

文章编号: 1008-7133(2007)06-0101-03

# 我国股票权证市场的发展路径

谢黎旭, 刘维奇

(山西大学 管理学院, 山西 太原 030006)

摘要: 首先介绍了股票权证的定义和分类等相关概念, 然后简单阐述了我国 20 世纪 90 年代我国权证市场形成的背景和市场概貌, 而且探析了当时我国权证市场失败的原因, 最后为我国股票权证市场在 21 世纪的发展提供了 6 个建议。

关键词: 权证市场; 股票权证; 发展路径

中图分类号: F830 文献标识码: A

## Development path of the stock warrant market in China

XIE Li-xu, LIU Wei-qj

(School of Management, Shanxi University, Taiyuan 030006, China)

Abstract: In this paper, we first introduce some relevant concepts on the definition and classification of stock warrant, then simply expound the background and market overview of the warrant market in 1990s and analyze the reasons for its failure, and finally we give six pieces of suggestions for the development of warrant market in China during the 21st century.

Key words: warrant market; stock warrant; development path

近年来, 随着国际热钱规模扩大和各国资本市场的波动加剧, 在全球范围内又掀起了金融期权的热潮。根据全球交易所联合会的统计, 2004 年全球股票期权交易量大幅增长 28%, 成为全球金融衍生品中增长最快的品种。作为股票期权的延伸交易形式, 衍生权证的全球市场规模也增长很快。尽管权证最早起源于美国, 繁荣于欧洲, 但近年来以香港和台湾为代表的亚洲权证市场发展也非常迅速。2004 年香港以 673 亿美元的总成交金额一举超过权证交易额老大——德国, 正式成为全球最大的衍生权证市场。在我国, 2005 年 8 月, 权证产品作为股权分置改革的一个对价方式, 阔别 9 年后又回到了国内市场。这一年多来, 中国权证市场发展迅猛。据国际证券交易所联合会统计, 2006 年 1-11 月, 中国内地权证市场总成交额达 2439 亿美元以上, 高于全球成交金额最高的权证市

场——香港, 成为全球最活跃权证市场。股票权证在我国面临着重大的发展机遇和挑战。

## 1 股票权证的概念

### 1.1 股票权证的定义

权证(warrant), 又称认股权证, 是指由特定发行人发行的, 约定持有人在规定期间内或特定到期日, 有权按约定价格向发行人购买或出售标的证券, 或以现金结算等方式收取结算差价的有价证券<sup>[1]</sup>。权证作为一种杠杆投资工具, 品种繁多, 其基础金融工具可以是股票、指数、可转换债券、外币、一篮子组合工具、利率和大宗商品, 但以股票权证和指数权证为主。一般地, 认股权证一般指公司权证和衍生权证。

### 1.2 股票权证的分类

(1) 根据发行人不同, 可分为股本权证(equity warrant)和备兑权证(covered warrant)。股本权证, 又叫公司权证(company warrant), 发行人是标的证券公司本身, 通常由认股权证与债券或新股捆绑发行 unit

收稿日期: 2007-08-26

作者简介: 谢黎旭(1981-), 女, 硕士研究生;

刘维奇(1963-), 男, 教授, 硕士生导师。

offer)。备兑权证,也叫第三方权证(third party warrant),发行人是标的证券公司以外的第三方,一般为大的投资银行和金融机构。行使股本权证通常会增加公司股本,而行使备兑权证则不会增加公司股本。

(2) 根据行权方式不同,可分为认购权证(call warrant)权证和认沽权证(put warrant)权证,又称为看涨权证和看跌权证。认购权证持有人有权按约定价格在特定期限内或到期日向发行人买入标的证券,其价值随相关资产的价格上升而上升,认沽权证持有人则有权卖出标的证券,其价值则随相关资产的价格下降而下降。

(3) 根据行权时间不同,可分为欧式权证、美式权证、百慕大权证。美式权证持有人在权证到期日前的任何交易时间均可行使其权利,而欧式权证持有人只可在权证到期日当日行使其权利。百慕大权证则综合了美式权证和欧式权证的特点,行权时间是权证到期日之前的若干个交易日。市场上最基本的权证是欧式权证,即国际上常说的普通香草权证(vanilla warrant)。

