

非效率定价、管理层股权激励 与公司股票股利^{*}

韩慧博¹, 吕长江², 李 然³

(1.对外经济贸易大学 国际财务与会计研究中心, 北京 100027;

2.复旦大学 管理学院, 上海 200433; 3.对外经济贸易大学 国际商学院, 北京 100027)

摘 要:文章使用2006—2010年中国上市公司股权激励的数据, 检验股权激励方案的实施如何影响公司的股票股利行为。在检验股票股利长期市场反应的基础上, 文章发现, 实施股权激励的公司更倾向于发放高额股票股利, 且股权激励的程度越高, 发放高额股票股利的可能性也越大。进一步研究还发现, 不同类型的股权激励制度对股票股利政策的影响也有所不同。文章结果表明, 在非效率定价的市场环境下, 管理层为了自身利益会充分利用市场的非有效定价现象来影响公司的股利行为。

关键词:股权激励; 股票股利; 股票期权

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2012)10-0047-11

一、引 言

随着《上市公司股权激励管理办法》和《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》的颁布, 越来越多的上市公司开始推行管理层股权激励制度。实施股权激励制度的目的是通过调整管理层的目标函数, 将公司的投融资决策统一以股东价值为导向, 提高公司的决策效率。但是, 这种作用发挥的前提是市场能够有效定价。在非效率定价的市场环境下, 股权激励的作用是否会有所不同? 本文试图从股票股利政策的角度分析这一问题。

我们选择股票股利作为研究对象的原因在于: 首先, 股票股利为检验非效率定价市场环境提供了非常恰当的证据素材。由于股票股利在理论上不应影响公司价值, 所以, 其理论定价与实际定价之间的差距可以用于衡量市场定价

收稿日期:2012-07-05

基金项目:国家自然科学基金项目(71002004); 国家社会科学基金重点项目(10AZD014)

作者简介:韩慧博(1977—), 男, 吉林四平人, 对外经济贸易大学国际财务与会计研究中心研究员, 博士;

吕长江(1965—), 男, 山东日照人, 复旦大学管理学院教授, 博士生导师;

李 然(1988—), 女, 四川成都人, 对外经济贸易大学国际商学院硕士研究生。

的效率。根据本文的研究目的,选择股票股利作为研究对象更适合为非效率定价的市场环境提供佐证。其次,2006—2010 年,平均每年 20.28% 的上市公司发放股票股利,12.25% 的上市公司同时发放股票股利和现金股利。作为我国资本市场上一种常见的股利分配形式,有关股票股利的研究相对于现金股利来说还较少,原因在于理论界往往将股票股利视为一种不影响公司价值的财务行为。但是,大量的实证研究(Fama 等,1969;Grinblatt 等,1984;Desai 等,1997;Byun 等,2003)都发现股票股利具有显著的市场影响,那么,这种市场的非有效定价行为是否会被管理层利用并改变公司股利决策呢?从股权激励的角度看,实施股权激励制度的公司管理层是否会利用市场的非效率定价来影响公司的股利行为,以最大化自身利益呢?

我国目前的股权激励方式主要包括两种形式:股票期权和限制性股票。两种形式的收益都来源于价差,前者来源于股票市价与行权价之差,后者来源于股票市价与限制性股票的授予价格之差。吴育辉等(2010)发现公司在股权激励方案的绩效考核指标设计方面异常宽松,存在明显的高管自利行为。按照本文的分析思路,不仅在股权激励方案的设计中存在高管的自利行为,而且在实施后的股利决策上高管人员也会表现出明显的自利倾向。

本文的贡献主要体现在以下三个方面:第一,本文从股权激励制度的角度,为在非有效定价的市场环境下,公司治理制度对股票股利行为的影响提供了新的证据。第二,效率市场假说是公司财务决策的重要假设之一,按照该假设,财务人员应该以有效市场作为其决策的背景依据。但现实中在非有效定价市场的环境下,高管人员是以财务假设还是以市场环境作为财务决策的出发点,本文的结果提供了经验证据,高管人员主要是依据现实市场环境作为决策的出发点。第三,本文对不同类型的股权激励展开了分析,这为深入理解股权激励制度对公司财务行为的影响提供了新的证据。

