者薪酬的逐渐增长。管理者人力资本理论可以对上市公司采用行业薪酬基准提供解释, 但是管理者权力理论不能	环境	行业薪酬基准	管理层薪酬变化	人力资本	大股东持股比例、绩效、负债比率、成长性、公司规模变量	管理者人力资本理论、参照点契约理论	CSMAR
沈艺峰和李培功 (2010), 《中国工业经济》	国有企业; 高管薪酬; 限薪令; 绩效与运气	《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》发布后, 国有企业高管的薪酬水平不仅没有降低, 反而得到显著提高, 国有企业高管运气薪酬的现象依然存在, 说明并未取得预期的效果	环境	政府限薪令	高管基薪、奖金和津贴	无	公司规模、高管年龄和高管任职期限	高管权力理论	事件研究法、CSMAR/CCER
李维安等 (2010), 《南开管理评论》	高管薪酬; 经理才能; 公司治理; 契约参照点; 薪酬委员会	高管薪酬水平与经理才能、管理者权力和国际同行的薪酬基准呈正相关	个体/企业/环境	经理才能、管理者权力、行业薪酬基准	高管薪酬水平	无	公司经营与公司治理变量	管理者权力理论、市场配置理论、参照点契约理论	WIND/CSMAR/CCER
陈震和丁忠明 (2011), 《中国工业经济》	管理层权力; 垄断; 公司规模; 薪酬契约	公司规模是薪酬的最重要影响因素, 较大的企业规模与不合理的规模权重是垄断企业高管薪酬过高的直接原因	企业	企业规模和绩效	高管年薪	行业特征	资产负债率、地区行业平均工资、CEO权力	管理者权力理论	CSMAR、巨潮资讯网、《中国统计年鉴》
苏方国 (2011), 《南开管理评论》	人力资本; 组织因素; 高管薪酬; 跨层次模型	高管人力资本、公司规模、董事会规模和独立董事比例与高管薪酬之间存在显著正相关关系, 监事会规模、无形资产比例与高管薪酬之间存在显著负相关关系	个体、企业	人力资本、组织因素	高管的个人年度现金报酬	国有股比例	无	人力资本理论、委托代理理论	跨层次模型、CSMAR/WIND

续表

作者及 期刊名称	关键词	主要研究内容及结论	分析 层次	自变量	因变量	调节变量	控制变量	主要理论	数据来源或 研究方法
江伟 (2011), 《南开管理评论》	管理者薪酬; 比较基准; 人力资本; 管理者权力	我国的上市公司在制定管理者薪酬契约时采用了行业薪酬基准, 并由此导致了管理者薪酬的逐渐增长; 其增长受地区市场程度、行业保护性和外部治理机制的调节	环境	行业薪酬基准	高管薪酬水平	市场化程度、行业竞争	会计绩效、负债比率、成长性、公司规模等	管理者权力理论、参照点契约理论	CSMAR/ CCER
杨德明和赵璨 (2012), 《经济研究》	高管薪酬; 媒体监督; 公司治理	媒体对于“天价薪酬”与“零薪酬”等薪酬乱象在其中发挥了一定的监督职能。但只有在政府及行政主管部门介入的条件下, 媒体监督职能的发挥才能促使高管薪酬趋于合理	环境	媒体监督	高管薪酬水平	政府介入	股权性质、ROA、资产负债率、公司规模等	媒体有偏论和媒体治理理论	文本分析; WIND/ CSMAR/ CCER
马连福等 (2013), 《管理世界》	党组织; 公司治理; 冗余雇员; 高管薪酬契约	国有企业党委会参与公司治理会降低公司高管的绝对薪酬, 抑制高管攫取超额薪酬的行为, 缩小高管与普通员工之间的薪酬差距	企业	党委会参与公司治理程度	高管薪酬水平、高管与员工的薪酬差距	无	政治关联、企业规模、资产负债率等共15个变量	行政治理理论	文本分析、 CCER
李培功和沈艺峰 (2013), 《管理科学学报》	媒体治理; 经理薪酬; 轰动效应	当媒体向读者提供有关经理薪酬的可靠信息时, 企业会针对媒体的批评完善公司的薪酬政策; 而当媒体向读者提供轰动报道时, 企业也会针对媒体报道对高管薪酬契约进行局部修正	环境	媒体负面报道	高管货币薪酬、高管薪酬与普通职工差异	无	公司规模、经理年龄、任职期限	议程设置理论、行政治理理论	文本分析、 CSMAR / WIND、 中国重要报纸全文数据库
刘浩等 (2014), 《管理世界》	高管薪酬; 收入达标; 利润敏感性; 多绩效指标	对于民营企业, 利润始终决定着高管薪酬的变化; 但是对于国有企业, 收入达标是利润指标使用的“门槛”(条件函数), 收入达标的情况下薪酬才与利润高度相关	企业	企业绩效	高管薪酬水平	股权性质	企业规模、绩效、成长性等	委托代理理论	差分模型、 CSMAR
徐细雄和谭瑾 (2014), 《南开管理评论》	薪酬契约; 参照点效应; 在职消费; 主动离职	我国上市公司高管薪酬契约呈现明显的参照点效应, 即上市公司高管薪酬显著受到同行业、本地区高管薪酬均值等外部参照基准的影响	环境	行业薪酬基准	高管薪酬水平	无	企业规模、绩效、成长性等	参照点契约理论	WIND和 CSMAR 数据库

续表

作者及期刊名称	关键词	主要研究内容及结论	分析层次	自变量	因变量	调节变量	控制变量	主要理论	数据来源或研究方法
唐松和孙铮 (2014), 《管理世界》	高管薪酬; 政治关联; 经营绩效; 公司治理	国有企业和非国有企业中, 政治关联公司的高管都获得了显著较高的薪酬。在中央政府控制的国有企业中, 以及在政府干预较强的地区, 政治关联的国有企业高管的过度薪酬问题更加严重	个体	政治关联	高管薪酬水平	政府干预	公司规模、ROA、董事会规模等 10 项变量	资源基础理论	WIND、CSMAR/CCER
李四海等 (2015), 《中国工业经济》	高管年龄; 薪酬契约; 薪酬绩效敏感性; 政治资本	高管年龄对薪酬水平具有显著的影响, 相对年龄与绝对年龄越大的高管获得了更高水平的薪酬, 并且高管年龄降低了薪酬绩效的敏感性	个体	高管相对和绝对年龄	高管薪酬水平	无	高管性别、企业绩效、规模等	人力资本理论、管理者权力理论、社会资本理论	年报等文本分析、CSMAR
酷卫华和李培功 (2015), 《南开管理评论》	媒体追捧; 明星 CEO; 薪酬; 公司治理	媒体的追捧报道不但没有提高公司经营绩效与明星 CEO 薪酬之间的敏感性, 反而进一步强化了明星 CEO 在公司管理结构中无形的权威和影响力, 使其获得了丰厚的个人薪酬	环境	媒体追捧报道	CEO 货币薪酬	无	销售收入增长率、第一大股东持股比例、账面市值比等共 21 个控制变量	管理者权力理论	文本分析, 中国重要报纸全文数据库、CSMAR/WIND
邓晓岚等 (2015), 《会计研究》	高管薪酬; 审计委员会; 薪酬委员会; 董事网络; 运气薪酬	审计委员会与薪酬委员会的董事职位重叠有助于降低 CEO 运气薪酬对运气的敏感性, 但在 CEO 权力较大的公司, 两个专门委员会的职位重叠对运气薪酬的治理效果减弱	企业	专门委员会	高管货币薪酬	高管权力	行业、年份	信息优势效应、高管权力理论	CSMAR/RESSET
陈闯等 (2017), 《管理科学学报》	多边代理理论; 风险投资; 创始人	风险投资的存在, 会提高新上市企业管理层的整体薪酬水平, 扩大管理层内部薪酬差距, 并且提高管理层的薪酬敏感系数。创始人会抑制风险投资对管理层内部薪酬差距与薪酬敏感系数的影响	企业	风险投资	高管现金薪酬水平、管理层内部薪酬差距	创始人	企业规模、绩效、成长性等	多边代理理论	CSMAR/手工收集
杨青等 (2018), 《金融研究》	限薪令; 央企分类改革; 事件研究法	“限薪令”具有实际约束力, 降低了央企高管的货币薪酬与企业内部薪酬差距	环境	“限薪令”	高管薪酬水平、高管与员工薪酬差距	无	企业规模、财务杠杆、经营绩效、董事会规模等	干预假说理论	事件研究法、双重差分法、iFind/CSMAR

续表

作者及期刊名称	关键词	主要研究内容及结论	分析层次	自变量	因变量	调节变量	控制变量	主要理论	数据来源或研究方法
柳光强和孔高文(2018),《管理世界》	海外经历;薪酬差距;企业绩效	高管的海外经历能够显著提升薪酬差距,并受到企业所有权、政治关联、海外教育经历和留学国家价值观的调节	个体	高管海外经历	高管与员工的相对薪酬差距	股权性质、政治关联	企业规模、成长性共12个变量	价值理论	CSMAR/手工手集
周泽将等(2018),《中国工业经济》	高管薪酬;企业风险承担;风险厌恶;经理人市场;公司价值	控制经营绩效后,企业风险承担水平同高管薪酬之间呈显著正相关,呈现出风险补偿效应,并受到高管风险厌恶程度和经理人市场的调节	企业	企业风险承担水平	高管薪酬水平	高管风险厌恶程度和经理人市场环境	企业规模、绩效、资产负债率等共16个变量	风险厌恶理论、市场声誉理论	RESSET/CSMAR、中国经济金融数据库
吴昊旻等(2018),《管理科学学报》	公司战略;薪酬差距;产权性质;经济后果	公司战略越趋于进攻型,高管薪酬相对越高,员工薪酬相对越低,公司内部高管与员工的薪酬差距也就越大,这种关系在民营企业中表现最为明显	企业	公司战略	高管与员工的相对薪酬差距、高管薪酬水平	区域性	ROA、规模、资产负债率等共11个变量	战略管理理论	CSMAR/CCER
张昭等(2020),《经济管理》	资本市场开放;内部薪酬差距;双重差分模型	资本市场开放显著地缩小了企业内部薪酬差距,企业所处外部法律环境对资本市场开放影响企业内部薪酬差距产生了调节作用	环境	资本市场开放	高管与员工薪酬差距	法律环境	企业规模、年龄等10个变量	制度理论	CSMAR/RESSET

资料来源:笔者整理。

(三) 中外研究主题概述与比较

我们统计了中英文文献中被讨论两次及以上的主题及其相应频次,结果分别如图2和图3所示。其中,英文文献讨论次数前四位的主题依次是:董事会、人力资本、风险厌恶、媒体。中文文献频次前四位主题则依次为:高管权力、绩效、董事会、股权异质性。

通过以上统计可以发现,高管薪酬前因的中英文研究既有相似之处,又有明显差异。一方面,中英文研究主题具有相似性。例如,董事会是近年来中英学者的讨论热点,都位列中英文研

