
郑州大学毕业论文

题 目：高管薪酬对金融房地产上市公司绩效影响研究

指导教师：肖艳霞 职称：副教授

学生姓名：于弋航 学号：201831050132

专 业：会计学（审计方向）

院（系）：商学院

完成时间：2022. 5. 12

2022 年 5 月 12 日

目录

中英文摘要.....	3
一、引言.....	4
(一) 研究背景和意义.....	4
(二) 研究思路与框架结构.....	5
(三) 研究方法.....	5
二、理论基础与文献综述.....	6
(一) 理论基础.....	6
(二) 文献综述.....	7
(三) 文献述评.....	8
三、我国金融与房地产行业高管薪酬现状分析.....	9
(一) 薪酬现状特点.....	9
(二) 薪酬现状成因分析.....	11
四、实证研究.....	12
(一) 研究假设.....	12
(二) 实证分析.....	14
五、研究结论及建议.....	16
(一) 研究结论.....	16
(二) 研究建议.....	16
参考文献.....	18

摘 要

最近几年以来，社会各界对高管的薪资水平依旧十分关注。企业绩效是企业价值最直观的表现，提高企业绩效是公司发展的重要目标，在提高企业绩效过程中，管理层起着关键性的作用。高管人员是企业人力资源中的关键一环，因为高管身为一个公司的决策层，且作为公司经营管理的中心人物，肩负着指定公司的发展战略和执行董事会决策的关键任务，一定程度上决定了公司未来的发展方向，优秀的高管人员很大程度上代表着公司的核心竞争力。因此，一个公司必需要调动高管人员的积极性，塑造其良好的价值观，进而能使高管人员的工作对本公司的绩效产生正向影响。尽管我国现在高管薪酬的激励制度较过去已有很大提升，但是和发达国家相比，我国的上市公司中高管薪酬制度仍然存在很大的缺陷，仍需不断的探索与完善。本文选用 49 家金融业和房地产上市公司 2016-2020 年的数据探究高管的薪酬水平和公司绩效的关系。研究表明，高管的薪酬激励会对公司绩效水平产生很强的促进作用。

关键词：企业绩效；高管薪酬；公司治理

Abstract

Recently, the academic circles pay more attention to executive compensation incentive. Corporate performance is the most intuitive manifestation of corporate value, and improving corporate performance is an important goal of corporate development. In the process of improving corporate performance, management plays a very important role. Executives is the most important among the human resources of enterprises, they are the company's executives, the core of enterprise operating characters, set up the company's development strategy, the executive board of the target, outstanding senior management personnel is the enterprise core competitiveness of the important factors. Therefore, we need to fully mobilize the enthusiasm of management, influence their cognitive view and values, so as to better reflect the performance of the enterprise. However, when it comes to other developed countries, China's incentive system for corporate executives is still in the development stage, still in the process of continuous exploration, and still needs to be constantly improved. This paper uses data from 49 financial and real estate companies from 2016 to 2020 to conduct a study on executive compensation. The results show that executive compensation incentive has a strong promotion effect on enterprise performance.

Key words: firm performance ; executive compensation ; corporate governance

一、引言

（一）研究背景和意义

1. 研究背景

高管超额薪酬的现状一直备受各行各业人士的高度关注，我国政府对企业高管高薪酬也在持续探索对其制度的改革与深化。总体来说，目前为止我国企业的薪酬制度仍然处于不断改进的过程中，其中近年来，我国高管的收入分配制度初步踏上正规。但是，与西方发达国家相比，由于经济、文化等发展差异过大，我国薪酬机制改革仍然远远落后。但是总体上仍然呈现薪酬分配不合理，高管薪酬过高等一系列问题，高管的天价薪酬也十分严重地阻碍了企业未来的长期发展，社会公平的进程以及共同富裕的实现。具体来说，当今很多企业却存在高负债，但高管拿着天价薪酬的现状。最近爆出的联想公司事件便是最佳的例子。其中根据联想 2017 财年报告，联想实现年度营业收入同比增长 5%，但是，毛利润同比却为 13.8%，整整下降了 0.4%。在此期间，联想公司的利润为 3.87 亿美元，同比又减少了 42%；公司权益持有人应占亏损的数量为 1.89 亿美元。对于体量如此之大的公司，其利润实在是太少。面对庞大的债务，少得可怜的利润，有时甚至亏损的情况下，联想高管人员却仍然拿着天价高薪。根据报道，杨元庆年薪 1.7 亿，董事长柳传志的年资居然还有 7603 万元。联想要在创业板上市，集资 100 亿人民币，也只够这几个高管发十年的工资。

高级管理人员毋庸置疑是一个企业发展进步的重要支柱。当今时代，市场环境愈发恶劣，大部分上市企业高管却能拿到百万年薪，大型企业甚至有千万甚至上亿的年薪，他们拿着天价薪酬，但是否能产出与之对应的企业价值？是否能为绩效的提高做出贡献？仍然是一个值得思考的问题。企业是选择增加高管人员的薪酬激励等方式来刺激高管人员参加公司治理以改善企业绩效，还是调低高管薪酬以降低企业成本负担，这个问题也仍待解决。这些问题的关键是要准确判断提高高管人员的薪酬水平对公司绩效的影响，此外还有如何对高管进行投入产出相对应的激励。而且近年来国家“限薪令”实施，也加强了各行各业对其予以的关注。在其中，金融业和房地产业一直以来都是高薪的代名词，在经济高速高质量发展的时代背景下，从全行业发展的情况下看房地产和金融行业的关系，说它们是鱼与水关系也不过分。故本篇文章的研究背景建立在全球范围内对高管薪酬机制的探讨下，金融行业和房地产业的高管薪酬却久居高位而不下现状。

2. 研究意义

研究上市公司高管薪酬与绩效之间的关系具有十分重要的理论和实践意义。

首先，从理论上讲，由于我国的市场还处于初步发展阶段，仍然不成熟，导致研究人员对高管薪酬与公司绩效两者关系的研究成果不同，各学者看法不统一，存在许多弊端。本文总结了现存的相关研究成果，对公司的绩效以及高管薪酬现状进行分析，并结合相关理论，经过理论分析，假设提出和实证分析后，对高管薪酬水平设置如何为公司绩效发挥

最大效用提出建议，是对前人丰富研究成果的补充，希望可以借此对提高公司的绩效发挥借鉴作用，为公司治理提供新的角度和思路。

其次，从实践上来看，一家公司薪酬制度设计完美与否影响了企业的绩效水平，所以制定好与自身发展情况相符合的薪酬制度体系十分重要。尤其针对现如今劳动力市场供需不平衡，出现了“用人难”的现象，对此如果能设计出精准且科学化的薪酬激励体系，对激发员工的工作热情和提升企业绩效水平至关重要。从宏观层面讲，本文对高管人员高薪酬的现状进行了具体分析并发现其内在问题，并借此对高管收入分配地优化和改进提供了建议。从微观层面讲，由于房地产行业 and 金融行业的高管收入一直占据国内上市公司高管薪酬收入的前列，且这两个行业之间的相似点颇多，具有很大参考价值，因此该研究可以加深社会各界人士对高管薪酬的现状以及存在的问题的了解，同时也能使高管更准确地评估自身价值，因此能更好的发挥自身对企业绩效提升的贡献。

（二）研究思路与框架结构

本论文主要分析上市公司的高管薪酬水平和相应的公司绩效水平之间的联系。在参考国内外相关研究成果以及相关文献综述的基础上，致力于发现内核，并对高管薪酬结构的优化以及公司治理的完善提供有效的建议。

根据本文的行文思路以及内容先后顺序，本论文的框架结构主要分为五个部分：

第一部分为引言，引言部分主要介绍了本文的选题背景、选题的意义、总体框架和研究思路，并对本文所采用的研究方法作了一个全面的总结。

第二部分是研究的理论依据及文献综述部分。总结了本文所构建的主要理论依据、国内外关于公司业绩和高管报酬的经典研究和近期研究，并对本文所采用的研究方法和工具作了简要的介绍。

第三章是对我国企业高管薪酬的现状进行了分析。主要是针对我国金融房地产上市公司的薪酬现状进行了剖析，并对其成因进行了简要的剖析，为实证研究和得出结论提供了依据。

第四部分是对该问题的实证分析。本论文参照前人的研究思路，对本文的假设进行了界定，确定了相关的变量，建立了公司经营业绩与管理层报酬的回归模型。采用数理统计软件对企业业绩与管理层报酬的相关性进行了检验，并对其进行了数据处理。

第五章是本文结论。本文对本文的研究内容、思路、方法进行了归纳，并对本文的研究结果进行了总结，并对整个行业的薪酬体系提出了一些有建设性的意见，为今后的研究提供了参考。

（三）研究方法

1. 规范研究和实证研究相结合

本文研究首先对相关理论包括委托代理理论、代理成本理论、最佳契约理论做了系统的梳理，其后，针对与论题相关的国内外文献做了概括及述评。再者，对金融和地产行业的薪酬的现状进行相关分析。最后在上述规范性研究的基础之上，收集 2016 到 2020 金融房地产行业的数据，建立起面板数据模型，并运用 Excel, STATA 16.0 等数理统计软件，实证分析了企业绩效和高管薪酬之间的相关关系。