二、股票股利的长期市场反应

我们首先选取 2002—2010 年深沪两市所有送股或者转股^①的预案公布事件作为研究对象,样本共 2 542 个。剔除金融类样本、分红预案后期未通过或者有变更的样本,以及数据不全的样本后,最后得到 2 404 个样本。按照送转股规模的大小,本文划分为低送转、中送转和高送转三组,以检验不同类型送转股的长期市场反应。我们将送转比例大于或等于 0.5(每 10 股送股和转增股本 5 股以上)的样本界定为高送转,将送转比例在 0.3(包含 0.3)到 0.5 之间的样本界定为中送转,将送转比例小于 0.3 的样本界定为低送转。

以上市公司分红预案公告日所在周为事件日,用 $t=0$ 表示。本文将事件窗口定为公告日前 5 周至公告日后 52 周,共 57 周的时间窗口,以此观察送转后股票价格一年期的长期市场反应。本文分别计算事件窗口内各个交易周的

累计超额收益率(CAR)和买进持有异常收益(BHAR),其中预期收益率按同期的等权市场收益率计算。^②三个样本组在公告周前后的 CAR 和 BHAR 变化情况如图 1 和图 2 所示。

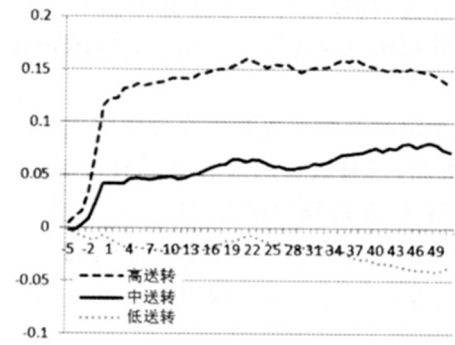


图 1 股票股利公告的长期 CAR

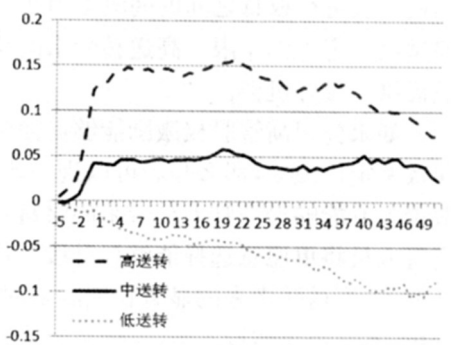


图 2 股票股利公告的长期 BHAR

从图 1 和图 2 可以看到,三组股票股利公告样本的长期市场反应具有明显的差异。在 57 周的时间窗口内,高、中、低三组样本的累计超额收益分别为 14.01%、7.42%和-3.94%,高送转样本组具有显著的长期市场效应。图 2 显示了不同类型的股票股利在公告后长期买进,并持有的异常收益变化情况。从图 2 可知,高、中、低三组样本分别获得约 7.32%、2.97%和-8.21%的超额收益,T 检验表明,高送转样本组超额收益显著高于中送转和低送转样本组。以上两种方法得出一致结论,即高送转行为能够带来显著的长期超额收益。

可见,在长期时间窗口内,高送转和中送转可以带来显著的市场溢价,而低送转则不存在这种效应。这种长期业绩异象所产生的原因可能是多方面的,如信号作用或者最优交易范围的存在,但这个问题并不是本文的主题,本文关注的主要问题是,这种异象是否会被管理层所利用。

三、理论分析和研究假设

高管股权激励对公司股票股利的影响可以从两个角度进行分析。一方面,股票股利在有效市场上并不会影响公司的自由现金流量,也不会增加股东财富,公司的市场价值并不会因此而变化。从这个角度来看,股权激励不会对公司的股票股利政策产生影响。另一方面,在非有效定价的市场上,高额股票股利会对股票价格产生显著的影响。此时,管理层可能会利用市场上的非效率定价现象,通过股票股利创造自身利益最大化的机会。

根据前文分析,高送转行为能够带来显著为正的长期超额收益,这可能会促使公司管理层利用这种非效率定价现象争取股权激励的增值。对于实施股权激励的上市公司而言,通过高送转抬高股票价格,不仅可以使股权激励的业

绩评价标准更容易达成,而且可以提高管理层所获得的股票期权或限制性股票的市场价值。因此,管理层利用这种异象的动机更加强烈。证监会 2005 年 12 月颁布的《上市公司股权激励管理办法》规定,股票期权授权日与获授股票期权首次可行权日之间的间隔不得少于一年,而限制性股票的出售往往也需要满足一定工作年限。高送转带来的长期超额收益为经理人提高股权激励收益提供了良好机会。