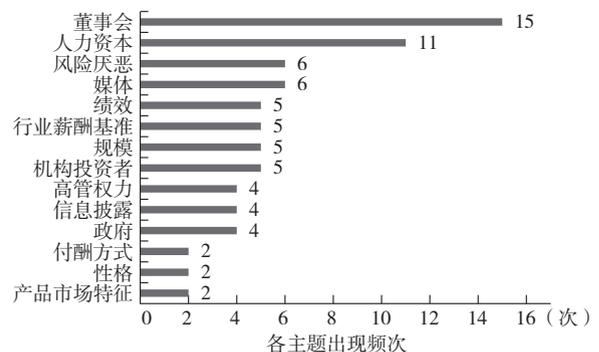


图2 高管薪酬前因的英文研究主题分布 (2008~2020年)

资料来源:笔者整理。

究频次前三。同时,中英文文献中被讨论两次及以上主题中有八个重合话题,共计120篇文献。

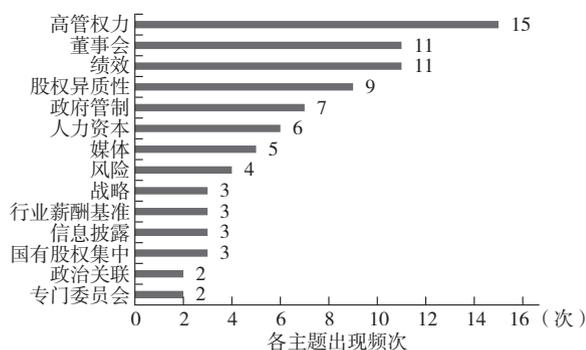


图3 高管薪酬前因的中文研究主题分布 (2008~2020年)

资料来源：笔者整理。

另一方面，中英文研究的侧重点有所不同。中文研究对于传统代理理论和管理者权力理论的关注热度不减，权力、绩效和董事会这三项传统话题仍占据前三位。相比之下，英文研究对管理者权力和绩效的关注逐渐减少，转而关注企业规模、人力资本、行业薪酬基准和产品市场特征等市场因素，并加强了对于传统外生变量（如政府、媒体）和个体心理性格特征的研究。

这些差异主要源于中外不同的政治和经济背景——在中国较晚起步的经理人市场化薪酬、国有企业的“二重性”和内部人控制等背景下，国内学者对经理人收入分配的研究重点，倾向于代理问题的解决和高管权力的制衡，而较少像英文研究一样关注市场因素。下一部分将详细讨论中国情境下高管薪酬水平的特殊前因。

三、高管薪酬水平的前因及其边界条件

基于对高管薪酬前因研究主题的梳理，本部分聚焦于高管薪酬水平，分别从个体、企业

和环境三个层面梳理高管薪酬前因相关研究，并总结影响薪酬水平前因的边界条件以及中国情境下特殊性前因。

（一）高管薪酬水平的前因

1. 个体层面

（1）人力资本。资源基础观（resource-based view）认为CEO所拥有的管理技能是稀缺、难以取代、不可复制的（Barney, 1991），是十分珍贵的战略资产（Amit & Schoemaker, 1993），他们也因此获得了较高的市场回报。在此基础上，近十年研究又进一步细分了影响高管薪酬的技能和能力，论证了高管人力资本对于薪酬的正向影响（苏方国，2011）。

运用市场基础理论（market-based theory），Falato等（2015）使用声望、职业经历和教育背景构建了管理者能力指数，检验发现CEO能力越强，货币薪酬越高。同时，拥有管理才能、跨行业经验、创新能力的经理们将获得更高薪酬，因其与大规模、业务多样化、研究密集型的公司更加匹配，从而为公司带来更高的边际生产率（Pan, 2017）。

值得一提的是，在CEO能力中一般管理技能比特有专业技能更重要（Mueller et al., 2020; Frydman, 2019），CEO平均综合能力指数（GAI）与CEO总薪酬之间呈显著正相关：通才型CEO年薪比专才型CEO高出19%，平均每年多赚近100万美元（Custodio et al., 2013）。

（2）管理者权力。管理者权力理论（managerial power theory）认为，CEO可以利用其自身权力影响薪酬制定过程（Bebchuk et al., 2002），从而获得可观的薪酬，学术界通常运用CEO两职兼任、任期、持股比例以及董事会特

征对其进行衡量 (Cannella et al., 2008)。Otten 和 Heugens (2008) 使用 17 个国家 2001~2004 年 451 家公司 1394 个薪酬合约作为研究样本, 证实了管理者权力理论在全球范围的适用性。

近十年研究着重于对高管利用权力的具体操纵手段进行阐释, 如有权有势的 CEO 促使董事会基于对他们更有利的方面进行绩效考核, 从而提高了他们的激励薪酬 (Morse et al., 2011)。此外, 高管还可以利用其权力进行盈余操纵以获取更高私有收益 (权小锋等, 2010), 或通过操纵年报文本信息复杂性获取更高超额薪酬 (王克敏等, 2018)。并且, 管理者权力会影响高管和董事会之间关于公司剩余价值分配的谈判结果, 权力更大的 CEO 讨价还价能力更强, 从而获取更高薪酬 (Kolev et al., 2017)。

此外, 运用元分析方法, van Essen 等 (2015) 对 219 篇文献的整合和评估表明高管权力在预测现金薪酬、薪酬总额等变量方面具有较好的解释力, 但不能很好地预测激励薪酬。

(3) 高管心理特质。CEO 薪酬方案有效性还取决于 CEO 心理特质 (Wowak & Hambrick, 2010)。近年来的理论研究加强了对于高管内隐的个体心理特质的研究。

CEO 风险偏好与其初始薪酬方案之间的匹配问题是近十年的研究热点。传统代理理论认为应给予风险厌恶型 CEO 以更大的激励薪酬从而促使其承担风险, 然而近来的研究反对了这种观点, 并认为 CEO 会依据其自身风险偏好选择薪酬 (Graffin et al., 2019), 风险厌恶的高管往往获得更低的薪酬水平。因为对于风险厌恶的高管来说, 充满激励的方案吸引力更小, 他们更可能会寻求以现金为中心的薪酬方

案 (Graham et al., 2013), 从而导致初始薪酬中绩效薪酬也会较少 (Page, 2018)。此外, 为换取刚性薪酬带来的保障, 风险厌恶型 CEO 也会接受相对更低的薪酬方案 (Taylor, 2013)。

此外, 学者们还对其他高管心理特质进行了研究, 例如证明了乐观主义 CEO 获得了更低的股票期权、奖金和总薪酬 (Otto, 2014), 过度自信的 CEO 获得了更多的期权密集型薪酬 (Humphery-Jenner et al., 2016) 等。

2. 企业层面

(1) 企业绩效。企业高管薪酬和绩效之间的关系, 是委托代理理论中的根本问题, 也是企业薪酬激励设计的基点 (Murphy, 1985)。在肯定前人关于企业绩效对薪酬正向影响的结论的基础上, 近十年学术界又在方法和内容上进行了拓展。

方法上, 学者们对绩效的测量指标不再局限于单纯的利润或股价指标。例如, Nguyen 和 Nielsen (2014) 以股票价格对高管猝死的反应作为衡量股东价值预期贡献指标; 刘浩等 (2014) 用收入达标来衡量非利润绩效指标, 用更多样的测量指标论证了绩效对薪酬的正向影响。同时, 针对相对绩效 (RPE) 的研究也逐渐增多 (Faulkender & Yang, 2010; Na, 2020)。

内容上, 关于绩效的研究重点逐渐转至薪酬绩效敏感性。研究发现, 美国 CEO 薪酬绝对值和相对值自 1990 年以来都出现了显著增长。这种增长很大程度上归因于增加支付的股票和股票期权薪酬组合, 因此也提升了美国公司的薪酬绩效敏感性 (Bebchuk et al., 2011; Frydman & Saks, 2010)。此外, Fernandes 等

(2013) 通过比较美国与 14 个国家 CEO 薪酬与股东绩效之间的关系，表明薪酬绩效敏感性在美国公司更紧密，并且相对薪酬溢价在美国是适度的。

(2) 企业规模。企业规模越大，对 CEO 个人能力和努力要求越高，同时企业支付能力也更强，所以应给予高管更多的补偿 (Gayle & Miller, 2009; 苏方国, 2011)。早期研究肯定了规模对高管薪酬的正向影响，但认为其影响十分微弱 (Tosi et al., 2000)，近十年研究却得出了相反的结论。Gabaix 和 Landier (2008) 研究发现 CEO 薪酬很大程度上受企业规模和行业规模的影响，并建立了一个可校正的 CEO 薪酬均衡模型，该模型对 20 世纪 80 年代以来 CEO 薪酬上涨做出了定量解释：CEO 薪酬在 1980~2003 年增长了六倍，可以归因于美国大公司在此期间市值增长了六倍。这是因为规模更大的企业可以从高管给定管理技能中获得更高的边际生产率 (Philippon & Reshef, 2012)，公司规模增长与高管薪酬水平的关系实则是体现了经理高层次管理才能对于较大规模公司更加物有所值这一规律 (Pan, 2017)。Frydman 和 Papanikolaou (2018) 运用动态框架也得到了高管薪酬和企业规模长期概念之间的正向关系，企业规模包括现有资产价值和由于新投资而带来的企业未来增长。

(3) 董事会治理。良好的董事会治理，可以避免 CEO 自利行为和机会主义，使 CEO 薪酬呈下降趋势，推动所有者利益最大化。董事会治理往往体现在董事会规模、独立董事比例、薪酬委员会和董事会任期等方面。在独立董事方面，传统代理理论认为董事会应该由大多数外

部独立董事组成 (Bednar, 2012; Fama, 1980)，从而增强董事会客观性，使其整体监控能力得到提升 (Cannella et al., 2008)。Chhaochharia 和 Grinstein (2009) 研究表明，从前没有遵守纽约证券交易所和纳斯达克董事会独立性要求的公司，在规定实施后其 CEO 薪酬比遵守要求的公司多下降 17%，从而证实董事会独立性导致了 CEO 薪酬下降。

然而，后续研究否定了这种机制。Guthrie 等 (2012) 推翻了 Chhaochharia 和 Grinstein (2009) 的实验结果，证实其研究结果的 74%，可归因于 865 家样本公司的两个异常值，并发现薪酬委员会独立性要求反而提高了 CEO 总薪酬。进一步研究表明，过高的董事会独立性会导致 CEO 薪酬提升 (Zorn et al., 2017; 黄志忠和郗群, 2009)，因为大量外部人员增加了固有的信息不对称程度，并且外部观察者易于高估 CEO 控制和决定公司绩效的能力 (Connelly et al., 2016)。这有利于 CEO 自我服务行为却不利于董事会监管，从而使 CEO 获得超出预期的薪酬 (Fernandes et al., 2013)。Van Essen 等 (2015) 也发现，董事会权力的两个指标 (所有权集中度和机构所有权) 与 CEO 薪酬总额呈负相关，但是董事会独立性与 CEO 总薪酬呈正相关。