2. 定性研究与定量研究相结合

本文前半部分基于相关理论基础研究并总结了国内高管薪酬与公司绩效情况的现状，并结合本文界定范围内金融和地产行业公司的性质和经营情况定性地分析了高管薪酬存在的问题，以历史学和逻辑思维进行研究分析，属于定性研究范围。后半部分提出相应的研究假设，并选取沪深 A 股上市公司金融与地产行业 2016 至 2020 年间的数据为研究对象，运用面板数据模型验证了本文所提出的研究假设，以概率论和社会统计学为基础，属于定量研究的范畴。

二、理论基础与文献综述

（一）理论基础

以科斯为代表的新制度经济学学派提出了交易成本理论，该理论是现代企业理论的重要分支。新制度经济学学说在不断发展完善的过程中，也形成了关于公司治理的几种重要理论：委托代理理论、最佳契约理论和代理成本理论等。本文中有关高管薪酬激励、企业绩效的论述都是基于这些理论的基础上展开的。

1. 委托代理理论

委托代理理论认为，当委托人向代理人委托任务时，由于没有有效的监督机制监督代理人的行为，再加上两者的利益出发点不相同，代理人就会做出损害委托人利益的行为，如为了私欲而投机倒把。而在公司中的代理关系特指股东和管理层之间的关系。在如今的公司制度下，股东会雇佣职业经理人来进行管理，并给予其相应的薪水。但由于两者的利益不一致，职业经理人可能就会把自身利益放在第一位而进行决策，进而就会损害股东的利益。

2. 代理成本理论

代理成本是指为了解决代理问题而花费的额外不必要成本。这类现象主要体现在股东和职业经理人之间的利益冲突。因为公司的经理即便能力再大，对公司的贡献和功劳再多，公司的利润也不会归其一人所有。故出于个欲望的驱使，经理就有动机减少公司的运营中人力物力财力的投入，利用权力满足私欲。但是当经理并持有公司股份时，就能缓解代理成本中的低效率问题。此外，股东与经理之间的利益冲突也在公司决策中的意见不一致上得以体现。因此，代理成本也会受企业资本结构的影响。

3. 最佳契约理论

根据上文的理论分析，由于股东和管理者之间存在代理关系，由此双方契约问题便随之产生。契约关系自古以来都是社会中一种自由，平等以及诚实守信的精神。没有契约关系，也就没有契约精神，更不用提“诚信”理念。当然在最佳契约理论中，高管必须无条件的努力为企业负责工作，通过高绩效来获得高薪收益，而且不存在激励不足或者过度的一系列问题。但是在现实中，这一假设很明显是难以得到成立的。因为公司不可能实时监督高管的行为，高管也不可能完全无条件的努力工作，必然存在偷懒懈怠、运用公司特权进行个人消费等行为，这样来说，将公司业绩与薪酬联系直接挂钩也有一定的不当之处。近年来，如何更大限度地使高管与股东之间的目标趋于一致，一直都是研究人员所关注的重点，最佳契约论能否落于现实，取决于当高管薪酬和企业绩效挂钩的前提下，股东目标和公司目标能否被高管认同并落实。

（二）文献综述

1. 高管薪酬和企业绩效相关性研究现状

对于高管薪酬与企业绩效关系的研究从上世纪开始已经展开。Tausings 和 Baker 早在 20 世纪就对高管薪酬与企业绩效的关系展开了研究，得出结论：两者之间不存在显著相关性。

此外还有很多学者的研究认为高管薪酬和公司绩效之间不存在明显相关性。其中 Attaway（2000）总结了计算机和电子类公司的发展现状并收集相关数据，借此探究薪资与公司绩效之间的关系，结果发现二者之间存在一定的线性关系，但关系较弱，可以忽略不计。

Duffhues 和 Kabir（2008）的研究内容为高管薪酬与公司绩效之间是否存在关联性，并选取了荷兰上市公司作为分析样本，结果发现关联关系并不明显。

许媛媛（2021）在发电行业上市公司高管薪酬与企业绩效相关性研究中认为，发电行业上市公司高管薪酬差距与企业绩效之间不存在显著的相关关系。

张精、丁溢桢（2021）通过对中小板公司的研究发现，管理层的股权激励对公司业绩的影响并不明显，但是他们都相信，管理层的持股对公司治理结构的影响是非常重要的。

如今学术界还有一大部分学者通过实证分析和研究，得出高管薪酬与公司绩效之间具有明显相关性的结论。

潘开灵等选取 2013 至 2017 年石化行业的相关财务数据作为研究对象，分析了高管薪酬激励措施对财务柔性与公司绩效是否存在影响，分析结果表明良好的高管薪酬管理可以积极调整财务柔性与公司绩效二者关联度。

高杨（2017）也研究了薪酬激励对公司绩效的影响，集中研究海尔企业的现状，运用杜邦分析法进行分析，并得出薪酬激励有两重作用，但对企业利大于弊的结论。

周婷（2019）使用 2012 至 2016 年我国 A 股上市的公司财务数据进行研究，研究结果表明高管薪酬与公司绩效关系为正相关，增加高管货币薪酬能够提高公司绩效。

赵珊珊（2019）等研究行业特征对高管薪酬与企业绩效的影响，研究表明传统制造业高管薪酬与企业绩效不存在明显关联，但在房地产行业中两者之间关联显著。

戴颖（2021）通过研究得出，在企业运营环境相对稳定时，高管薪酬激励能够通过降低代理成本提升公司的绩效。

刁云婷（2022）集中研究我国旅游行业的上市公司，也证明了该行业中高管薪酬与公司绩效之间呈正相关关系。

从以上文献综述来看，国内外不同学者对于二者之间的关系，分析得出的结果不完全相同，各自都持有不同的意见，这也与前文研究背景里的介绍相互照应。

2. 有关影响高管薪酬的一些因素

根据经济学中的外生性理论，外部的一些变量会作用于解释变量，然后又作用于被解释变量。因此有关高管薪酬的一些影响因素值得被考虑在内，国内外许多学者也借此途径取得了丰厚的研究成果。

相关研究发现，公司规模与高管薪酬存在显著的相关关系。大体量公司的组织结构与运营经营往往会更加复杂。在此情况下，就需要更加优秀的高管人员来管理公司，因此相应得到的薪酬也越高。李增泉（2000）研究了中国上市公司年度财务报告中的数据，得出结论，企业资产规模明显影响高管薪酬。周佰成和王北兴（2007）研究了中国上市公司的年报和中国社会科学院发布的《中国上市公司 100 强治理评价报告》，发现高管薪酬在取决公司绩效水平的基础上，也会取决于公司的规模。

宋清华、曲良波（2011）选取了 2000-2010 十年间国内 13 家上市商业银行的数据进行了相关性分析和研究。结果表明，高管薪酬会随着银行绩效增长而增长。但是如果绩效水平得到提高，商业银行高管薪酬过高就会加重银行面临的风险。

黄送钦（2017）认为公司中高管的薪资水平与企业债务融资水平呈负相关，薪酬越高的高管更愿意去减少企业的债务融资，为其谋取利益，获得超额薪酬提供便利条件。

王宁（2021）研究了公司治理结构对高管薪酬停滞的影响，利用创业板上市公司的实证数据，发现该类上市公司高管薪酬水平会随着绩效的提高而提高。在控制变量的影响中，董事会规模与高管薪酬粘性呈负相关；董事长和董事总经理联合在一起会使高管薪酬的粘性更大。

杨婧怡（2022）的研究结果表明，高管薪酬与资本结构负相关，不同类型的企业中也存在不同效应，在国有企业中，高管薪酬与资本结构之间的相关关系十分明显；非国有企业的高管薪酬对企业价值具有很大的促进作用，但是资本结构在高管薪酬与企业价值的关系中只能发挥一些调节作用。

（三）文献述评

本文在国内外已有研究的基础上，了解上世纪以来对于高管薪酬与企业绩效的研究情况，并作了总结。综上所述，第一，几十年来国内外的文献中，在高管薪酬和企业绩效之

间的关系上，还没有形成统一的研究结论，这很可能是因为不同的学者在研究过程中运用的方法，选择的研究对象不尽相同，从而导致不同的研究结果。第二，关于影响公司绩效的其他因素，不同的学者也有不同的见解看法。第三，各学者在进行高管薪酬与企业绩效的分析时，对于行业、高管薪酬的衡量指标、公司绩效的衡量指标、时间段和研究方法的选择都有所不同。首先大多数学者都选择薪酬偏高的高收益行业，例如金融业、房地产、医药、高科技行业等等；其次，对于高管薪酬的衡量指标，国内外学者选择高管薪酬的替代变量也不尽相同，例如高管货币薪酬、高管薪酬差距、高管持股比例等等使大多数学者的选择，在众多方法中，选择董事，监事以及高管的薪酬总额作为研究样本值的学者占大多数；再次，大多数学者使用财务指标来衡量公司绩效，因为财报中有所披露，数据获取更加容易，部分学者则选择每股收益，利润等财务指标；然后研究方法上大多数学者会采用文献综述和实证分析相结合的方法；在时间段的选择上，考虑到时间的连续性，大多数学者会选取 3 年或 5 年的数据作为样本。

三、我国金融与房地产行业高管薪酬现状分析

房地产和金融行业可谓是我国经济发展中的两大龙头行业，它们的一举一动都能影响到我国经济发展的方向模式及普通大众的生活，当今的社会资金也纷纷涌入这两个行业。

对于房地产行业而言，房价问题一直与人们生活息息相关。但是由于购房难的问题给中国人民带来了深重的经济困难，中央政府为了遏制房价猛涨，出台了一系列针对房地产行业的调控政策，特别是于 2010 年 4 月发布了住房“限购令”，使房地产行业在经历了自 2000 年以来近十年的繁荣期之后迅速降温，众多房地产企业经营业绩的跌幅也大超从前。但与此同时，房地产企业中的高管仍然享有天价薪酬，在经营业绩不景气的情况下，其薪资的涨幅仍然保持了凶猛的态势。

