

## 股权分置改革的期权分析

郑振龙 王保合

(厦门大学,福建厦门市 361005)

**摘 要:** 本文将股权分置改革本身看做是上市公司拥有的永久性美式看涨期权多头,并运用期权分析框架,分析了股权分置改革时机的选择问题、流通股股东与非流通股股东的博弈、预期与价格跳跃过程,找到了该期权定价公司和提前执行该美式期权的最优执行边界,消除了股权分置改革过程中出现的一些认识上的误区,并对中国的股权分置改革问题提出了一些政策性建议。

**关键词:** 股权分置改革;美式期权定价;流动性价值

**中图分类号:** F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-7246(2006)12-0116-10

### 一、引 言

股权分置是指 A 股市场的上市公司股份按能否在证券交易所上市交易被区分为非流通股和流通股,这是我国经济体制转轨过程中形成的特殊问题,该问题被普遍认为是困扰我国股市发展的头号难题。2005 年 4 月 29 日,经国务院批准,中国证监会发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》(以下简称《通知》),这标志着中国证券市场股权分置问题的解决迈入试点阶段。2005 年 8 月 23 日,中国证监会、国资委、财政部、中国人民银行、商务部联合发布了《关于上市公司股权分置改革的指导意见》,这标志着股权分置改革进入全面推进阶段。2005 年 9 月 5 日,中国证监会发布了《上市公司股权分置改革管理办法》。上述规定要求上市公司股权分置改革遵循公开、公平、公正的原则,由 A 股市场相关股东在平等协商、诚信互谅、自主决策的基础上进行,其内容主要包括以下几个方面:改革动议的提出。相关股东会议的表决规定。非流通股分步流通的规定。股票停牌的规定。

收稿日期:2006-07-24

作者简介:郑振龙(1966-),男,金融学博士,现供职于厦门大学经济学院金融系和王亚南经济研究院;  
王保合(1977-),男,厦门大学金融工程博士生,主要从事资产定价和风险管理研究。

\* 感谢厦门大学金融系陈蓉博士、林海博士、任婕茹等所提宝贵意见,当然文责自负。

股权分置改革向我们提出了一系列问题:股权分置改革是创造价值还是消灭价值?创造的价值来源于什么?上市公司应如何选择最有利的时机进行股权分置改革,以使改革创造的价值最大化?非流通股东与流通股东如何相互博弈,以实现各自利益的最大化?各自利益的最大化是否与公司利益最大化相一致?这些问题可以归纳成两类问题:时机选择问题和对价支付问题。国内许多学者以对这些问题进行了一些分析。如陈梦根(2005)认为可以通过向流通股送认股权证,让流通股股东获得可以按一个折让价优先认购国有股的权利;耿锁奎等(2005)提出了解决股权分置问题的投入成本法,它依据由不同股份的投入成本与对应流通股的市场价格确定非流通股价值,进而确定利益分配方案;赵芳(2005)认为要解决股权分置问题,必须建立“同股同权”新规则,使全体股东获得平等的投资人地位。但是,他们的分析都集中在股权分置的对价问题,对于股权分置的时间选择问题尚无研究。

本文将股权分置改革本身看作是上市公司拥有的永久性美式看涨期权多头,并运用期权分析框架,分析了股权分置改革时机的选择问题、流通股股东与非流通股股东的博弈、预期与价格跳跃过程,找到了该期权定价公司和提前执行该美式期权的最优执行边界,消除了在股权分置改革过程中出现的一些认识上的误区,并对中国的股权分置改革问题提出了一些政策性建议。