除去董事会独立性，Kolev 等 (2017) 建议审查董事会勤奋程度，即董事的监督动机和能力。勤奋的董事会会尽职调查并从 CEO 手上争取到更大剩余价值，并且避免 CEO 机会主义，从而使 CEO 相对薪酬呈下降趋势。

3. 环境层面

(1) 行业薪酬基准。董事会常以相似公司

管理者薪酬作为基准,并以等于或高于该基准的原则来制定管理者薪酬契约。当这种比较方法被市场上的公司普遍使用时,会形成比较基准和管理者薪酬之间的螺旋式上升,由此导致了管理者薪酬持续增长(Hayes & Schaefer, 2009)。

薪酬基准通常涉及一组同行业公司的集合,并以此作为评估CEO薪酬的参照(Smith & Chae, 2017)。企业往往倾向于以规模更大或薪酬水平更高的同行业群体作为基准(Faulkender & Yang, 2010),并且这种现象在规模较小或不太显眼的公司中更加明显(Bizjak et al., 2011)。有学者认为,这体现了企业的自我服务行为,并发现当企业财务目标未实现或CEO行使管理自主权选择的同行公司无可非议时,这种偏差会加大(de Vaan et al., 2019)。然而,Bizjak等(2008)经研究发现企业使用较高参照基准是为了提供有竞争力的薪酬方案,以便获得管理者的人力资本,因为参照基准与公司绩效和劳动力市场紧缩状况呈正相关。进一步地,Albuquerque等(2013)考察了同行薪酬效应在多大程度上代表了对CEO才能的奖励,发现虽然自我服务行为也是同行薪酬效应的一个解释,但其解释力远不如对CEO才能的奖励。同样,中国上市公司高管薪酬契约也呈现明显的参照点效应,高管薪酬多以同行业、本地区高管薪酬均值作为基准(李维安等, 2010; 徐细雄和谭瑾, 2014)。

(2) 媒体。凭借公共信息源头地位和议程设置功能,媒体在资本市场中的作用日渐显现:一方面,充当“监督者”角色,通过负面报道督促企业对高管薪酬问题的改进;另一方面,

对于高管的追捧和正面报道,增加了其明星效应,提高了管理者薪酬。

负面报道方面,媒体对CEO薪酬的负面报道存在显著差异,其中股票期权是最受批评的薪酬组成部分。当CEO薪酬负面报道增加后,企业董事会减少了期权授予等争议较大的薪酬部分,对CEO薪酬进行部分修正(Kuhnen & Niessen, 2012),因此有效减少了高管薪酬中的未预期薪酬(李培功和沈艺峰, 2013)。媒体负面报道的治理机制主要在于声誉机制和政府介入两方面原因。一方面,出于声誉担忧,公司为了维护产品形象和绩效,董事会会积极回应负面舆论并对CEO薪酬做出改进(Dyck et al., 2008; Vergne et al., 2018)。另一方面,公众愤怒可能会增加新监管的可能性(Culpepper, 2011),从而促使公司先发制人,以避免进一步的法律约束。

正面报道方面,研究表明一小部分“超级明星”享受着大部分报酬(Malmendier & Tate, 2009)。媒体正面报道可以提升CEO在管理型劳动力市场的知名度,以此提高其市场竞争力:CEO在CNBC的采访和主要新闻文章中露面与其第二年薪酬呈正相关(Kang & Kim, 2017)。同时,媒体追捧报道也强化了明星CEO在公司管理结构中无形的影响力和权威,从而使其薪酬获得显著提高(酷卫华和李培功, 2015)。

(3) 政府治理。传统最优契约理论认为,政府、法律等因素是独立于高管薪酬支付的,是支付过程的外生变量。然而,近期研究表明,政府干预、立法等外部因素同样制约着CEO薪酬(Cheng & Indjejikian, 2009),强有力的政府治理会导致高管薪酬的下降。

2000~2012年，11个发达国家通过了立法（例如SoP法），赋予股东对高管薪酬政策的直接影响。Ferri和Maber（2013）经研究发现，SoP法律无法控制CEO薪酬。然而，Correa和Lel（2016）认为，上述研究样本太过单一，于是采用了38个国家的大样本加以研究发现，在采用了薪酬标准（SoP）法律后，股东影响力得到了提升，CEO薪酬下降。同样，因为强制

增加信息披露可以减少高管劳动力市场信息不对称，《萨班斯—奥克斯利法案》（SOX）规定的加强信息披露使内部控制薄弱公司的首席财务官薪酬降低（Wang，2010）。Robinson等（2011）也发现，美国证券交易委员会公开公司违规行为后，高管薪酬会随之下降。

综上，环境、企业、个体三个层面的高管薪酬水平前因的研究结论如图4所示。

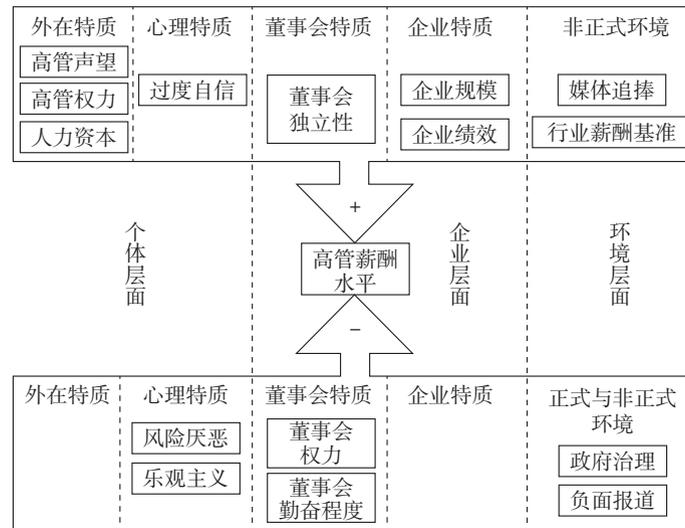


图4 高管薪酬水平前因的研究框架（2008~2020年）

资料来源：笔者整理。

（二）高管薪酬水平前因的边界条件

1. 人力资本的边界条件

人力资本对高管薪酬水平的正向调节受到两方面因素的调节。在企业层面，当受聘执行重组和收购等战略投资任务时，CEO能力的薪酬溢价更高，因为这要求高管适应不断变化的商业环境，对其能力提出了更高要求（Custodio et al., 2013）。

在环境层面，企业所处行业也会调节CEO人力资本对其薪酬的影响过程：当企业处于竞争更激烈、产品可替代性更强的产品市场时，CEO

才能对薪酬的正向影响会更加强烈（Jung & Subramanian, 2017）。

2. 企业绩效的边界条件

高管的绩效薪酬敏感性一直是学术界研究的热点和重点，学者们在肯定企业绩效对高管薪酬有正向影响的基础上，对其边界条件进行了诸多探索。个体层面上，在任期最后几年，CEO为了提高以盈利为基础的薪酬而操纵收益的动机更强烈，因此会降低其薪酬绩效敏感性（Huson et al., 2012）。

企业的董事会监管层面上，董事会治理不

仅影响 CEO 薪酬水平或差距，也会增加 CEO 薪酬绩效敏感性（孙光国和孙瑞琦，2018）。权力大的董事能够更好地履行监督职能，在 CEO 薪酬和公司绩效之间建立更紧密的联系，并不受 CEO 权力影响（van Essen et al., 2015）。此外，如果董事会通过成立委员会将 CEO 薪酬设定和监督的职责分开，董事会监督质量会得到提升。薪酬委员会可以通过增加 CEO 薪酬中的股权激励，来提高 CEO 薪酬绩效敏感性（Laux & Laux, 2009）。在企业的风险层面，薪酬绩效敏感性的均衡点与企业非系统性风险呈正相关，而与系统性风险呈负相关（Cao & Wang, 2013），并且当 CEO 从事高水平企业战略投资时，董事将对企业绩效做出更强的内部归因，因此其薪酬绩效敏感性将会显著高于其他没有从事战略投资的 CEO（Shi et al., 2019）。同样，中国民营企业中从事创业投资的高管，其薪酬与市场绩效敏感性也得到了显著提高（陈孝勇和惠晓峰，2015）。

在环境层面，国家制度和法律的实施以及社会规范等因素也可以对高管绩效起到调节作用。较发达的正式制度可以更好地保护和执行股东的权利，增强 CEO 薪酬绩效敏感性；而更强的非正式制度通过对管理人员的私人监督，可以加强公司绩效与高管薪酬之间的关系，从而增加高管薪酬绩效敏感性（van Essen et al., 2012）。例如，采用国际财务报告准则（IFRS）后，高管薪酬对会计绩效敏感性显著提高（Ozkan et al., 2012）；采用薪酬标准（SoP）法律后，CEO 薪酬对公司绩效敏感性提高了 7%，而且这些变化主要集中在薪酬过高、股东持不同意见、CEO 任期较长、董事会独立性较弱的公

司（Correa & Lel, 2016）。同时，企业所在地区信任环境越好，其高管薪酬与公司绩效敏感性越强。尤其是当企业所在地区的法律制度不够完善时，信任这一非正式制度可以有效替代法律之类的正式制度，起到保障高管薪酬激励的效果（贾凡胜等，2017）。

3. 董事会治理的边界条件

董事会治理对高管薪酬水平的影响同样受到其他因素的调节。个体层面上，CEO 声望会影响董事会对其行为的判断，从而使董事增加他们的奖励或惩罚（Zhang & Wiersema, 2009）。独立董事会本就信息片面化，对 CEO 归因有偏差，而有声望的 CEO 具有光环效应更会强化董事会对其正向归因，从而强化薪酬激励（Pathak et al., 2014; Shi et al., 2019）。

综上，环境、企业、个体三个层面的高管薪酬水平前因的边界条件研究结论如图 5 所示。

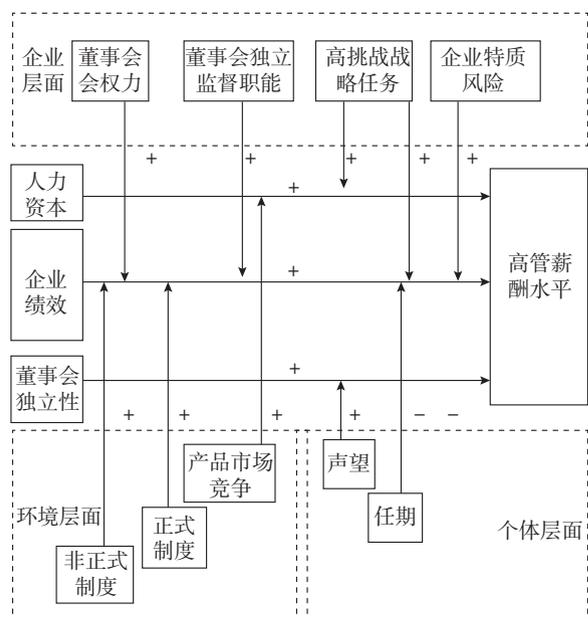


图 5 高管薪酬边界条件研究整合（2008~2020 年）

资料来源：笔者整理。

（三）中国情境下高管薪酬水平的特殊前因

经过多年渐进式改革的探索，中国企业的高管工资分配政策已逐渐向市场机制主导过渡。但是，中国的制度和经济背景，决定了国有企业和民营企业仍然保留着特有的行政手段痕迹（马连福等，2013），由此产生了高管薪酬的独特前因。