## 2 20世纪90年代我国权证市场失败的原因分析

在1992至1996年期间,我国沪市和深市发展过权证。当时的权证市场为什么会失败,且消失长达十年之久呢?作者主要从以下3个方面来解释。

### 2.1 20世纪90年代我国权证市场形成的背景

20世纪90年代初,小平南巡之后,中国经济开始活跃起来,但由于各种复杂因素,经济发展出现明显偏差,地产泡沫迅速膨胀,通货膨胀率高起,经济明显过热,1993年国家通过宏观调控政策,使以海南为代表的地产泡沫开始全面崩溃,同时股市也遭遇了严重的资金短缺,市场出现持续近三年的下跌,股票市场遭遇了初创以来前所未有的低迷。因此,一方面很多上市公司,试图通过权证产品,曲线保障老股东的利益,更重要的是可以实现再融资的目的;另一方面当时的交易所也试图通过推出权证产品来活跃市场。于是权证产品就应运而生了。

### 2.2 20世纪90年代权证市场概貌

20世纪90年代权证市场大约共出现过14只权证。综观这些权证从诞生到摘牌的全过程,可以概括为以下几个特点:诞生于特殊历史背景,交易极度投机,市场存在操纵行为,也存在对产品不熟悉而盲目炒作引起的市场偏差,因此当时的产品由于过于迁就一时之需而缺乏前瞻性和系统规划性<sup>[2]</sup>。

例如,宝安权证从1992年11月5日上市至1993年11月2日停止交易,其实际价格几乎一直是在其理论价格之上运行,而且出现大幅度偏离。上市以

4.00开盘,最高曾炒到23.60元,几乎拉高近20.00元,最后又跌至2.35元摘牌。宝安权证实际价格在炒到最高价23.60元时,偏离其理论价格9.65元。且在认股期间,价格偏离率高达183%,使宝安权证完全失去了认购股票的作用。正因为这种过度投机而使宝安权证失去了其正常功能,最终沦为纯粹的投机工具。

### 2.3 20世纪90年代我国权证市场失败的原因探析

正如上面所述,由于权证产品市场的混乱,当时的权证产品已经失去了其本身的含义和价值,沦为高度投机的工具。这也是后来关闭权证市场的根本原因。当年权证市场混乱的主要原因,归结起来有以下几个原因:

(1) 当年创设权证过于注重本土化,忽略了作为金融衍生产品的整体性和前瞻性布局,产品过于复杂凌乱,缺乏标准性,创设权证时对公司股本结构过度依赖。从而造成权证产品五花八门,甚至一般投资者难以具体区分。

(2) 法律法规不完善,规则缺乏严肃性。比如,权证期限的随意调整,必然会人为造成权证价格的暴涨暴跌。

中意A权在1994年11月3日市场传出延期消息时,一日上涨52.78%。市场预期延期的6只权证被列入当日股市涨幅前6名。而1995年12月初,随着6只权证即将到期,摘牌日临近,集体大跳水。到12月5日,跌至最低点,大部分权证价格已跌破0.30元。而后市场又传出延期消息,使6只权证价格全面暴涨。13日,大部分权证价格猛涨到1.50元以上。但是市场中很快又传出不延期消息,14日6只权证又纷纷暴跌,除海发A权外,有5只权证价格跌至1元以下。16日,报纸上突然正式刊登了6只权证延期半年的消息,18日(周一)开盘,权证价格又出现大幅暴涨行情。6只权证价格均被炒至1.85元以上。1996年6月底,6只权证又出现因摘牌和不摘牌的谣言引起的暴涨暴跌现象。权证的涨跌受到这种不严肃的政策因素干扰而大幅度波动,是造成权证市场后来被关闭的直接原因。

(3) 当时的市场环境不适合推广权证产品。中国股市的创建,也是在20世纪90年代初期。这个时期,证券市场还是一个新生事物,除了人们认识上需有一个跟进过程外,相应的法律法规也都处于创建阶段。权证的创设规则以及制度基本空白。而没有一个良好的法律环境的市场,理所当然难以有良好发展的,更何况是权证这种比较复杂的衍生金融工具。

(4) 产品创设没有考虑到权证的特殊性,比如容易被操纵的问题。防止被操纵的一个基本方法是在产品创设规则方面,要注意正股流通市值的规模、权证

的总规模等问题,如当年被延期的6只权证的总市值不到2个亿,权证总量不足2100万份。这样的小盘权证显然从出生就是先天不足的,注定要被操纵,也就难有好的结果。

### 3 21世纪我国权证市场发展的建议

一个完善的权证规则,是权证市场良性发展的前提。由于经过近十年的发展,特别是近几年我国证券市场经过大的洗礼之后,已经逐渐走向成熟。投资者已经出现新的结构变化,一批以基金为代表的机构投资者的壮大,加上保险机构、QFII等等机构投资者的加盟,对市场的投资理念已经形成良好的影响,市场已经出现了成熟的一些特征。而且股票价格水平已经基本趋同于国外股市的标准,这也为权证市场的健康发展带来了良好的环境空间<sup>[3]</sup>。