## 二、分析框架

关于流动性具有价值,国内外很多学者都已发现了大量的证据。Wruck(1989)利用美国大型上市公司数据发现,不流通股流动性折价大概为15%;Silber(1992)以具有两年期交易约束的流通性受到限制的Rule 144股票为例,发现它与条件相同的可流通股股票相比,该类型股票的流动性折价平均为35%;Amihud和Mendelson(1991)和Kamara(1994)发现除流动性之外其他条件相同的不流动债券与流动性债券的收益率相差大概35个基点;Chen和Xiong(2001)对以拍卖和私人转让两种方式下法人股的流动性折价进行了研究,发现不流动性折价是随机时变的,它与其它条件相同的流通股股票的波动性、公司债务权益比率成正比,与公司规模、股票收益率、帐面价格比、收益价格比率成反比;Brenner, Eldor和Hauser(2001)发现不流动货币期权的价格与类似的流动性货币期权的价格大概要低20%左右,说明了衍生产品也就有流动性溢价问题;Longstaff(2003)在基于消费的资产定价模型的基础上发现不流动资产相对于类似的流动资产的折价最高可以达到90%;刘力、王汀汀(2003)认为流通权价值在中国证券市场分析和股票定价中有着不可忽视的作用,它有助于解释IPO的高折价、二级市场的高股价和高市盈率以及上市公司的融资偏好,以及股票全流通的分析;廖旗平、肖建琳(2005)用期权的方法对我国沪深38家上市公司流通股流通权价值实行了实证分析。另外,Mayers(1972, 1973), Grossman和Laroque(1990), Boudoukh和Whitelaw(1993), Longstaff(1995), Huang

(1998) 和 Longstaff (2001a) 也分别就资产的不流动性对证券价格的影响做了相应的理论研究, 都发现流动性具有溢价。

如果我们暂时不考虑股权分置改革对公司治理结构的潜在影响, 那么股权分置改革所创造的价值就取决于流动性的价值。由于流动性价值具有时变性的特点, 因此从上市公司的角度看, 就必须选择恰当的时机进行股权分置改革, 以实现公司价值最大化的目标。

基于这样的逻辑, 我们认为, 主管机关推出股权分置改革办法, 相当于赋予所有上市公司一个美式看涨期权, 其支付是股权分置改革所创造的流动性的价值, 协议价格为 0<sup>①</sup>。由于相关法规没有明确规定股权分置改革的时间表, 因此该期权是永久性的, 没有到期期限。

这样, 上市公司选择什么时机进行股权分置改革, 实际上是决定什么时候执行该永久美式看涨期权。根据美式期权的基本原理, 只有当提前执行所得收入大于期权本身的价值时, 美式期权才会被提前执行。

### 三、预期、价格变化与股东博弈

在股权分置改革过程中, 流通股和非流通股股票价格会随着预期的变化、股东博弈以及除权等发生几次跳跃。弄清这些跳跃过程对我们的研究很有帮助。

我们可以把股权分置改革的整个过程分成 4 个阶段:

第一阶段是 2005 年 4 月 29 日 (以下称这一天为  $T_1$ ) 中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》之前。在这个阶段, 人们对如何解决股权分置问题没有统一认识, 特别是对非流通股流通时是否需要向流通股支付对价、如何支付、支付多少等没有一致预期。我们分别用  $M$  和  $N$  表示在股改通知公布之前的流通股股数和非流通股股数<sup>②</sup>,  $S_{T_1}^A$  和  $S_{T_1}^B$  分别表示流通股价格和非流通股价格。此时公司整体价值等于  $MS_{T_1}^A + NS_{T_1}^B$ 。为分析方便, 我们把公司总股数标准化为 1, 这样:  $M + N = 1$ 。

第二阶段是从  $T_1 + 1$  到股改方案公布之后的复牌日  $T_2$  之前。由于《通知》免费赋予所有上市公司一个永久美式看涨期权, 其价值为  $C$ 。因此在  $T_1 + 1$ , 流通股股价和非流通股股价分别跳升到  $S_{T_1+1}^A + C_{T_1+1}^A$  和  $S_{T_1+1}^B + C_{T_1+1}^B$ 。其中,  $C_{T_1+1}^A$  和  $C_{T_1+1}^B$  分别代表流通股和非流通股预期将分享到的每股期权价值。而流通股和非流通股持有的股数仍然分别为  $M$  和  $N$ 。此时公司的总价值等于  $MS_{T_1+1}^A + NS_{T_1+1}^B + C_{T_1+1}$ 。由于  $C_{T_1+1}$  表示该美式期权在  $T_1 + 1$  日的真实价值, 因此  $MC_{T_1+1}^A + NC_{T_1+1}^B$  就会高于或低于  $C_{T_1+1}$ 。当  $MC_{T_1+1}^A + NC_{T_1+1}^B > C_{T_1+1}$  时, 任何一种股改方案都一定会使流通股或非流通股股东受损, 从而

