



Y2114012

摘 要

2006年2月15日,财政部发布了《企业会计准则第11号——股份支付》,首次以准则的形式规范了上市公司股份支付的会计处理问题,在一定程度上反映了规范股份支付会计处理的必要性和紧迫性。人力资源是公司经营成败的关键因素,如何通过股权激励吸引并留住人才成为公司关注的重点问题。股份支付作为上市公司股东激励管理层及其他核心人员的重要手段,对上市公司绩效具有一定的影响。研究股份支付对上市公司绩效的影响,一方面可以明确股份支付对公司的重要性,另一方面也有利于上市公司在准则和其他法律法规的规范之下,规范而又科学地实施股份支付计划,从而提升公司绩效。本文采用规范研究和实证分析相结合的研究方法,选择股份支付强度作为上市公司股份支付的替代变量,以沪、深两市A股上市公司2008—2010年三年间公布的财务公告中有关股份支付的数据为研究样本,研究股份支付对公司绩效的影响。希望通过本文的研究,为我国上市公司股份支付计划的有效性提供经验证据,为改进公司股份支付计划、提高上市公司绩效提供理论依据。

本文的研究共分为五个部分:第一部分为引言,主要阐述本文的研究背景及意义、国内外文献综述、研究思路与研究方法等;第二部分为股份支付与公司绩效的理论分析,对研究对象相关概念进行界定,并阐述了股份支付的主要形式和特征,然后对股份支付与公司绩效关系的理论基础进行梳理,最后分析股份支付对公司绩效的作用机理;第三部分为上市公司股份支付的现状,概括描述了上市公司股份支付的现状;第四部分为股份支付对企业绩效影响的实证研究,选取2008—2010年我国沪、深两市A股上市公司有关数据为研究样本,采用回归分析和统计检验的方法,在相关性分析的基础上,通过回归模型验证股份支付对上市公司绩效的影响;第五部分为研究结论和政策建议。

研究发现:股份支付对上市公司绩效有正向影响,但由于样本量较小,以及所研究的时间区间受金融危机影响较大,导致股份支付对上市公司绩效的影响不是非常显著;股份支付的总量和实施方式不同对其绩效的影响也不一样,股份支付的实施总量与公司绩效成正比,选择以权益为基础进行股份支付的公司,其绩效优于以现金为基础进行股份支付的公司;我国上市公司所制定的股份支付计划

还不够成熟，股份支付金额的确定存在随意性，支付方式比较单一，应该在完善公司治理结构的同时，着力于制定长远的股份支付计划，合理安排股份支付的金额、行权条件及支付方式等，并建立相应的监管体系，保障股份支付计划的实施。

关键词：股份支付；公司绩效；股权激励；股份支付方式

Abstract

The Ministry of Finance issued the "Accounting Standards for Enterprises No. 11 — Share-based Payment" on February 15, 2006. It's the first time to standardize the accounting treatment of the shares of listed companies to pay in the form of guidelines, which can reflect the necessity and urgency of the norms of Share-based Payment accounting treatment to a certain extent. Human resources are the key factors to the success or failure of a company. It is an important question of how to attract and retain talents through equity incentives. The Share-based Payment is an important means of encouraging the management and other core staff incentives as a listed company, and so has some influence on the performance of listed companies. Research on Share-based Payment for the performance of listed companies, on the one hand, it can clear the Share-based Payment importance to the company, on the other hand, it's also conducive to the listed companies under the specification of guidelines and other laws and regulations. The Share-based Payment plan can be conducted in a norms and scientific way, so as to enhance the corporate performance. In this paper, we use the method of combining normative and empirical analysis, select the Share-based Payment for strength and share payout ratio as the shares of listed companies to pay a substitute variable, payable to the relevant shares in Shanghai and Shenzhen A-share listed company announced three years 2008-2010 temporary announcement data for the study sample, the study Share—based Payment for the performance of listed companies. I hope the study can provide empirical evidence for the effectiveness of the program paid for the shares of listed companies in China and a theoretical basis for improving the company Share-based Payment programs to improve the performance of listed companies.

This study can be divided into five parts: The first part is an introduction, which mainly focuses on the background and the significance of this study, literature review, research ideas and research methods; the second part is about the theory of the Share-based Payment and company performance, then, the study concepts are defined and the chapter will describe the form and characteristics of the Share-based Payment,

and then sort out the theoretical basis of the Share-based Payment and company performance relationship, the last of this part is about the mechanism of corporate performance on Share-based Payment; the third part is about the current situation of the listed companies Share-based Payment. The study generally describes the status of listed companies Share-based Payment; The fourth part of this study centers on the empirical research on the firm performance of Share-based Payment. The paper selects the data of 2008-2010, China's Shanghai and Shenzhen stock markets between the two cities listed companies for the study sample, using regression analysis and statistical tests on the basis of the correlation analysis by the regression model verification Share-based Payment the impact on the performance of listed companies; the fifth part of the research is about the findings and policy recommendations.

Through this study, we can found that: Share-based Payment has a positive impact on the performance of listed companies. However, due to small sample size, as well as the study time interval affected by financial crisis, causing the Share-based Payment for the performance of listed companies is not very significant. Different total amounts and implementations of Share-based Payment have different performances. Implementation of the Share-based Payment is proportional to the total company performance, select the basis of equity Share-based Payment the company, its performance is superior to the Share-based Payment cash-based company. Moreover, the Share-based Payment plan established by the listed companies in China is not mature enough. The amount of Share-based Payment is non-standard and the manner of Share-based Payment is single, so we should improve the corporate governance structure, at the same time, focus on the development of long-term Share-based Payment scheme, formulate a reasonable arrangements for the amount of vesting conditions and payment of the Share-based Payment, and establish an appropriate regulatory system to protect Share-based Payment plans.

Keywords: Share-Based Payment; Corporate Performance; Equity Incentive; Shares Payment

表格目录

表 3-1: 上市公司股份支付实施数量表22

表 3-2: 上市公司股份支付行业分布表23

表 3-3: 上市公司股份支付实施方式一览表24

表 4-1: 控制变量表28

表 4-2: 2008 年营业利润率 (OPR) 描述统计量表.....29

表 4-3: 2009 年营业利润率 (OPR) 描述统计量表.....29

表 4-4: 2010 年营业利润率 (OPR) 描述统计量表.....29

表 4-5: 2008 年销售净利率 (NPM) 描述统计量表.....30

表 4-6: 2009 年销售净利率 (NPM) 描述统计量表.....30

表 4-7: 2010 年销售净利率 (NPM) 描述统计量表.....30

表 4-8: 变量 Pearson 相关性检验结果表31

表 4-9: 以营业利润率 (OPR) 为被解释变量的系数表32

表 4-10: 以销售净利率 (NPM) 为被解释变量的系数表32

表 4-11: 均值统计验证表33

表 4-12: 中位数统计验证表33

插图目录

图 1-1：论文框架示意图7

图 2-1：委托-代理理论下股份支付对公司业绩作用路线图18

图 2-2：预期回报理论下股份支付对公司业绩作用路线图.....19

第一章 引言

一、研究背景与研究意义

（一）研究背景

2006年2月15日，财政部发布了《企业会计准则第11号——股份支付》，首次以准则的形式规范了上市公司股份支付的会计处理问题，这在一定程度上反映了规范股份支付相关问题的必要性和紧迫性。

1、股份支付制度的起源。以股票期权为代表的股份支付制度起源于20世纪50年代的美国，是一种对公司经理和雇员进行长期激励的制度。股份支付最初的实践是由美国硅谷的高科技创业公司发起的，并在20世纪60年代得到积极的推广。到了80年代，股票期权计划已经成为美国诸多大型上市公司激励高层管理人员时首选的激励方式。由于股份支付制度有助于企业与员工之间建立更加紧密的联系，因此，股份支付计划在全球范围内得到广泛推广和应用。2004年，国际会计准则理事会（IASB）和美国财务会计准则委员会（FASB）分别就股份支付问题发布或修订了相关准则，进一步规范了股份支付会计问题。

在我国，企业通过向雇员支付期权等作为薪酬或奖励来对其进行激励，这种方式是最具代表性的股份支付交易。从政府及相关部门颁布的一系列法规制度中可以梳理出我国股份支付制度的发展历程。2002年11月，财政部财企[2002]508号“关于实施《关于国有高新技术企业开展股份支付试点工作的指导意见》有关问题的通知”首次对国有高新技术企业的股份支付工作作了规范；2005年8月，证监会、国资委、财政部等五部委联合推出的《关于上市公司股权分置改革的指导意见》中指出，完成股改的上市公司可以对其管理层实施股份支付，具体的实施和考核办法将由证监会会同其他有关部门联合制定；2005年12月31日，中国证监会发布了《上市公司股份支付管理办法（试行）》并于上市公司范围内执行；2006年9月30日，国务院国有资产监督管理委员会和财政部发布《国有控股上市公司（境内）实施股份支付试行办法》；2006年2月15日颁布的新《企业会计准则》当中，添加了《企业会计准则第11号——股份支付》，首次从准则的层面规范了上市公司对于股份支付会计问题的处理。这些法规和制度的出台都

为我国企业科学实施股份支付创造了有利条件，切实有效的调动了上市公司高级管理层及其他雇员的积极性。

2、股份支付对公司业绩的提升作用。现代企业理论和一些公司的实践经验证实了股份支付对于改善公司治理结构、降低代理成本、提高管理效率以及加强企业凝聚力和市场竞争力等的作用。Jensen 和 Meckling (1976)^[10]发表的《公司理论：管理者行为、代理成本和所有者结构》一文中就指出，管理层持股有利于降低管理层行为与股东利益的不一致性。股份支付计划可以把职业经理人、股东的长远利益以及公司的长远发展结合在一起，一定程度上可以防止职业经理人为追求自身经济利益而采取一些不利于公司长久发展的短期行为，并且对于“内部人控制”等侵害股东利益的行为也有一定的抑制作用。股份支付将促进经理人更多的关注公司的长远发展，更多的追求长期利益，而不是短期利益或“在职消费”等等，在制定公司未来发展政策时，也可以站在更加高远的战略性角度来思考问题，因此，更加有利于公司绩效的提升。

3、股份支付制度存在的问题。上述以股权激励计划为典型代表的股份支付制度对于提升公司业绩有重大的作用，但是，长久以来，对于股份支付问题尚没有形成一个统一的规范，导致有些公司滥用股份支付制度，如安然、世通等重大财务丑闻事件都与其股份支付计划有着密切的联系，这些事件的爆发给我们敲响了警钟，人们开始反思对于股份支付计划无限制的使用可能带来的隐患，也开始探求如何制定更加科学的股份支付计划。另外，即使我们从制度上对股份支付会计问题做了规范，但仍然不可避免地存在执行不力等问题。特别是在我国，我国上市公司开始实施股份支付计划的年限比较短，与之相关的配套措施不完善，且由于我国特有的经济体制，一些大型国有企业在实施股份支付计划尚存在许多问题等等，这些都是我国上市公司实施股份支付制度时不可避免的一些障碍。因此，如何在现实中有效的扬长避短，追求绩效提升的最大化是当前亟待解决的问题。

综上，股份支付制度对于企业绩效的提升确有作用，但由于制度不完善等约束条件，导致股份支付制度在现实中遭遇了很大的困境，甚至给公司带来负面的影响。正是在这样的背景下，研究股份支付制度对公司业绩的影响，可为我国上市公司股份支付计划的有效性提供经验证据，为改进公司股份支付计划、提升上市公司绩效提供依据。

（二）研究意义

1、理论意义

目前对股份支付理论的研究主要集中在对股份支付制度的研究以及会计处理上,至于股份支付与公司绩效的关系,大部分研究都关注微观的股权激励对上市公司绩效的影响,尚未扩展到股份支付制度对公司绩效的影响。通过对实施股份支付与上市公司绩效的作用机理研究,有助于建立一个关于股份支付和公司绩效之间关系完整的理论体系。其中,关于股份支付对上市公司绩效的影响研究是这一理论的核心内容,也是公司在制定股份支付计划时的有效依据。本文在前人研究的基础上,结合我国上市公司的实际,重新构建两者之间的假设模型,这将更加符合我国上市公司的实际情况,也更有利于深化股份支付制度的理论研究。

2、实践意义

股份支付可以在一定程度上整合职业经理人和股东的利益,对于解决两权分离所带来的矛盾有一定的帮助,可以有效降低代理成本,激发职业经理人的工作积极性,实现企业绩效的提高。本文的研究主要在于考察股份支付的有效性,考察不同的支付总量和支付方式是否会对业绩产生不同的影响,可为我国上市公司股份支付计划的有效性提供经验证据,为改进公司股份支付计划,提高上市公司绩效提供依据。

二、国内外文献综述

（一）国外研究回顾

职业经理人制度起源于美国,最早关于股份支付的研究也是从美国开始。关于股份支付和公司业绩之间的关系,目前主要存在两个观点,即相关论和无关论。

关于股份支付与企业绩效的研究起源于 Berle 和 Means (1932)^[02]的《现代公司与私有财产》一书,他们在书中指出,经营权和所有权的分离必然导致公司内部经理人与外部股东的利益不一致,而股份支付作为一种机制,这种机制可以起到约束和控制经理人行为的作用,可以在一定程度上解决代理困境问题。另外,还有很多国外学者对这一问题进行了研究,总结他们关于股份支付与公司绩效的关系的研究结论,主要可以分为两大类,即相关论和无关论,下面就主要学者的研究进行梳理。