2005年8月,权证作为股权改制的一个对价方式再次回到了我国的证券市场,但其发展绝不局限于“股改”,长远来看,发展权证产品是我国进一步完善金融市场的一个有效途径,更是发展中国金融衍生品市场的一个重要步骤。可以预测,未来3-5年内,中国金融衍生品市场将逐步出现利率期货、ETF期权以及股指期权和个股期权等产品,而权证作为我国发展衍生品市场的突破口,对我国证券市场的发展与其他衍生品市场的发展无疑具有积极而深远的意义,为中国资本市场带来新的机遇和前景。

认股权证市场与股票市场之间是一个良好的互动、互生的关系,彼此构成一个相互促进相互发展的良性循环。相信在管理层的大力推进与外部环境的支持下,国内权证市场发展必将有助于证券市场的发展。我们的政策措施与建议主要有以下6个方面:

(1) 在市场宏观层面上,建立市场规范化的制度基础,从制度层面上消除长期以来存在着的损害流通股股东利益的制度根源,从制度层面上切实做到保护流通股股东的利益。在市场微观层面上,通过稳定市场和价格预期,完善市场结构和功能,实现对投资者特别是公众投资者合法权益的保护。

(2) 在权证制度建设的过程中,应妥善解决好与之配套的法律体系的构建,在理解和处理相关法律问题时保持适度的灵活性,对具体的不合适的规则进行适时调整、补充与更新,完善国内权证产品开发中的相关法制框架及制度设计,降低制度变化可能增加的博弈风险。

(3) 借鉴成熟市场的经验与思路,进行一系列权证发行、上市、交易、信息披露等制度的规范与创新,逐步完善权证管理、交易和结算等相关制度,尽快建

立券商评级制度。如积极引入做市商制度,界定发行人资格,细化权证发行、担保等制度条款等。香港对权证市场的管理就是通过为发行人设定较高的门槛来实现的,包括历史经验、信誉评级、净资产、流通市值等要求。台湾对备兑权证的发行人也有信誉评级要求,只有达到长期债信用评级BBB以上的金融机构才有资格发行备兑权证。在权证的创设制度规范上,应以市场化为原则,允许所有具有发行人资格的券商参与其他发行人所发行权证的“创设”,促进不同发行人之间的竞争,以最大限度地减少垄断和操纵的可能。

(4) 加强权证交易中的风险防范与控制,强化信息披露原则。衍生产品市场的核心问题就是风险控制问题,权证对投资者而言是把“双刃剑”,机会和风险都被放大了。因此,有效的风险评估与防范体系的研究必须与权证的发展使用同时进行。在充分发挥权证这一衍生产品适度的投机活动对于提高市场流动性与定价效率,增强产品吸引力的同时,严厉抑制过度投机,维护权证的合理价格与流动性,为权证产品的质量提供良好的保障。应提高市场参与机构的治理水平与专业水平,加强对权证市场风险的监管,建立一套具有可操作性的有效的风险控制体系来防范包括权证发行人的履约风险、标的资产价格异动风险和权证价格的被操纵风险等是权证市场最终得以健康发展的保证。

(5) 丰富权证产品和功能设计,提高权证市场参与各方,尤其是发行人的素质,加快我国金融市场的国际化进程,提高我国金融市场的整体成熟度。以产品创新增强管理层利益和流通股股东利益的结合,进一步完善上市公司治理的激励机制,改善公司治理结构,促进上市公司规范运作。

(6) 加强投资者教育,投资者是权证市场发展的根本力量所在。作为重要的参与主体,投资者构成权证市场赖以生存和发展的核心基础。由于信息的不对称,中小投资者在权证市场这个高风险市场里,天然地处于弱势地位,因此,加强中小投资者教育,保护他们的利益,已成为我国权证市场刻不容缓的任务。

### 参考文献

- [1] 胡朝晖. 中国权证市场的发展路径[J]. 特区经济, 2006(3): 126-128.
- [2] 邝国权. 试论我国股票权证市场的发展模式[J]. 金融投资, 2006(3): 73-76.
- [3] 德意志银行. 权证: 一个全球成功的产品[R]. 上证联合研究计划专题报告, 2005.

[编辑: 郝志敏]