如果公司高管股权激励能够促使管理层改变财务决策以充分利用市场的非效率定价现象,那么我们可以进一步推断,高管人员的股权激励程度越高,股价上升能够给高管人员带来的财富就越多,在自身股权增值的激励动机下,高管人员将更愿意选择能够提升股票价格的财务决策。在非有效定价的市场环境下,高送转带来的显著长期收益对高管人员而言具有吸引力。基于以上分析,本文提出假设 1。

假设 1:实施股权激励的上市公司更倾向于实施高送转政策,且高管人员的股权激励程度越高,越倾向于实施高送转政策。

不同的股权激励制度类型对股票股利政策的影响可能不同。按照吕长江等(2009)的研究思路,高管股权激励可以分为福利型股权激励和激励型股权激励。福利性股权激励对高管人员的业绩要求相对较低,实现目标的可能性较大,预期股权激励的价值较大;而激励性股权激励的业绩条件比较苛刻,达到目标的难度较大,实施高送转之后的股价效应对管理层而言获利的可能性较低。因此,福利型股权激励和激励型股权激励对财务决策的影响应该有所不同。高送转所产生的市场效应对激励型股权激励公司管理层的预期价值要低于福利型股权激励公司管理层。因此,我们提出假设 2。

假设 2:相对于激励型股权激励的公司,福利性股权激励的公司更倾向于实施高送转政策。

公司股利政策的最终决定者是公司的股东,但同时管理层也会对其产生重要影响(李礼等,2006)。激励对象范围不同对股票股利政策的影响也可能有所不同。在我国上市公司中,作为大股东的代表,董事长对公司的财务决策往往起到重要作用(江伟,2010)。在股权激励方案中,如果董事长作为股权激励的对象,那么其对股价提高措施的实施意愿更强。因此,股权激励的实施对高送转政策的影响可能受到激励对象范围的影响,由此我们提出假设 3。

假设 3:激励对象包括董事长的公司更倾向于实施高送转政策。

四、研究设计

(一)样本选择

我们选取了 2006 年 1 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日的沪深 A 股上市公司为样本,并剔除了未分配利润小于零和被出具非标准审计报告的公司。这样

5 年共取得 7 550 个观测值。从 2006 年 1 月 1 日《上市公司股权激励管理办法》正式实施至 2010 年 12 月 31 日,深沪两市公告了股权激励计划的上市公司共有 197 家。剔除激励标的物为股票增值权、激励方案后期未通过或停止实施,以及数据不全的上市公司,共得到 83 个股权激励样本,其中 59 个是股票期权方式,24 个是限制性股票激励方式。

考虑到实施股权激励的公司占总样本中比例较低,因此本文进一步使用配对样本进行分析。本文按照同行业、^③同年度、同规模的原则为实施高管激励的公司选择对应的配对样本。

(二)变量选取

所有变量的定义见表 1。

表 1 变量定义

变量性质	变量名称	变量符号	变量描述
送转行为	高送转	DIV-H1、 DIV-H2	一年和两年内送转股比例大于或等于 0.5 取 1,否则取 0
股权激励变量	是否股权激励	Ince_Dummy	实施股权激励方案为 1,否则为 0
	股权激励价值比例	Incentive1	经理人持有的股权激励价值/经理人总收入,其中股票期权价值用 Black-Sholes 定价模型计算确定,限制性股票价值则用实施时的股票价格减去授予价格计算确定
	股权激励股数比例	Incentive2	经理人持有的股权激励股数/经理人持股总数
	福利型股权激励	Ince_Type	股权激励的行权业绩条件低于公司前三年的平均值为 1,否则为 0,参考吕长江等(2009)的方法
	包含董事长	Chairman	激励对象包含董事长为 1,否则为 0
公司特征	净资产收益率	Roe	净利润/期末股东权益
	送转能力	Capacity	$\{\text{capspls} + \max[0, \max(0, \text{ernspls} - 0.25\text{cap}) + \text{ernpy}]\} / \text{cap}$,其中 capspls 为资本公积、ernspls 为盈余公积、ernpy 为未分配利润、cap 为总股本
	公司规模	Size	公司资产的自然对数
	高管薪酬	Reward	$\ln(\text{高管人员薪酬} + 1)$
	高管持股	MS	董事会成员总持股比例
	上市时间	Time	公司上市的年数