① 为简单起见, 我们忽略掉股权分置改革过程中上市公司所花费的费用。

② 为简单起见, 我们假定在整个股权分置改革期间公司总股本不变。

使股改方案无法通过。

在股改方案一直无法通过的情况下,流通股东和非流通股东就会分别调整预期,从而使  $MC_{T_1+1}^A + NC_{T_1+1}^B$  小于  $C_{T_1+1}$ 。此时股改方案方能通过。由此我们得到了股权分置方案获得通过的一个条件:

$$MC_{T_1+1}^A + NC_{T_1+1}^B = C_{T_1+1} \quad (1)$$

因此,为了使股改能够顺利进行,双方对分享期权比例合理而稳定的预期是至关重要的。

从理论上说,一个合理的分享比例是双方按市值比来分享期权价值,即流通股东分享比例等于  $\frac{MS^A}{MS^A + NS^B}$ ,非流通股东分享比例等于  $\frac{NS^B}{MS^A + NS^B}$ 。由此我们得到流通股东与非流通股东分享期权的一个合理方案:

$$C_{T_1+1}^A = \frac{S_{T_1+1}^A}{MS_{T_1+1}^A + NS_{T_1+1}^B} \quad (2)$$

$$C_{T_1+1}^B = \frac{S_{T_1+1}^B}{MS_{T_1+1}^A + NS_{T_1+1}^B}$$

第三阶段是从  $T_2$  到改革规定程序结束日  $T_3$ 。在  $T_2$  日,虽然非流通股股东向流通股股东支付对价的方案已经公布,但此方案尚需经相关股东会议通过。如果方案获得通过,则在  $T_3 + 1$  日,流通股的价格将相当于  $E_{T_2}(S_{T_3+1}^O)(1+q)$ ,其中  $E_{T_2}(\cdot)$  表示基于  $T_2$  的信息所做的条件期望,  $S^O$  表示全流通后流通股的市价,  $q$  表示对价支付比例。非流通股的价格相当于  $E_{T_2}(S_{T_3+1}^F)(1-q\frac{M}{N})$ ,其中  $S^F$  表示全流通后非流通股的市价<sup>①</sup>。如果方案未被通过,则流通股价格将为  $E_{T_2}(S_{T_3}^A + C_{T_3}^A)$ ,而非流通股股价为  $E_{T_2}(S_{T_3}^B + C_{T_3}^B)$ 。假设该方案被通过的概率为  $p$ ,则  $T_2$  日流通股股价<sup>②</sup>应该等于  $pE_{T_2}(S_{T_3+1}^O)(1+q) + (1-p)E_{T_2}(S_{T_3}^A + C_{T_3}^A)$ ,非流通股的股价为  $pE_{T_2}(S_{T_3+1}^F)(1-q\frac{M}{N}) + (1-p)E_{T_2}(S_{T_3}^B + C_{T_3}^B)$ 。在此阶段,流通股东和非流通股东持有的股数仍然分别为  $M$  和  $N$ 。

股权分置改革方案,需经参加表决的股东所持表决权的三分之二以上通过,并经参加表决的流通股股东所持表决权的三分之二以上通过。这样一种表决的制度安排,是实现非流通股股东与流通股股东之间平等协商、均衡博弈的基础,从而实现通过市场化途径解决股权分置问题的基础。

对于非流通股股东和流通股股东而言,他们赞同股改方案的底线都是按股改方案立即股改所获股权增值等于属于它的期权价值。由此我们可以推导出股改方案获得通过必须同时满足以下两个前提条件:

- ① 如果股改后没有“一禁两限”的限制,则  $S^O = S^F$ 。  
② 不考虑时间价值。

$$E_{T_2}(S_{T_3+1}^O)(1+q) - S_{T_3}^A = C_{T_3}^A \quad (3)$$

$$E_{T_2}(S_{T_3+1}^F)(1-q\frac{M}{N}) - S_{T_3}^B = C_{T_3}^B \quad (4)$$

第四阶段是从  $T_3 + 1$  起。在  $T_3 + 1$  日,非流通股股东向流通股股东支付对价,流通股股价降至  $S_{T_3+1}^O$ ,非流通股股价变为  $S_{T_3+1}^F$ 。由于非流通股仍受到“一禁两限”的限制,因此  $S_{T_3+1}^O > S_{T_3+1}^F$ 。此时原流通股东和原非流通股股东所持股数分别变为  $M(1+q)$  和  $N - qM$ 。