金融行业亦是如此，2009 年，财政部《金融企业限薪令》的颁布，对国内金融企业人员的薪资水平发布详细明确的规定。特别是国有金融企业的董事长被规定，税前年薪不得多于 280 万。但是由 wind 数据库显示，2008 年至 2013 年中，金融行业的高管年薪均在 100 万元以上。

（一）薪酬现状特点

1. 薪酬结构较为单一

这不仅仅是两个行业问题，而是我国当代全行业的共同问题。大多数上市企业的薪酬机制都比较类似，主要包括固定薪酬和风险薪酬，风险薪酬中短期激励占据主要部分，故薪酬激励不连续，无法保持递延性，因此薪酬结构仍然存在很多弊端。因为长期激励能够更好地协调好个人利益和公司利益之间的关系，以此来让高管诚心诚意地对公司负责，从而提高公司的业绩水平。

2. 行业内部各公司高管薪酬存在巨大差距

通过 wind 数据库中的数据，我们可以看出金融行业的高管薪酬普遍处于超高水平，但是金融大行业中，也有许多细分下来的子行业，通过观察发现不同子行业管理层薪酬也是有非常大的差距。在其中，证券业最高，达 47.1 万元，但是保险业薪酬平均下来直邮 25.37 万元。即便金融和地产企业的高管薪酬水平令其他任何行业都相形见绌，但其内部差距仍然很明显。其中，券商中的老大——中信证券——员工薪酬达到了 93 万元/年，成为员工薪酬最高的上市公司。但与此形成鲜明对比的是，综合上市公司市值、实现人均净利润等指标测算，东方财富等业绩表现更为出色的互联网券商，员工薪酬却不到 30 万元，明显低于传统券商。

3. 单一的激励模式降低员工积极性

当今年代，大部分公司对于员工工作成果的奖励依旧停止在金钱，年终礼品等物质奖励的层面。但是与此同时公司又提倡公司员工要对企业怀有奉献精神，通过道德绑架和严格管理对员工进行身心压榨，长此以往，物质方面的奖励所能产生的作用就会越来越小。员工作为独立人，有权在提供劳动力的同时获得与个人付出相应的补偿。不仅仅体现在物质上，精神上的满足有时候会更加重要。

4. 薪酬结构设置的不合理导致员工积极性下降

中国平安董事长 2019 年度年薪为 885.65 万元，在董事薪酬中位居第一名。虽然“限薪令”规定董事长税前年薪不得超过 280 万元，但是这几位老总的年薪都超过了 500 万元。我们看到董事长薪酬已经高到让人无法想象，但在企业的总经理的薪资面前，依然相形见绌。同样在 wind 数据库中显示，总经理年薪超过 100 万元的公企业就有 41 个。地产行业中，根据慧博研究院 2006 年的数据，一家知名地产企业在挑选财务总监时，分别给两名候选人开出 150 万和 30 万的悬殊价格，可见该类企业在确定薪酬水平时是有多随意。虽然已经有很多公司意识到薪酬结构设置的不合理性，意识到应该依据工作量以及绩效来确定薪资水平，但却没有一个固定的衡量标准，导致当今薪酬水平的确定仍然不合理。

5. 公司内部薪酬差异悬殊

中国人口位居世界第一，因此劳动力市场一直存在供过于求的现象，由于廉价的劳动力泛滥，我国至今仍被称为“全球制造中心”。即使是在房地产以及金融行业这样的资金密集型企业里，也会有劳动密集的存在。正如此两个行业内的“牛马”和“搬砖工”之类的普遍戏称所描述的那样。此外，降低成本一直是企业追寻的目标，一再压缩普通员工的工资能为一家公司减少很多成本：由于普通员工占据企业内部员工的大多数，这可以为企业节省一大部分资金，但是长远考虑，因为这些现象的存在，最适合某个职位的员工会因为不合适的工作机会和平台而被埋没，勤勤恳恳的员工也会因为无法获取合适的待遇而主动辞职。

（二）薪酬现状成因分析

1. 高管薪酬受到的监管不力

锚定效应是指某个企业的薪酬增长会受同行业的薪酬增长的影响，而且两者往往是正相关关系。一个公司在筹措计划公司人员的薪酬水平时，一定不会是凭空决策，而是找到一定的参考对象，即在对同行业普遍的薪酬水平的调查基础之上制定与本公司实际情况相关的薪酬，也就是说房地产和金融企业的高管薪酬增长是受整个行业影响的。

我国政府一直在对此现象进行监管。但是，早期对高管薪酬的监管措施在中国的企业当中并没有形成普遍现象，无法动摇高管的薪酬现状。2008 年金融危机后政府稍微重视，出台一系列的政策与法律法规来应对金融业地产业以及其他行业高管薪酬问题。2009 年财政部颁布的“限薪令”便是影响力最大的相应措施。这些法律法规以及政策文件的颁布是对高管薪酬的监管力度的一次较大提升，但是如今仍然存在许多前文提到过的“联想高管事件”，在经济高质量发展、实现共同富裕的新时代背景下，政府对失去公平的联想及其他企业的高薪以及贫富差距过大问题，仍有很多路要走。

2. 高管薪酬与公司业绩挂钩使其努力工作

由于委托代理关系的存在，公司的股东不可能在任何事情上都亲历亲为，必定会把公司的经营交给经理来做。但是由于股东和经理的利益出发点不同，不可避免会产生公司的利益和经理人的私人利益相冲突的情况，而且经理由于负责公司日常运营，往往比股东掌握更多有关公司的信息，信息不对称的存在会让股东的利益更加受损。因此当前的绝大多数公司都会建立与其业绩紧密挂钩的高管薪酬制度。即高管的薪资水平与公司业绩“同生共死”若公司利益受损，公司的经营情况恶化，管理者的个人利益也会受到较大的损失。故当前大多数金融和地产企业都会制定有利于高管的薪酬制度，通过增加高管收入来增加公司的业绩。

3. 行业特征致使薪酬偏高

此两个行业频频出现高管高薪酬的现象，和其高风险高利润回报的行业特征分不开。由于激烈的竞争，行业内的管理人才一直承担着高负荷与高风险的工作，为此企业老总就更愿意通过丰厚回报来留住这些高管人员。此外金融行业属于经济中的金字塔顶尖，普遍存在的马太效应在这里也起着作用，由于距离金字塔顶端更近，因此得到的好处就越多。此外近些年来金融市场异常繁荣，由于金融和地产企业拥有较高的入行门槛，一方面需要知识密集型的人才，因此该行业内高管的薪资水平偏高也属于正常现象。

四、实证研究

（一）研究假设

上文提到，现代公司制度下，企业经营权和所有权分离，委托代理关系开始出现。在这个理论中，企业的管理就是委托代理人进行企业经营，依照其工作完成与否基础上做出相应的报酬，使企业实现利益最大化，因此企业的绩效毋庸置疑与高管薪酬密切相关。换句话说，公司业绩越好，高管薪酬越高。当然换个角度来思考，员工的工作效率与薪酬水平有着密切的关系。一般来说，企业给予的工资水平越高，员工的生产积极性会随之提升，生产力就越高。由此可以推断，高管人员的薪酬也会影响企业绩效水平。薪酬水平的提高，可以提高高级管理人员的工作的热情和积极性，从而促使公司绩效的提升。

对此我们提出本文的假设：我国金融与地产行业上市公司的高管薪酬与公司绩效之间存在明显的正相关关系。

1. 被解释变量

用经济增加值（EVA）作为企业绩效的替代变量是近年来学术界的常用做法。但 EVA 的计算方法很复杂，并且计算 EVA 需要的一些数据很多企业的财务报表并没有进行相关披露，因此使用 EVA 作为企业绩效替代变量的方法在学术界并没有得到普及。对于本论文的变量选取也没有参考意义。

本文选取公司绩效指标中的 ROE 作为被解释变量。因为影响绩效的因素很多，例如销售利润率只是其中的一个方面，从全面来看的话，资本收益率是能说明公司价值的指标，企业的 ROE 会随着资本利用效率的提升而提升，投资收益率也会不断提高。

2. 解释变量

本文界定的高管范围包括董事、监事、经理层等全部人员通常意义上的企业高管，国内的上市公司高管的薪酬结构主要包括固定和风险薪酬，同时，虽然高管普遍存在一些隐性收入，但是这些收入一般与高管个人的私欲和不正当行为有关，不可能获得直接相关的证据。即高管薪酬只能获取年报中披露的货币薪资，不能获取在职消费等难以查找或难以衡量的薪酬部分。此外本文采用高管薪酬的自然对数作为实际变量，主要是为了减少不同规模和体量公司之间薪酬数据的绝对数量上的差异。

3. 控制变量

要实证检验公司绩效和高管薪酬之间关系，必须控制会对解释和被解释变量产生重大影响的其他因素。本文选取的控制变量包括公司规模，债务期限，资本结构和董事会规模。

公司规模方面，由于较大规模的公司通常会有较高的利润绩效，高管薪资水平也普遍偏高。于是本论文参照过去的常用研究方法，将公司的总资产的自然对数作为公司规模的替代变量。

公司的债务情况会直接影响到企业的利润收入，债务约束也会对高管薪酬产生制约作用。因此选用短期债务在企业总负债中的占比水平作为控制变量之一。通常情况下短期债务占比越多，则表明债务期限的制约作用越强。