1、股份支付与公司绩效之间存在相关关系

(1) 股份支付与公司绩效之间存在正相关关系。Jensen 和 Meckling (1976)^[01]发表《公司理论：管理者行为、代理成本和所有者结构》，该文中指出，随着经理人持股数的增加，他们的利益将与股东的利益趋于一致，从而降低其行为偏离股东利益最大化目的的可能性。Benston (1985)^[03]发表的《FTC 的业务数据线的有效性利润结构的研究》中也对经理人持股持肯定态度，认为股东财富与经理人持股数之间存在显著的正相关关系。Hall 和 Liebman (1997)^[04]在研究管理人员薪酬和股东财富的关系时发现，股东财富每增加 100 美元，相应的管理层薪酬就要增加 25.11 美元，而这增加的 25.11 美元薪酬中，只有 3.66 美元是来自于工资和薪酬的增加，其余都是由于股票期权带来的增加额，这也验证了股份支付对公司绩效的正向作用。Francis 和 Smith (1995)^[05]、Kole (1996)^[06]、Agrawal 和 Knoeber (1996)^[07]、Palia 和 Lichtenberg (1999)^[08]的研究也都显示了管理层持股可以促进企业变革，提高生产率、提升企业价值。

(2) 股份支付与公司绩效之间存在非线性相关关系。持这种观点的学者中最典型的包括 Morck (1988)^[09]等人，他们于 1988 年所做的研究是以 1980 年美国“财富 500 强”371 家公司的数据为样本并对之进行了统计，结果显示：当经理人持股比例为 0%—5% 时，经理人持股数与企业业绩成正比；当持股比例为 5%—25% 时，两者成负增长关系；而当持股比例增至 25% 以上时，则又回到正向增长的轨道，这种观点我们可以称之为“区间效应论观点”；McConnell 和 Servaes (1990)^[10]利用 1976—1986 年的数据，发现两者之间存在倒“U”型关系。诸多关于管理层持股与企业业绩的非线性研究都显示了随着经理人持股数的增长可能会给业绩带来诸多不同的变化。

2、股份支付与公司绩效之间不存在相关关系

Demsetz 和 Lehn (1985)^[11]选取 1981 年的 511 家公司作为样本进行了回归分析，结果发现，股份支付与公司业绩之间并不存在显著的相关关系。Loderer 和 Martin (1997)^[12]也进行了相关的实证检验，实证结果表明即使管理层持有较大股份，也未能起到改善企业业绩的作用。Himmelberg (1999)^[13]发现，如果引入一些企业固定影响因素和可观察的企业特征因素，就无法得出管理层持股影响企业业绩的结论，即无法判定股份支付是否对公司绩效有影响。Himmelberg 还拓展了 Demsetz 和 Lehn (1985)^[11]的研究，并加入了一些新的解释变量，研究结

果发现控制这些变量并消除固定公司效应因素后,管理层持股并不显著影响公司的绩效。Lasfer 和 Faccio (1999)^[14]的研究表明内部人持股比例与公司绩效之间并不存在显著的相关关系。

(二) 国内研究回顾

国内关于股份支付对上市公司绩效影响的研究是建立在国外相关研究的基础之上的,且主要关注的是股权激励对上市公司绩效的影响,少数研究结合我国的实际情况对股份支付与上市公司绩效之间的关系做了实证分析。综合国内学者的研究结论,主要也可以分为两大类观点,即相关论和无关论。

1、股份支付与公司绩效之间存在相关关系

(1) 股份支付与公司绩效之间存在正相关关系。许小年(1997)^[15]的研究发现,增加法人持股比例有利于改善公司治理结构,提升经营效率,提高公司的经营绩效。周业安(1999)^[16]经过研究后发现,国家股和法人股比例与公司绩效正相关。刘国亮和王加胜(2000)^[17]的研究结果认为,内部人持股与公司绩效之间是正相关关系。张晖明和陈志广(2002)^[18]考察发现,企业绩效与高级管理人员报酬和持股比例存在显著正相关的关系,特别地,当我们以净资产收益率和主营业务利润率来衡量企业财务绩效时,公司绩效与高级管理人员报酬具有明显的线性关系。宋献中和罗宏(2004)^[19]的研究认为,管理层应适度持股从而更好发挥地股份支付的激励效应,同时他们还强调应该尊重并重视股份支付制度本身所具有的“内生性特点”。秦殿军(2004)^[20]分析后发现,实施股份支付的公司其经营绩效明显好于没有实施股份支付的公司。此外,宋增基和徐叶琴(2007)^[21]研究发现大股东对企业的控制力过强会削弱股份支付的效用,当大股东的控制力受到制衡时,经理人持股与公司绩效之间的正相关关系会更加明显。

(2) 股份支付与业绩之间存在非线性相关关系。李增泉(2000)^[22]的研究发现,对管理层实施了股份支付,但是如果持股比例较低,则股份支付不会对管理人产生激励作用,只有当管理人员的持股达到一定比例后,股份支付才会对公司绩效具有显著影响。吴淑琨(2002)^[23]的研究认为,高管持股比例与公司绩效之间具有显著的倒 U 型相关关系;徐大伟、蔡锐和徐鸣雷(2005)^[24]经过实证分析后发现,25 家实施了管理层收购的企业中,公司绩效与管理层持股呈非线性的三次方关系;蔡吉甫和杨智杰(2005)^[25]进行的实证研究结果表明,内部人

持股作为一种激励机制,在公司治理中具有一定的积极作用,且二者在形式上表现出倒 U 型的曲线关系,当内部人持股比例为 42.36%时,股份支付的激励效应达到最优,即符合帕累托最优的条件。这项研究结果表明经理人持股作为一种激励制度,仅在一定范围内有效,如果超出了该范围,则有可能失去其应有的激励作用。刘剑和谈传生(2005)^[26]的研究发现,公司绩效与管理层持股间存在“区间效应”,即只有在一定的区间范围内,管理层持股才对公司绩效具有一定的正面作用。

2、股份支付与公司业绩之间不存在相关关系

持有这一观点的国内学者有何旭强和袁国良(2000)^[27],他们以 1995 年和 1997 年的 100 家上市公司的数据进行回归分析,得出高管人员持股与公司业绩相关度非常低的结论;魏刚(2000)^[28]则通过对 1999 年的 814 家公司进行研究后认为,经理人持股与公司业绩中间不存在非线性的相关关系;周璐(2006)^[29]、顾斌和周立烨(2007)^[30]也通过实证分析得出了类似的结论。

(三) 国内外研究述评

综上所述,国外学者关于股份支付对上市公司绩效影响的研究开始的较早,相应的基础理论也较为完善,并且提供了两者之间关系的经验数据;国内关于这一问题的研究虽然开始的比较晚,但是也取得了一定的成果,特别是关于股份支付会计处理的研究是近几年会计研究的热点问题,但由于我国市场化进程开始的晚,大部分研究还止步于理论分析阶段或者只关注股份支付的会计处理方法,考虑到近年来我国基本完成股权分置改革,资本市场和法律法规不断完善以及总体经济环境变化复杂的背景,加之股份支付是公司激励管理层的重要手段,本文将运用规范研究和实证分析相结合的方法,说明股份支付与公司绩效的关系以及不同的支付总量和支付方式对公司绩效的影响。

三、研究思路与研究方法

(一) 研究思路与内容

本文立足于股份支付对公司绩效的影响,在对相关文献和理论成果进行梳理的基础上,对研究对象的相关概念和股份支付方式进行界定和阐述,论证股份支付对公司绩效的作用机理;然后,选取 2008—2010 年沪、深 A 股上市公司财务公告中有关股份支付的数据为研究样本,对股份支付的现状进行统计分析,再依

据理论结论和样本统计数据提出假设，采用回归分析、统计检验等方法，分别从股份支付总量和支付方式两个方面实证研究样本公司股份支付对公司业绩的影响；最后，得出结论，并根据结论提出政策建议。本文的框架示意图如下：

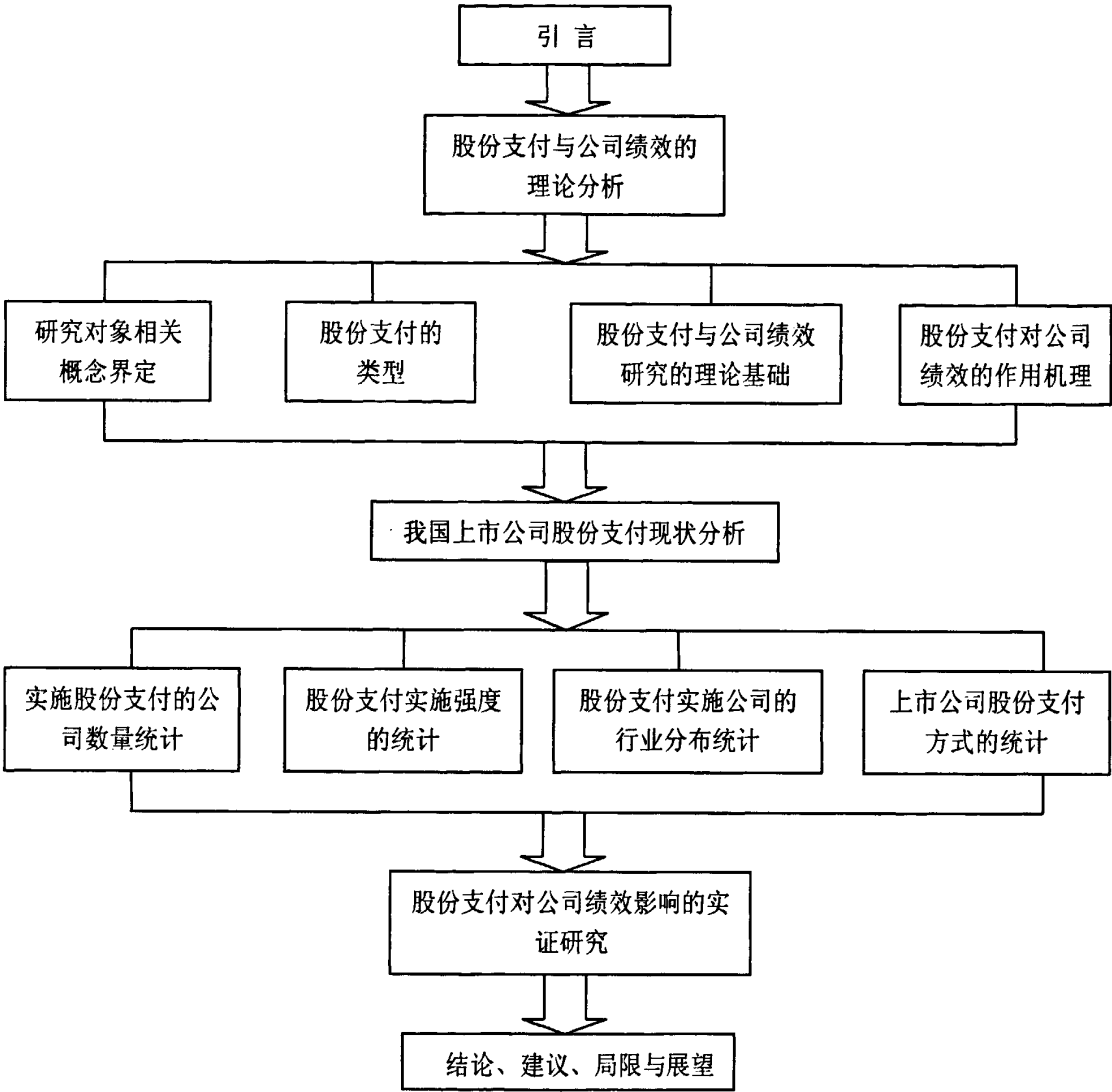


图 1-1 论文框架示意图

本文共分为五个部分：

第一部分为引言，主要对本文的研究背景及意义进行阐述，然后在梳理国内外的相关文献的基础上说明本文的研究思路与具体研究方法。

第二部分首先对研究对象的相关概念和股份支付方式进行界定和阐述，然后梳理股份支付与公司绩效关系研究的理论基础，最后则是分析股份支付对公司绩效的作用机理。

第三部分概括的描述了上市公司股份支付的现状，包括实施股份支付公司的

数量、行业分布和股份支付方式现状等的分析。

第四部分选取了 2008—2010 年我国沪、深股市两市 A 股上市公司有关数据作为实证研究样本,采用回归分析和统计检验的方法,在相关性分析的基础上通过回归模型验证股份支付对上市公司绩效的影响,回归检验了本文所提出的研究假设。

第五部分在第四部分实证分析的基础上阐述了本文主要的研究结论并针对股份支付计划实施的过程中出现的问题提出相关的政策建议。

(二) 研究方法

由于上市公司股份支付实施总量和方式选择的多变性,本文综合会计学、统计学、计量经济学等多门学科知识,运用规范研究和实证研究相结合的研究方法,对上市公司实施股份支付对公司绩效的影响进行综合研究。在规范研究方面,运用归纳法对相关理论和国内外学者的观点进行梳理和归纳;运用统计分析法对上市公司股份支付的现状进行分析。在实证研究方面,运用回归分析、统计检验等方法,首先选取样本数据进行描述性统计,然后建立模型进行回归分析,对股份支付对公司业绩影响进行实证研究。

四、文章的创新与特色

本文的创新之处以及研究的特色主要体现在以下方面。

1、本研究从股份支付总量和股份支付方式两个方面实证分析了股份支付对上市公司绩效的影响,通过数据验证分析得出的结论,对上市公司合理地确定激励方案的股份支付总量,恰当的选择股份支付方式,使股份支付发挥最大的激励效应提供经验证据;

2、本文探讨股份支付方式对上市公司绩效的影响,不仅仅局限于传统的股票期权方式,还包括一些创新的激励方式。这些创新方式应该更符合金融危机以后全球经济呈现出来的新特征,探讨不同股份支付方式对公司绩效的影响是本文的研究重点之一。