1. 国有股权集中

中国国有上市公司股权集中，“一股独大”现象严重（Jiang et al., 2010），国有企业普遍存在“所有者缺位”现象（卢锐等，2011）。国有股权越集中，高管人员受到的决策约束就越大，更小的管理自主权导致了经理人更低的风险承担，进而使其获得的风险补偿也更低。因此，国企国有股的比例与高管薪酬呈负相关（黄志忠和郝群，2009；万媛媛等，2008）。

2. 国企及其高管的目标多元化

中国国有企业具有经营和社会双重目标，国有企业盈利的同时还承担着诸如就业、维持社会稳定、社保等多重政策性任务（廖冠民和沈红波，2014）。国企的多元化目标带来了预算软约束问题，使“经营性亏损”和“政策性亏损”变得难以区分，从而导致高管薪酬与公司绩效之间的联系变得模糊（刘星和徐光伟，2012），高管薪酬与绩效之间的敏感性变低（张敏等，2013）。

此外，国有企业经理人具有特殊的选派、委任和晋升机制，这导致了相比薪酬收入国企高管更关注政治前途，仕途发展的重点关注弱化了薪酬激励，进而降低了国企高管的薪酬水平（郑志刚，2012），导致更低的薪酬绩效敏感性（王曾等，2014）。

3. 政府管制

政府改革国企高管薪酬制度的思路，往往倾向于通过行政手段加以约束（方军雄，2009；2011）。例如，分别于2009年和2014年出台的《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》与《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》，依次被称为第一次和第二次“限薪令”。然而，在第一次“限薪令”后，因该制度仅重视以法律法规等外部手段来解决国企高管薪酬问题，而忽略了对国企内部治理机制的完善，国企高管的薪酬水平不降反升（陈信元等，2009；沈艺峰和李培功，2010）。而第二次“限薪令”因其执行方式优化、执行力度加强，产生了实际的约束效果，解决了运气薪酬现象，降低了国企高管的货币薪酬（杨青等，2018）。

4. 基层党组织监督

中国的经济改革受到党组织的监督和领导，党组织扎根企业基层，对国企治理影响深远（Chang & Wong, 2004）。马连福等（2013）经研究发现，国有企业党委会参与公司治理，会降低公司高管绝对薪酬，抑制高管滥用权力而攫取超额薪酬。

5. 上市企业政治关联

在中国经济转型背景下，上市公司与政府之间普遍关联密切。中国企业政治关联较为普遍，并且政治关联对企业薪酬政策有着重要影响（吴文锋等，2009；余明桂等，2010）。在政治关联的国有企业中，高管薪酬与企业绩效的关系模糊不清，于是高管有机会获得超额薪酬，普遍提高了国企高管的薪酬（唐松和孙铮，2014）。对于民营企业，具有政治背景这种社会资本的实际控制人或者企业高管，能给企业带来诸多利益

(李姝和谢晓嫣, 2014), 因此其薪酬的绝对水平与相对水平更高(李四海等, 2017)。

四、高管薪酬差距的前因及其边界条件

高管薪酬差距包括两个方面: 纵向差距和横向差距。其中, 纵向差距可分为高管与员工的薪酬差距和 CEO 与高管团队的薪酬差距; 横向差距即非 CEO 高管的薪酬差距。本部分同样从前因、边界条件和中国情境下的特殊影响因素三方面对高管薪酬差距进行归纳和总结。

(一) 高管薪酬差距的前因

过往薪酬差距前因的研究, 往往立足于薪酬差距和绩效之间或正(锦标赛理论)或负(社会比较理论)的关系。一方面, 这两种理论相互矛盾, 未有定论; 另一方面, 单从结果倒推前因研究使研究角度单一且缺乏解释力。因此, 2008 年之前的薪酬差距前因研究寥寥可数且视角单一。然而, 近年来的薪酬差距前因研究打破了桎梏, 使用时间因素对锦标赛理论和社会比较理论进行了调和, 并跳脱上述理论开始寻求更独立的理论支持、更多样的学科视角, 但因其发展较晚和关注度不如薪酬水平, 薪酬差距的相关研究仍旧略显匮乏。

1. 高管纵向薪酬差距

(1) 高管与员工薪酬差距。长期以来, 锦标赛理论一直是高管薪酬差距研究的基石(Connelly et al., 2014; Gomez - Mejia et al., 2009)。锦标赛理论认为薪酬差距越大, 员工越努力, 企业绩效越好。相反, 社会心理学视角(如社会比较理论)则认为薪酬差距会对决策制

定和团队合作产生负面影响(Fredrickson et al., 2010; Gupta et al., 2012)。针对上述截然相反的结论, Connelly 等(2016)通过时间效应对其进行了调和: 薪酬差距对公司短期绩效会有增益, 但不利于其长期绩效。研究表明, 由于机构投资者具有时间偏好, 短期机构投资者对绩效有直接要求, 会增加公司的短期压力(Dikolli et al., 2009), 对薪酬离散度有正向影响; 而专注的投资者(拥有较长投资期限和较少公司股权)对薪酬离散度有负向影响。也就是说, 高管和员工的薪酬差距在一定程度上取决于公司所有权结构。

此外, 技术进步加剧了收入不平等: 技术工人比非技术工人更能补充资本(Autor et al., 1998; Lustig et al., 2011)。管理者识别有价值新项目的的能力, 这是其体现在新资本市场的技术进步的补充。高管因为这些独特技能而得到奖励, 而员工仅因在生产方面的努力而得到奖励, 由此导致高管与员工的薪酬差距(Frydman & Papanikolaou, 2018)。

最后, CEO 和普通员工的薪酬差距, 在很大程度上是他们相对权力的结果(Greckhamer, 2016; 步丹璐和王晓艳, 2014)。相对权力主要体现在相对议价能力上: 工会的议价能力会缩小高管与员工的薪酬差距(Shin, 2014)。

(2) CEO 与高管团队薪酬差距。薄弱的董事会监督, 会导致 CEO 与高管团队成员薪酬差距增大, 体现出不合理的“CEO 的相对重要性”(Bebchuk et al., 2011)。当董事会中有多名高管团队内部人员, 薪酬委员会可能会更全面地考虑高管薪酬, 并根据管理者的个人贡献分配薪酬。然而, 当董事会只有 CEO 作为内部

董事时，CEO 成为向董事会提供信息的核心人物，他们会促进薪酬委员高估其贡献，并在不考虑其他 TMT 成员的情况下确定 CEO 薪酬。因此，在只有 CEO 的高度独立董事会中，董事会治理能力不足，CEO 与高管团队的薪酬差距扩大 (Zorn et al., 2017)。

2. 非 CEO 高管之间的横向薪酬差距

CEO 价值观是影响其决策过程的关键因素之一 (Hambrick & Mason, 1984)，不同公司高管团队薪酬安排的差距也可能源于 CEO 不同的个人价值观。Chin 和 Semadeni (2017) 研究发现，CEO 自由主义降低了高管薪酬差距，自由主义倾向的 CEO 偏好不刻意在高管团队内部制造薪酬差距，支持了社会心理学视角；而更保守的 CEO 选择在高管团队薪酬结构中设置更多层级，与基于经济视角的观点相一致。

此外，社会比较理论认为，个体通常会将自己与自认为在人口统计特征、能力或职位等属性上相似的人进行比较 (Festinger, 1954)。应用该理论于高管团队薪酬的实证研究表明，高管团队成员因社会比较而产生的问题，更可能出现在有很多共同点的成员中。当这些成员共事较长时，他们表现出更高的社会融合水平，对同工同酬的偏好往往会增加。Fredrickson 等 (2010) 经研究表明，高管团队成员的平均组织任期与他们之间的薪酬差距存在负相关关系。

(二) 高管薪酬差距的边界条件

薪酬差距前因研究起步较晚且重视程度不如薪酬水平，因此薪酬差距前因研究并没有成熟的理论支撑，其边界条件的研究也不具备充

分条件。近 13 年针对薪酬前因的边界条件研究主要聚焦于高管薪酬水平层面，没有研究涉及高管薪酬横向差距层面，同时仅有个别研究涉及高管纵向薪酬差距层面。

在纵向薪酬方面，CEO 个人特质会调节薪酬差距的影响因素。劳动力即工会的议价能力会缩小高管与员工的薪酬差距 (Shin, 2014)，而执行企业政策的 CEO 的特征会缓和这种影响——当 CEO 是从外部招聘而非内部提拔时，工会对缩小 CEO 和普通员工薪酬差距的作用就会减弱。

(三) 中国情境下特殊的高管薪酬差距前因

中国经理人的超额薪酬问题以及日渐扩大的高管与普通员工薪酬差距，事关社会公平与效率，因而始终备受社会、政府和理论界的关注。基于中国特殊的党政制度，党和政府可以对经理人薪酬进行直接干预，以缩小高管和员工的纵向薪酬差距。在政策方面，政府颁布的两次“限薪令”将国企高管的基本年薪、绩效年薪与任期激励分别限制为在岗职工平均工资的若干倍，缩小了高管与员工的薪酬差距。在党的领导方面，与政府的外部干预有所不同，企业党组织直接作用于企业内部，发挥其政治核心功能，对企业的经营决策产生影响和约束，进而影响雇员规模和薪酬契约 (梁建等, 2010)，国有企业党委会参与公司治理，致力于形成更完善的高管薪酬契约，缩小了高管与员工的薪酬差距。

综上，横向和纵向高管薪酬差距的前因及其边界的研究结论如图 6 所示。

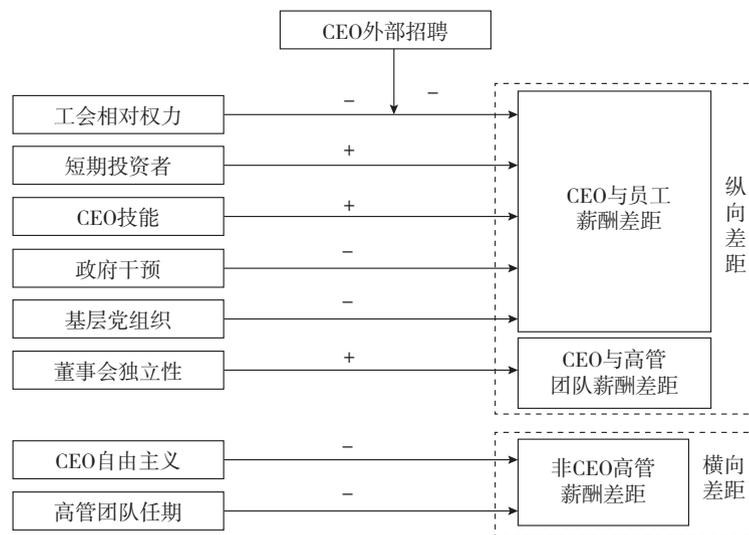


图6 高管薪酬差距前因的研究结论整合 (2008~2020年)