(三)检验模型

我们使用 logit 模型进行检验,模型如下:

$$\begin{aligned} \text{logit}(P(DIV-Hi=1)) = & \alpha_0 + \alpha_1 X + \alpha_2 Roe + \alpha_3 Capacity + \alpha_4 Size + \\ & \alpha_5 Reward + \alpha_6 MS + \alpha_7 Time + \sum \gamma_j Industry^j \\ & + \sum \delta_k Year^k + \epsilon \end{aligned}$$

其中,X 代表股权激励,分别用 Ince_Dummy、Incentive1 和 Incentive2 作为代理变量,其余为控制变量。

五、实证结果

(一)全样本回归结果

我们首先使用全样本检验股权激励方案对高送转行为的影响,利用 logit 模型分别检验股权激励变量对高送转变量的影响,回归结果见表 2。

表 2 全样本股权激励方案对高送转行为的影响

变量/系数	(1) DIV-H1	(2) DIV-H1	(3) DIV-H1	(4) DIV-H2	(5) DIV-H2	(6) DIV-H2
Ince_Dummy	1.044*** (4.06)			1.095*** (4.50)		
Incentive1		1.069*** (3.39)			1.292*** (4.43)	
Incentive2			0.982*** (3.12)			1.130*** (3.92)
Roe	4.315*** (11.01)	4.323*** (11.04)	4.338*** (11.08)	4.120*** (12.05)	4.120*** (12.05)	4.138*** (12.11)
Size	-0.211*** (-5.62)	-0.210*** (-5.62)	-0.210*** (-5.61)	-0.262*** (-8.24)	-0.262*** (-8.23)	-0.262*** (-8.22)
Capacity	0.320*** (18.82)	0.319*** (18.79)	0.319*** (18.77)	0.344*** (20.51)	0.343*** (20.50)	0.343*** (20.47)
Time	-0.090*** (-9.54)	-0.091*** (-9.57)	-0.091*** (-9.59)	-0.079*** (-10.03)	-0.079*** (-10.06)	-0.079*** (-10.09)
MS	1.333*** (4.43)	1.336*** (4.45)	1.352*** (4.50)	1.535*** (5.39)	1.539*** (5.41)	1.552*** (5.46)
Reward	-0.022** (-2.45)	-0.022** (-2.50)	-0.022** (-2.53)	-0.016** (-2.11)	-0.016** (-2.13)	-0.016** (-2.18)
cons	1.956** (2.54)	1.962** (2.55)	1.956** (2.54)	3.436*** (5.25)	3.440*** (5.26)	3.433*** (5.25)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Prob>chi2	0	0	0	0	0	0
Pseudo R ²	0.21	0.21	0.21	0.19	0.19	0.19
N	7 550	7 550	7 550	7 550	7 550	7 550

注：*、**和*** 分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平，括号内为 z 统计值，下表同。

表 2 中，第(1)列—第(3)列分析股权激励实施后对一年内高送转行为 DIV-H1的影响，第(4)列—第(6)列分析股权激励实施后对两年内高送转行为 DIV-H2的影响。第(1)列和第(4)列的回归结果显示，Ince_Dummy 的系数在 1%的水平上显著为正，这表明实施股权激励的公司发放高股票股利的可能性显著高于未实施股权激励的公司。这一结果支持假设 1，意味着实施股权激励公司的高管人员会利用市场的非理性定价行为为自己创造盈利机会。

第(2)列和第(3)列分别使用 Incentive1 和 Incentive2 作为解释变量，以检验股权激励程度对高送转行为的影响。在第(2)列中，Incentive1 的系数在 1%的水平上显著为正，这表明对高管人员的股权激励程度越高，其实施高股票股利的可能性就越大。在第(3)列中，Incentive2 的系数在 1%的水平上显著为正，这与预期相一致。综合第(1)列—第(3)列的结果，说明股权激励程度越高，高管人员就越有动机选择高送转的股利分配方式，高送转发生的概率越大。