第二章 股份支付与公司绩效的理论分析

一、研究对象概念界定

(一) 股份支付的相关概念

1、股份支付概念的界定

1995 年,美国会计准则委员会(FASB)颁布了《财务会计准则公告第 123 号——以股份为基础支付》(以下简称 SFAS 123),FASB 在 SFAS 123 中首次提出了“以股票为基础的补偿”这一概念。

2004 年 2 月,国际会计准则委员会(IASB)颁布了《国际财务报告准则第 2 号——以股份为基础支付》(以下简称 IFRS 2),IASB 在这一准则中正式提出了“股份支付”这一概念,该概念和 SFAS 123 中提出的“以股票为基础的补偿”在实质上是相同的。IFRS 2 把股份支付定义为一种交易或安排,在这种交易中,主体或者以其拥有的权益性工具(包括股份和股票期权)作为取得商品或服务的对价,或者以承担债务的方式取得商品或服务,并基于主体股份或其他权益性工具的价格来确定所承担的债务金额;在该安排下,主体和其他方(包括雇员)之间所做的以股份为基础支付交易,或者是授予其他方取得主体所拥有的现金或其它资产的权利,具体金额可基于主体股份或其他权益性工具的价格来确定,或者只有在满足制定的授予条件时授予其他方取得主体所拥有的权益性工具的权利^[31]。

2004 年 12 月,FASB 重新对 SFAS 123 进行了修订,并发布了《财务会计准则公告第 123 号——以股份为基础支付》(以下简称 SFAS 123R),在该准则中,FASB 正式用“以股份为基础支付”这一说法替代了之前的“以股份为基础的补偿”。在 SFAS 123R 中,对股份支付进行了如下的定义:股份支付作为一种交易或安排,在该交易或安排下,主体如果收到供应商或雇员提供的服务,那么将导致两种情况,一是供应商或雇员收到主体的股份、股票期权或其它权益性工具;二是主体对供应商或雇员承担债务,这一债务或者以主体的股份或其它权益性工具为基础来确定,或者由主体发行股份来对其进行清偿。

以上两个概念是 IASB 和 FASB 制定的准则中提供的,按照与国际准则趋同

的大原则，鉴于我国公司实施股份支付时缺乏相应的准则来予以指导，财政部于2006年颁布的新会计准则中，首次添加了《企业会计准则第11号——股份支付》这一章节，其中给股份支付下的定义是：企业为获取职工或其他方提供的服务而授予权益工具或者承担以权益工具为基础确定的负债的交易^[32]。

从以上三个《股份支付》准则可以发现，它们均对股份支付的范围进行了界定，但是经过进一步研究比较后发现，三者所界定的股份支付范围并不完全相同：IFRS 2 和 SFAS 123R 所界定的股份支付不仅包括企业向其雇员支付的部分，还包括因获取外部供应商所提供的商品或服务而向供应商支付的部分；而我国的新会计准则对股份支付的界定仅限与雇员或其他方的范围，与供应商之间的有关交易则在其他准则中进行了规范。由于本文主要研究中国上市公司实施股份支付与公司绩效之间的关系，因此本文基于我国会计准则的有关规定，将股份支付界定为：股份支付是一种交易或制度安排，企业为获取员工所提供的服务而向员工支付的包括股票、股票期权以及其他权益性工具，或者承担以这些权益性工具为基础确定的负债。

2、股份支付衡量指标的概念界定

本文以“股份支付强度”指标来衡量上市公司实施股份支付的力度，股份支付强度是指公司实施股份支付时付出的激励股份数占总股本的比例，反映了公司实施股份支付的强度。

3、股份支付与其他相似概念比较

（1）股权激励与股份支付

股权激励是指在现代企业两权分立的公司治理结构之下，企业的经营者（管理层）与企业的所有者（股东）之间约定的，在某一期限内享有以某一事先确定的价格购买一定数量本公司股票的权利。这一权利是公司内部指定的面向内部管理层的一种不可转让的期权。现在，大多数实行股权激励的公司其实施对象已经不仅仅局限于管理层，而更多的面向普通员工，特别是核心技术骨干等。和股份支付相比，我们认为，两者的区别主要体现在支付对象上。首先股权激励的对象主要是内部管理层，它是为了弥补现代公司两权分立制度可能带来的信息不对称问题等而向管理层（包括核心技术人员甚至是普通员工等）采取的“同化”行为；而从股份支付准则中对股份支付的定义我们可以看出，准则中提出股份支付的对

象除了内部职工以外，还包括“其他方”；另外，两者的区别还体现在股权激励就是以权益为基础进行的激励，主要的激励工具就是公司的股份；而股份支付除了以权益为基础进行的支付以外，还包括以现金为基础进行的股份支付和具有现金选择权的股份支付。从这两点可以看出，虽然很多时候股权激励和股份支付都被认为是同义词，但是两者实质上还是存在很大的不同，股份支付涵盖了股权激励。

（2）股票期权与股份支付

股票期权和股份支付也是一对非常容易被混淆的概念。股票期权是一个公司授予其员工在一定的期限内，按照事先约定好的固定的期权价格购买一定数量或金额的本公司股票的权利。当满足事先约定的行权条件后，员工在行使其权利时，只需按照事先约定的价格支付，而无需考虑当日公司的股票的交易价，为获得期权所支付的价格与市场交易价之间的差额就是该员工的获利。员工既可立即出售所获得的股份以获得差价收益，也可长期持有，由此可见，股票期权实质上就是赋予员工享受因股价上涨而带来收益的权利。不得不说，现在大多数公司在激励员工时采取的都是股票期权的方式，但股票期权并不等于股份支付，他只是股份支付众多方式的一种，因此两者不能等同。

（3）限制性股票与股份支付

限制性股票是指先授予激励对象一定数量的公司股票，并限制股票的来源、抛售条件等，只有当被激励的对象完成了事先约定的条件（如盈利目标等）后，激励对象才能处置其拥有的股票并从中获益。从限制性股票的概念我们可以看出，它是一种先完成目标再行权的激励机制，而股份支付是为了获得员工或其他方的服务而先授予一定的权限，可见两者最大的不同首先就体现在“权利”和“义务”的顺序之上：限制性股票要求先履行“义务”后享有“权利”，而股份支付则是先赋予一定的“权利”（这里并不排除有的公司会对行权设置一定的“门槛”），在“权利”的刺激下鼓励被激励对象完成事先规定的“义务”。

综上所述，笔者认为，股份支付是一个较为综合的概念，由于其包含的种类较多，形式复杂，也就比较容易和其他概念混淆。我们在研究股份支付相关问题的时候，首先就要将其概念厘清，并和其他相似概念区分清楚，只有明确了概念，才能进行更加深入的研究。

（二）公司绩效的相关概念

通常用来衡量公司绩效的指标包括财务绩效和市场价格。

1、财务绩效

财务绩效通常是指公司的财务业绩，可以直接从公司的财务报表中知悉或计算，反映公司过去一段时间内的账面经营成果，通常以利润总额、净利润、销售利润率、营业利润率、净资产收益率、资产报酬率等指标表示。

2、市场价值

公司市场价值通常是针对上市公司而言的，市场价值是指在市场供、求平衡状态下一个公司的均衡价值，我们通常只计算在公开市场上发行股票的公司即上市公司的市场价值，用来反映上市公司市场价值的指标通常有公司市值、托宾 Q 值、市盈率、股利支付率等。

由于中国正处于经济转型期，加之 2008 年国际金融危机的冲击，股票市场存在一定的波动性，且上市公司市场价值通常与其会计价值背离，因此，用市场价值指标可能导致指标计算指标的不准确，因此，本文以财务绩效来代替上市公司绩效，主要以营业利润率（OPR）和销售净利率（NPM）指标来予以衡量。

二、股份支付的类型

实质上，股份支付作为一种薪酬制度，是企业的所有者（即股东）与员工之间（包括高管及普通员工）存在的一种“激励和利益共享契约”^[29]。因此可以说股份支付是加强股东和员工之间联系的纽带。那么，选择适合本公司的股份支付方式就显得尤其重要，这种方式应能够在股东利益和对员工进行激励之间达到一个平衡，即达到激励效应的帕累托最优状态。

（一）按照结算方式划分

从准则中股份支付的定义可以看出，股份支付按照其结算方式的不同，可分为以下两类。

1、以权益为基础进行结算的股份支付。以权益为基础进行结算的股份支付是企业以其拥有的权益性工具（如股份）等作为其为获得员工或其他方服务而支付的对价^[32]，最典型的如股票期权等。

2、以现金为基础进行结算的股份支付。以现金为基础进行结算的股份支付是指企业由于接受员工的服务而发生负债，负债的金额是根据企业的股份或其它

权益性工具的价格来确定的^[32]。

（二）按照权益类型划分

1、股票期权

股票期权是企业与其员工之间订立的一种期权合约，是企业为了获得员工或其他方的服务而向其提供的允许员工或其他方在约定时间按照约定的数量和价格购买本企业股票的权利。股票期权可以说是最为普遍和常见的股份支付方式。如美国的“硅谷神话”的诞生，股票期权就在其中起到了不可替代的作用。我国公司出现股票期权的时间也很早，并且发展迅速，为企业的发展贡献了不可磨灭的力量。

2、股票增值权

股票增值权与股票期权不同，股票增值权是企业赋予员工享有约定时间内约定数量的股票由于价格上升所带来的收益。概言之，员工可以享有的只是股票价格增值带来的收益，不享有股票的所有权及附加的其他权利；而股票期权下员工不仅可以享有增值的部分，还可以根据具体情况选择出售或继续持有，可以自主的支配其所拥有的股份。所以，股票增值权最大的特点就是企业授予的不是股票，而是与股票相关的价格增值权益。

3、限制性股票

所谓限制性股票，顾名思义，就是企业授予员工或者其他方一定数量的本企业股票，但关键是对员工或其他方如何处置（包括获得、出售等）这些股票进行一些特殊的限制。限制性股票最突出的特点就是“限制”，即在未达到企业所规定的特殊条件前，员工或其他方无权处置这些股票。限制性股票很好的强化了员工或其他方的长期眼光，对于企业而言，也更有利于其留住关键的员工或有重要意义的外部其他方。

4、虚拟股票计划

虚拟股票计划和上文中的股票增值权在一定程度上有点类似，企业支付给激励对象（包括员工和其他方）一定数量的虚拟股票后，就是赋予了员工享受虚拟股票所带来的股价上升收益和红利，员工不能享受除此以外的其他权利，如出售、投票权等。虚拟股票计划最大的特点就是“虚拟”，由于它并没有真正涉及到有关公司股票的问题，所以对企业的股权结构并没有影响，也不受其他外部市场环

境的影响,故而虚拟股票计划“可使股份支付计划对经营者的激励和约束作用更加明显,更具灵活性和科学性”^[33]。

5、员工持股计划

员工持股计划主要是针对企业所有员工实行的股份支付方式,这些股份一般由企业补贴给员工或者由员工自行出资购买,这些支付给员工的股份由企业来进行集中管理。这样,员工通过持有本企业的股票,一方面既是企业的职工,另一方面又是企业的所有者,这样的“双重身份”可以促使员工为企业的长远发展尽心尽力。和其他股份支付方式相比,员工持股计划最显著的特点在于支付的对象是广大员工,而其他股份支付方式可能更多面对的是企业高管层或其他方。

现实中,每个企业都应根据自身的实际情况来选择合适的股份支付计划,股份支付的方式也不限于本文上述所列举的几个种类。本文仅介绍了以上五种较为常见的股份支付方式,其他方式暂时不做论述。

三、股份支付与公司绩效研究的理论基础

股份支付作为现代企业治理结构中不可或缺的重要手段之一,它的出现既是现代企业理论不断丰富和发展的结果,也是企业管理实践不断发展的成果。至此,我们存在这样两个疑问,为什么会出现股份支付?它的出现究竟对公司的绩效有怎样的影响?本文下面就对与股份支付与公司绩效相关的理论进行梳理,并确定本文研究的理论基础。

关于股份支付与公司绩效的关系,很多学者都是基于以下几种理论展开研究的。

(一) 委托-代理理论

委托-代理理论是现代企业理论中最为基础和核心理论之一。它产生于现代企业所有权与经营权分离的治理结构背景之下,论述的是资源所有者将其拥有的资源委托给经营者经营,所有者享有其资产的最终控制权及剩余索取权,而经营者享有的则是规定范围以内的经营权、使用权等。Fama(1980)^[35]认为,所有权与经营权分离是经济组织的一种有效形式,但这种形式必将产生委托-代理关系。在这个关系当中,所有者就是委托人,经营者就是代理人,他们之间的关系就是通常所说的委托-代理关系。由此又产生了这样一个问题,按照理性经济人的假设,理性人总是有谋求自身利益最大化的倾向,在现代企业中,委托人虽然

是资源的拥有者，但是他们并不清楚资源的具体运用情况，掌握这些信息的是资源的使用者即代理人，由此便产生了信息不对称问题，代理人有可能利用其所处的信息优势地位，为谋求自身利益最大化而产生损害所有者利益的行为。这就是通常所说的“委托-代理困境”。