资料来源：笔者整理。

五、分析框架和潜在方向

(一) 研究进展评述

回顾近13年的高管薪酬前因研究，该领域在研究内容和方法上都有了长足的进步与扩展。在研究的主体层次方面，虽然企业领域的解释潜力早已十分匮乏 (Bebchuk & Fried, 2003)，过往研究的重点仍集中于企业层面 (van Essen et al., 2012)，并把环境层面的诸多因素视为外生变量。近十年的研究将政府、法律、媒体等环境层面的影响因素纳入了研究，扩展了高管薪酬前因的理论视角和研究领域。此外，学者们还对个体层面进行了更深度的探索，对个体层面的探讨不再只停留在CEO外在能力，同时也加强了关于CEO内在心理方面的研究，如价值观 (风险偏好、自由主义) 和性格 (乐观、自信) 等。

研究的基础理论方面，2007年之前的高管薪酬前因领域研究大多基于委托代理理论或管理者权力理论，对于其他理论基础的关注略显不足 (Devers et al., 2007)。自从Gabaix和Landier (2008) 指出代理问题只能解释20%的高管薪酬上涨，并强调竞争性配置模型 (competitive assignment model) 作用后，理论界加强了关于市场配置视角的理论研究，将最近薪酬水平提高归因于CEO工作的性质和风险的变化，探索了诸多劳动力市场因素如高管声誉、人力资本、新的管理技术、企业规模、企业复杂性、行业流动性和行业薪酬等。

同时，本文对Devers等 (2007) 的研究和早期文献进行梳理，早期研究主要集中于个体外在特质层面和企业层面的薪酬水平前因探讨，并对早期研究和近30年研究的内容、结果和方法进行对比，结论如表4所示。

表 4 2008 年前后高管薪酬前因研究对比

层次	主题	2008 年之前的研究	2008 年以来的研究
个体	人力资本	高管的人力资本对其薪酬产生正向影响，高管因其专业技能与企业战略契合而获得更高薪酬	构建了指标更多样、全面的高管人力资本体系来验证高管人力资本对薪酬的提升，CEO 的能力中一般管理技能比特有专业技能更重要
	高管权力	高管可以利用自身权力影响薪酬契约，降低薪酬契约有效性，从而获得超额薪酬，损害股东利益	近十年理论加强了对高管操纵过程的讨论，如绩效考核操纵、信息披露操纵、盈余操纵等，而不仅仅是权力对薪酬水平结果的影响
	风险偏好	基于代理理论，为激励厌恶风险的 CEO 承担风险，应该给予他们更多的基于激励的薪酬，以实现股东利益最大化。同时，因其测量难度大，风险认知的数据基本为二手数据	CEO 会依据其自身风险偏好选择薪酬，风险厌恶的高管会寻求更低基于激励的薪酬方案，并获得更低的薪酬水平。同时，研究通过联邦选举委员会收集 CEO 政治倾向来判定其风险偏好，以获取及时、一手的数据
企业	企业绩效	企业绩效对高管薪酬具有积极影响，但解释力较弱，针对薪酬绩效敏感性的调节因素研究多集中于公司层面	加强对于薪酬绩效敏感性的研究，扩展了个体层面和环境层面的边界条件研究，如高管声望、国家制度等
	董事会治理	良好的董事会治理可以降低高管超额薪酬，提升绩效薪酬敏感性。代理理论建议董事会应由外部独立董事占多数，以此增强董事会客观性和监督能力，降低 CEO 的自我服务能力和超额薪酬	大量外部人员增加了固有的信息不对称程度，并且外部观察者易于高估 CEO 控制和决定公司绩效的能力，有利于 CEO 自我服务行为而不利于董事会监管，从而使 CEO 获得超出预期的薪酬
	企业规模	大规模企业有更强的支付能力且要求更高的管理能力，对高管薪酬有正向的影响，但企业规模对高管薪酬的解释力较弱	规模更大的企业可以从高管给定的管理技能中获得更高的边际生产率，因而给予高端管理者高额的报酬，公司规模对于高管薪酬具有强力且长期的解释力，建立了可校正的 CEO 薪酬均衡模型用于指导企业财务
环境	行业薪酬基准	企业通常使用同行公司来帮助确定 CEO 的薪酬方案，这体现了企业对人才的衡量或自我服务行为，但并未在测量中对人才和自我服务这两个解释因素进行直接对比	企业往往倾向于以规模更大或薪酬水平更高的同行群体作为基准，并且这种现象在规模较小或不太显眼的公司中更加明显。同时采用反事实对等组等方法将人才衡量和自我服务进行直接对比
	媒体报道	因为代理理论对信息传播在降低代理成本作用上的忽视，所以对于媒体治理高管薪酬的实证研究十分少见	媒体对 CEO 薪酬的负面报道存在显著差异，其中股票期权是最受批评的薪酬组成部分，其负面报道会导致高管薪酬的下降，而媒体的正面报道则会提高高管的薪酬

资料来源：笔者整理。

在研究方法方面，就 Devers 等（2007）所提及的高管薪酬研究的方法论问题，后来学者在一定程度上进行了回应和解决。首先，针对样本的时间采用带来的混杂性研究结果的问题，最新研究增强了对样本时间框架的考量，加强

了时间滞后分析的使用和对时间的讨论（Shin, 2016）。其次，不同分析角度可能导致对于同一问题的研究结论存在差异，近十余年来高管薪酬效应的交叉学科研究越发普遍，如使用政治学 and 经济学结合讨论环境绩效的作用（Berrone &

Gomez-Mejia, 2009), 结合金融行为学和经济
学讨论风险承担 (Graffin et al., 2019), 但单
一学科研究仍是主流。

(二) 分析框架构建

13 年来的高管薪酬前因研究, 兼顾了多学
科、多角度、多层次的要求, 既拓展了高管前
因的研究视野, 又强化了相应理论的准确性和
时效性。同时, 学者们还进一步完善了研究领
域, 加强了对于高管薪酬前因调节因素的研究,
使高管薪酬前因的研究更加全面科学, 更系统
地解释了理论界和实务界关注的高管薪酬问题。

根据前述回顾, 本文构建出高管薪酬前因的一
个系统分析框架。

如图 7 所示, 高管薪酬水平受到三个层面
主体因素的影响。这些因素的作用既包括直接
影响 (如企业绩效直接决定 CEO 薪酬), 也包
括间接影响。其中, 环境层面的主体因素多通
过间接方式制约企业高管薪酬, 而企业层面和
个体层面多为直接影响。此外, 高管薪酬前因
的边界条件也被纳入了重点研究。调节因素的
介入, 更好地解释了实际操作中高管薪酬面对
相同影响因素的不同表现和结果。

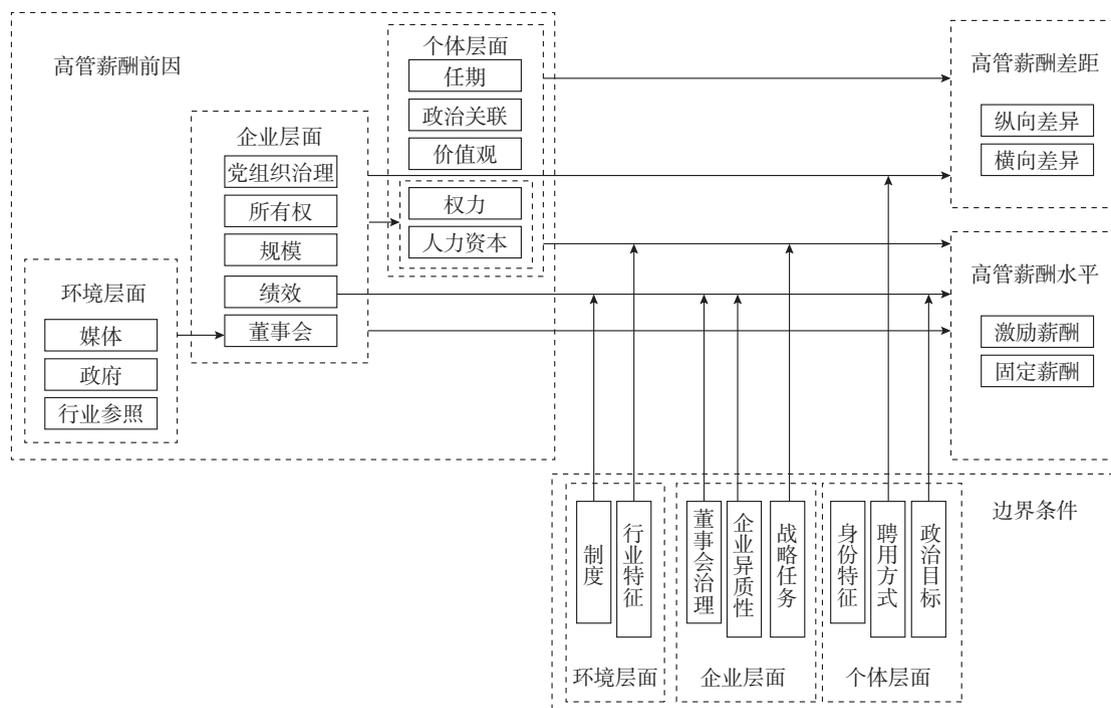


图 7 高管薪酬前因研究的分析框架 (2008~2020 年)

资料来源: 笔者整理。

同时, 为保证高管薪酬研究整理的全面性,
借鉴 Devers 等 (2007) 和 Cannella 等 (2008)
所归纳的 2007 年之前相关研究成果, 本文在薪
酬前因部分添加了“管理自主权”“收购行为”
“风险”等因素以构建内容更全面、时间跨度更

广的高管薪酬水平前因研究分析框架, 并结合
张三保和康璧成 (2020) 关于高管薪酬效应的
分析框架, 构建出高管薪酬前因和效应的系统
研究框架, 如图 8 所示。