#### 四、股改最优时机的确定和期权价值的计算

假设某上市公司流通股股票的价格  $S_A$  遵循对数正态过程;非流通股股票的价格为  $S_B$ ,由于非流通股价值增长一般比较稳定<sup>①</sup>,在这里我们假设它是一个增长率为常数的时间确定性过程, $S_A$  和  $S_B$  可以表示为:

$$\frac{dS_A}{S_A} = u_A dt + \sigma_A dz \Rightarrow d\ln S_A = u_A dt + \sigma_A dz$$

$$\frac{dS_B}{S_B} = u_B dt \Rightarrow d\ln S_B = u_B dt$$

其中, $u_A$  和  $\sigma_A$  分别表示  $S_A$  漂移率和波动率, $u_B$  表示  $S_B$  的漂移率。

在股权分置改革的过程中,非流通股提高了流动性,获得流动性价值。在与事实尽量相符的前提下,为了简单起见,我们假设股权分置改革的过程中所创造出来的流动性价值可以表示为目前市场上流通股股价与非流通股股价之间的价格比  $S$  的一个增函数  $S_B g(S)$ ,即:

$$S_L = S_B g(S) \quad (5)$$

其中, $S_L$  表示股改创造的流动性价值, $S = S_A/S_B$  表示流通股股价与非流通股股价之比。流通股股价与非流通股股价之比越大则流动性价值越大,价格比越小则流动性价值越小。

由  $S_A$  和  $S_B$  所遵循的价格过程,根据 Ito 引理,可以得到流通股股价与非流通股股价之比  $S$  所遵循的对数正态过程:

$$d\ln(S) = d\ln\left(\frac{S_A}{S_B}\right) = d(\ln S_A - \ln S_B) = (u_A - u_B) dt + \sigma_A dz$$

股权分置改革办法,相当于赋予所有上市公司一个永久美式看涨期权,这个永久美式看涨期权的标的资产为流通股股价与非流通股股价之比  $S$ ,执行时的支付为  $S_L = S_B g(S)$ 。由于这个期权为永久期权,因此期权的价值只与标的资产  $S$  和执行期权是非流通股的股价有关,与时间  $t$  没有关系,可以简单表示为  $f(S, S_B)$ 。

① 假设  $S_B$  符合对数正态过程也可以通过类似的方法求解。

根据无套利定价原理,采用推导 BS 微分方程的类似方法(Black, Scholes(1973)),构造无风险组合,可以得到永久美式看涨期权的价格  $f(S, S_B)$  遵循的偏微分方程为:

$$(r-q)S \frac{\partial f}{\partial S} + \frac{1}{2}\sigma^2 S^2 \frac{\partial^2 f}{\partial S^2} = rf \quad (0 < S < S^*) \quad (6)$$

边界条件为:

$$f(S, S_B) = S_B g(S^*) \quad (S \geq S^*)$$

$$f(S, S_B) = 0 \quad (S = 0)$$

其中,  $r$  表示无风险收益率,  $q$  表示标的资产所支付的连续红利,  $S^*$  表示美式期权的最优执行边界,可以用来确定美式期权执行的时间。这里可以把  $S_B$  看作是一个参数,  $f(S, S_B)$  所遵循的偏微分方程可以看作是一个常微分方程,它的通解可以表示为:

$$f(S, S_B) = c_1 S^{\alpha_1} + c_2 S^{\alpha_2} \quad (7)$$

其中,  $\alpha_1$  和  $\alpha_2$  是方程

$$\frac{\sigma^2}{2}\alpha^2 + (r-q-\frac{\sigma^2}{2})\alpha - r = 0$$

的两个根:

$$\alpha_1 = \frac{-(r-q-\frac{\sigma^2}{2}) + \sqrt{(r-q-\frac{\sigma^2}{2})^2 + 2\sigma^2 r}}{\sigma^2}$$

$$\alpha_2 = \frac{-(r-q-\frac{\sigma^2}{2}) - \sqrt{(r-q-\frac{\sigma^2}{2})^2 + 2\sigma^2 r}}{\sigma^2}$$

由方程的两根之积小于0,以及  $\alpha_1$  大于  $\alpha_2$ ,可以知道  $\alpha_1$  大于零,  $\alpha_2$  小于零。

根据偏微分方程的边界条件:

(1) 当  $S=0$  时,  $f(0, S_B) = 0$ , 即  $c_1 0^{\alpha_1} + c_2 0^{\alpha_2} = 0$ , 由于  $\alpha_2$  小于零,所以要使得该等式成立就要求  $c_2$  等于零。因此我们可以得到:

$$f(S, S_B) = c_1 S^{\alpha_1}$$

(2) 当  $S=S^*$  时,  $f(S^*, S_B) = S_B g(S^*)$ , 即  $c_1 S^{*\alpha_1} = S_B g(S^*)$ , 把  $c_1$  表示成  $S^*$  和  $S_B$  的形式  $c_1(S^*, S_B)$ 。然后,把  $c_1(S^*, S_B)$  的表达形式带入  $f(S, S_B) = c_1(S^*, S_B) S^{\alpha_1}$ , 得到包含  $S^*$ 、 $S_B$  和  $S$  的表达形式。对于任何一个时间点,市场上非流通股的股价  $S_B$  已知,永久美式看涨期权是否要执行就看标的资产的价格是否达到了此时的最优执行边界,当标的资产的价格达到最优执行边界时,期权取得它的最大价值。因此,  $S^*$  应满足:

$$S^* = \underset{S^*}{\operatorname{argmax}} (f(S, S_B))$$

根据  $f(S, S_B)$  最大化的一阶条件即:

$$\begin{aligned} \frac{\partial f}{\partial S^*} \Big|_{S=S^*} &= \frac{\partial c_1(S^*, S_B)}{\partial S^*} S^{\alpha_1} \Big|_{S=S^*} \\ &= \frac{S_B g'(S^*) \times S^{*\alpha_1} - S_B g(S^*) \times \alpha_1 \times S^{*(\alpha_1-1)}}{S^{*2\alpha_1}} S^{*\alpha_1} = 0 \\ &\Rightarrow S^* g'(S^*) = g(S^*) \alpha_1 \end{aligned}$$

求解该方程,可以得到在给定的时间点和市场非流通股的股价  $S_B$  时的最优执行边界  $S^*$ ,把最优边界代入期权的定价公式得到  $f(S, S_p)$  的取值。

前面我们给出了期权支付函数一般形式下最优边界满足的条件,以及期权价格的计算方法。下面将根据期权执行时支付函数的具体形式来计算最优执行边界和期权价值。由于股权分置改革使公司价值上升的幅度主要取决于两个因素:流通股价格与非流通股价格的比例( $S$ ),以及非流通股市值占总市值的比重。我们假设支付函数具有如下形式:

$$S_B g(S) = (MS_A + NS_B) \left( aS + b \left( \frac{NS_B}{MS_A + NS_B} + 1 \right) \right) \quad (8)$$

其中,  $MS_A + NS_B$  表示股票的总市值,  $a, b$  表示系数,且  $a > 0, b > 0, a + b = c$ 。对式(8)整理得:

$$\begin{aligned} g(S) &= \left( M \frac{S_A}{S_B} + N \right) \left( aS + b \left( \frac{NS_B}{MS_A + NS_B} + 1 \right) \right) \\ &= (MS + N) \left( aS + b \left( \frac{N}{MS + N} + 1 \right) \right) \\ g'(S) &= \left[ (MS + N) \left( aS + b \left( \frac{N}{MS + N} + 1 \right) \right) \right]' \\ &= M \left( aS + b \left( \frac{N}{MS + N} + 1 \right) \right) + (MS + N) \left( a - b \frac{MN}{(MS + N)^2} \right) \\ &= aMS + bM \frac{N}{MS + N} + bM + (MS + N) \left( a - b \frac{MN}{(MS + N)^2} \right) \\ &= 2aMS + aN + bM + bM \frac{N}{MS + N} - bM \frac{N}{MS + N} \\ &= 2aMS + aN + bM \end{aligned}$$

把  $g(S)$  和  $g'(S)$  的表达式代入一阶条件得到:

$$\begin{aligned} S^* (2aMS^* + aN + bM) &= (MS^* + N) \left( aS^* + b \left( \frac{N}{MS^* + N} + 1 \right) \right) \alpha_1 \\ &\Rightarrow aM(2 - \alpha_1) S^{*2} + (aN + bM)(1 - \alpha_1) S^* - 2bN\alpha_1 = 0 \end{aligned}$$