解决上述问题的关键就在于如何将经营者的利益与所有者的利益统一起来，只有利益一致，行动才能一致，才能保障所有者的利益不被侵害。Grossman和Hart(2001)^[36]认为，由于公司所有权结构的高度分散化，小股东会由于缺乏大股东所拥有的权利而产生一系列的“搭便车”行为，人数众多、股权却相对分散的小股东无法对职业经理人进行有效地监督，因此，授予职业经理人一定的股权，使企业成为股东的一份子，所付出的成本要远小于对其有效监督所带来的收益。股份支付制度的产生正是顺应了这一公司治理的要求，推动了公司治理结构的完善。通过不同的股份支付方式对经营者进行激励，将经营者纳入所有者的范围之类，变“雇佣关系”为“利益协作关系”，这将有利于降低由于信息不对称而给所有者造成损失的可能性。因此，委托-代理理论是我们研究股份支付与公司绩效的关系并进一步研究股份支付对公司绩效影响的基础。根据委托-代理理论，我们认为，股份支付与公司绩效之间是正相关的关系，即股份支付有助于公司绩效的提升，不同的股份支付方式对公司绩效有不同的影响。

（二）人力资本产权理论

现代人力资本产权理论是兴起于上世纪 60 年代的一门新兴理论，是现代人力资本理论在分配问题上的延伸和发展。人力资本是包括人的知识水平、工作技能、经验以及资历在内的一系列能力的总称。拥有高质量的人力资本是现代企业获得成功的关键。人力资本和别的物质资本不同，它是唯一具有主观能动性的资本，它的所有权体现且只能体现在人的身上，与其所有者无法分离。周其仁(1996)^[38]认为，正是由于人力资本独特的产权特征，使得激励具有必然性和必需性。对人力资本的拥有者即经营管理者进行充分且合理的激励，根据其创造的价值进行合理的利益分配，同时建立一个开放的、既有激励也不乏约束的环境，鼓励人力资本的不断开发和增值，从而为企业带来更多的价值。

不同于资本密集型或劳动密集型的传统企业类型所决定的经营模式，现代企业管理过程中最注重的是知识，并积极往知识密集型企业的方向发展，随着科学

技术的不断进步,劳动早已不仅仅局限于体力劳动,更关注是脑力劳动,在劳动的过程中只有运用自身知识和能力并不断地加以改进,才能促进生产效率的提高以及最终促进公司绩效的提升。根据企业自身的情况,对包括管理者在内的员工实施股份支付,可以更好地激发员工的潜力,更有效的发挥员工的能力,既为企业创造了价值,也有利于员工的发展,不失为一个“双赢”的战略。因此,根据人力资本产权理论,我们可以认为,合理且有效的股份支付有利于人力资本的开发,进而有助于公司绩效的提升。

(三) 剩余索取权理论

剩余索取权顾名思义就是对剩余劳动的要求权,剩余索取权的基础是所有权。张维迎(1996)^[39]认为,剩余索取权应分配给企业最重要的员工,因为他们的效率和积极性对企业的成功更为关键。Margaret(1995)^[40]研究了企业利益相关者(包括管理者、雇员、顾客、信用提供者、供应商、所在地社区等)作为股东的问题。他认为股东并不是现代企业中唯一的剩余索取权拥有者,其他的利益相关者也可以作为剩余索取权的拥有者,由于企业所进行的人力资本投资,可以为公司创造一定的价值,而这种价值对企业来说是专用性的、无法复制的,因而人力资本所有者与股东一样,在公司的经营过程中都承担着“剩余风险”,因此,人力资本所有者应该作为剩余索取者享有剩余索取权,从而实现激励效应,以此来激励雇员实现企业利益最大化。Fama和 Jensen(1983)^[41]在研究剩余索取权时还考虑了所有权与经营权的分离所造成的影响。他们认为,小型的企业组织可以通过将剩余索取权加以限定的形式,即将剩余索取权“绑定”在一个或几个关键的代理人身上,从而有效地解决因决策经营与控制结合而引起的代理问题。管理者享有了剩余索取权,既可以减少外部股东监督企业运行的成本,也可以降低管理者行为偏离股东利益的可能性。不拥有真实的资本,就很难真正为股东的利益谋划,最终也不利于企业和管理者个人的发展。进一步拓展剩余索取权理论的观点,对公司的管理层、员工(即 Margaret 所说的人力资本所有者)等实施股份支付,即将管理层与员工纳入剩余索取权的受益范围,可以产生积极的激励效应,因此,我们可以得出股份支付会对公司绩效产生正面影响的结论。

(四) 契约不完备理论

根据企业理论,企业是一系列契约的结合,且由于市场本身是有缺陷的,从而导致管理层与股东之间契约的不完备性,即不能完整的描述与交易相关的未来可能出现的一切状态,以及各种状态下契约双方的义务,两者之间存在信息不对称的情况。现代企业中,由于各种原因导致企业契约不可能是完备的,这意味着企业的契约不可能涵盖企业经营中的各个要素及各参与方的义务,由此便产生了剩余权利。剩余权利包括两个层次:剩余控制权和剩余索取权。所谓剩余控制权就是对纯利润的控制权,它是产权的本质,是事先无法在契约中加以规定的权利;剩余索取权是对剩余劳动的索取权,其基础是所有权。我们都知道,企业的经营权并不是掌握在股东的手里,而是由管理者所拥有,那么,企业所创造的纯利润也由管理者控制,即管理者拥有剩余控制权,试想,如果管理者不具有与所拥有的剩余控制权相对应的剩余索取权,就会造成权利的错位而导致管理者的机会主义行为,最终损害公司及股东的利益。要有效避免权力错位风险,最好的解决办法就是使权利对等,在所有者无法预期剩余控制权大小的前提下,只有采取措施控制剩余索取权。因此,根据契约不完备理论,有必要对管理层等实施股份支付,以使管理层所拥有的剩余索取权与剩余控制权对等,进而有利于公司绩效的提升。

综上所述,委托-代理理论、人力资本产权理论、剩余索取权理论以及契约不完备理论共同构成了股份支付与企业绩效研究的理论基础,从这一系列理论当中提炼股份支付与公司绩效研究的相关理论基础,为下文的一系列研究做好铺垫。

四、股份支付对公司绩效的作用机理

很多专家学者研究了股份支付对企业绩效的影响,总体上而言,大致有两种观点:一是相关论,即认为股份支付可以影响公司绩效;二是无关论,即认为股份支付并不会对公司的业绩有所影响。下文以上述的相关理论为基础,分析股份支付是否会对公司绩效产生影响,如果有影响,是起到积极的推动作用抑或是负面效应。

(一) 委托-代理理论下的作用机理

基于委托-代理理论,经济组织能否高效率运行,关键因素之一是有没有一套合理的激励机制来促进经理人达到更高的努力水平,“使公司资源分配符合帕

累托最优或次优”^[42]，所以，对经理人实施股份支付是一种有效的激励方法，它使得经理人的利益与股东的利益趋于一致，使他们认识到自己可以获得的报酬与公司所创造的价值是密切相关的，实现公司财富最大化，不仅增加了股东的财富，也提高了自己的切身利益。而对于股东而言，通过实施股份支付，将自己拥有的剩余索取权让渡一部分给经理人，可以有效减少代理成本，所降低的代理成本高于让渡剩余索取权所付出的代价，符合成本效益原则，同时还可以降低经理人由于追求自身利益而采取不利于公司长远利益的短期行为而带来的风险，实施股份支付无疑是收益大余成本，于长远而言是有利的。

当企业实施的是以权益为基础的股份支付时，如果经理人达到了事先约定的条件，就可获得货真价实的股份，并可从中获益；如果公司执行的是以现金为基础的股份支付，则企业不需要实际授予股份，而经理人虽然并不拥有实际的股份，却可以享有与股份相挂钩的一些利益，两种股份支付下虽然操作方法不同，但对于经理人而言都是获益的。

因此，基于委托-代理理论的观点，股份支付可以增加公司的价值，即股份支付对公司绩效都正面影响，他们之间是正相关关系（见下图 2-1）。

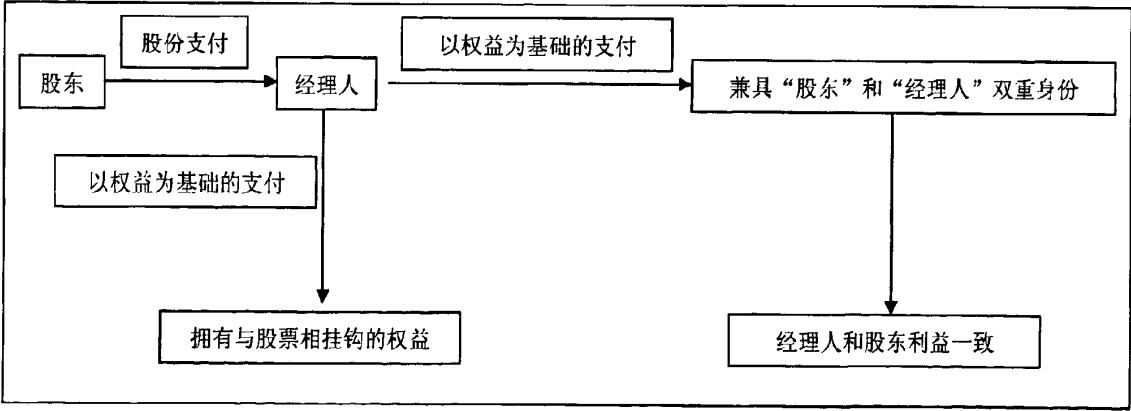


图 2-1 委托-代理理论下股份支付对公司业绩作用路线图

（二）预期回报论下的作用机理

预期回报论在研究股份支付对公司绩效的影响上所得的结论与委托-代理理论一致，即都认为两者是正相关的关系，但是这两种理论的推导路径不尽相同。预期回报论认为，并非是由于对经理人实施股份支付而带来公司绩效的提升，而是由于公司绩效提升从而对经理人实施股份支付。这个观点的理由有两点：一是

只有当公司的绩效提升后,股东增强了对经理人的信心,才会对其实施股份支付,从而更好地保持并提高经理人的积极性;二是相对于不参与经营管理的股东而言,经理人往往拥有更多更准确的有关公司内部经营状况的信息,也更加明确自己的需求,当公司发展势头良好时,经理人往往更愿意获得与股票相关的长远收益,而当公司业绩下滑时,他们更加看重的是短期现实收益。因此,虽然和委托-代理理论下的作用机理不同,但是预期回报论也对股份支付的作用持积极态度。基于预期回报论,股份支付对公司业绩作用路线图如图 2-2。

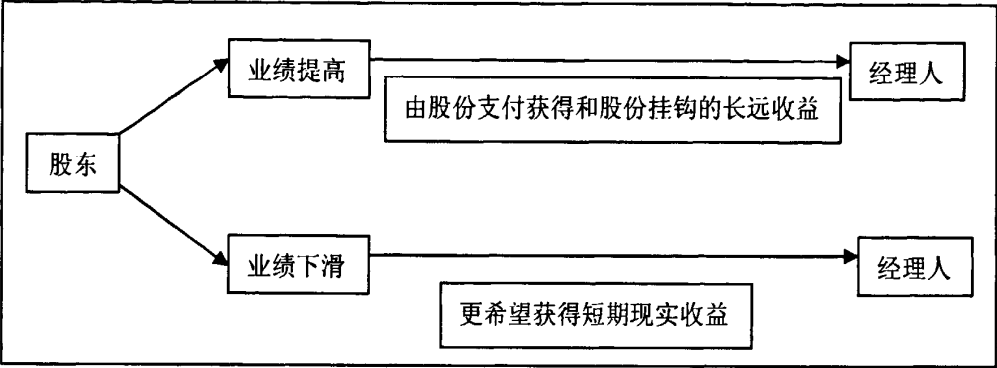


图 2-2 预期回报论下股份支付对公司业绩作用路线图

（三）风险补偿论下的作用机理

风险补偿论顾名思义就是将风险因素纳入了股份支付公司业绩影响研究的范围内。基于这种理论,经理人的报酬应当与公司的业绩挂钩,而不是一个固定的薪酬支付,作为公司的管理者,经理人也必须承担公司经营过程中的一系列风险,即公司业绩提升,经理人获得收益,而若公司业绩下滑,经理人也必须为此承担一定的责任,这样的制度无疑会增加经理人的压力,另外,由于在公司的经营过程中存在着很多的不确定性,通过对经理人实施股份支付一方面可以将一部分由股东承担的风险转移到了经理人的身上,通过增压的方式督促经理人为公司的利益服务,另一方面也可以降低不确定性,进而有利于公司绩效的提升。

综上,基于几种理论作用机理的分析,虽然不同理论下股份支付对公司绩效的作用路径不同,但都得出了股份支付对公司绩效具有正效应的结论,亦即股份支付总量与公司绩效正相关。公司要提高绩效,还要在放大股份支付总量效应的同时,控制与之相关的风险,其中一个重要的途径就是合理的选择股份支付方式。股份支付方式的不同不仅表现为结算方式不同,支付的对价也不相同,会计处理方法不同,进而对公司绩效的影响也有所不同。以权益为基础的股份支付直接和股票

挂钩，按照“授予日”公允价值来计量，并转增资本公积，仅影响公司的股权结构，而不会影响公司的账面利润；以现金为基础支付赋予了被激励者与股票等相关的收益权，按照“行权日”的公允价值计量，实际支付时会导致公司经营性现金存量的减少，影响公司的现金流量表，进而影响公司账面利润。因此，以权益为基础支付和以现金为基础支付虽然都与公司绩效正相关，但他们的作用方式不同，最终导致的结果也不相同。

第三章 我国上市公司股份支付现状分析

自 2007 年起,新准则在上市公司中全面推行,股份支付是新会计准则中的新增内容,故对大多数公司而言,股份支付都是一个新鲜的名词。从外部环境来看,经过 2006 年及 2007 年中国股市的空前繁荣到 2008 年全球金融危机爆发带来的股市低迷,大多数上市公司都受到一定程度的影响,而上市公司股份支付是与股票市场直接挂钩的,所以我们要将外部市场因素纳入股份支付的现状分析当中。另外,为了配合新准则的执行,财政部等相关部门出台了一系列会计法律法规,一方面使得整个理论体系更加完善,另一方面也有利于进一步规范上市公司的股份支付行为。