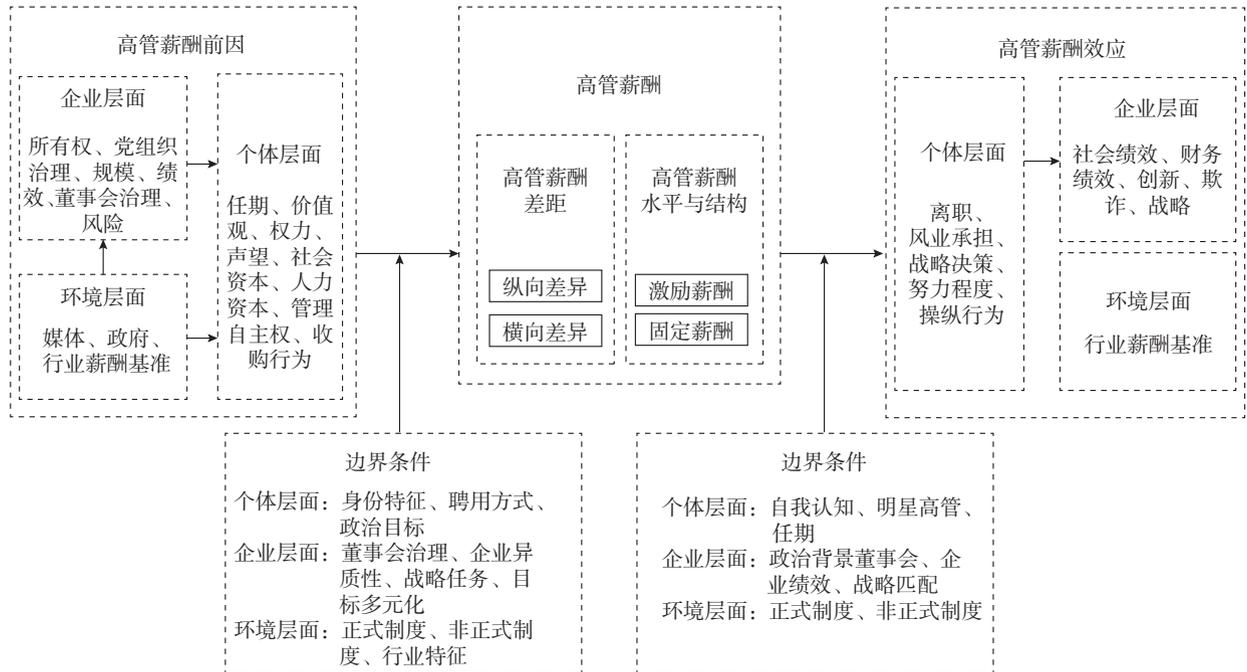


图 8 高管薪酬前因和效应研究的汇总框架

资料来源：笔者根据本文及张三保和康璧成（2020）绘制。

（三）未来研究方向

1. 深入挖掘个体心理特质，延展环境层面前因

过往薪酬前因的研究多集中于高管外显的个人特质，如任期、性别和年龄等，往往忽视了内在、不可见的心理特质（Cannella et al., 2008），而高管的管理“风格”和潜在的个人特征影响着公司的薪酬政策（Graham et al., 2012）。管理者心理的研究则主要聚焦于三个广泛领域：管理者价值观，认知模型以及个性。近年来的文献对高管的过度自信（Humphery-Jenner et al., 2016）、自由主义（Chin & Semadeni, 2017）和风险厌恶（Graffin et al., 2019）等价值观进行了深入探索，未来研究还可以在心理特质领域展开更多样的探讨，如探讨管理者的神经质、外向性、开放性、宜人性和严谨性对其薪酬水平和差距的影响。

在高管薪酬前因的环境层面，环境中各要素的重要性逐渐得以显现，但十余年来环境相关研究主要集中在政府法律颁布（Yeung et al., 2011）和媒体舆论引导上（醋卫华和李培功, 2015；李培功和沈艺峰, 2013），而较少考虑其他环境层面的要素，因此，环境层面还有很大的研究潜力。如社会文化价值观、地区差异、营商环境、社会运动和经济技术水平等，都有深入挖掘的价值和潜力。例如，Na（2020）从企业安全环境视角出发，发现靠近发生过恐怖袭击地区的企业 CEO 平均薪酬上升；Viviers 等（2019）从社会运动的角度切入，证明了南非“薪酬话语权”运动导致了高管薪酬的下降。

2. 加强薪酬差距研究，开拓差距探索视角

近年来学者们对薪酬差距前因的探索，已经逐渐跳脱“锦标赛理论”和社会比较理论，进行了更深入的阐释。然而，近 13 年来高管薪

酬差距的研究依旧稀缺,在我们检索的198篇与高管薪酬相关的中英文文献中仅有32篇针对高管薪酬差距的文章,更遑论对薪酬差距前因边界条件的讨论,薪酬差距尤其是高管团队薪酬差距的研究仍有待拓展。

同时,薪酬差距前因的研究视角依旧较为局限。未来研究应进一步拓展高管薪酬差距前因的理论和视角,并借鉴高管薪酬前因丰富的理论和切入点,运用市场理论和管理者权力等理论,探讨细微的技能差异、权力的抗衡和操纵、声望、战略任务的执行等是否会带来高管纵向或横向的薪酬差距。此外,还可以从环境角度切入,从多样的维度对高管薪酬差距进行探讨,如张昭等(2020)就从中国沪港通开通的背景出发,证明了资本市场开放导致了高管与员工薪酬差距的缩小。

3. 突出国家情境差异,强调全球市场互动

高管薪酬前因研究多着眼于单一国内市场和环境,而对经济全球化的国际化市场带来的影响不够重视。由于绝大多数高管薪酬研究都依赖于美国数据,有关美国经济的某些程式化事实已经渗透到薪酬模型中,但这种模型在国际环境中不一定适用他国。与美国不同的环境因素包括:地方治理机制、利益相关者压力(如工会)、公司法下的薪酬限制、文化和社会规范、媒体审查和政治愤怒以及不发达的资本市场(Fernandes et al., 2013),这些因素所导致其他国家与美国在薪酬制定上的差异值得更加深入地探讨。

此外,全球的市场互动也影响了国际企业CEO的薪酬。Gerakos等(2013)研究表明,母国薪酬实践会受跨境、外国市场互动影响,而

且美式薪酬实践可通过市场渠道(如外国公司在美国上市、销售和收购行为)在全球范围内转移。因此,未来研究应进一步关注国际差异和联系对CEO薪酬实践带来的影响。

4. 开展指标测量工作,形成科学测量方法

虽然高管薪酬前因理论已经发展了几十年,但对于各前因并没有构建一个系统的指标测量方法。例如,在过去13年对绩效的研究中,学者们普遍会从多种可用的替代方法中选择一种或多种绩效衡量方法,但是基于会计和基于市场的计量方法是不同构的,所以各研究往往会得出差异化的结果和结论。其衡量指标包括但不限于ROA(Chu, et al., 2018)、ROE(王琨和徐艳萍, 2015)、市价比率(Balsam et al., 2018)、Tobin's Q(Bebchuk et al., 2011)、股票市值(Feldman, 2016)、股东回报(Wang et al., 2017)或CAR(傅頌等, 2014)。

同样,在权力方面也存在相同的问题,权力指标的衡量也越发多样化,包括但不限于两职合一(Boivie et al., 2016)、任期(Pathak et al., 2014)、董事会规模(Pandher & Currie, 2013)、内部董事比例(Morse et al., 2011)、CEO持股比例(缪毅和胡奕明, 2014)、股权分散程度(王雄元和何捷, 2012),但同时又缺乏规范的评价体系(Cannella et al., 2008)。这样的问题同样存在于规模、人力资本、绩效等因素上。鉴于此,未来研究应更全面地完善前因指标的测量,以指导研究人员选择适合研究问题的测量方法。

(四) 基于中国情境的潜在研究

1. 着眼传统文化下的特有前因

文化差异决定了中西方企业或个体的行为

偏好也存在显著差异。然而，基于中国特殊文化的高管薪酬前因研究十分缺乏。中西方国家文化的一个显著差异是集体主义与个人主义。集体主义价值观导致中国的主流文化以“合作”为基础，以“集体”为本位。在此情境下，企业内部各阶层在追求自身利益时，会更注重和谐、公平等因素，往往不会极力牟取自身利益，“不患寡而患不均”的公平观念导致了中国社会的分配方式十分注重平衡（步丹璐等，2010）。基于此，柳光强和孔高文（2018）使用高管的海外经历衡量其文化特征，证明相对集体主义倾向国家，受个人主义倾向国家影响的高管，会更支持企业内部较大的薪酬差距。

又如，中国儒家思想传统提倡尊长敬老，强调长幼有序，年龄与威望、权力之间具有紧密联系。李四海等（2015）研究发现，高管年龄对薪酬水平具有显著影响——相对年龄与绝对年龄越大的高管，获得了越高水平薪酬，从而证明中国传统文化中按资排辈的分配方式在当今企业内部依然盛行。因而，未来应进一步探索中国多样传统文化对薪酬安排产生的深远影响。

2. 扩展国企改革下的混合股权的影响

针对产权性质的既有研究中，大多数学者对两种产权进行了割裂的考察和对比，缺乏两种产权联系互动角度的研究。2013年，中共十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确提出“积极发展混合所有制经济”“合理确定并严格规范国有企业管理人员薪酬水平”的指导性原则，以此强化高管薪酬激励。然而，现有国企高管薪酬的研究多集中于政府力量，很少关注非国有股

东等民间力量，薪酬前因中有关非国有股东治理与混合所有制改革的研究较为匮乏。

混合所有制改革后，产权主体的明确和更替会有效提升公司治理水平，改善经理层激励制度（马连福等，2015）。国有企业民间资本的引入，可以约束国有控股股东的权力和避免国企高管“内部人控制”，从而改善经理人薪酬激励。研究发现，非国有股东的加入能使国企高管的超额薪酬得到有效的抑制（蔡贵龙等，2018）。但是，关于混合所有制改革如何推进薪酬改革，目前研究大多还停留在理论探讨阶段，仍缺乏大样本的经验证据支持和意见改进，需要进一步深入研究。

接受编辑：Wei Shen

收稿日期：2020年3月3日

接受日期：2020年11月3日

作者简介：

张三保（通讯作者，E-mail: zhang@whu.edu.cn），现任职于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，研究成果曾发表于《管理世界》《管理学季刊》与 *Management and Organization Review* 等期刊。目前研究兴趣聚焦于中国营商环境、战略领导与企业创新。

李雅婷，武汉大学经济与管理学院，硕士研究生，本科毕业于武汉大学经济与管理学院人力资源专业。目前研究兴趣为战略领导。

参考文献

[1] 步丹璐、蔡春、叶建明：《高管薪酬公平性问

题研究——基于综合理论分析的量化方法思考》，《会计研究》，2010年第5期。

[2] 步丹璐、王晓艳：《政府补助、软约束与薪酬差距》，《南开管理评论》，2014年第2期。

[3] 蔡贵龙、柳建华、马新啸：《非国有股东治理与国企高管薪酬激励》，《管理世界》，2018年第5期。

[4] 陈闯、张岩、吴晓晖：《风险投资、创始人与高管薪酬——多边代理视角》，《管理科学学报》，2017年第6期。

[5] 陈孝勇、惠晓峰：《创业投资的治理作用——基于高管薪酬契约设计视角的实证研究》，《南开管理评论》，2015年第2期。

[6] 陈信元、陈冬华、万华林、梁上坤：《地区差异、薪酬管制与高管腐败》，《管理世界》，2009年第11期。

[7] 陈震、丁忠明：《基于管理层权力理论的垄断企业高管薪酬研究》，《中国工业经济》，2011年第9期。

[8] 醋卫华、李培功：《媒体追捧与明星CEO薪酬》，《南开管理评论》，2015年第1期。

[9] 邓晓岚、陈栋、陈运森：《专门委员会重叠与CEO运气薪酬：基于国有控股上市公司的证据》，《会计研究》，2015年第7期。

[10] 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。

[11] 方军雄：《我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗？》，《经济研究》，2009年第3期。