求解上式得到:

$$S_1^* = \frac{-(aN + bM)(1 - \alpha_1) + \sqrt{(aN + bM)^2(1 - \alpha_1)^2 + 8bN\alpha_1 aM(2 - \alpha_1)}}{2aM(2 - \alpha_1)} \quad (9)$$

$$S_2^* = \frac{-(aN + bM)(1 - \alpha_1) - \sqrt{(aN + bM)^2(1 - \alpha_1)^2 + 8bN\alpha_1 aM(2 - \alpha_1)}}{2aM(2 - \alpha_1)} \quad (10)$$

由于在通常的情况下,根据  $\alpha_1$  的表达形式,可以知道  $1 < \alpha_1 < 2$ ,根据两根之积小于零,可知  $S_2^* < 0$  (舍取),所以  $S^* = S_1^*$ 。在一阶条件的两边对  $N$  求偏导数得:

$$\begin{aligned} & 2aM(2-\alpha_1)S^* \frac{\partial S^*}{\partial N} + a(1-\alpha_1)S^* + (aN+bM)(1-\alpha_1) \frac{\partial S^*}{\partial N} - 2b\alpha_1 = 0 \\ \Rightarrow \frac{\partial S^*}{\partial N} &= \frac{2b\alpha_1 - a(1-\alpha_1)S^*}{2aM(2-\alpha_1)S^* + (aN+bM)(1-\alpha_1)} \\ &= \frac{2b\alpha_1 - a(1-\alpha_1)S^*}{\sqrt{(aN+bM)^2(1-\alpha_1)^2 + 8bN\alpha_1 aM(2-\alpha_1)}} > 0 \end{aligned}$$

在一阶条件的两边对  $b$  求导数得:

$$\begin{aligned} & 2aM(2-\alpha_1)S^* \frac{\partial S^*}{\partial b} + M(1-\alpha_1)S^* + (aN+bM)(1-\alpha_1) \frac{\partial S^*}{\partial b} - 2N\alpha_1 = 0 \\ \frac{\partial S^*}{\partial b} &= \frac{2N\alpha_1 - M(1-\alpha_1)S^*}{2aM(2-\alpha_1)S^* + (aN+bM)(1-\alpha_1)} \\ &= \frac{2N\alpha_1 - M(1-\alpha_1)S^*}{\sqrt{(aN+bM)^2(1-\alpha_1)^2 + 8bN\alpha_1 aM(2-\alpha_1)}} > 0 \end{aligned}$$

上述两式表明,非流通股比例越大,最优执行边界越高,  $b$  越大,最优执行边界越高。同时,由于  $S^*$  的表达式中含有  $M, N, \alpha_1$ ,表明实行股权分置改革的时间不仅与非流通股和流通股的比例有关系,而且与流通股和非流通股的股价和波动率有关,不同的上市公司应根据自身股票的特征来决定股权分置改革的时间。

$$c_1(S^*, S_B) = S_B g(S^*) / S^{*\alpha_1} = S_B \frac{(MS^* + N)(a \times S^* + b \times (\frac{N}{MS^* + N} + 1))}{S^{*\alpha_1}}$$

此时,

$$f(S^*, S_B) = S_B g(S^*) = S_B (MS^* + N) (a \times S^* + b \times (\frac{N}{MS^* + N}))$$

因此期权的价格为:

$$f(S, S_B) = S_B \frac{(MS^* + N)(a \times S^* + b \times (\frac{N}{MS^* + N} + 1))}{S^{*\alpha_1}} \quad (11)$$

从期权定价公式可以看出,由于通常  $\alpha_1 > 1$ ,流通股价与非流通股价的比例越高,该期权价值也越高。

例如当  $M=0.3, N=0.7, a=0.12, b=0.18, q=1\%, r=5\%, \sigma=30\%, S_A=6, S_B=3$  时,  $S^* \approx 2.89, f(S, S_B) = 1.94$ 。即当流通股价格涨到 8.67 元时,公司进行股权分置改革是最优的。该公司目前的期权价格约占流通股价格的 32%。



## 五、结论与启示

(一) 股权分置改革的具体实施时间应该在流通股价与非流通股股价差异较大时实施。目前两者差距较小,不是全面开展股权分置改革的良机,政府不应强力推动,要让上市公司自主决策。