本文以 2008—2010 年沪、深两市 A 股上市公司作为取样来源,原始数据来自于 WIND 咨询金融数据库、RESSET 金融研究数据库以及新浪财经,为使实证结论更加可靠,对选取的样本进行了筛选与剔除,具体标准如下:

1、剔除发行 B 股和 H 股的上市公司。因为这些上市公司执行的会计准则和公司治理方式与 A 股的上市公司有较大的差异。

2、剔除宣布停止实施、董事会预案或股东大会通过的公司,只保留当年宣布实施股份计划的公司。

3、剔除只披露了股份支付份数(即激励数量)但未披露相关行权价格的公司,只保留同时公布了以上两项数据均的公司

经过以上处理,共得到公司样本 73 个,其中 2008 的样本公司数为 23 家,2009 年的样本公司数为 11 家,2010 年的样本公司数为 39 家。本文通过使用 Excel2007 和 SPSS17.0 统计分析软件对所取得的数据进行了量化的处理。

一、实施股份支付的公司数量统计

以 WIND 数据库提供的数据为准,2008—2010 年实施股份支付的上市公司数量统计见表 3-1。

表 3-1 上市公司股份支付实施数量表

年度	2008 年	2009 年	2010 年
实施股份支付公司数	23	11	39
A 股上市公司总数	1602	1996	2022
占当年 A 股上市公司比例	1.44%	0.55%	1.92%

注：表中分析的原始资料来源于 WIND 数据库

从表 3-1 可以看出，2008 年，沪、深两市 A 股上市公司中实施股份支付的公司仅占总公司数的 1.44%。2009 年为 0.55%。2010 年为 1.92%。虽然实施股份支付的公司总数不断地增加，但是，其占上市公司总数的比例依然很低。这反映了我国公司股份支付执行力度很低，造成这一现象的原因，我们认为有以下两点：一是股份支付是新准则中新增加的章节，以前的会计准则及相关的法律法规几乎没有涉及到这一概念，也没有做出相应的规范，很多公司对其会计处理还不是很清楚，故而没有相应的股份支付计划；二是我国的企业不管其性质如何，国有抑或民营，都还缺乏对管理层及其他核心员工进行激励的观念，因而可以说，股份支付在我国缺乏“群众基础”，这也是造成上市公司很少进行股份支付的主要原因。

二、股份支付实施强度的统计

根据原始数据以及计算后的结果显示，2008 年实施股份支付的 23 家公司中，其股份支付的数量占其当年总股本的比例均在 10%以下，平均值为 4.87%。

2009 年实施股份支付的 11 家公司，其股份支付的数量占其当年总股本的比例，除卧龙电气外均在 5%以下，平均值为 3.18%。

2010 年实施股份支付的 39 家公司，其股份支付的数量占其当年总股本的比例只有 6 家超过了 5%，平均值为 3.09%。

上述统计结果说明，我国上市公司股份支付的激励数量占其总股本的比例很低，这说明我国企业股份支付强度很弱。出现这种现象的原因，我们认为有两点：第一，金融危机的冲击使得大多数公司（特别是国资委控制下的国有控股公司）都下调了高管层的薪酬，在这种情况下，降低股份支付强度是必然的；第二，有些公司为了防止经理人权利的扩大，即使实施了股份支付计划，往往也吝于提高支付的强度。只有适当的股份支付强度才能起到充分的激励作用，这也是造成我

国上市公司股份支付激励效应不足的原因之一。

三、股份支付实施公司的行业分布统计

以证监会发布的行业划分标准为准，2008—2010 年上市公司股份支付行业统计见表 3-2。

表 3-2 上市公司股份支付行业分布表

行业	2008 年	2009 年	2010 年
制造业 (C)	15	6	23
信息技术业 (G)	1	4	7
房地产业 (J)	4	0	2
农、林、牧、渔业(A)	1	0	0
批发和零售贸易(H)	2	0	4
电力、煤气及水的生产和供应(D)	1	1	0
建筑业(E)	1	0	2
社会服务业 (K)	0	0	1
合 计	25 ^①	11	39

注：行业分类来自证监会网站

从表 3-2 可以看出：2008 年，实施股份支付的 23 家上市公司中，有 15 家是制造业企业，4 家房地产企业，1 家信息技术类企业，其余在此统一划分为其他类；2009 年，实施股份支付的 11 家上市公司中，有 6 家是制造业企业，4 家信息技术类企业，其余为其他类企业；2010 年，实施股份支付的 39 家上市公司中，有 23 家制造业企业，2 家房地产类企业，7 家信息技术类企业，其余为其他类企业。实施股份支付的公司中，制造业类公司最多，所占比重都在半数以上，其次是信息技术类公司和服务业，农、林、牧、渔业最少。我们认为，这与公司性质、规模以及业绩有关，制造业公司一般来说，经营状况比较稳定，规模也相对较大，对其管理层进行激励可以有效提高其积极性，进而有利于公司业绩的提升。信息技术类企业属于知识密集型企业，人才是这一类公司最重要的资源，实施股份支付有利于吸引和留住人才，促进企业发展，这是实施股份支付的必要性；同时，信息技术类企业又属于新兴产业、朝阳产业，发展速度较快，业绩上升的也较快，这提供了实施股份支付的可能性。另外，服务业也是第三产业中发展较快的行业之一，这类公司经营成功的关键就是提供良好的服务，而人是提供良好服务最重

^① 此处得到的合计数是 25，与上文所说的 2008 年共 23 家上市公司执行了股份支付结果不同，原因是 2008 年，有两家公司（得润电子和华菱钢铁）实施了两种不同方式的股份支付，因此，在统计时，实施股份支付的公司数仍为 23 家，但在对数据进行描述时，则将他们分开计量。

要的主体，因此，也有实施股份支付的必要。农、林、牧、渔业一般来说，公司规模小，且多是劳动密集型企业，对智力资本的要求没有前面所述的三个行业要求高，因此，这类公司股份支付的积极性较低。可见，正是众多因素的共同影响才形成了这样的股份支付执行状况的行业分布格局。

四、上市公司股份支付方式的统计

按照新准则的规定，股份支付划分为以权益为基础的股份支付和以现金为基础的股份支付。以权益为基础的股份支付主要有限制性股票和股票期权等；以现金为基础的股份支付主要有模拟股票和股票增值权等。本文按照新准则的规定将样本公司股份支付的方式划分为以权益为基础的股份支付和以现金为基础的股份支付，并分别进行统计。2008—2010 年上市公司股份支付方式的统计见表 3-3。

表 3-3 上市公司股份支付实施方式一览表

股份支付方式		2008 年	2009 年	2010 年
以权益为基础	股票期权	16	9	28
	限制性股票	5	2	10
以现金为基础	股票增值权	2	0	1
合计		23	11	39

注：2008 年有两家公司同时实施了两种股份支付计划

从表 3-3 可以看出，2008 年，实施股份支付的 23 家上市公司中，既有选择以权益为基础的股份支付，也有选择以现金为基础的股份支付，其中，采取股票期权的公司有 16 家，采取限制性股票的公司 7 家（需要特别指出的是，得润电子和华菱钢铁在同一年中公布了两次股份支付计划，得润电子分别是股票期权和股票增值权，华菱钢铁分别是限制性股票和股票增值权）。2009 年，在实施股份支付的 11 家上市公司，全部采用以权益为基础进行支付，其中有 9 家上市公司采取的是股票期权的支付方式，其余 2 家采取的是限制性股票。2010 年，在实施股份支付的 39 家上市公司中，既有以权益为基础的股份支付，也有以现金为基础的股份支付，其中有 28 家上市公司实行股票期权的支付方式，10 家采取的是限制性股票，剩余 1 家采用的是股票增值权。

从表 3-3 的统计数据可以看出，我国上市公司实施股份支付计划仍然以权益为基础的股份支付为主，其中尤以股票期权作为最为主要的激励形式，仅有少数公司实施限制性股票计划，实施以现金为基础的股份支付的公司更少。行权方式的结

构十分单一,许多公司并不是在认真分析本公司的实际情况后选择适合的股份激励方式,而是存在“随大流”的嫌疑。这种单一的行权结构也是我国在目前资本市场发展不完善,相关的法律法规及准则不配套情况下的“特殊产物”。另外,在选择支付方式时,还要兼顾准则及其他文件在股份支付方面的规定,以期激励的效用最大化并适当的控制激励成本。

上文对上市公司实施股份支付的公司数、股份支付强度、行业分布以及支付方式做了简单的统计分析,可以看出,我国公司股份支付取得了一定的发展,实施股份支付的公司越来越多,涉及的行业也越来越广,股份支付方式也有一些创新。但在我国资本市场机制不健全、法律法规不完善、监管不到位的情况下,我国股份支付的发展与国外相比存在很多的问题,主要体现在实施股份支付的上市公司少,实施的股份比例低,行权方式单一,激励对象范围狭窄等。究其原因,主要由以下几点:第一,理论研究及会计准则的不完善。关于股份支付的学术研究一直处于相对滞后的状态(如很多人仍然将股份支付的概念与股权激励画上等号,而这两者显然不是一个概念,对其含义的混淆只会误导执行者),而这种滞后造成在制定准则及实施股份支付时缺乏理论指导,另外,股份支付是新会计准则新增加的内容,虽然颁布了与准则相关的各种配套解释等,但新准则执行的时间短,很多问题没有全面覆盖,导致股份支付实施的效果不好,没有起到应有的提升企业绩效的作用。第二,上市公司管理层利用准则的不完善,大玩“擦边球”,并利用其在信息不对称中占有的优势地位,进行会计操作,为自己谋求短期薪酬、“在职消费”等利益,损害了上市公司及股东的长远利益。这间接导致所有者为了避免损失而回避股份支付制度,从而造成股份支付制度在我国发展的落后。第三,2008—2010年正是金融危机爆发及破坏效应扩散的特殊年份,客观上阻碍了股份支付制度在我国的实施。

正如第二章理论推导的结果,股份支付对于公司绩效的提升有重要的促进作用,鉴于我国上市公司股份支付计划存在诸多的问题,有必要实证研究股份支付计划对上市公司绩效的影响,以提高上市公司实施股份支付计划的积极性,进而推动企业绩效的提升。

第四章 股份支付对企业绩效影响的实证分析

一、研究假设和数据来源

(一) 研究假设

依据前文所述,根据委托-代理理论,股份支付的实施有助于实现上市公司管理层与股东的利益趋同,降低代理成本,促使管理层站在更高的角度谋求公司及个人长远利益最大化,最终促进公司绩效的提升。根据人力资本产权理论,对公司人力资本的拥有者即经营管理者实施充分且合理的股份支付,根据其创造的价值进行合理的利益分配,同时建立一个开放的、既有激励也不乏约束的环境,鼓励人力资本的不断开发和增值,可以为公司创造更多的价值。根据剩余索取权理论,通过股份支付的实施赋予管理层对公司资产的剩余索取权之后,更会为了公司长远发展而努力,即减少了外部股东监督企业运行的成本,也可以降低管理者行为偏离股东利益的可能性,有利于公司绩效的提升。根据契约不完备理论,通过实施股份支付以使管理层所拥有的剩余索取权与剩余控制权对等,避免权利的错位、可对管理层起到约束的作用,从而促进公司绩效的提升。基于以上分析,本文提出假设 1。

H_1 : 股份支付与上市公司绩效存在显著的正相关关系。

当公司选择不同的股份支付方式时,可以记录不同的费用和成本。如选择以权益为基础进行的股份支付,则公司在进行会计处理时是按照“授予日”公允价值来计量的,并按照转增资本公积进行处理,因此所引起的也仅是公司股权结构的调整;而以现金为基础的股份支付则是以“行权日”的公允价值计量,并且会引起公司经营性现金存量的减少,较之以权益为基础的股份支付而言,会对公司的现金流量表产生影响。两种不同的计量方法会直接影响公司的利润额即最终的财务绩效。据此,本文提出假设 2。

H_2 : 不同股份支付方式对公司绩效的影响程度不同。

(二) 样本选取及数据来源

依据第三章执行的取样程序,共得到公司样本 73 个,其中,2008 的样本公

司数为 23 家（其中华菱钢铁和得润电子同时实施了两种股份支付方式，在此视作两个样本），2009 年的样本公司数为 11 家，2010 年的样本公司数为 39 家。本文原始数据主要来自于 WIND 咨询金融数据库、RESSET 金融研究数据库以及新浪财经。

二、变量设置及模型选择

（一）变量设置

1、被解释变量

基于研究论题，本文选取了营业利润率（OPR）和销售净利率（NPM）两个指标来衡量企业绩效。其中，营业利润率是企业的营业利润与营业收入的比率，它是衡量企业经营效率的指标，反映了在不考虑非营业性利润的情况下，企业管理者通过经营获取利润的能力；销售净利率是实现公司净利润与销售收入的对比关系，用以衡量企业在一定时期的销售收入获取的能力，反映每一元销售收入带来的净利润的多少，表示销售收入的收益水平。本文采用 OPR 和 NPM 企业绩效的替代变量，既可以反应企业的经营效率，也可反映企业的获利能力，一定程度上可以表达公司的财务绩效水平。

2、解释变量

本文以股份支付强度（股份支付份额/总股本）作为解释变量，这一指标是以比例的形式来解释公司实施股份支付的力度。

3、控制变量

公司的资产规模一定程度上可以表达其经营状况的好坏，一般来说，经营状况越好的公司，会在保证效率的前提下扩大公司规模，以实现规模效应，而经营状况恰恰反映了管理层的工作成果，经营状况好，说明管理层的管理有效，就更有机实施股份支付以保持其积极性。因此，本文将公司的资产规模设为实证分析的控制变量之一。