[12] 傅頌、汪祥耀、路军：《管理层权力、高管薪酬变动与公司并购行为分析》，《会计研究》，2014年第11期。

[13] 黄志忠、郗群：《薪酬制度考虑外部监管了吗——来自中国上市公司的证据》，《南开管理评论》，2009年第1期。

[14] 贾凡胜、张一林、李广众：《非正式制度的

有限激励作用：基于地区信任环境对高管薪酬激励影响的实证研究》，《南开管理评论》，2017年第6期。

[15] 江伟：《市场化程度、行业竞争与管理者薪酬增长》，《南开管理评论》，2011年第5期。

[16] 江伟：《行业薪酬基准与管理者薪酬增长——基于中国上市公司的实证分析》，《金融研究》，2010年第4期。

[17] 李培功、沈艺峰：《经理薪酬、轰动报道与媒体的公司治理作用》，《管理科学学报》，2013年第10期。

[18] 李姝、谢晓嫣：《民营企业的社会责任、政治关联与债务融资——来自中国资本市场的经验证据》，《南开管理评论》，2014年第6期。

[19] 李四海、江新峰、刘星河：《跨体制社会资本与高管薪酬契约》，《经济管理》，2017年第2期。

[20] 李四海、江新峰、宋献中：《高管年龄与薪酬激励：理论路径与经验证据》，《中国工业经济》，2015年第5期。

[21] 李维安、刘绪光、陈靖涵：《经理才能、公司治理与契约参照点——中国上市公司高管薪酬决定因素的理论及实证分析》，《南开管理评论》，2010年第2期。

[22] 梁建、陈爽英、盖庆恩：《民营企业的政治参与、治理结构与慈善捐赠》，《管理世界》，2010年第7期。

[23] 廖冠民、沈红波：《国有企业的政策性负担：动因、后果及治理》，《中国工业经济》，2014年第6期。

[24] 刘浩、许楠、张然：《多业绩指标竞争与事前谈判：高管薪酬合约结构的新视角》，《管理世界》，2014年第6期。

[25] 刘星、徐光伟：《政府管制、管理层权力与国企高管薪酬刚性》，《经济科学》，2012年第1期。

[26] 柳光强、孔高文：《高管海外经历是否提升

了薪酬差距》，《管理世界》，2018年第8期。

[27] 卢锐、柳建华、许宁：《内部控制、产权与高管业绩绩效敏感性》，《会计研究》，2011年第10期。

[28] 马连福、王丽丽、张琦：《混合所有制的顺序选择：市场的逻辑》，《中国工业经济》，2015年第7期。

[29] 马连福、王元芳、沈小秀：《国有企业党组织治理、冗余雇员与高管薪酬契约》，《管理世界》，2013年第5期。

[30] 缪毅、胡奕明：《薪酬谈判中的经理议价能力研究——基于管理者权力视角的实证检验》，《经济管理》，2014年第2期。

[31] 权小锋、吴世农、文芳：《管理层权力、私有收益与薪酬操纵》，《经济研究》，2010年第11期。

[32] 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。

[33] 苏方国：《人力资本、组织因素与高管薪酬：跨层次模型》，《南开管理评论》，2011年第3期。

[34] 孙光国、孙瑞琦：《控股股东委派执行董事能否提升公司治理水平》，《南开管理评论》，2018年第1期。

[35] 唐松、孙铮：《政治关联、高管薪酬与企业未来经营绩效》，《管理世界》，2014年第5期。

[36] 万媛媛、井润田、刘玉焕：《中美两国上市公司高管薪酬决定因素比较研究》，《管理科学学报》，2008年第2期。

[37] 王克敏、王华杰、李栋栋、戴杏云：《年报文本信息复杂性与管理者自利——来自中国上市公司的证据》，《管理世界》，2018年第12期。

[38] 王琨、徐艳萍：《家族企业高管性质与薪酬研究》，《南开管理评论》，2015年第4期。

[39] 王雄元、何捷：《行政垄断、公司规模与CEO权力薪酬》，《会计研究》，2012年第11期。

[40] 王曾、符国群、黄丹阳、汪剑锋：《国有企业CEO“政治晋升”与“在职消费”关系研究》，《管理世界》，2014年第5期。

[41] 吴昊旻、墨沈微、孟庆玺：《公司战略可以解释高管与员工的薪酬差距吗？》，《管理科学学报》，2018年第9期。

[42] 吴文锋、吴冲锋、芮萌：《中国上市公司高管的政府背景与税收优惠》，《管理世界》，2009年第3期。

[43] 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。

[44] 徐细雄、谭瑾：《高管薪酬契约、参照点效应及其治理效果：基于行为经济学的理论解释与经验证据》，《南开管理评论》，2014年第4期。

[45] 杨德明、赵璨：《媒体监督、媒体治理与高管薪酬》，《经济研究》，2012年第6期。

[46] 杨青、王亚男、唐跃军：《“限薪令”的政策效果：基于竞争与垄断性央企市场反应的评估》，《金融研究》，2018年第1期。

[47] 余明桂、回雅甫、潘红波：《政治联系、寻租与地方政府财政补贴有效性》，《经济研究》，2010年第3期。

[48] 张敏、王成方、刘慧龙：《冗员负担与国有企业的高管激励》，《金融研究》，2013年第5期。

[49] 张三保、康璧成：《高管薪酬效应：研究进展与未来方向》，《管理学季刊》，2020年第1期。

[50] 张昭、马草原、王爱萍：《资本市场开放对企业内部薪酬差距的影响——基于“沪港通”的准自然实验》，《经济管理》，2020年第6期。

[51] 郑志刚：《经理人超额薪酬和公司治理——一个文献综述》，《金融评论》，2012年第1期。

[52] 周泽将、马静、胡刘芬：《高管薪酬激励体系设计中的风险补偿效应研究》，《中国工业经济》，

2018 年第 12 期。

[53] Albuquerque, A. M., De Franco, G., & Verdi, R. S. 2013. Peer choice in CEO compensation. *Journal of Financial Economics*, 108: 160–181.

[54] Amit, R., & Schoemaker, P. J. H. 1993. Strategic assets and organizational rent. *Strategic Management Journal*, 14: 33–46.

[55] Autor, D. H., Katz, L. F., & Krueger, A. B. 1998. Computing inequality: Have computers changed the labor market? *Quarterly Journal of Economics*, 113: 1169–1213.

[56] Balsam, S., Y. Gu, & Mao, C. X. 2018. Creditor influence and CEO compensation: Evidence from debt covenant violations. *Accounting Review*, 93: 23–50.

[57] Barney, J. 1991. Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17: 99–120.

[58] Bebchuk, L. A., Cremers, K. J. M., & Peyer, U. C. 2011. The CEO pay slice. *Journal of Financial Economics*, 102: 199–221.

[59] Bebchuk, L. A., Fried, J. M., & Walker, D. I. 2002. Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation. *University of Chicago Law Review*, 69: 751–846.

[60] Bednar, M. K. 2012. Watchdog or lapdog? A behavioral view of the media as a corporate governance mechanism. *Academy of Management Journal*, 55: 131–150.

[61] Berrone, P., & Gomez-Mejia, L. R. 2009. Environmental performance and executive compensation: An integrated agency–institutional perspective. *Academy of Management Journal*, 52: 103–126.

[62] Bizjak, J., Lemmon, M., & Thanh, N. 2011. Are all CEOs above average? An empirical analysis of compensation peer groups and pay design. *Journal of Financial Economics*, 100: 538–555.

[63] Bizjak, J. M., Lemmon, M. L., & Naveen,

L. 2008. Does the use of peer groups contribute to higher pay and less efficient compensation? *Journal of Financial Economics*, 90: 152–168.

[64] Boivie, S., Graffin, S. D., Oliver, A. G., & Withers, M. C. 2016. Come aboard! Exploring the effects of directorships in the executive labor market. *Academy of Management Journal*, 59: 1681–1706.

[65] Cannella, B., Finkelstein, S., & Hambrick, D. C. 2008. *Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams, and boards*. New York: Oxford University Press.

[66] Cao, M., & Wang, R. 2013. Optimal CEO compensation with search: Theory and empirical evidence. *Journal of Finance*, 68: 2001–2058.

[67] Chang, E. C., & Wong, S. M. L. 2004. Political control and performance in China's listed firms. *Journal of Comparative Economics*, 32: 617–636.

[68] Cheng, S., & Indjejikian, R. J. 2009. The market for corporate control and CEO compensation: Complements or substitutes? *Contemporary Accounting Research*, 26: 701–728.

[69] Chhaochharia, V., & Grinstein, Y. 2009. CEO compensation and board structure. *Journal of Finance*, 64: 231–261.

[70] Chu, J., Faasse, J., & Rau, P. R. 2018. Do compensation consultants enable higher CEO Pay? A disclosure rule change as a separating device. *Management Science*, 64: 4915–4935.

[71] Chin, M. K., & Semadeni, M. 2017. CEO political ideologies and pay egalitarianism within top management teams. *Strategic Management Journal*, 38: 1608–1625.

[72] Connelly, B. L., Haynes, K. T., Tihanyi, L., Gamache, D. L., & Devers, C. E. 2016. Minding the gap: Antecedents and consequences of top management–to–worker pay dispersion. *Journal of Management*, 42: 862–885.

[73] Connelly, B. L. , Tihanyi, L. , Crook, T. R. , & Gangloff, K. A. 2014. Tournament theory: Thirty years of contests and competitions. *Journal of Management*, 40: 16-47.

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

[75] Culpepper, P. D. 2011. *Quiet politics and business power: Corporate control in Europe and Japan*. Cambridge: Cambridge University Press.

[76] Custodio, C. , Ferreira, M. A. , & Matos, P. 2013. Generalists versus specialists: Lifetime work experience and chief executive officer pay. *Journal of Financial Economics*, 108: 471-492.

[77] Custodio, C. , Ferreira, M. A. , & Matos, P. 2013. Generalists versus specialists: Lifetime work experience and chief executive officer pay. *Journal of Financial Economics*, 108: 471-492.

[78] Dai, Y. , Rau, P. R. , Stouraitis, A. , & Tan, W. 2020. An ill wind? Terrorist attacks and CEO compensation. *Journal of Financial Economics*, 135: 379-398.

[79] de Vaan, M. , Elbers, B. , & DiPrete, T. A. 2019. Obscured transparency? Compensation benchmarking and the biasing of executive pay. *Management Science*, 65: 4299-4317.

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

[81] Dikolli, S. S. , Kulp, S. L. , & Sedatole, K. L. 2009. Transient institutional ownership and CEO contracting. *Accounting Review*, 84: 737-770.

[82] Dyck, A. , Volchkova, N. , & Zingales, L. 2008. The corporate governance role of the media: Evi-

dence from Russia. *Journal of Finance*, 63: 1093-1135.

[83] Falato, A. , Li, D. , & Milbourn, T. 2015. Which skills matter in the market for CEOs? Evidence from pay for CEO credentials. *Management Science*, 61: 2845-2869.

[84] Fama, E. F. 1980. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88: 288-307.