(二) 对于非流通股股东和流通股股东而言,他们赞同股改方案的底线都是按股改方案立即股改所获股权增值等于属于它的期权价值。

(三) 为了使股改能够顺利进行,双方对分享期权比例合理而稳定的预期是至关重要的。从理论上说,一个合理的分享比例是双方按市值比来分享期权价值,即流通股股东分享比例等于  $\frac{MS^A}{MS^A + NS^B}$ , 非流通股股东分享比例等于  $\frac{NS^B}{MS^A + NS^B}$ 。

(四) 股改的最优执行边界取决于非流通股的数量,以及公司流通股和非流通股股票的波动率。非流通股越多,最优执行边界也越高。波动率越小,最优执行边界越小。

(五) 流通股价与非流通股股价的比例越高,该期权价值也越高。

## 参 考 文 献

- [1] 陈梦根,2005,《解决股权分置的思路:市场化全额减持流通方案》,《中国流通经济》,2005,第6期。
- [2] 耿锁奎、张维然、段正梁,《解决股权分置问题的投入成本法》,《同济大学学报》(自然科学版),2005,第5期
- [3] 刘力、王汀汀,2003,《不应忽略股票的流通权价值—兼论中国股票市场的二元股权结构问题》,《管理科学》,2003,第9期
- [4] 廖旗平、肖建琳,《对我国上市公司流通股流通权价值的研究》,《商场现代化》,2005,第10期。
- [5] 赵芬,《上市公司股权分置问题解决模型探讨》,《福建金融》,2005,第5期。
- [6] Amihud, Y. and H. Mendelson, 1991, Liquidity, Maturity, and the Yields on US Treasury Securities, *The Journal of Finance* 46, 1411 - 1425.
- [7] Boudoukh, J. and R. F. Whitelaw, 1991, The Benchmark Effect in the Japanese Government Bond Market, *The Journal of Fixed Income* September, 52 - 59.
- [8] Brenner, M., R. Eldor, and S. Hauser, 2001, The Price of Options Illiquidity, *Journal of Finance* 56, 789 - 805.
- [9] Chen, Zhiwu, and Peng Xiong, 2001, "The Illiquidity Discount in China", International Center for Financial Research, Yale University.
- [10] Grossman, S. and G. Laroque, 1990, Asset Pricing and Optimal Portfolio Choice in the Presence of Illiquid Durable Consumption Goods, *Econometrica* 58, 25 - 52.
- [11] Huang, M., 1998, Liquidity Shocks and Equilibrium Liquidity Premia, Working Paper, Stanford University.
- [12] Kamara, A., 1994, Liquidity, Taxes, and Short - Term Treasury Yields, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29, 403 - 417.
- [13] Longstaff, F., 1995, How Much Can Marketability Affect Security Values?, *The Journal of Finance* 50, 1767 - 1774.
- [14] Longstaff, F., 2001a, Optimal Portfolio Choice and the Valuation of Illiquid Assets, *Review of Financial Studies* 14, 407 - 431.
- [15] Longstaff, F., 2003, How Valuable is Stock to a Stockholder Who is Restricted from Selling it? Working paper.

- [16] Mayers, D. , 1972, Nonmarketable Assets and Capital Market Equilibrium Under Uncertainty, in *Studies in the Theory of Capital Markets*, edited by M. C. Jensen, New York: Praeger.
- [17] Mayers, D. , 1973, Nonmarketable Assets and the Determination of Capital Asset Prices in the Absence of Riskless Asset, *Journal of Business*, 46, 258 - 267.
- [18] Silber, W. L. , 1992, Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices, *Financial Analysts Journal*, July/August, 60 - 64.
- [19] Wruck, K. H. , 1989. Equity ownership concentration and firm value: Evidence from private equity financing. *Journal of Financial Economics* 23, 3 - 28.

**Abstract:** In the paper, the authors consider the equity segmentation reform as the perpetual American call option of listed companies. Based on the option framework, the paper studies the suitable timing of reform for the listed companies; the games between liquid shareholders and non - liquid shareholders, the expectation and price jump process, etc. Then, the paper finds the pricing formula and the best boundaries to exert the American options, and cleared up some misunderstandings for the reforms on equity segmentation. In the end, some policy suggestions for the reforms on Chinese equity segmentation are proposed.

**Key words:** reform on equity segmentation, pricing of American option, liquidity value

(责任编辑:张怀清)(校对:GH)