第(5)列和第(6)列结果显示，Incentive1 和 Incentive2 的系数均在 1%的水平上显著为正，这表明股权激励价值占管理层收入的比例越高，公司在两年内进行高送转的可能性越大。综合第(2)列和第(3)列的结果，股权激励价值占经理人收入的比例越高，高送转发生的概率越大，这与假设 1 的结论一致。

(二)配对样本回归结果

我们进一步使用配对样本进行检验。我们按照同行业、同时期、同规模的原则为每家股权激励的样本公司寻找一家配对样本。运用配对样本进行回归分析的结果见表 3。

表 3 配对样本股权激励方案对高送转行为的影响

变量/系数	(7) DIV-H1	(8) DIV-H1	(9) DIV-H1	(10) DIV-H2	(11) DIV-H2	(12) DIV-H2
Ince_Dummy	1.246*** (2.69)			1.188*** (3.04)		
Incentive1		0.793* (1.67)			1.173*** (2.77)	
Incentive2			0.465 (1.04)			0.736* (1.84)
Roe	4.974* (1.75)	5.237* (1.92)	5.684** (2.13)	5.155** (2.02)	5.169** (2.05)	5.792** (2.38)
Size	-0.023 (-0.12)	-0.023 (-0.12)	-0.025 (-0.13)	-0.049 (-0.29)	-0.028 (-0.16)	-0.032 (-0.19)
Capacity	0.418*** (3.89)	0.402*** (3.82)	0.399*** (3.82)	0.346*** (3.46)	0.338*** (3.40)	0.335*** (3.41)
Time	-0.044 (-0.80)	-0.048 (-0.88)	-0.048 (-0.89)	-0.015 (-0.32)	-0.023 (-0.48)	-0.024 (-0.50)
MS	-1.461 (-0.64)	-1.105 (-0.50)	-0.725 (-0.33)	-0.262 (-0.13)	0.008 (0.00)	0.484 (0.26)
Reward	0.033 (1.03)	0.033 (1.04)	0.031 (0.98)	0.082*** (2.75)	0.081*** (2.73)	0.076*** (2.61)
cons	-3.383 (-0.86)	-2.947 (-0.75)	-2.792 (-0.71)	-2.465 (-0.71)	-2.702 (-0.78)	-2.457 (-0.71)
Prob>chi2	0	0	0	0	0	0
Pseudo R ²	0.19	0.16	0.15	0.19	0.19	0.17
N	166	166	166	166	166	166

表 3 中,第(7)列—第(9)列和第 10 列—第 12 列分别检验股权激励对 DIV-H1 和 DIV-H2 变量的影响。除第(9)列中 Incentive2 系数不显著外,变量 Ince_Dummy、Incentive1 和 Incentive2 的系数在其余回归方程中均显著为正,这与前文的结论一致,表明股权激励的实施会提高公司进行高送转的可能性,且高送转的概率随着股权激励程度的提高而增加。

结合全样本的回归结果,本文认为股权激励制度的实施对其后进行高送转行为具有显著影响,且股权激励的规模越大、占管理层收入的比例越高,在实施股权激励后的一年或两年内进行高送转的可能性会越高。这意味着在非有效定价的市场环境下,管理层是依据现实市场环境做出利益最大化的财务决策。当理论与现实市场环境存在冲突时,管理层会优先考虑如何利用市场的非有效定价行为为自身谋求利益。

(三)不同股权激励类型的影响

本文进一步检验不同股权激励类型对高送转行为的影响。参考吕长江等(2009)的做法,按照本文的定义,Ince_Type 变量取 1 为福利型公司,取 0 为激励型。我们按照业绩标准要求的高低将股权激励分为福利型激励和激励型激励,同时按照激励对象是否包括董事长分为两类,研究不同股权激励对象对