本篇文章用资产负债率来代表一个公司的资本结构。金融业和房地产业属于资本密集型产业，故其发展过程中需要大量的源源不断的资金投入，但是企业本身拥有的资产水平根本无法支撑起企业经营发展，因此只能通过银行借款，发行债券等方式来筹措大量资金，这就是为什么本文选择资产负债率来代表企业的资本结构。

董事会可以通过制定公司的薪酬结构来有效地监督高管的行为，维护自身以及股东的利益。在对高管进行监管的过程中，会受到许多因素的影响。。董事会规模越大，对公司的控制力越强，越有可能关注维护股东的利益，减少高管的垄断行为，降低高管的薪酬水平，因此股东会的规模也应引入并作为一个重要的控制变量。

表 4-1: 变量

	变量名称	变量符号	表示
被解释变量	企业绩效	<i>ROE</i>	净资产收益率
解释变量	高管薪酬	<i>LNCOMP</i>	董事、监事、高级管理人员年度薪酬总额的自然对数
控制变量	公司规模	<i>SIZE</i>	年末总资产自然对数
控制变量	债务期限成本	<i>DC</i>	短期债务/长期债务+短期债务
控制变量	资本结构	<i>ALR</i>	资产负债率
控制变量	董事会规模	<i>BOD</i>	董事会总人数

4. 样本选择

本论文的数据来源主要是沪深 A 股上市公司 2016 到 2020 年五年间的数据，对于收集到的数据，本文做出了以下的处理：一是考虑到全行业数据搜集整理过于复杂，故仅保留 49 家金融类和房地产类有代表性的行业作为分析。二是剔除被证监会认定为“ST”企业的数据，由于缺乏研究价值，再次剔除样本进行定量分析。最后，剔除样本所需的变量数据，特别是一些必要数据的缺口。经过剔除和筛选，总共获得 49 家金融和房地产行业上市公司 5 年间的 245 条平衡面板数据，且本文的全部数据均来源于国泰安数据库，统计软件使用 STATA 16.0。

5. 模型设计

根据前文的文献梳理以及相关研究的常用实证方法，本文建立了面板数据模型，通过一系列实证分析以确定公司绩效和高管薪酬之间的关系。相应地，设定的多元线性回归实证模型如下：

$$ROE = \alpha_0 + \alpha_1 LNCOMP + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 DC + \alpha_4 ALR + \alpha_5 BOD + \mu$$

(二)实证分析

1. 描述性统计

表 4-2：描述性统计

VARIABLES	(1) N	(2) mean	(3) sd	(4) min	(5) max
LNCOMP	245	16.41	1.002	14.65	18.74
DC	245	0.00915	0.00933	-0.0118	0.0360
SIZE	245	24.63	1.607	21.50	28.06
ROE	245	0.112	0.0869	-0.116	0.367
ALR	245	0.709	0.139	0.314	0.908
BOD	245	8.755	1.817	5	14
Number of code	49	49	49	49	49

从表 4-2 可以看出，我国金融业和房地产业上市公司高管薪酬的自然对数的最小值，最大值和平均值分别是 14.65，18.74 和 16.41，标准差为 1.002，表明行业间高管薪酬分布相对来说差异较大。净资产收益率最小为负数-11.6%，最大值为 36.7%，看似两者差距很大，但是由于平均值为 11.2%，且标准差为 0.0869，所以该两个行业间绩效的差别也不是很大。公司规模来说，最大值为 28.06，最小值为 21.50，说明公司规模之间差异巨大。债务约束方面，标准差仅为 0.00933，表明金融和地产行业债务融资情况较为接近。平均资产负债率达到了 70.9%，说明金融和地产行业的大多数公司通过债务来筹集资产。董事会规模差异较大，最小有五人组成，最大则有 14 人。

2. 相关性分析

表 4-3：相关性分析

ROE	LNCOMP	DC	SIZE	ALR	BOD
ROE	1				
LNCOMP	0.538***	1			
DC	0.378***	0.358***	1		
SIZE	0.546***	0.707***	0.386***	1	
ALR	0.309***	0.474***	0.301***	0.642* **	1
BOD	0.156**	0.427***	0.287***	0.306* **	0.296* **

由表 4-3 可知，LNCOMP 与 ROE 之间的相关系数为 0.538，存在三星显著关系，以此可以说明高管薪酬水平和公司绩效之间正相关关系十分显著。而且，在各个变量之间，如果相关系数绝对值过于显著的情况下，很有可能是处于多重共线的状态。根据一些前人的研究采用的衡量方法，本文的各个变量之间的相关系数的绝对值都小于 0.8，因此不会产生严重的多重共线情况。但是本文依旧采用多重共线性分析来进行更加严谨的证明。

3. 多重共线性分析

根据观察相关性 collin 检验的结果，有，为了避免模型出现的多重共线性对本文研究结果的，检测模型的方差膨胀因子分析，结果如下表 4-4 显示

表 4-4 多重共线性分析

Variable	VIF	1/VIF
-----+-----		
SIZE	2.71	0.368753
LNCOMP	2.23	0.449089
ALR	1.74	0.575085
BOD	1.27	0.784801
DC	1.23	0.813042
-----+-----		
Mean VIF	1.84	

参考如今学术界多名学者的研究，本文的 VIF 均小于 3，平均值小于 2，由此完全得知多重共线性不严重。再观察各种控制变量，对模型的影响很小，因此均满足回归分析的要求。

4. 回归分析

根据方差膨胀因子检测的结果，认为 OLS 回归可以提供最佳估计值，因此本文采用普通 OLS 的方法进行回归分析。

表 4-5：回归分析

VARIABLES	(1)
	y
LNCOMP	0.028*** (3.71)
DC	1.790*** (-3.93)
SIZE	0.018*** (4.40)
ALR	-0.050 (-1.19)
BOD	0.005** (-2.01)
Constant	0.687*** (-6.78)
Observations	245
R-squared	0.384

数据显示，企业绩效 ROE 和高管薪酬 LNCOMP 明显存在正相关关系，并且在 1%（三星显著）的显著性水平下显著，说明高管薪酬越高的公司企业绩效就越好，反之则就越差。回归模型中的数据说明，薪酬水平的提高会对公司经营绩效的提高起到促进作用。这也就是说，我们所做的假设是成立的：金融和房地产上市公司高管薪酬水平与公司的净资产收

益率正相关。有关四个控制变量，通过数据可以发现，高管薪酬与资产负债率无相关关系，但是鉴于文献述评中，大部分学者认为二者之间明显相关，因此可能不是因为公司的资本结构与高管薪酬之间不一定不存在明显的相关性，而是本文选用资产负债率作为资本结构替代变量的方法在金融和地产行业中并不合适。但其他控制变量，如债务期限约束，董事会规模与公司绩效之间呈现明显的负相关，公司的规模与公司绩效之间呈现明显的正相关。

此外，本模型中的 R-squared 值为 0.384，说明拟合的方程能够解释因变量 38% 的变化，说明本模型的拟合优度很好，本文所建立的模型具有很大参考价值。

五、研究结论及建议

（一）研究结论

通过对金融和房地产行业 2016 至 2020 年的相关数据的分析表明，企业的绩效会受高管工资水平的影响，一家公司的高管薪酬结构安排很大程度上影响到公司的发展。自我学者对其展开研究以来，从一开始的研究发现毫无相关性可言，到逐步发现二者之间存在一定的关系，再到如今大部分研究都认为二者之间有明显的相关性，从此可以看出，我国的薪酬制度改革取得了一定的成就，尤其是金融和地产这类高管享有高薪酬的企业中，也逐步建立起了高管薪酬和公司绩效挂钩的制度，企业的内部治理结构逐渐公开公正，走向成熟和完善。其中原因有以下几点，第一，高管薪酬的增加有利于提高高管对工作的热情，并增强公司内在的凝聚了，员工的归属感，为此公司高管会提高工作的热情；第二，高级管理人员在公司重大决策中起着重要的作用，公司支付的薪酬是对管理人员劳动成果的实际回报，他们的薪酬水平越高，为公司追求利润的动力就越大，高管若对自身的收入感到满意，也能对公司发展起到最大程度的促进作用。此外，由于公司的规模与企业绩效的相关性依旧比起高管薪酬与企业的相关性水平更加显著，这说明高管薪酬制度仍然需要进一步的优化，强化高管薪酬和公司绩效的联系。

（二）研究建议

第一，完善高管薪酬与企业绩效挂钩的激励机制，并规范绩效的衡量指标。目前，大多数国内企业在评估管理层的薪酬激励时会参考经营业绩水平，并初步建立了两者相关的激励机制，但仍存在问题。目前，中国的大部分公司只关注高管薪酬对企业盈利能力的影响，不关注其他关键性指标，存在一定的缺陷。因此，为了考察高管薪酬激励在地产和金融公司中的作用，如今还有盈利能力、资产质量、增长潜力等综合指标，对高管薪酬激励的作用能进行更为全面系统的论证，这点特别值得考虑。

第二，国内上市公司应着力调整优化高管薪酬结构，将短期薪酬激励与长期薪酬激励有效结合。短期激励现在比较普遍，对大多数中国的公司来说，其结构相对简单。由于短

期收益的存在，高管往往舍远求近，忽视了长期收益的重要性。当前公司只能通过后付、虚报等措施，有效控制短期经营风险。国内企业也需要调整现有的薪酬结构，增加长期激励的比重。高管薪酬激励措施在未来的发展中起着非常重要的作用。同时，也可以提高高管对公司的忠诚度。