资产负债率（D/A）是公司年末的负债总额与资产总额的比率，是一项评价负债水平的指标，也是衡量公司经营安全程度的指标。公司经营的安全是任何经营活动的前提，因此，本文将其列为控制变量之一。

每股收益（EPS）是指税后利润与股本总数的比率，是综合反映公司获利能力的重要指标。本文探讨的是股份支付对上市公司绩效的影响，所设置的被解释

变量也涉及到了公司的获利能力，因此，本文将每股收益列为第三个控制变量。

表 4-1 控制变量表

变量	变量表示	变量描述及计量
资产规模	SIZE	资产总额
资产负债率	D/A	总负债/总资产
每股收益	EPS	税后利润/总股本

(二) 模型设计

综合上文，本文将 OPR 和 NPM 指标作为被解释变量，统一用 *Performance* 表示；将股份支付强度作为解释变量；将资产规模、资产负债率和每股收益作为控制变量。具体模型如下：

$$Performance=\alpha+\beta_1GFZF+\beta_2SIZE+\beta_3D/A+\beta_4EPS$$

其中，*Performance*：表示上市公司的财务绩效，在本文中主要以营业利润率（OPR）和销售净利率（NPM）两个指标来衡量；

α ：表示常数项；

β_i ($i=1、2、3、4$)：表示各自变量的回归系数；

GFZF：表示上市公司股份支付的强度，用激励股份数/总股本代替；

SIZE：表示公司的资产规模；

D/A：表示样本公司的资产负债率；

EPS：表示各样本公司的每股收益。

三、实证检验结果与分析

(一) 股份支付对上市公司绩效的影响

1、描述性统计

为了初步了解股份支付对上市公司绩效的影响，分别针对两个被解释变量进行描述性统计。

(1) 营业利润率（OPR）

将 2008 年、2009 年以及 2010 年的营业利润率（OPR）与股份支付强度进行描述性统计，结果见表 4-2、4-3、4-4。

表 4-2 2008 年营业利润率（OPR）描述统计量表

项目	N	最大值	最小值	均值	标准差	中位数
OPR	23	29.667	-1.1144	10.1401	3.5829	8.9341
GFZF	23	9.9600	0.0164	5.0733	7.0312	4.2100
SIZE	23	23.7101	20.1816	21.6985	2.4949	21.4040
D/A	23	19.2806	71.6675	48.9265	37.0431	50.1424
EPS	23	1.0468	0.03	0.4256	0.5308	0.3481

注：以上结果均保留小数点后 4 位

表 4-3 2009 年营业利润率（OPR）描述统计量表

项目	N	最大值	最小值	均值	标准差	中位数
OPR	11	24.2399	1.7318	10.2207	1.0743	6.9691
GFZF	11	5.5200	0.5760	3.1812	7.0312	3.5926
SIZE	11	24.9478	19.9954	22.2601	3.5019	22.3035
D/A	11	73.7368	30.3697	47.1321	16.7992	49.9791
EPS	11	1.4000	0.0200	0.7002	0.3825	0.68

注：以上结果均保留小数点后 4 位

表 4-4 2010 年营业利润率（OPR）描述统计量表

项目	N	最大值	最小值	均值	标准差	中位数
OPR	39	54.3095	0.3089	14.5129	2.1140	9.5012
GFZF	39	6.6138	0.2370	3.0987	1.2233	2.9400
SIZE	39	25.0112	19.8975	21.8056	0.6751	21.4560
D/A	39	74.9834	2.6242	43.9286	5.8556	45.7688
EPS	39	1.9100	0.0466	0.5692	0.6802	0.5000

注：以上结果均保留小数点后 4 位

由表 4-2、4-3、4-4 可知，从 2008 至 2010 年，样本公司的营业利润率均值呈递增的态势，股份支付强度指标的均值在这三年间并没有发生相对应的趋势变动，而是呈逐年下降趋势。

(2) 销售净利率

将 2008 年、2009 年以及 2010 年销售净利率与股份支付强度进行描述性统计，结果见表 4-5、4-6、4-7。

表 4-5 2008 年销售净利率 (NPM) 描述统计量表

项目	<i>N</i>	最大值	最小值	均值	标准差	中位数
<i>NPM</i>	23	25.3839	-2.5279	10.2302	0.7491	9.8179
<i>GFZF</i>	23	9.9600	0.0164	5.0733	7.0312	4.2100
<i>SIZE</i>	23	23.7101	20.1816	21.6985	2.4949	21.4040
<i>D/A</i>	23	19.2806	71.6675	48.9265	37.0431	50.1424
<i>EPS</i>	23	1.0468	0.03	0.4256	0.5308	0.3481

注：以上结果均保留小数点后 4 位

表 4-6 2009 年销售净利率 (NPM) 描述统计量表

项目	<i>N</i>	最大值	最小值	均值	标准差	中位数
<i>NPM</i>	11	26.1602	0.5571	9.8750	0.2152	7.3962
<i>GFZF</i>	11	5.5200	0.5760	3.1812	7.0312	3.5926
<i>SIZE</i>	11	24.9478	19.9954	22.2601	3.5019	22.3035
<i>D/A</i>	11	73.7368	30.3697	47.1321	16.7992	49.9791
<i>EPS</i>	11	1.4000	0.0200	0.7002	0.3825	0.68

注：以上结果均保留小数点后 4 位

表 4-7 2010 年销售净利率 (NPM) 描述统计量表

项目	<i>N</i>	最大值	最小值	均值	标准差	中位数
<i>NPM</i>	39	42.4643	1.9675	12.9857	0.9520	8.1028
<i>GFZF</i>	39	6.6138	0.2370	3.0987	1.2233	2.9400
<i>SIZE</i>	39	25.0112	19.8975	21.8056	0.6751	21.4560
<i>D/A</i>	39	74.9834	2.6242	43.9286	5.8556	45.7688
<i>EPS</i>	39	1.9100	0.0466	0.5692	0.6802	0.5000

注：以上结果均保留小数点后 4 位

由表 4-5、4-6、4-7 可知，从 2008 年到 2010 年，样本公司销售净利率均值呈现先降后升态势，但是，股份支付强度指标的均值在这三年间并没有发生相对应的趋势变动，而是呈逐年下降趋势。

以上针对营业利润率（OPR）和销售净利率（NPM）与股份支付强度的描述性统计检验结果均未呈现显著的正向相关关系，我们认为可能的原因是 2008 年为金融危机的顶峰期，很多公司对股份支付持观望态度，为了降低风险、节约成本，很多上市公司经理层的年薪和激励数都有所下降，有的甚至停止股份支付计划，从而造成股份支付额下降，未能与公司绩效发生一致的趋势变化。但上述描述性统计的结果仅是对样本数据的简单计算，没有深入分析，接下来进行相关性分析，以进一步研究股份支付对上市公司绩效的影响。

2、相关性分析

在上述描述性统计的基础上，还需检验被解释变量和解释变量之间的相关性。为了保证模型的有效性，要求自变量之间需避免多重共线性，自变量和因变量之间需呈现显著相关性。因此，本文首先用皮尔逊相关系数分析法对样本公司各个变量之间进行 Pearson 检验，结果如表 4-8。

表 4-8 变量 Pearson 相关性检验结果表

变量	OPR	NPM	GFZF	D/A	SIZE	EPS
OPR	1	0.916**	0.145*	-0.279	0.177	0.402
NPM		1	0.120*	-.0376	0.043	0.379
GFZF			1	-0.140	-0.231	-0.320
D/A				1	0.472*	-0.437*
SIZE					1	-.227
EPS						1

注：**、*在 0.01和0.05水平（双侧）上显著相关。

由表 4-8 相关性检验结果可知，公司绩效的替代变量 OPR 和 NPM 与股份支付的替代变量之间均是正相关的，且均与股份支付在 5%的水平上显著正相关，这与前述假设 1 的预期基本一致。其他的自变量之间，检验值的绝对值均未超过 0.65，说明模型不存在多重共线性的问题。

3、回归分析

在描述性统计和相关性检验的基础上，进一步对样本公司数据进行回归分析。

(1) 营业利润率

通过回归分析，得出营业利润率（OPR）与股份支付强度之间的相关系数，见下表 4-9。其中，调整的 R 方为 0.302，F 值为 3.381，研究股份支付强度对营业利润率的模型基本合适。

表 4-9 以营业利润率（OPR）为被解释变量的系数表

模型	非标准化系数		标准系数	<i>t</i>	<i>Sig</i>
	<i>B</i>	标准误差			
<i>GFZF</i>	1.031	0.519	0.405	1.986	0.063
<i>D/A</i>	-0.126	0.130	-0.218	-0.972	0.344
<i>SIZE</i>	7.256E-10	0.000	0.499	2.405	0.027
<i>EPS</i>	15.163	6.090	0.549	2.490	0.023
常量	1.060	9.058		0.117	0.908

注：因变量为营业利润率（OPR）

从表 4-9 可以看出，股份支付强度与被解释变量营业利润率（OPR）之间的 *t* 值为 1.986，*Sig* 值为 0.063，说明股份支付强度对营业利润率（OPR）具有正面影响，且在 10%的水平上具有显著性。

(2) 销售净利率（NPM）

通过回归分析，通过回归分析，得出销售净利率（NPM）与股份支付强度之间的相关系数，见下表 4-10。其中，调整的 R 方为 0.418，F 值为 13.939，研究股份支付强度对销售净利率影响的模型基本合适。

表 4-10 以销售净利率（NPM）为被解释变量的系数表

模型	非标准化系数		标准系数	<i>t</i>	<i>Sig</i>
	<i>B</i>	标准误差			
<i>GFZF</i>	0.692	0.457	0.208	1.626	0.051
<i>D/A</i>	-0.173	0.130	-0.324	-1.332	0.200
<i>SIZE</i>	4.760E-10	0.000	0.356	1.582	0.131
<i>EPS</i>	10.405	6.077	0.410	1.712	0.104
常量	8.489	9.038		0.939	0.360

注：因变量为销售净利率（NPM）

从表 4-10 可以看出，股份支付强度与被解释变量销售净利率（NPM）之间的 *t* 值为 1.626，*Sig* 值为 0.051，说明股份支付强度对销售净利率（NPM）具有

正面影响，且在 10%的水平上具有显著性。

4、实证研究结论

通过上文股份支付对上市公司绩效的替代变量所进行的一系列分析后发现，实证分析的结果从整体上看是可以接受的，验证了假设 1，即股份支付对公司绩效有正面影响，实施股份支付可以促进公司绩效的提升。但是，本文选取的两个被解释变量（OPR 和 NPM）与解释变量（股份支付）之间相关性的显著程度不高，我们认为，造成这一结果的原因有两点：一是样本量较小，所得出的结果缺乏代表性；二是金融危机的破坏效应，导致 2008—2010 年公司绩效水平及股份支付强度均存在一定的特殊性。在进一步扩大样本及研究年限后，可能会得到更加精确的结果。

（二）股份支付方式对上市公司绩效的影响

本文对被解释变量营业利润率（OPR）和销售净利率（NPM）的相关指标进行统计，并采取统计检验的方法分析股份支付方式对上市公司绩效的影响，统计结果见表 4-11、4-12。

表 4-11 均值统计验证表

股份支付方式	公司数	平均激励额（万元）	平均营业利润率	平均销售净利率
股票期权	53	23273.27877	13.3771	12.0169
限制性股票	17	18474.14803	11.5161	11.9903
股票增值权	3	3331.017167	2.2976	3.2096

注：以上结果均保留小数点后 4 位

表 4-12 中位数统计验证表

股份支付方式	公司数	激励额中位数 （万元）	营业利润率 中位数	销售净利率 中位数
股票期权	53	14245	9.5660	8.4141
限制性股票	17	7100	8.9341	9.8179
股票增值权	3	1152.06	2.0290	3.3462

注：以上结果均保留小数点后 4 位

由表 4-11 和表 4-12 可知，以权益为基础进行的股份支付，其平均营业利润率、平均销售净利率、营业利润率和销售净利率的中位数均大于以现金为基础的股份支付，其中，股票期权仍然是上市公司实施股份支付的主要行权方式，且其平均营业利润率、平均销售净利率、营业利润率和销售净利率的中位数均大于其

他两种行权方式,这说明以权益为基础的股份支付对公司绩效的提升效应大于以现金为基础的股份支付。我们认为,造成这一现象的原因是当公司实施以现金为基础的交易时,会直接导致行权时公司现金减少,引起公司经营性现金存量减少;相反,以权益为基础的股份支付并不涉及现金的流动,没有现金的流入和流出,对公司当期的现金流量表不构成影响。在进行会计处理时,以权益为基础的股份支付采用的是转增资本公积的方法,只是调整了公司原来的股权结构,使得原有股东的每股收益摊薄。由于投资者担心以现金为基础的股份支付会导致公司资金链的紧张,进而影响到未来公司业绩,故而更多的选择以权益为基础进行股份支付。

本文在研究股份支付方式对上市公司绩效影响的时候,选用了简单的比较均值的方法,这仅是对结果的简单描述性统计,由于分年度的样本量较小且各年份之间样本大小不一致,导致无法采用t检验或其他更为精确的检验方法来进一步验证本文的结论,这有待样本量扩大以后予以进一步的研究。

第五章 结论、建议、局限与展望

一、研究结论

本文采用规范研究与实证分析相结合方法，以沪、深两市 2008—2010 年 A 股上市公布的公司股份支付的有关数据为研究样本，对样本公司股份支付对上市公司绩效的影响进行了理论分析和实证研究。通过研究，我们主要得出以下结论。