公司高送转政策的影响。

表 4 不同股权激励类型对高送转行为的影响

变量/系数	(13) DIV-H1	(14) DIV-H2	(15) DIV-H1	(16) DIV-H2
Ince_Type	0.577 (0.98)	0.962* (1.72)		
Chairman			0.659 (1.13)	1.169** (2.10)
Roe	1.930 (0.53)	2.732 (0.78)	2.361 (0.67)	3.710 (1.01)
Size	-0.016 (-0.06)	-0.092 (-0.39)	0.054 (0.23)	0.022 (0.10)
Capacity	0.442*** (2.75)	0.295** (2.01)	0.428*** (2.78)	0.275** (1.99)
Time	-0.013 (-0.19)	0.036 (0.54)	-0.035 (-0.49)	-0.002 (-0.03)
MS	-0.782 (-0.30)	-0.125 (-0.05)	0.370 (0.15)	2.046 (0.74)
Reward	0.013 (0.31)	0.063 (1.63)	-0.007 (-0.16)	0.031 (0.74)
cons	-2.319 (-0.45)	-0.619 (-0.13)	-3.581 (-0.73)	-2.711 (-0.60)
Prob>chi2	0.10	0.04	0.09	0.03
Pseudo R ²	0.11	0.13	0.12	0.14
N	83	83	83	83

表 4 中,第(13)列和第(14)列分别检验了福利型股权激励对股权激励实施后一年和两年内公司高送转政策的影响,在第(13)列中 Ince_Type 的系数为 0.577,但并不显著,在第(14)列中 Ince_Type 的系数为 0.962,在 10%的水平上显著,说明福利型股权激励对高送转行为的影响主要表现在股权激励实施后的两年内。考虑到股权激励实施的时间较长,因此,在实施后两年内进行高送转对股权激励价值的提升同样具有重要作用。综合上述回归的结果可以认为,不同类型的股权激励方案对未来高送转行为的影响是不同的,福利型股权激励对公司高管人员而言,取得的可能性更大,高送转政策的市场效应具有更高的预期价值。因此,相对于激励型股权激励的公司而言,实施福利型股权激励的公司未来两年内进行高送转的可能性将更大。

第(15)列和第(16)列分别检验了股权激励对象中是否包含董事长对高送转行为的影响,Chairman 变量的系数分别为 0.659 和 1.169,且对两年后的高送转行为在 5%的水平上显著为正。这表明虽然激励对象包含董事长的方案对股权激励制度实施后一年内高送转行为没有显著影响,但是会增加公司未来两年内进行高送转的可能性,即激励对象包含董事长的公司在激励制度实施后两年内进行高送转的可能性显著高于激励对象不包含董事长的公司。

(四)稳健性检验

1.增加配对样本

在上文中我们使用 1 配 1 的方法寻找配对样本。为了防止 1 配 1 中样本选择的偏差,我们进一步按照 1 配 2、1 配 3 的方法选择配对样本,检验股权激励方案的实施对高送转行为的影响,回归结果仍然支持研究假设。

2.高送转程度的界定

在上文中我们将高送转的标准界定为 50%,这种界定高送转的标准具有很大的主观判断成分,为此,我们调整三分位的方法,将样本按照送转比例进行三等分,取最高组作为高送转公司。按照这种方法重新界定的高送转标准分配率大于或等于 55%。按照新的高送转界定方法重新检验,结果表明无论是全样本还是配对样本,仍然支持前文的结论。

3.内生性问题

在分析股权激励制度影响高送转行为的过程中可能存在遗漏变量(Omitted Variable)问题,即股权激励公司之所以更倾向于高送转,可能是因为实施股权激励的公司具有更高的送转能力。虽然在上文分析中,我们控制了公司的送转能力变量,但仍可能产生内生性问题,即只有具备高送转能力才能进行高送转行为。因此,本文进一步剔除不具备高送转能力的公司,即选择 Capacity 变量不低于 0.5 的公司作为样本重新回归,结果仍支持研究假设。

六、主要结论

本文使用 2006—2010 年沪深 A 股上市公司数据,发现高额股票股利能够带来显著的长期超额收益,这与有效市场的假设相冲突。我们进一步检验了这种市场的错误定价现象是否会被公司高管所利用。结果表明,实施股权激励的公司更倾向于选择高额股票股利的财务政策,且股权激励程度越高,高送转的可能性也将越高。同时,本文还发现不同类型的股权激励制度对未来股票股利政策的影响具有显著差异。这些发现证明了在非有效资本市场上,公司管理层为了自身利益最大化会利用这种市场效率的缺失改变股利决策,这为外部市场环境影响公司财务决策机制提供了新的证据。

* 本文还得到对外经济贸易大学学术创新团队和对外经济贸易大学“211”工程三期建设项目的资助。

注释:

①严格地讲,股票股利并不包含资本公积金转增股份,但是,对公司和投资者而言,两者并无本质差异,仅仅是会计处理方法不同。因此,我们将两者均视为股票股利,统称为送转股。

②使用市值权数的市场收益率,高送转公司的市场反应仍显著高于中送转和低送转公司。

③我们以公司所属的《证监会行业分类指引》中第一级行业代码为分类标准。

主要参考文献:

[1]吕长江,郑慧莲,严明珠,等.上市公司股权激励制度设计:是激励还是福利? [J].管理

- 世界,2009,(9):133—147.
- [2]李礼,王曼舒,齐寅峰.股利政策由谁决定及其选择动因——基于中国非国有上市公司的问卷调查分析[J].金融研究,2006,(1):74—85.
- [3]江伟.董事长过度自信与管理层薪酬——基于中国上市公司的实证分析[J].中大管理研究,2010,(2):64—84.
- [4]吴育辉,吴世农.企业高管自利行为及其影响因素研究——基于我国上市公司股权激励草案的证据[J].管理世界,2010,(5):141—149.
- [5]Fama E, Fisher L, Jensen M, et al. The adjustment of stock prices to new information[J]. International Economic Review, 1969, 10(2):1—21.
- [6]Grinblatt M, Masulis R, Titman S. The valuation effects of stock splits and stock dividends[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(4):461—490.
- [7]Desai H, Jain P. Long-run common stock returns following stock splits and reverse splits [J]. Journal of Business, 1997, 70(3):409—433.
- [8]Byun J, Rozeff M. Long-run performance after stock splits: 1927 to 1996[J]. Journal of Finance, 2003, 58(3):1063—1086.
- [9]Bartov E, Mohanram P. Private information, earnings manipulations, and executive stock-option exercises[J]. The Accounting Review, 2004, 79(4):889—920.
- [10]Cheng Q, Warfield T. Equity incentives and earnings management[J]. The Accounting Review, 2005, 80(2):441—476.
- [11]Ikenberry D, Rankine G, Stice E. What do stock splits really signal? [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1996, 31(3):357—375.
- [12]Ikenberry D, Ramnath S. Underreaction to self-selected news events: The case of stock splits[J]. Review of Financial Studies, 2002, 15(2):489—526.
- [13]Baker H, Gallagher P. Management's view of stock splits[J]. Financial Management, 1980, 9(2):73—77.

Inefficient Pricing, Managerial Stock Incentives and Stock Dividends

HAN Hui-bo¹, LV Chang-jiang², LI Ran¹

(1. Research Center for Finance and Accounting, University of International Business and Economics, Beijing 100027, China; 2. School of Management, Fudan University, Shanghai 200433, China; 3. Business School, University of International Business and Economics, Beijing 100027, China)

Abstract: Using the data of listed companies in China related to stock

(下转第 100 页)

A Comparison of the Sensitivity of Money Factors Influencing Fluctuations in Commodity Prices: Circulation Speed and Supply ——Based on the History of Fluctuations in Commodity Prices in China from 1979 to 2008

LIU Wei

*(China Centre for Cliometrics Studies, Guangdong
University of Foreign Studies, Guangzhou 510420, China)*

Abstract: This paper studies the history of fluctuations in commodity prices in China from 1979 to 2008. Then based on exchange equation, it is working on the assumption that money circulation speed will change and employs statistical description and econometric analysis to analyze the effects of money circulation speed and money supply on commodity prices. It concludes that, in terms of the effect of money flow on commodity prices in China, whether from the perspective of sensitivity or importance, the effect of money circulation speed was greater than the effect of money supply during the sample period.

Key words: commodity price; money circulation speed; money supply; reform and opening-up (责任编辑 金 澜)

(上接第 56 页)incentives from 2006 to 2010, this paper tests the effect of the implementation of managerial stock incentives on corporate stock dividends behavior. Based on the test of the long-term market reaction of stock dividends, it shows that the companies that implement stock incentives are more inclined to issue high stock dividends and higher stock incentives degree results in higher probability of issuing high stock dividends. Furthermore, it indicates that the effects of different types of stock incentives system on stock dividends policy vary. Therefore, the results confirm that the top managers will make full use of the inefficient pricing phenomenon in the market to affect corporate stock dividends behavior in favor of their own interests.

Key words: stock incentive; stock dividend; stock option

(责任编辑 金 澜)