第三，公司需要增加融资渠道，控制债务在资本结构中的比重。中国金融地产开发商大多依赖银行贷款获取资金，银行只收取固定利率收入，但却要承担整个行业的金融风险。为此一家公司必须拓宽自身的融资渠道，分散风险的同时也能促进金融市场的良好发展。

第四，加强对高管薪酬的监督，优化公司治理结构，要做到这一点，需要公司内部和外部的同时努力，公司内部可以成立相应的薪酬委员会并监督薪酬体系的设定和落实，外部则需要政府和社会加强对高管薪资水平的关注度，严格执行相关的法律法规以及政策。此外根据实证结果分析，扩大董事会规模，增加董事会人数也会加强对高管人员的监督。

参考文献

1. Jensen M C, Meckling W H. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. ScienceDirect[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-370
2. Attaway M C. *A study of the relationship between company performance and CEO compensation*[J]. American Business Review, 2000, 18(1): 77-85
3. Duffhues P, Kabir R. *Is the pay-performance relationship always positive: Evidence from the Netherlands*[J]. Journal of Multinational Financial Management, 2008, 18(1): 45-60
4. 许媛媛. 发电行业上市公司高管薪酬与企业绩效相关性研究[D]. 华北电力大学(北京), 2021. DOI:10.27140/d.cnki.ghbbu.2021.001266
5. 张精, 丁溢桢. 高管激励对企业绩效的影响研究——基于中小板上市企业的经验数据[J]. 江苏商论, 2021(02): 117-119
6. 潘开灵, 徐晨曦, 白露珍. 高管薪酬激励、财务柔性与企业绩效——来自石油化工上市公司的数据田. 财会通讯, 2019(15): 47-50
7. 高杨. 薪酬激励机制对公司绩效的影响分析[J]. 财政监督, 2017(22): 106-111
8. 周婷. 高管薪酬与企业绩效关系的实证研究田. 当代农机, 2019 (07): 74-76
9. 赵珊珊, 陈进. 高管薪酬与公司绩效关系的实证研究——以行业特征为调节变量[J]. 技术与创新管理, 2019, 40(01): 86-90. DOI:10.14090/j.cnki.jscx.2019.0116
10. 戴颖, 陈翰林. 高管薪酬激励对企业绩效的影响研究——基于第二类代理问题[J]. 山西财政税务专科学校学报, 2021, 23(04): 50-55
11. 刁云婷. 高管激励对中国上市旅游企业绩效的影响研究[D]. 西南大学, 2021. DOI:10.27684/d.cnki.gxndx.2021.000205
12. 李增泉. 激励机制与企业绩效——一项基于上市公司的实证研究[J] 会计研究, 2000(1): 24-30
13. 周佰成, 王北星. 中国上市公司治理、绩效和高管薪酬相关性研究[J]. 数理统计与管理, 2007(4): 669-675
14. 宋清华, 曲良波. 高管薪酬, 风险承担与银行绩效: 中国的经验证据[J]. 国际金融研究, 2011(12): 11
15. 黄送钦, 吴利华, 许从宝. 高管超额薪酬影响了企业债务融资吗[J]. 当代财经, 2017(11): 110-122. DOI:10.13676/j.cnki.cn36-1030/f.2017.11.011
16. 王宁. 公司治理结构对高管薪酬粘性影响研究[D]. 西安科技大学, 2021. DOI:10.27397/d.cnki.gxaku.2021.000152
17. 杨婧怡. 高管薪酬、资本结构与企业价值[J]. 中国商论, 2022(04): 135-139. DOI:10.19699/j.cnki.issn2096-0298.2022.04.135

The stickiness of executive compensation and the innovative investment behavior of enterprises under different causes

Rengmei Wu Shu Lin

1. Introduction

With the deepening of the reform of the compensation system of Chinese enterprises, the compensation system characterized by ethism has been replaced by the compensation system based on business performance, and the market-oriented compensation system has gradually become an integral part of corporate governance (Fang Junxiong, 2009). The market-oriented compensation system is accompanied by questions about the rationality of executive pay, especially since the global financial tsunami triggered by the US subprime crisis, Wall Street financial institutions executives' high annual salaries of tens of millions of dollars and "surprise dividends" have been pushed to the forefront of public opinion; When Gaver and Gaver (1998) conducted a study of CEOs of U.S.-listed companies, they found that they received additional bonuses as their performance growth, with no penalties for declining performance, an asymmetry in executive pay sensitivity that Jackson (2008) later called executive pay sticky. Subsequently, Fang Junxiong (2009) in China's listed companies in the study of executive pay also found the existence of executive pay stickiness, that is, when the performance of enterprises rise, the increase in executive pay significantly higher than the decline in performance when the pay reduction.

With the increasingly fierce market competition, innovation has become the key to establish competitive advantage. Executives, as decision makers and implementers of enterprise innovation activities, have an important influence on the innovation investment behavior of enterprises. Innovative investment behavior has different characteristics such as uncertainty, heterogeneity and long-term behavior, so to promote executives' innovative investment behavior, it is necessary to establish a compensation system that tolerates executives' early investment failure and rewards longterm success.

The stickiness of executive pay has the characteristics of "heavy reward and light punishment" and "tolerance of failure", which meets the incentives needed to promote the innovation investment behavior of senior executives, and can promote the innovation investment behavior of enterprises effectively, but the impact on the efficiency of innovation investment is still controversial. Some scholars have found that executive pay stickiness increases the negative impact of executive innovation investment behavior, and that executive pay stickiness is positively changing with corporate overinvestment (Wu Xinchu, 2015); Analysis by Xu Yue and others (2018) using data from all A-share listed companies for the period 2007-2015 as a sample found that the stickiness of executive compensation is positively related to the level of innovation investment in enterprises, and this relationship is more significant in non-state-owned enterprises and high-tech enterprises. Why is this disagreement caused? After reading the literature, it is found that it may be related to the causes of the stickiness of executive

pay. Therefore, this paper analyzes the reasons for the formation of executive pay stickiness, and on this basis further explores the impact of executive pay stickiness on the enterprise's innovative investment behavior, aiming to find out the positive impact of executive pay stickiness on the enterprise's innovative investment behavior, and making suggestions for enterprises to enhance innovation investment.

2. The Relevant Literature Review

2.1 The cause of the stickiness of executive compensation

Since the study by Gaver and Gaver (1998) found that profit can lead to a rise in CEO compensation, while losses do not lead to a decrease in CEO compensation, the study of symmetry of pay performance sensitivity has become a new theoretical hot spot, and scholars have done a lot of research on the characteristics and formation mechanisms of executive pay stickiness. Such as the power of executives as agents, the separation of management rights and ownership in modern enterprises and the resulting information asymmetry, the rigidity of compensation and incentive-health factors, etc., will make executives in the enterprise performance rise, so that they get the corresponding pay rise, and when the performance of enterprises decline, take a series of actions to curb the reduction of compensation, resulting in executive pay stickiness.

The causes of the stickiness of executive pay come from three main sources:

2.1.1 Management power

The separation of management rights and ownership in modern enterprises has made the power of senior executives more and more powerful, and the voice of executive pay has become more and more powerful, so that they can use their influence to earn higher salary income when the enterprise is profitable, and to avoid punishment when they lose money. In the case of imperfect internal governance mechanisms, there may even be the phenomenon of executives setting their own salaries, which increases the possibility of stickiness in executive pay. It was further found that executives had different rights, different degrees of stickiness in executive pay, and that lower-level executives had significant symmetry in their pay, while higher-level executives had significant stickiness characteristics (Fang Junxiong, 2011).

2.1.2 Information asymmetry

Because of the asymmetry of information, it is difficult for shareholders to make accurate judgments about the relationship between executives' efforts and corporate performance, and they rely on the information and explanations issued by senior executives. Executives interpret this as self-interested and attribute it more to their own efforts when corporate performance rises, at a time when executive pay growth is easily approved by boards of directors and shareholders' meetings, while in the face of declining corporate performance, executives tend to attribute it to external factors such as fierce competition in the market, and cuts to executive pay are often limited (Jensen and Murphy, 1990; Gaver, 1998; Sun Wei and Liu Hao, 2004). In addition, cutting executive pay will reduce the personal reputation of executives, sending negative signals to the managers' market (Chen Xingyu and Chen Pingping, 2019), making executive pay rigid and making executive pay more sticky (Fang Junxiong, 2009).

2.1.3 The characteristics of incentives and health factors of remuneration

With the development of salary contract, the compensation types are constantly diversified, forming a compensation system including base salary, performance annual salary, equity incentive and so on. From the point of view of executive personal utility, basic compensation is a health-care factor proposed by Herzberg—it does not have a significant incentive when it is met, but it can have a significant negative impact on the individual when it is not satisfied (Fang Junxiong, 2009). Giving executive compensation incentives when a company is profitable can drive the motivation of executive work, encourage executives to do their best to create value for the company (Chen Xingyu and Chen Pingping, 2019), and reflect the motivational characteristics of executive compensation. Under the dual characteristics, too strict performance-based compensation system is easy to cause dissatisfaction and resistance among executives. As a result, pay-setters tend to show a tendency to tolerate failure when setting pay, reflecting a "reward-for-merit" compensation policy (Ray Yu and Guo Jianhua, 2017), which makes executive pay sticky.