1、股东和经理人同为公司治理体系中不可或缺的部分，在两权分离的公司结构下，为了保证和经理人的利益一致以及提高经理人的积极性，有必要制定相应的股份支付计划，通过该计划达到对经理人进行激励的目的，因此，上市公司有必要根据自身的实际情况，制定适当的股份支付计划，以推动公司绩效的提升。

2、虽然理论分析中肯定了股份支付对提升上市公司绩效的作用，新准则实施后，股份支付制度也确实在我国上市公司中取得了一定的进步，但是对实施股份支付制度的积极性不高，股份支付的力度不足，股份支付的方式单一等仍然是现实中阻碍股份支付制度进一步发展的“绊脚石”。

3、股份支付对上市公司的业绩具有正面的影响。上市公司实施股份支付，有利于“同化”管理层，实现利益一致，促使其为公司的长期利益而努力工作，最终促进公司绩效的提升。

4、从理论分析及实证研究的结果来看，不同的股份支付方式对公司绩效有不同的影响。对股份支付的会计处理方法导致以权益为基础的股份支付方式对公司绩效的影响大于以现金为基础的股份支付方式，这也使得很多公司在选择股份支付方式的时候更加关注会不会影响公司的当前利润，从而更倾向于选择以权益为基础进行的股份支付，并没有充分考虑本公司的实际情况。具体表现是很多上市公司实施股份支付时多是采用股票期权、限制性股票等以权益为基础支付方式，很少有公司采用以现金为基础支付方式。而事实是，以现金为基础的股份支付方式在每个资产负债表日都要对其价值进行重新估值，因而更能够准确的反应股份支付的真实情况，也可以有效的避免对高管及其他人员的过分激励。

二、政策建议

在历经了金融危机的洗礼之后，世界经济仍然面临着非常严峻的挑战。中国

正处在社会高速发展和经济转型的时期，更加需要结合经济发展的实际情况，制定适当的经济发展策略。当今世界是人才竞争的世界，人力资源是大到国家、小至公司发展的关键因素。因此，人工成本的上升是企业面对的重要挑战之一。在这样的背景下，一方面要留住人才，另一方面又要考量成本大小，中国企业必须更加理性地思考如何建立一个有效的长期激励机制，以达到人才、成本、资金等的均衡。在前文所作分析的基础上，本文提出如下几点建议。

（一）坚持长期激励，制定科学合理的股份支付计划

有关实践证明，股份支付有利于提升公司绩效并增强市场竞争力，上市公司应该意识到股份支付是激励核心人才的重要管理手段、长期薪酬已经成为核心人员薪酬回报的一个重要组成部分，实施股份支付、授予核心人员长期激励是一个切实可行的有助于吸引和留住人才的措施。上市公司必须在深入研究相关准则及自身实际情况的基础上，制定科学的股份支付计划，持续对相关人员进行长期激励，以促进公司长期业绩的发展。

同时，上市公司在初始制定股份支付计划时，就必须考虑到执行风险。合理的行权年限以及行权数量是成功实施股份支付计划的关键，另外，一些条件具备的企业应该不拘泥与传统的股份支付方式，根据自身的实际情况选择合适的创新支付方式，这也是企业股份支付计划取得更显著成功的关键所在。

（二）改进《股份支付》准则

正如前文所述，新准则中的《股份支付》准则是一个全新的内容，很多细节并没有进行深入的探讨研究和规范，这将直接导致盈余操纵的空间扩大。为促进股份支付计划在我国为进一步推广，我们需要尽量细化准则、避免漏洞和错误。如，关于股份支付可行权权益工具数量的估计，准则虽不能明确具体的数额，但可以确定估计的办法，可以清楚地列示有哪些可供选择的估计办法以及各自使用的情况，避免由于估计办法的可选择性带来的盈余操纵空间。

（三）建立一个有关股份支付的监管体系，完善公司内部治理结构和外部市场环境

在鼓励上市公司实施股份支付计划的同时，还需建立一个相应的股份支付监管体系，除了强化股份支付的信息披露以外，还需要多个市场参与者的配合。如证监会等上市公司监管部门把好审批关；外部监管中介如会计师事务所、律师事

务所等咨询机构等必须发挥其监督作用，从独立第三方的角度出具合理的报告；公司必须严格遵守相关准则及法律法规的规定，按照要求进行信息披露，积极配合有关部门的检查等。此外，还需着力完善公司内部治理结构和外部市场环境，完善的治理结构才能避免内部人控制现象；建立一个规范的职业经理人市场，职业经理人的淘汰机制有利于规避股份支付存在的一些负面影响，将股份支付的正面作用最大化，从而有利于公司绩效的提升。完善外部市场环境也是科学实施股份支付计划的必要条件，只有具备一个完善的、有效地外部资本市场，才能为股份支付的实施提供一个良好的外部环境。

（四）上市公司应建立一个科学的业绩评价体系

合理的激励必须建立在科学的绩效评价体系的基础之上，长期以来，公司绩效评价都过分注重净资产收益率（ROE）、营业利润率（OPR）等历史财务指标，这些指标虽然反应了公司过去的财务业绩，但如果单凭这一类指标来判别经营层的业绩，难免有以偏概全之嫌，而且也为经营者提供了盈余操纵甚至会计造假的空间，另外，行权条件的制定也要求对企业绩效的合理评价，如果一开始绩效评价的结果就是不合理的甚至是错误的，那么行权条件的制定必然是不合理不科学的，股份支付的激励效应也将无从谈起。因此，改革业绩评价体系也是股份支付计划实施的重要一环。特别是上市公司，在评估股份支付计划的可行性之前，有必要首先对本公司的实际经营绩效做一个真实的、全面的评价，有必要将市场因素、非财务因素等纳入分析的范围，全面考核公司绩效，以作为评价股份支付制度效用的可靠依据。

（五）提高高管的职业道德水平

在上述措施以外，我们也不能忽视人的主观能动性这一重要因素。上市公司实施的股份支付直接与公司高管等紧密联系，很多公司在制定股份支付计划时，过分看重高管的“高薪酬”，而忽视了“游离”于公司经营之外的中小股东利益。有些公司在制定股份支付计划时，行权价格远远低于合理价位，或者制定过高的行权比例，更有公司高管层为了顺利行权而不惜财务造假以获得巨额收益。通过提升高管的道德水平，或者通过适当的内外部监督，促使高管们将眼光从“眼前利益”放到公司乃至个人的“长远利益”上来也是促进股份支付制度发展的一个必要措施。

三、研究局限与展望

本文通过规范和实证相结合的方法，探讨了股份支付对公司绩效的影响问题，并在此基础上提出了一些建议。但是，由于文章篇幅的限制、数据的缺乏以及本人研究能力的不足，本文还存在很多局限之处，研究还不够全面，主要体现在以下几点。

1、由于样本规模限制以及研究年限的特殊上，模型选择时可能存在错误，特别是在研究股份支付方式对上市公司绩效的影响时，仅采用简单的统计研究方法，可能会影响实证结果的准确性。未来的研究中可以进一步扩大样本规模以及研究年限，以提高实证结果的准确度。

2、本文在衡量上市公司财务绩效时，仅选取了营业利润率和销售净利率两个指标，无法完全代替公司的财务绩效，因此，在未来的研究中，可以考虑加入更多更完善的指标来衡量公司绩效。

3、本文讨论的关于股份支付对公司绩效的影响，仅限于股份支付总量及股份支付方式两个方面，对于股份支付计划制定的依据、股份支付准则自身的科学性、股份支付会计处理方式等问题没有进行研究，在未来的研究中，这些问题都可以纳入研究范围。

参考文献

[01]Jensen M, Meckling W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics. 1976, 10 (03): 305-360.

[02]Berle A A, Means G C. 现代公司与私有财产[M]. 上海: 商务印书馆, 2005.

[03]Benston. Financial services[M]. Prentice-Hall, 1985.

[04]Hall B J, Liebman J B. Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats? [J]. National Bureau of Economic Research. 1997, 11 (03) : 44-56.

[05]Francis J, Smith A. Agency costs and innovation some empirical evidence [J]. Journal of Accounting and Economic, 1995, 19 (03): 383-409.

[06]Kole A. Firm Performance and Board Committee Structure[J]. The Journal of Law and Economics. 1996, 43 (02): 119-194.

[07]Agrawal A, Knoeber C. Firm Performance and Mechanisms to Control Agency problems between managers and shareholders[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1996, 34 (31): 377-397.

[08]Palia D, Lichtenberg F. Managerial Ownership and Firm Performance: A Re-examination Using Productivity Measurement[J]. Journal of Corporate Finance, 1999, 5 (03): 91-121.

[09]Morck R, Shleifer A, Vishny R. Managerial Ownership and Market Valuation [J]. Journal of Financial Economics, 1988, 28 (120): 292-315.

[10]McConnell J, Servaes H. Additional evidence on equity ownership and Corporate Value[M]. 1990.

[11]Demsetz H, Lehn K. The Structure Of Corporate Ownership: Cause and Consequences[J]. Journal Of Political Economy, 1996, 48 (03): 1155-1177.

[12]Loderer C, Martin K. Executive Stock Ownership and Performance: Tracking Faint Traces[J]. Journal of Financial Economics. 1997, 45 (02) : 223-255.

[13]Himmelberg R F. Understanding the Determinants of Managerial

Ownership and the link between Ownership and Performance[J]. Journal of Finance Economics 1999, 28 (53): 353-384.

[14]Lasfer M A, Faccio M. Do Occupational Pension Funds Monitor Companies in Which They Hold Large Stakes?[J]. Journal of Corporate Finance, 2000, 35 (01): 212-289.

[15]许小年. 以法人机构为主体, 建立公司治理机制和资本市场[J]. 改革 1997 (05): 28-34.

[16]周业安. 债权人参与企业治理与保护自身权益[J]. 新金融. 1999 (03): 12-13.

[17]刘国亮, 王加胜. 上市公司股权结构、激励制度及绩效的实证研究[J]. 经济理论与经济管理, 2000 (05): 40-45.

[18]张晖明, 陈志广. 高级管理人员激励与企业绩效——以沪市上市公司为样本的实证研究[J]. 世界经济文汇, 2002 (03): 29-37.

[19]宋献中, 罗宏. 高级管理层持股与公司经营业绩:理论、经验与实践[J]. 管理现代化, 2004 (03): 46-49.

[20]秦殿军. 股权激励效应的统计分析[J]. 科技和产业, 2004 (01): 32-35.

[21]宋增基, 徐叶琴. 股权制衡、管理层持股与公司绩效[J]. 生产力研究, 2007 (17): 39-41.

[22]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 (01): 24-30.

[23]吴淑琨. 股权结构与公司绩效的 U 型关系研究——1997-2000 年上市公司的实证研究[J]. 中国工业经济, 2002 (01): 80-87.

[24]徐大伟, 蔡锐, 徐鸣雷. 管理层持股比例与公司绩效关系的实证研究——基于中国上市公司的 MBO[J]. 管理科学, 2005 (04): 40-47.

[25]蔡吉甫, 杨智杰. 内部人持股与公司治理效率关系研究[J]. 当代经济管理, 2005 (04): 142-147.

[26]刘剑, 谈传生. 管理层持股与公司绩效:一项基于深圳股票市场的实证研究[J]. 南京审计学院学报, 2005 (04): 7-13.

[27]何旭强, 袁国良. 从“股票奖励”到“股票期权”[J]. 资本市场, 2000(03):

23-25.

[28]魏刚. 高级管理层激励与上市公司经营绩效[J]. 经济研究, 2000 (03):

32-64.

[29]周璐. 高管人员股权激励与公司业绩的实证分析[J]. 内江科技, 2006 (05): 23-28.

[30]顾斌, 周立烨. 我国上市公司股权激励实施效果的研究[J]. 会计研究, 2007 (02): 79-84.

[31]国际会计准则理事会. 国际财务报告准则[S]. 北京: 中国财政经济出版社, 2004.

[32]中华人民共和国财政部. 企业会计准则[S]. 北京: 中国财政经济出版社, 2006.

[33]邓晓艳. 股份支付相关问题研究[D]. 厦门: 厦门大学, 2007.

[34]刘文强. 股份支付会计问题研究[D]. 大连: 东北财经大学, 2006.

[35]Fama E F. Agency Problems and the Theory of the firm[J]. Journal of Political Economy, 1980 (02): 88-101.

[36]Sanford J, Hart O A. A analysis of the Principle-Agent Problem[J]. The Econometric Society, 1983, 51 (01): 7-45.

[37]Leuven E, Oosterbeek H. Firm-Specific Human Capital as a Shared Investment Comment [J]. American Economic Review, 2001, 91 (01): 342-347.

[38]周其仁. 市场里的企业: 一个人力资本与非人力资本的特别合约[J]. 经济研究, 1996 (06): 34-40.

[39]张维迎. 所有制、治理结构及委托—代理关系[J]. 经济研究, 1996 (09): 50-56.

[40]Margaret M. Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the twenty-first century [M]. Washington: Brookings Institute, 1995.

[41]Fama E F, Jensen M C. Separation of Ownership and Control[J]. Journal of Law and Economics. 1983 (03): 301-337.

[42]谢作渺, 薛冬雪, 董青. 股权激励理论研究综述[J]. 工业技术经济, 2007 (03): 49-55.