[85] Faulkender, M. , & Yang, J. 2010. Inside the black box: The role and composition of compensation peer groups. *Journal of Financial Economics*, 96: 257-270.

[86] Feldman, E. R. 2016. Managerial compensation and corporate spinoffs. *Strategic Management Journal*, 37: 2011-2030.

[87] Fernandes, N. , Ferreira, M. A. , Matos, P. , & Murphy, K. J. 2013. Are U. S. CEOs paid more? New international evidence. *Review of Financial Studies*, 26: 323-367.

[88] Ferri, F. , & Maber, D. A. 2013. Say on pay votes and CEO compensation: Evidence from the UK. *Review of Finance*, 17: 527-563.

[89] Festinger, L. 1954. A theory of social comparison processes. *Human Relations*, 7: 117-140.

[90] Fredrickson, J. W. , Davis - Blake, A. , & Sanders, W. M. G. 2010. Sharing the wealth: Social comparisons and pay dispersion in the CEO's top team. *Strategic Management Journal*, 31: 1031-1053.

[91] Frydman, C. 2019. Rising through the ranks: The evolution of the market for corporate executives, 1936-2003. *Management Science*, 65: 4951-4979.

[92] Frydman, C. , & Papanikolaou, D. 2018. In search of ideas: Technological innovation and executive pay inequality. *Journal of Financial Economics*, 130: 1-24.

[93] Frydman, C. , & Saks, R. E. 2010. Executive compensation: A new view from a long-term perspective,

1936–2005. *Review of Financial Studies*, 23: 2099–2138.

[94] Gabaix, X. , & Landier, A. 2008. Why has CEO pay increased so much? *Quarterly Journal of Economics*, 123: 49–100.

[95] Gayle, G. -L. , & Miller, R. A. 2009. Has moral hazard become a more important factor in managerial compensation? *American Economic Review*, 99: 1740–1769.

[96] Gerakos, J. J. , Piotroski, J. D. , & Srinivasan, S. 2013. Which U. S. market interactions affect CEO pay? Evidence from UK companies. *Management Science*, 59: 2413–2434.

[97] Gomez-Mejia, L. , Trevino, L. J. , & Mixon, F. G. , Jr. 2009. Winning the tournament for named professorships in management. *International Journal of Human Resource Management*, 20: 1843–1863.

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

[99] Graffin, S. D. , Hubbard, T. D. , Christensen, D. M. , & Lee, E. Y. 2019. The influence of CEO risk tolerance on initial pay packages. *Strategic Management Journal*, <https://doi.org/10.1002/smj.3112>.

[100] Graham, J. R. , Harvey, C. R. , & Puri, M. 2013. Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics*, 109: 103–121.

[101] Graham, J. R. , Li, S. , & Qiu, J. 2012. Managerial attributes and executive compensation. *Review of Financial Studies*, 25: 144–186.

[102] 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.

[103] Gupta, N. , Conroy, S. A. , & Delery, J. E. 2012. The many faces of pay variation. *Human Resource*

Management Review, 22: 100–115.

[104] Guthrie, K. , Sokolowsky, J. , & Wan, K. - M. 2012. CEO compensation and board structure revisited. *Journal of Finance*, 67: 1149–1168.

[105] Hall, B. J. , & Murphy, K. J. 2003. The trouble with stock options. *Journal of Economic Perspectives*, 17: 49–70.

[106] Hambrick, D. C. , & Mason, P. A. 1984. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9: 193–206.

[107] Hayes, R. M. , & Schaefer, S. 2009. CEO pay and the Lake Wobegon Effect. *Journal of Financial Economics*, 94: 280–290.

[108] Heyman, F. 2005. Pay inequality and firm performance: Evidence from matched employer–employee data. *Applied Economics*, 37: 1313–1327.

[109] Humphery-Jenner, M. , Lisic, L. , & Nanda, V. 2016. Executive overconfidence and compensation structure. *Journal of Financial Economics*, 119: 533–558.

[110] Huson, M. R. , Tian, Y. , Wiedman, C. I. , & Wier, H. A. 2012. Compensation committees’ treatment of earnings components in CEOs’ terminal years. *Accounting Review*, 87: 231–259.

[111] Jiang, G. , Lee, C. M. C. , & Yue, H. 2010. Tunneling through intercorporate loans: The China experience. *Journal of Financial Economics*, 98: 1–20.

[112] Jung, H. W. , & Subramanian, A. 2017. CEO talent, CEO compensation, and product market competition. *Journal of Financial Economics*, 125: 48–71.

[113] Kang, J. , & Kim, A. Y. H. 2017. The relationship between CEO media appearances and compensation. *Organization Science*, 28: 379–394.

[114] Kolev, K. , Wiseman, R. M. , & Gomez - Mejia, L. R. 2017. Do CEOs ever lose? Fairness perspective

on the allocation of residuals between CEOs and shareholders. *Journal of Management*, 43: 610–637.

[115] Kuhnen, C. M., & A. Niessen. 2012. Public opinion and executive compensation. *Management Science*, 58: 1249–1272.

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

[117] Lustig, H., Syverson, C., & Van Nieuwerburgh, S. 2011. Technological change and the growing inequality in managerial compensation. *Journal of Financial Economics*, 99: 601–627.

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

[119] Morse, A., Nanda, V., & Seru, A. 2011. Are incentive contracts rigged by powerful CEOs? *Journal of Finance*, 66: 1779–1821.

[120] Mueller, P. E. M., Georgakakis, D., Greve, P., Peck, S., & Ruigrok, W. 2020. The curse of extremes: Generalist career experience and CEO initial compensation. *Journal of Management*, <https://doi.org/10.1177/0149206320922308>.

[121] Murphy, K. J. 1985. Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis. *Journal of Accounting & Economics*, 7: 11–42.

[122] Na, K. 2020. CEOs' outside opportunities and relative performance evaluation: Evidence from a natural experiment. *Journal of Financial Economics*, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.03.007>.

[123] Nguyen, B. D., & Nielsen, K. M. 2014. What death can tell: Are executives paid for their contributions to firm value? *Management Science*, 60: 2994–3010.

[124] Otten, J. A., & Heugens, P. P. M. A. R. 2008. The managerial power theory of executive pay: A

cross national test and extension. *Academy of Management Annual Meeting Proceedings*, 2008: 1–6.

[125] Otto, C. 2014. CEO optimism and incentive compensation. *Journal of Financial Economics*, 114: 366–404.

[126] Ozkan, N., Singer, Z., & You, H. 2012. Mandatory IFRS adoption and the contractual usefulness of accounting information in executive compensation. *Journal of Accounting Research*, 50: 1077–1107.

[127] Page, T. B. 2018. CEO attributes, compensation, and firm value: Evidence from a structural estimation. *Journal of Financial Economics*, 128: 378–401.

[128] Pan, Y. 2017. The determinants and impact of executive–firm matches. *Management Science*, 63: 185–200.

[129] Pandher, G., & Currie, R. 2013. CEO compensation: A resource advantage and stakeholder–bargaining perspective. *Strategic Management Journal*, 34: 22–41.

[130] Pathak, S., Hoskisson, R. E., & Johnson, R. A. 2014. Settling up in CEO compensation: The impact of divestiture intensity and contextual factors in refocusing firms. *Strategic Management Journal*, 35: 1124–1143.

[131] Philippon, T., & Reshef, A. 2012. Wages and human capital in the U.S. finance industry: 1909–2006. *Quarterly Journal of Economics*, 127: 1551–1609.

[132] Robinson, J. R., Xue, Y., & Yu, Y. 2011. Determinants of disclosure noncompliance and the effect of the SEC Review: Evidence from the 2006 Mandated Compensation Disclosure Regulations. *Accounting Review*, 86: 1415–1444.

[133] Seo, J., Gamache, D. L., Devers, C. E., & Carpenter, M. A. 2015. The role of CEO relative standing in acquisition behavior and CEO pay. *Strategic Management Journal*, 36: 1877–1894.

[134] Shi, W., Connelly, B. L., Mackey, J. D., & Gupta, A. 2019. Placing their bets: The influence of strategic

investment on CEO pay-for-performance. *Strategic Management Journal*, 40: 2047-2077.

[135] Shin, T. 2014. Explaining pay disparities between top executives and nonexecutive employees: A relative bargaining power approach. *Social Forces*, 92: 1339-1372.

[136] Shin, T. 2016. Fair pay or power play? Pay equity, managerial power, and compensation adjustments for CEOs. *Journal of Management*, 42: 419-448.

[137] Smith, E. B., & Chae, H. 2017. The effect of organizational atypicality on reference group selection and performance evaluation. *Organization Science*, 28: 1134-1149.

[138] Terviö, M. 2008. The difference that CEOs make: An assignment model approach. *American Economic Review*, 98: 642-668.

[139] Tosi, H. L., Werner, S., & Katz, J. P. 2000. How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies. *Journal of Management*, 26: 301-339.

[140] Taylor, L. A. 2013. CEO wage dynamics: Estimates from a learning model. *Journal of Financial Economics*, 108: 79-98.

[141] van Essen, M., Heugens, P. P. M. A. R., Otten, J., & van Oosterhout, J. 2012. An institution-based view of executive compensation: A multilevel meta-analytic test. *Journal of International Business Studies*, 43: 396-423.

[142] Van Essen, M., Otten, J., & Carberry, E. J. 2015. Assessing managerial power theory: A meta-analytic approach to understanding the determinants of CEO compensation. *Journal of Management*, 41: 164-202.

[143] Vergne, J. P., Wernicke, G., & Brenner, S. 2018. Signal incongruence and its consequences: A study

of media disapproval and CEO overcompensation. *Organization Science*, 29: 796-817.

[144] Viviers, S., Mans-Kemp, N., & Kallis, L. 2019. Public' say on pay' activism in South Africa: Targets, challengers, themes and impact. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 22: 1-10.

[145] Wang, H., Zhao, S., & Chen, G. 2017. Firm-specific knowledge assets and employment arrangements: Evidence from CEO compensation design and CEO dismissal. *Strategic Management Journal*, 38: 1875-1894.

[146] Wang, X. 2010. Increased disclosure requirements and corporate governance decisions: Evidence from chief financial officers in the pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods. *Journal of Accounting Research*, 48: 885-920.

[147] Wowak, A. J., & Hambrick, D. C. 2010. A model of person-pay interaction: How executives vary in their responses to compensation arrangements. *Strategic Management Journal*, 31: 803-821.

[148] Yeung, A. C. L., Lo, C. K. Y., & Cheng, T. C. E. 2011. Behind the iron cage: An institutional perspective on ISO 9000 adoption and CEO compensation. *Organization Science*, 22: 1600-1612.

[149] Zhang, Y., & Wiersema, M. F. 2009. Stock market reaction to CEO certification: The signaling role of CEO background. *Strategic Management Journal*, 30: 693-710.

[150] Zorn, M. L., Shropshire, C., Martin, J. A., Combs, J. G., & Ketchen, D. J., Jr. 2017. Home alone: The effects of lone-insider boards on CEO pay, financial misconduct, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 38: 2623-2646.