2.2 Executive compensation stickiness and enterprise innovation investment

As the core leader of the enterprise, the executives lead the innovation investment behavior of the enterprise, which has a great influence on the innovation investment of the enterprise. Kachelmeier et al (2008) argues that innovation is different from conventional business activities in general, where executives and technicians may face frequent failures in the early stages of their innovation activities, and that successful innovation requires repeated attempts in a directionless direction and requires a lot of money and effort to explore. When executives make innovative investments, they not only face the risk of investment failure, but also bear the double pressure from the shareholder and manager markets, and once the investment fails, they pay high private costs, and risk-averse executives tend to reduce or abandon investment in innovative projects in order to pursue their own interests more safely. Therefore in order to motivate executives to make innovative investment behavior, not only need to give full recognition and reward to successful innovation investment, but also need to be tolerant of the failure of innovation investment, executive pay stickiness reflects this.

On the whole, most scholars' research results show that the stickiness of executive pay promotes the innovative investment behavior of the enterprise, but the investment behavior will have a different impact on the enterprise. On the one hand, the stickiness of executive pay is partly due to the institutional arrangements in which pay set-upers tolerate management failures, and proper inclusion or incentives for management to engage in risk-taking activities can help improve the level and efficiency of innovative investment in the business (Xu Yue, etc., 2018). Using the executive compensation and company performance data of listed companies in China from 2006 to 2010 as a sample, the study found that the more sticky the executive pay, the more serious the company's heavy reward and punishment, the stronger the executive's risk-taking spirit, and thus the more likely it is to make new investments. On the other hand, the stickiness of executive compensation is positively related to the overinvestment

behavior of enterprises, that is, the higher the degree of stickiness of executive pay, the more serious the overinvestment behavior of enterprises (Wu Xinchu, 2015).

2.3 Different causes of executive pay stickiness and enterprise innovation investment

A study on the stickiness of executive pay of listed companies found that the stickiness of executive pay has different results for innovative investment in enterprises. On the one hand, the stickiness of executive pay will aggravate the risk appetite of senior executives, leading to overinvestment behavior of enterprises, such as Liu Wei (2013), on the basis of quantifying the stickiness of executive pay, it is found that the stickiness of executive pay will aggravate the over-investment behavior of executives, the greater the stickiness of pay, and the positive correlation between pay stickiness and overinvestment of local holding companies is significantly stronger than that of centrally controlled enterprises; Wu Xiaoman and others (2016) to 2005-2014 industrial listed companies in Shanghai and Shenzhen, China as a research sample, empirically tested the pay stickiness of this "failure tolerance" and "heavy reward and punishment" characteristics of the pay contract arrangement can stimulate the willingness of senior executives to invest in research and development, reduce the avoidance of short-term risks, thereby abandoning the research and development innovation investment may bring long-term high-yielding behavior. By comparing the relevant literature, it is found that this inconsistent conclusion may be that the causes of executive pay stickiness are not analyzed, and that the influence of executive pay stickiness on the innovative investment behavior of enterprises is different (Yi Yanxin and Yu Kelly, 2020).

2.3.1 The influence of the stickiness of executive compensation formed by management power on the innovation investment of enterprises

Management's authority gives executives a great deal of discretion in compensation making, and management can choose whether to include "non-recurring earnings" and "non-recurring losses" in the executive compensation formula so that they can achieve stable returns when the company makes or loses (Yi Yanxin and Yu Kelly, 2020). This allows executives to earn more in conducting business than they take risks, an imbalance that weakens the sense of mission and urgency for executives to pursue high corporate efficiency, and may breed a sense of luck that executives pursue high returns and will not be punished even if they fail, increasing executives' risk appetite, which can lead to overinvestment.

2.3.2 The influence of the stickiness of executive compensation formed by information asymmetry on the innovation investment of enterprises

Information asymmetry makes the information that shareholders have insufficient to support their salary decisions to follow the optimal contract theory, so that executives can use the advantages of information to indirectly influence compensation formulation. The principal-agent theory holds that the executives of listed companies, driven by the assumption of "economic man", tend to use the symmetry of information and choose to obtain high personal compensation by increasing the overinvestment behavior of enterprises.

2.3.3 Compensation incentive-the influence of the stickiness of executive compensation formed by the characteristics of health factors on the innovation investment of enterprises

The existing executive compensation system is a kind of monetary compensation, equity incentive, on-the-job consumption, and so on, and covers the health factors and incentive factors, on the basis of which the formation of executive compensation stickiness will have different effects on the innovative investment behavior of enterprises. On the one hand, even if the investment behavior fails, the monetary base salary is a health factor so that managers do not have to bear the corresponding losses, the level of executive compensation will not be greatly reduced even when the company's performance declines, reduce the risk that senior executives take when carrying out innovative investment behavior, promote the innovation investment behavior of senior executives, enhance the innovation investment of enterprises; Therefore, the stickiness of executive compensation based on the characteristics of salary incentive-health factors has a positive impact on the innovation investment of enterprises, reduces the short-sighted behavior of senior executives, enhances the innovation investment of enterprises, and injects vitality into the sustainable development of enterprises.

不同原因下高管薪酬粘性与企业创新投资行为

Rengmei Wu Shu Lin

1. 简介

深化改革的中国企业的薪酬体系,薪酬体系特点是 ethism 取代了基于企业绩效薪酬体系,和以市场为导向的薪酬体系已逐渐成为公司治理的一个组成部分(方俊雄, 2009)。以市场为导向的薪酬体系是伴随着关于高管薪酬的合理性的问题,尤其是美国次贷危机引发的全球金融海啸,华尔街金融机构高管'high 数千万美元的年薪和“惊喜红利”被推到风口浪尖当加弗和加弗(1998)对美国上市公司首席执行官进行研究时,他们发现业绩增长时他们会获得额外的奖金,而业绩下降时不会受到惩罚,这是一种高管薪酬敏感性的不对称,杰克逊(2008)后来称之为高管薪酬粘性。随后,方俊雄(2009)在对中国上市公司高管薪酬的研究中也发现了高管薪酬粘性的存在,即当企业业绩上升时,高管薪酬的增长显著高于薪酬下降时业绩的下降。

随着市场竞争的日益激烈,创新已成为建立竞争优势的关键。高管作为企业创新活动的决策者和实施者,对企业的创新投资行为有着重要的影响。创新投资行为具有不确定性、异质性和长期行为等不同的特征,因此需要建立一个容忍高管早期投资失败、奖励长期成功的薪酬体系来促进高管的创新投资行为。

高管薪酬的粘性的特点“重奖励和惩罚”和“宽容失败”,满足所需的激励促进高管的创新投资行为,并能有效地促进企业的创新投资行为,但对创新效率的影响投资仍存在争议。一些学者发现,高管薪酬粘性增加执行创新投资行为的负面影响,高管薪酬粘性是积极的改变与企业过度投资,吴欣驰(2015);徐乐等人(2018)的分析使用数据从所有 A 股上市公司 2007 - 2015 年样本发现,高管薪酬粘性与企业创新投资水平正相关,且这种关系在非国有企业和高科技企业中更为显著。为什么会产生这种分歧?通过阅读文献,我们发现这可能与高管薪酬粘性的原因有关。因此,本文分析了高管薪酬粘性形成的原因,并在此基础上进一步探讨高管薪酬粘性对企业创新投资行为的影响,旨在找出高管薪酬粘性对企业创新投资行为的积极影响,并作出建议企业加大创新投入。

2. 相关文献综述

2.1 高管薪酬粘性的原因

Gaver (1998)发现,利润会导致 CEO 薪酬的上升,而不会导致 CEO 薪酬减少损失,支付性能敏感性的对称性的研究已成为一个新的理论热点,学者已经做了很多研究的特点和形成机制工资粘性。如现代企业的经营者代理权、经营权与所有权的分离以及由此产生的信息不对称、薪酬刚性和激励健康因素等.,会使高管在企业业绩上升时,使其获得相应的薪酬上升,而当企业业绩下降时,又采取一系列行动抑制薪酬下降,从而产生高管薪酬粘性。高管薪酬粘性产生的原因主要有三个方面:

2.1.1 管理权力

在现代企业经营权和所有权的分离使得高管的力量越来越强大,和高管薪酬的声音越来越强大,所以他们可以使用他们的影响力来获得更高的工资收入在企业盈利,亏损时,避免惩罚。在内部治理机制不完善的情况下,甚至可能出现高管自行设定薪酬的现象,这就增加了高管薪酬粘性的可能性。进一步发现高管的权利不同,高管薪酬粘性程度不同,低级别高管的薪酬对称性显著,高级别高管的薪酬粘性特征显著(方俊雄,2011)。

2.1.2 信息不对称

由于信息的不对称,股东很难对高管的努力与公司绩效之间的关系做出准确的判断,只能依靠高管发布的信息和解释。高管解释,这是自私的和属性更自己的努力当企业业绩上升时,在高管薪酬增长很容易通过董事会和股东会议,面对企业业绩下降时,高管们倾向于属性它激烈等外部因素市场竞争和削减高管薪酬往往是有限的(Jensen 和 Murphy, 1990; Gaver. 1998; 孙玮和刘浩, 2004)。此外,降低高管薪酬会降低高管的个人声誉,向经理人市场传递负面信号(陈星宇和陈平平, 2019),使高管薪酬刚性化,增加高管薪酬粘性(方俊雄, 2009)。