附图表

附图表 A：2008 年样本上市公司股份支付的相关指标

代码	名称	股份支付方式	证监会行业	净资产收益率	资产净利率	资产总额	资产负债率	产权比(除100后)	激励总数占当时总股本比例(%)	营业利润率(%)	销售净利率(%)	每股收益
000006.SZ	深振业 A	股票	房地产业	9.38	2.6147	5921442330	71.6675	2.52781	4.18	15.5809	18.4448	0.2962
000012.SZ	南玻 A	股票	制造业	9.24	5.3134	5652077934	53.6142	1.145054	4.21	10.8932	11.7058	0.35
000046.SZ	泛海建设	期权	房地产业	2.57	1.0861	19821858907	56.3166	1.288488	9.96	20.802	14.7161	0.094
000061.SZ	农产品	股票	批发和零售贸易	1.87	2.1936	3379106034	44.6161	0.731301	6.76	3.5632	9.8179	0.1264
000566.SZ	海南海药	期权	制造业	12.5	6.894	734563338	44.2172	0.692047	9.88	11.7882	12.2198	0.211
000932.SZ	华菱钢铁	股票	制造业	6.57	2.201	16284820547	67.4515	2.046899	0.125	2.029	1.9362	0.3481
000932.SZ	华菱钢铁	股票增值权	制造业	6.57	2.201	16284820547	67.4515	2.046899	0.0164	2.029	1.9362	0.3481
002021.SZ	中捷股份	期权	制造业	0.72	0.6569	1656234317	40.6592	0.685181	3.195	-1.1144	2.2502	0.03
002054.SZ	德美化工	期权	制造业	15.26	9.1275	1113980439	45.9354	0.842245	9.94	16.124	13.6775	0.73
002055.SZ	得润电子	期权	制造业	8.99	3.9241	832782127.6	58.6886	1.396226	7.12	4.5548	4.3464	0.2563
002055.SZ	得润电子	股票增值权	制造业	8.99	3.9241	832782127.6	58.6886	1.396226	0.88	4.5548	4.3464	0.2563
002078.SZ	太阳纸业	期权	制造业	8.8	3.3529	4415354791	61.9313	1.616973	3.34	0.6086	4.4731	0.46
002081.SZ	金螳螂	期权	建筑业	19.79	7.9753	1975357348	63.3735	1.72407	2.07	5.5778	4.313	0.98
002154.SZ	报喜鸟	期权	制造业	18.54	12.278	934126118.9	45.9888	0.832036	9.26	17.822	13.1203	0.64

附图表

002200.SZ	*ST 大地	期权	农、林、 牧、渔业	11.63	9.6632	966804583.9	22.6571	0.283324	1.19	24.8326	25.3839	1.03
600143.SH	金发科技	期权	制造业	8	3.3629	5381287293	51.7471	0.73952	9.12	2.0967	2.8521	0.16
600208.SH	新潮中宝	期权	房地产业	18.73	7.1683	13833079635	63.2756	1.438877	3.56	29.667	24.6727	0.3
600260.SH	凯乐科技	期权	制造业	4.97	2.8721	2102463664	41.6398	0.703087	6	7.5553	5.9404	0.26
600315.SH	上海家化	股票	制造业	16.88	11.788	1685848994	32.1109	0.46876	3.2	8.9341	7.4844	0.86
600478.SH	科力远	期权	制造业	5.79	3.111	952504019.2	50.1424	0.999266	6.29	1.2457	-2.5279	0.13
600485.SH	中创信测	期权	信息技术 业	15.88	10.648	581776527	37.596	0.533904	8.05	13.4003	20.4687	0.415
600499.SH	科达机电	期权	制造业	14.15	12.324	1301377469	26.2603	0.356122	6.9	10.0297	14.2114	0.46
600739.SH	辽宁成大	期权	批发和零 售贸易	18.95	15.295	6578480199	19.2806	0.23612	1.44	20.6479	19.5042	1.0468

附图表 B：2009 年样本上市公司股份支付的相关指标

代码	名称	股份支付方式	证监会行业	净资产收益率	资产净利率	资产总额	资产负债率	产权比率	激励总数占当时总股本比例(%)	营业利润率(%)	销售净利率(%)	每股收益
000063.SZ	中兴通讯	股票	信息技术业	14.61	4.5226	68342322000	73.7368	2.995106	4.87	3.4247	4.4725	1.4
000690.SZ	宝新能源	期权	电力、煤气及水的生产和供应业	18.76	9.8166	6444436508	53.8631	1.167463	3.5926	24.2399	18.9658	0.49
000969.SZ	安泰科技	期权	制造业	7.57	4.1256	4855920073	44.4434	0.954758	1.7144	6.9691	5.9021	0.3879
002018.SZ	华星化工	期权	制造业	0.6837	0.3336	1619184675	54.151	1.218002	4	1.7318	0.5571	0.02
002151.SZ	北斗星通	期权	信息技术业	15.8852	11.9524	482943252	30.3697	0.456482	5.472	19.4196	17.2324	0.56
002215.SZ	诺普信	期权	制造业	21.61	16.6542	983571130.9	32.2239	0.497065	3.11	12.012	10.9057	0.68
600060.SH	海信电器	期权	制造业	10.1533	6.1743	10343098287	51.3577	1.082512	0.99	2.5486	2.7266	1.009
600498.SH	烽火通信	期权	信息技术业	8.1952	5.378	7241015100	50.448	1.142109	0.576	6.4888	7.3962	0.63
600580.SH	卧龙电气	期权	制造业	15.76	9.9729	2667890656	46.3043	0.986077	5.52	10.23	10.1388	0.6964
600588.SH	用友软件	股票	信息技术业	23.01	17.7209	3819512188	31.5757	0.467351	3.8465	20.4187	26.1602	0.97
600690.SH	青岛海尔	期权	制造业	14.8882	9.248	17497152530	49.9791	1.132653	1.3021	4.944	4.1681	0.859

附图表 C：2010 年样本上市公司股份支付的相关指标

代码	名称	股份支付方式	证监会行业	净资产收益率	资产净利率	资产总额	资产负债率	产权比率	激励总数占当时总股本比例 (%)	营业利润率 (%)	销售净利率 (%)	每股收益
000039.SZ	中集集团	期权	制造业	18.5036	6.2321	54130649000	64.5179	2.152735	2.25	6.6415	5.507	1.13
000568.SZ	泸州老窖	期权	制造业	39.9692	32.5607	8026265190	30.6981	0.446574	0.96	54.3095	42.4643	1.58
000790.SZ	华神集团	股票	制造业	2.7139	1.627	769461513.6	40.1104	0.671163	3.982	3.2274	2.4638	0.0466
000826.SZ	桑德环境	期权	社会服务业	16.2414	7.6811	2974357180	53.3689	1.245514	2.21	24.6346	22.197	0.5
000948.SZ	南天信息	期权	信息技术业	5.7101	3.8065	2388998659	45.4051	0.898396	1.4	3.3624	3.8295	0.3274
002011.SZ	盾安环境	期权	制造业	11.6524	6.8578	5221712035	62.2585	1.736195	3.89	8.4443	7.7388	0.5859
002024.SZ	苏宁电器	期权	批发和零售贸易	21.8769	10.2963	43907382000	57.0792	1.366656	1.21	7.1942	5.4374	0.57
002063.SZ	远光软件	期权	信息技术业	26.1883	25.0878	915937326.3	20.1879	0.253133	4.46	42.0043	39.9567	0.74
002079.SZ	苏州固得	期权	制造业	12.0873	8.8373	852059488.1	33.1213	0.495245	3.48	10.7428	8.4141	0.25
002097.SZ	山河智能	股票	制造业	13.1314	5.6869	4340926532	63.7859	1.791423	2.43	7.8399	7.062	0.4933
002099.SZ	海翔药业	期权	制造业	13.4872	8.0379	1140318596	44.0474	0.791137	2.75	9.2902	7.9908	0.53
002138.SZ	顺络电子	股票	制造业	15.0294	11.3173	1028268152	37.982	0.612434	6.0159	24.6556	21.3392	0.5
002139.SZ	拓邦股份	期权	制造业	17.9203	11.8922	705928765.4	41.8881	0.732144	4.28	9.1282	8.1028	0.43
002146.SZ	荣盛发展	期权	房地产业	21.4597	5.8585	21254343106	74.9834	3.348504	3.35	20.8942	15.6651	0.7125
002148.SZ	北纬通信	期权	信息技术业	11.1695	11.3788	437895485.5	2.6242	0.026949	6.6138	23.4862	21.0869	0.64
002153.SZ	石基信息	期权	信息技术业	24.5162	23.5837	1070041696	15.3494	0.188252	1.2875	33.9017	37.4683	0.95
002162.SZ	斯米克	股票增值权	制造业	3.741	1.8969	1842663714	51.2812	1.054482	1.58	0.3089	3.3462	0.0802
002170.SZ	芭田股份	期权	制造业	15.8644	13.9564	799471464.8	15.719	0.190193	5.982	7.8508	6.9398	0.344

002192.SZ	路翔股份	期权	制造业	8.0037	2.3991	1028254428	67.2686	2.636602	1.7051	2.1702	1.9675	0.17
002194.SZ	武汉凡谷	期权	信息技术业	10.3861	9.0981	2358260893	12.869	0.147697	0.93	24.926	21.5618	0.3839
002236.SZ	大华股份	股票	制造业	22.1884	17.6756	1777587200	33.9359	0.514222	4.54	15.7957	17.123	1.91
002261.SZ	拓维信息	期权	信息技术业	15.3215	14.8747	839564685.2	10.9766	0.127513	2.94	34.0772	31.834	0.76
002266.SZ	浙富股份	股票	制造业	12.5078	7.3968	2080861767	45.7688	0.859497	4.5	16.5103	14.9055	0.96
002269.SZ	美邦服饰	期权	批发和零售贸易	22.7522	10.7973	8586714298	61.2088	1.577902	0.579	12.837	10.1041	0.75
300005.SZ	探路者	期权	批发和零售贸易	10.8065	9.2971	626163065.4	20.3514	0.255514	1.98	14.9777	12.4167	0.4
300048.SZ	合康变频	股票	制造业	7.5105	10.3401	1541299443	12.973	0.149068	2.62	24.6983	26.0043	0.86
600067.SH	冠城大通	期权	制造业	23.8252	5.6143	9664816912	73.857	3.279849	2.72	9.2497	6.799	0.7
600276.SH	恒瑞医药	股票	制造业	21.3786	21.9141	3895635295	10.8019	0.124227	0.729	22.5745	20.1767	0.9697
600352.SH	浙江龙盛	期权	制造业	13.1303	7.4306	13388897230	51.4447	1.123358	5.71	14.5025	12.744	0.5672
600356.SH	恒丰纸业	期权	制造业	7.0898	4.6534	1896388622	38.2911	0.632491	0.237	9.566	6.8861	0.42
600383.SH	金地集团	期权	房地产业	15.2376	4.8823	72816537483	71.1527	2.930452	4	21.4669	15.9899	0.6
600405.SH	动力源	股票	制造业	10.3743	5.4047	1023906474	51.5555	1.06545	4.79	7.5578	6.6674	0.243
600410.SH	华胜天成	股票	信息技术业	12.6368	7.3036	3406928397	47.6098	0.987427	4.87	5.8903	5.6919	0.4096
600477.SH	杭萧钢构	期权	建筑业	11.6967	3.3802	3850243274	70.3298	3.363065	6.09	3.905	3.4189	0.244
600496.SH	精工钢构	期权	建筑业	13.8999	5.1806	4248605340	61.9247	1.638879	3.2	4.577	4.1288	0.58
600521.SH	华海药业	期权	制造业	7.2157	4.9363	2054266977	35.8241	0.56741	6.27	9.5012	9.1443	0.21
600597.SH	光明乳业	股票	制造业	8.3447	4.5099	5974549480	55.0293	1.411468	0.78	2.1795	2.3787	0.19
600693.SH	东百集团	期权	批发和零售贸易	14.5352	6.9705	1514500375	52.8355	1.152792	3.008	7.5164	5.3305	0.294
601268.SH	二重重装	期权	制造业	4.9874	1.4496	20835665341	72.799	2.703822	0.52	3.6094	4.1606	0.168

致 谢

时光荏苒，转眼间我即将和三年的研究生生活告别，正式走出校园、步入社会。回想在安徽大学度过的七年时光，回想七年来给予我无限关怀和帮助的老师及同学们，心中难免百感交集。在此，仅以语言表达我对那些帮助我、关心我的那些人最诚挚的感谢。

感谢我的导师李晓玲教授在我研究生三年期间对我学术上细心的教导和指正，以及在生活中给予的帮助和关心。导师不仅是学习上的良师，更是生活中的益友，她不仅传授我知识，更是教会我如何做人做事。在我的研究生论文撰写过程中，李老师不辞辛苦，不厌其烦的悉心教导，给予了我莫大的帮助和支持。

感谢所有指导和帮助过我的老师，正是每位老师孜孜不倦的传授知识，才让我学习到了扎实的专业知识以及为我的论文打下了坚实的基础。

感谢我的同学，你们的帮助以及宝贵的意见是我顺利完成论文不可或缺的部分。

感谢提供转载、引用权的资料、图片、文献、研究成果的所有者，前人的研究成果是我完成论文的基础。

感谢我的父母和亲人，一路走来，你们的支持和爱护是我勇往直前最坚实的后盾，是我所有动力的源泉。

师恩亲情重如山，学海求索无止境。由于笔者水平有限，文中还有许多不足和有待改善之处，敬请前辈学者和同辈学友予以批评指教，以启发我进一步思考和完善。

刘茜
2012年5月

攻读硕士学位期间发表的学术论文目录

- [1]刘茜.后危机时代衍生金融工具会计信息披露问题研究[J].管理学家.2011(07):55-56.
- [2]刘茜.借壳上市相关问题研究——以仁和集团为例[J].商界.2012(04):98-99.