

文章编号: 1008-7133(2007)03-0070-03

上市公司权证发行的市场反应研究

秦旭艳, 张信东

(山西大学 管理学院, 山西 太原 030006)

摘要: 以股权分置改革方案中采用权证对股价方案的上市公司为样本, 采用事件研究方法, 探讨权证发行的市场反应问题。实证结果表明: 权证发行对我国证券市场的影响是负面的。

关键词: 权证; 股权分置改革; 市场反应

中图分类号: F270.3 文献标识码: A

Market reaction to the warrants issuance of listed companies

QIN Xu-yan, ZHANG Xin-dong

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

Abstract: Warrants have been widely used as a kind of primary financial derivative products in the international capital market in recent years and become the third-largest trading variety of the world after the stocks and bonds. With the share-trading reform, warrants appear again in our capital market after ten years. We choose the listed companies which introduce the consideration of warrants in share-trading reform program as our sample and use event study to explore the market reaction to the issuance of warrants. The empirical results indicate that the issuance of warrants have a negative impact on our securities market.

Key words: warrants; share-trading reform; market reaction

学者们常常以权证的发行、上市、到期和行权为关注事件, 研究事件发生对于股票市场的影响, 并以此为切入点来分析资本市场的效率。如: Detemple and Jorion^[1]研究了美国市场权证上市对其正股价格的影响。Chen and Wu^[2]研究了香港市场衍生权证的发行和到期对标的证券的价格和交易量的影响。Chuang and Chuang^[3]研究了台湾市场认购权证的发行对标的证券的价格和交易量的影响。

我国证券市场的第一只权证——大飞乐配股权证是由上海证券交易所于1992年6月发行的, 此后由于市场的过度投机和相关法规建立不完善等原因, 到了1996年底, 管理层取消了所有的权证交易。2005年7月, 上海证券交易所和深圳证券交易所同时发布了《权证业务管理暂行办法》, 权证作为股权分置配套

方案的一种形式被上市公司关注和采用, 以此为标志, 权证这一重要的金融衍生产品再次现身我国资本市场。

1 数据和研究方法

1.1 数据

截止2006年10月25日, 上海证券交易所和深圳证券交易所股权分置改革方案实施过程中采用权证对价方案的所有上市公司为研究样本, 对权证发行公告对其正股价格变动的影响进行分析。样本数据来源于山西证券有限责任公司金典大智慧行情交易系统。

1.2 研究方法

事件研究法是用来评价某事件对所关心的目标对象(如股票价格)如何产生影响的一种统计技术。本文以权证发行公告日为事件日, 以事件日前后各15个交易日为所关注的事件窗, 其中权证发行公告日为

收稿日期: 2007-03-15

作者简介: 秦旭艳(1981-), 女, 硕士研究生;

张信东(1964-), 女, 教授, 博士。

非交易日的, 将该公告日期后的第一个交易日视为事件日), 简要介绍事件研究法的程序或步骤。

第一步, 选取样本原始数据。以权证事件日前一段时间 (如一年) 标的股票的日收盘价 P_t 及相应的市场指数日收盘价 (代表市场平均价格) Q_t 为原始数据。

第二步, 计算相应正股和市场指数的日收益率序列 $P_{s,t}; t=1, 2, \dots$ 和 $R_{m,t}; t=1, 2, \dots$; 计算公式为

$$R_{s,t} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}, R_{m,t} = \frac{Q_t - Q_{t-1}}{Q_{t-1}} \quad (t=1, 2, \dots) \quad (1)$$

并进行模型选择的合理性检验。

第三步, 利用第二步得到的收益率序列, 建立正股日收益率 $R_{s,t}$ 和市场指数日收益率 $R_{m,t}$ 之间的一元线性回归模型, 得出两者之间的关系表达式为

$$R_{s,t} = a + bR_{m,t} \quad (2)$$

第四步, 根据第三步所建立的模型, 以及事件窗内相应的市场指数日收益率数据, 计算事件窗内标的股票的日收益率的估计值 $R_{s,t}^*$ 。

第五步, 计算事件窗内的超额日收益率 $AR_t = R_{s,t} -$

$R_{s,t}^*$, 累计超额日收益率 $CAR = \sum(AR_t)$, 以及平均超额日收益率 R 。

$$R = CAR/T \quad (T \text{ 为已累计天数}) \quad (3)$$

第六步, 根据 AR_t 、 CAR 和 R 等关键指标值, 分析结论。

事件研究方法用于个别权证产品的发行, 可以分析得出该只权证发行对其正股股价变动影响的结论。将该方法用于证券市场上发行的每一只权证, 并进行汇总分析, 便可得出权证发行这一事件对整体股票价格走势影响的分析结论^[4]。