2.1.3 薪酬激励的特征和健康因素

随着薪酬合同的发展,薪酬类型不断多元化,形成了包括底薪、绩效年薪、股权激励等在内的薪酬体系。从高管个人效用的角度来看,基本薪酬是赫茨伯格提出的一个医疗保健因素,满足时不具有显著的激励作用,但不满足时对个人有显著的负向影响(方俊雄, 2009)。在公司盈利时给予高管薪酬激励,可以驱动高管的工作动机,鼓励高管尽最大努力为公司创造价值(陈星宇和陈平平, 2019),体现高管薪酬的激励特征。在双重特征下,过于严格的绩效薪酬制度容易引起高管的不满和抵制。因此,薪酬设定者在设定薪酬时往往表现出一种容忍失败的倾向,反映了一种“绩效奖励”的薪酬政策(郭建华, 2017),这使得高管薪酬具有粘性。

2.2 高管薪酬粘性与企业创新投入

高管作为企业的核心领导者,领导着企业的创新投资行为,对企业的创新投资有很大的影响。Kachelmeier 等人(2008)认为创新与一般的传统商业活动不同,高管和技术人员在创新活动的早期阶段可能会面临频繁的失败,成功的创新需要在无方向性的方向上反复尝试,需要大量的金钱和努力探索。当高管进行创新投资,他们不仅面临投资失败的风险,但也承担股东和经理市场的双重压力,一旦投资失败,他们支付高额的私人成本,规避风险的高管们倾向于减少或放弃投资为了追求自己的创新项目更安全的利益。因此,要激励高管进行创新投资行为,不仅需要对成功的创新投资给予充分的认可和奖励,还需要对创新投资的失败予以容忍,高管薪酬粘性体现了这一点。

总体而言,大多数学者的研究结果表明,高管薪酬粘性促进了企业的创新投资行为,但投资行为对企业的影响不同。一方面,高管薪酬粘性的部分原因在于薪酬设置者容忍管理层失败的制度安排,适当纳入或激励管理层从事冒险活动有助于提高企业创新投资的水

平和效率(徐越等, 2018)。使用上市公司的高管薪酬和公司业绩数据从 2006 年到 2010 年在中国作为一个样本, 研究发现, 高管薪酬越粘, 更严重的公司的奖励和惩罚, 越强的冒险精神, 因此更有可能进行新的投资。另一方面, 高管薪酬的粘性与企业的过度投资行为正相关, 即高管薪酬的粘性程度越高, 企业的过度投资行为越严重(吴欣驰, 2015)。

2.3 高管薪酬粘性与企业创新投入的不同成因

对上市公司高管薪酬粘性的研究发现, 高管薪酬粘性对企业创新投资的影响结果不同。一方面, 高管薪酬的粘性将加剧高管的风险偏好, 导致企业过度投资行为, 比如刘伟(2013)的基础上量化高管薪酬的粘性, 发现高管薪酬的粘性将加剧高管的过度投资行为工资粘性越大, 工资粘性和过度投资之间的正相关地方控股公司集中控制企业显著强于; 吴奢靡和其他人(2016)在 2005 - 2014 年工业在上海和深圳上市公司, 中国作为研究样本, 实证检验了工资这种“容错”和“重奖罚”的薪酬合同安排的粘性可以激发高管投资研发的意愿, 减少对短期风险的规避, 从而放弃研发创新投资可能带来长期的高收益的行为。通过对比相关文献发现, 这一不一致的结论可能是没有分析高管薪酬粘性的原因, 高管薪酬粘性对企业创新投资行为的影响是不同的(易彦欣和于凯利, 2020)。

2.3.1 管理层权力形成的高管薪酬粘性对企业创新投入的影响

管理层的权力赋予了高管在薪酬制定上很大的自由裁量权, 管理层可以选择是否将“非经常性收益”和“非经常性损失”纳入高管薪酬公式, 以便在公司盈利或亏损时实现稳定的回报(易彦欣和于凯利, 2020)。这允许高管在做生意挣更多的钱比他们冒险, 这种不平衡, 削弱了使命感和紧迫感高管追求企业效率高, 并且可能滋生一种运气, 高管追求高回报, 不会受到惩罚, 即使他们失败, 增加高管的冒险欲望, 从而导致过度投资。

2.3.2 信息不对称形成的高管薪酬粘性对企业创新投资的影响


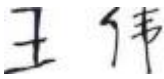
信息不对称使得股东没有足够的信息支持其薪酬决策遵循最优契约理论, 从而使高管可以利用信息优势间接影响薪酬制定。委托代理理论认为, 上市公司高管在“经济人”假设的驱动下, 倾向于利用信息对称, 通过增加企业的过度投资行为来获取高额的个人报酬。

2.3.3 薪酬激励——健康因素特征所形成的高管薪酬粘性对企业创新投资的影响

现有的高管薪酬制度是一种货币薪酬、股权激励、在职消费等, 涵盖了健康因素和激励因素, 在此基础上, 高管薪酬粘性的形成会对企业创新投资行为产生不同的影响。一方面, 即使投资行为失败, 货币基础工资是一个健康的因素, 以便经理不需要承担相应的损失, 高管薪酬水平并不会大大降低甚至当公司业绩下降, 减少风险, 实施时高管进行创新投资行为, 促进高管的创新投资行为, 增强企业的创新投资; 因此, 高管薪酬的粘性特征的基础上工资健康因素对企业的创新投资产生积极的影响, 减少了短视行为高层管理人员, 增强企业创新投入, 为企业可持续发展注入活力。

毕业论文任务书

学生姓名	于弋航	学号	201831050132	指导教师	肖艳霞
论文题目	高管薪酬对金融房地产上市公司绩效影响研究				
主要研究内容、目标	<p>本论文的研究内容主要为分析上市公司的高管薪酬水平，研究其现状和存在的一些问题，以及与之对应的公司业绩和绩效水平之间的相互作用关系。在参考国内外相关研究成果以及相关文献综述的基础上，致力于发现内核，探究出金融房地产行业上市公司的绩效是否会受高管薪酬水平的影响，并对高管薪酬结构的优化以及公司治理的完善提供有效的建议。</p>				
主要参考文献	<ol style="list-style-type: none"> 1. Jensen M C, Meckling W H. <i>Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure</i>. ScienceDirect[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-370 2. Attaway M C. <i>A study of the relationship between company performance and CEO compensation</i>[J]. American Business Review, 2000, 18(1): 77-85 3. Duffhues P, Kabir R. <i>Is the pay-performance relationship always positive: Evidence from the Netherlands</i>[J]. Journal of Multinational Financial Management, 2008, 18(1): 45-60 4. 许媛媛. 发电行业上市公司高管薪酬与企业绩效相关性研究[D]. 华北电力大学(北京), 2021. DOI:10.27140/d.cnki.ghbbu.2021.001266 5. 张精, 丁溢桢. 高管激励对企业绩效的影响研究——基于中小板上市企业的经验数据[J]. 江苏商论, 2021(02): 117-119 6. 潘开灵, 徐晨曦, 白露珍. 高管薪酬激励、财务柔性与企业绩效——来自石油化工上市公司的数据田. 财会通讯, 2019(15): 47-50 7. 高杨. 薪酬激励机制对公司绩效的影响分析[J]. 财政监督, 2017(22): 106-111 8. 周婷. 高管薪酬与企业绩效关系的实证研究田. 当代农机, 2019 (07): 74-76 9. 赵珊珊, 陈进. 高管薪酬与公司绩效关系的实证研究——以行业特征为调节变量[J]. 技术与创新管理, 2019, 40(01): 86-90. DOI:10.14090/j.cnki.jscx.2019.0116 10. 戴颖, 陈瀚林. 高管薪酬激励对企业绩效的影响研究——基于第二类代理问题[J]. 山西财政税务专科学校学报, 2021, 23(04): 50-55 11. 刁云婷. 高管激励对中国上市旅游企业绩效的影响研究[D]. 西南大学, 2021. DOI:10.27684/d.cnki.gxndx.2021.000205 				

指导教师意见	<p>论文选题贴合专业培养目标，能够到达综合训练目标，题目较为简单，但工作量较大。选题具有一定的学术研究价值。该生查阅资料的能力较强，能收集关于高管薪酬和公司绩效的资料，写作过程中基本能综合运用所学知识，全面分析问题。</p> <p>指导教师（签字） </p> <p>2021 年 12 月 26 日</p>
专业审查意见	<p>同意通过</p> <p>专业负责人（签字） </p> <p>2021 年 12 月 26 日</p>

毕业论文开题报告

姓名	于弋航	专业、班级	会计学（审计方向） 会计四班	学号	201831050132
论文题目	高管薪酬对金融房地产上市公司绩效影响研究				
<p>一、选题的目的意义</p> <p>首先，从理论上讲，由于我国的市场还处于初步发展阶段，仍然不成熟，导致研究人员对高管薪酬与公司绩效两者关系的研究成果不同，各学者看法不统一，存在许多弊端。本文总结了现存的相关研究成果，对公司的绩效以及高管薪酬现状进行分析，并结合相关理论，经过理论分析，假设提出和实证分析后，对高管薪酬水平设置如何为公司绩效发挥最大效用提出建议，是对前人丰富研究成果的补充，希望可以借此对提高公司的绩效发挥借鉴作用，为公司治理提供新的角度和思路。其次，从实践上来看，一家公司薪酬制度设计完美与否影响了企业的绩效水平，所以制定好与自身发展情况相符合的薪酬制度体系十分重要。尤其针对现如今劳动力市场供需不平衡，出现了“用人难”的现象，对此如果能设计出精准且科学化的薪酬激励体系，对激发员工的工作热情和提升企业绩效水平至关重要。从宏观层面讲，本文对高管人员高薪酬的现状进行了具体分析并发现其内在问题，并借此对高管收入分配地优化和改进提供了建议。从微观层面讲，由于房地产行业 and 金融行业的高管收入一直占据国内上市公司高管薪酬收入的前列，且这两个行业之间的相似点颇多，具有很大参考价值，因此该研究可以加深社会各界人士对高管薪酬的现状以及存在的问题的了解，同时也能使高管更准确地评估自身价值，因此能更好的发挥自身对企业绩效提升的贡献。</p>					
<p>二、国内外研究综述</p> <p>Attaway（2000）总结了计算机和电子类公司的发展现状并收集相关数据，借此探究薪资与公司绩效之间的关系，结果发现二者之间存在一定的线性关系，但关系较弱，可以忽略不计。</p> <p>Duffhues 和 Kabir（2008）的研究内容为高管薪酬与公司绩效之间是否存在关联性，并选取了荷兰上市公司作为分析样本，结果发现关联关系并不明显。</p> <p>许媛媛（2021）在发电行业上市公司高管薪酬与企业绩效相关性研究中认为，发电行业上市公司高管薪酬差距与企业绩效之间不存在显著的相关关系。</p> <p>张精，丁溢桢（2021）在分析中运用中小板上市企业的相关数据，结果显示高管的股权激励与企业绩效之间的相关性不显著，但却认为薪酬可以解决公司的代理问题。</p> <p>如今学术界还有一大部分学者通过实证分析和研究，得出高管薪酬与公司绩效之间</p>					

具有明显相关性的结论。

潘开灵等选取 2013 至 2017 年石化行业的相关财务数据作为研究对象，分析了高管薪酬激励措施对财务柔性与公司绩效是否存在影响，分析结果表明良好的高管薪酬管理可以积极调整财务柔性与公司绩效二者关联度。

高杨（2017）也研究了薪酬激励对公司绩效的影响，集中研究海尔企业的现状，运用杜邦分析法进行分析，并得出薪酬激励有两重作用，但对企业利大于弊的结论。

周婷（2019）使用 2012 至 2016 年我国 A 股上市的公司财务数据进行研究，研究结果表明高管薪酬与公司绩效关系为正相关，增加高管货币薪酬能够提高公司绩效。

赵珊珊（2019）等研究行业特征对高管薪酬与企业绩效的影响，研究表明传统制造业高管薪酬与企业绩效不存在明显关联，但在房地产行业两者之间关联显著。

戴颖（2021）通过研究得出，在企业运营环境相对稳定时，高管薪酬激励能够通过降低代理成本提升企业绩效。

刁云婷（2022）集中研究我国旅游行业的上市公司，也证明了该行业中高管薪酬与公司绩效之间呈正相关关系。

三、毕业论文所用的方法和可行性分析

1. 规范研究和实证研究相结合

本文研究首先对相关理论包括委托代理理论、代理成本理论、最佳契约理论做了系统的梳理，其后，针对与论题相关的国内外文献做了概括及述评。再者，对金融和地产行业的薪酬的现状进行相关分析。最后在上述规范性研究的基础之上，收集 2016 到 2020 金融房地产行业的数据，建立起面板数据模型，并运用 Excel，STATA 16.0 等数理统计软件，实证分析了企业绩效和高管薪酬之间的相关关系。

2. 定性研究与定量研究相结合

本文前半部分基于相关理论基础研究并总结了国内高管薪酬与公司绩效情况的现状，并结合本文界定范围内金融和地产行业公司的性质和经营情况定性地分析了高管薪酬存在的问题，以历史学和逻辑思维进行研究分析，属于定性研究范围。后半部分提出相应的研究假设，并选取沪深 A 股上市公司金融与地产行业 2016 至 2020 年间的数据为研究对象，运用面板数据模型验证了本文所提出的研究假设，以概率论和社会统计学为基础，属于定量研究的范畴。

四、研究框架

第一部分为引言，引言部分主要包括研究背景和意义，整体的框架结构和研究思路，以及本篇文章运用到的整体研究方法，是对全文的总体概括。

第二部分为理论基础和文献综述。归纳了本文所建立之上的一些重要的理论基础，以及国内外有关公司绩效以及高管薪酬等方面的理论，并简单介绍了本篇论文在行文时用到的相关研究方法以及研究工具。

第三部分为高管薪酬行业现状分析。主要针对该行业薪酬现状分析不足，并简单分析原因，为本文的实证研究以及结论的提出提供证据。

第四部分为实证分析研究。本篇参考以往文献的研究方法，提出了本文的假设，并且定义了论文所需要的变量，构建了关于公司绩效和高管薪酬之间的回归模型。进行描述性统计，相关性检验等数据的分析，运用数理统计软件对公司绩效与高管薪酬之间是否存在相关性进行了检验，并对数据处理的结果进行归纳总结。

第五部分对本篇论文的总结。通过归纳全文的研究内容，思路，方法，总结本论文研究所得出的结论并提出对整个行业薪酬制度的建设性建议，为以后的相关研究做出展望。

五、指导教师审批意见

研究计划明确，任务切实可行，同意开题

指导教师签名：



2022 年 1 月 8 日

毕业论文中期检查表

一、毕业论文进展情况（请在选择项上打“√”）

1. 文献查阅与资料总结：好__√__；较好____；一般____；差____。
2. 是否按原定计划进程进行：是____；基本是__√__；否____。
3. 指导教师对学生毕业设计（论文）开题及撰写初稿阶段工作的评语：好____；
较好__√__；一般____；差____。
4. 对学生工作态度的评价：认真__√__；一般____；不认真____。

二、中期检查综合评价（请在选择项上打“√”）

好____；较好__√__；一般____；差____。

二、存在问题及改进措施

由于在进行数据处理和搜集时遇到困难，一些重要指标资料不全。因此对论文主要的研究方向进行了修改，从研究债务对高管薪酬的影响改为研究高管薪酬对上市公司债务的影响，并集中选择沪深 A 股金融业和地产行业为研究对象。

此外论文格式上有一定欠缺，已经按照学院的要求进行了修改。

指导老师签名：



2022 年 5 月 9 日

毕业论文答辩提问记录

答辩提问记录:

问题 1:研究行业选择不当, 尽量选择具有相关性且相似的行业进行分析。

回答:选择行业时考虑到金融和房地产行业是全行业中普遍高管薪酬较高的行业, 但是考虑问题依然浅显, 没有发掘到两个行业之间的本质联系。

问题 2:有关高管薪酬和企业绩效的相关研究不具有时效性, 两者之间具有相关性已经较为普遍的达成学术界的共识。

答辩小组签名:

李玉辉 杨长辉 王 魏泉皓杰

2022 年 5 月 25 日

毕业论文书面成绩评分表


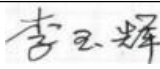
评价内容	具 体 要 求	权重	总 分
资料调查	能独立查阅文献并从事其调研；能正确翻译外文资料；有收集信息的能力。	10	83
信息处理与加工	能提出较好的课题实施方案，能加工处理各种信息、获取新知识。	20	
分析与解决问题的能力	能运用所学知识和技能去发现与解决实际问题；能正确处理实验数据；能对课题进行理论分析，得出有价值的结论。	20	
工作量及工作态度	按期圆满完成规定的任务，工作量饱满，难度较大；努力工作，遵守纪律；工作作风严谨务实。	20	
论文质量	立论正确，论述充分，结论严谨合理；实验正确，分析处理科学；文字通顺，技术用语准确，符号统一，编号齐全，书写工整规范，图表完备、整洁、正确；论文结果有应用价值。	20	
创新	工作中有创新意识；对前人工作有改进或突破，或有独特见解。	10	

指导教师签名： 韩艳霞

毕业论文答辩成绩评分表

评价内容	具 体 要 求	权重	总 分
选题质量与指导教师条件	选题符合专业培养目标，课题性质、难度、与份量能满足毕业论文综合训练的教学要求。指导教师有科研背景，指导学生数适当。	15	83
查阅资料与翻译文献	查阅文献有一定广泛性；翻译外文资料质量较好；有综合归纳资料的能力和己见解。	10	
论文质量	立论正确，论述充分，结论严谨合理；实验正确，分析处理科学；文字通顺，技术用语准确，符号统一，编号齐全，书写（打印）格式规范，图表完备、整洁、正确；论文结果有应用价值。	50	
资料完整性	附件资料系统完整，编排装订有序。	15	
创 新	对前人工作有改进或突破，或有独特见解。	10	

毕业论文成绩评定表

指导教师评语	<p>全文结构基本合理科学，逻辑思路清晰，观点表达准确，语言流畅，论证方法较合理，参考的文献资料贴合主题要求，从主题到资料贴合专业要求，部分与本分之间衔接的比较紧密，但是属于创新点的地方还不是很多，个别概念比较模糊，总体上到达毕业论文要求。</p>
	<p style="text-align: center;"> 评定成绩：83 分 签名：  2022 年 5 月 23 日 </p>
答辩小组评语	<p>在答辩过程中，于弋航同学能够较好的回应答辩委员提出的问题，对于高管薪酬与企业绩效之间的关系具有较为全面的剖析，彰显了一定程度的理论基础和专业知识。答辩委员会根据答辩人的论文及答辩表现，同意通过答辩。</p>
	<p style="text-align: center;"> 答辩成绩： 83 组长签名：  2022 年 5 月 25 日 </p>
论文指导委员会评语	<p>同意通过答辩</p>
	<p style="text-align: center;">总成绩： 83</p>

论文指导委员会委员签名:

王伟 李元辉 吕西强 曹雪芹
朱伟民 王 芳 王 芳