2 我国权证发行公告市场反应的实证分析

2.1 个别公司权证发行公告对其正股价格变动影响的实证分析

以宝钢 JTB1 为例, 如表 1 所示。列示了利用事件研究法对宝钢 JTB1 发行对其正股 G 宝钢股价变动的结果。

表 1 宝钢权证发行对其正股股价变动影响的实证分析过程与结果

时 间	股票日收盘价	股票日收益率	上证指数日收盘价	指数日收益率	股票日收益率估计值	股票超额日收益率	CAR	R
20040819	6.25		1 340.45					
20040820	6.28	0.004 8	1 341.74	0.001 0				
...				
20050701	5.09	0.022 1	1 055.59	-0.023 4				
20050704	5.09	0.000 0	1 047.28	-0.007 9	-0.004 5	0.004 5	0.004 5	0.004 5
...				
20050722	5.14	-0.007 7	1 046.32	0.025 2	0.010 2	-0.018 0	0.029 4	0.002 0
20050818	4.58	-0.108 9	1 148.04	0.097 2	0.042 4	-0.151 4	-0.122 0	-0.007 6
20050819	4.62	0.008 7	1 150.18	0.001 9	-0.000 2	0.008 9	-0.113 1	-0.006 7
...				
20050907	4.42	0.002 3	1 194.31	0.017 9	0.007 0	-0.004 7	-0.161 1	-0.005 4
20050908	4.41	-0.002 3	1 194.41	0.000 1	-0.001 0	-0.001 3	-0.162 3	-0.005 2

分析表 1, 可以得到如下结论: 第一, 从超额日收益率 AR 指标来看, 宝钢权证发行公告前一天的超额日收益率是 -0.018 0, 但在公告日当天超额收益率下降到 -0.1514, 降幅非常大, 达 741%, 说明当日的负面影响是非常显著的, 之后虽然有所反弹, 但总体来说, 这种负面影响在其后的几天里依然持续存在。第二, 从累计超额日收益率 CAR 指标来看, 公告日前一天的累计超额收益率还是正值 0.029 4, 但在公告日当天 G 宝钢的累计超额收益率骤然变为 -0.122 0, 降幅也是非常大的, 之后累计超额收益率一直为负, 该指标在公告日当天发生了一个质的变化, 如图 1 所示。图 1 清楚地说明了宝钢权证发行公告对其正股价格变动的影响。宝钢权证事件日这一天其正股价格显著下跌, 说明宝钢权证的发行对市场是一个利空消息, 市

场对宝钢权证的发行并不欢迎。

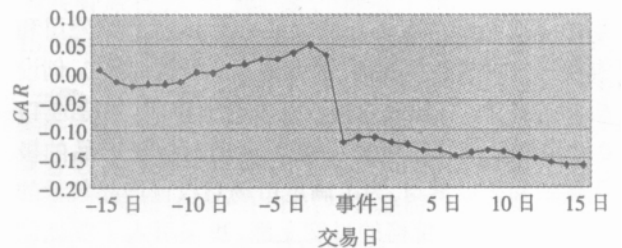


图 1 宝钢权证发行公告对其正股价格变动的 CAR 走势

2.2 权证发行公告对股票价格整体变动影响的分析

类似宝钢权证发行的市场反应计算和实证分析过程, 本文对截至到目前沪深两市全部发行上市的 28 只权证发行的市场反应问题逐个进行了计算和分析, 如表 2 所示。从总体上来说, 我国证券市场对权证

的发行事件基本上是一个负面的反应,在权证发行公告当日,其正股价格是下跌的,当日其正股收益率平均下降了约 19.24 个百分点,事件窗内的累计超额收益率 CAR 平均下降了近 4.95 个百分点,日平均累计超额收益率 R 下降 0.16 个百分点。当然,其中也有

特例,总之,我国权证市场对发行公告的反应是利空,这一实证结果与发达资本市场权证发行公告日当天其正股价格显著上涨存在很大的反差,这也从一个侧面说明了我国权证市场处于起步阶段,发展还不够成熟。

表 2 权证发行公告对股价变动的实证分析汇总

序号	权证名称	标的股票	上市地	事件日	当日 AR	当日 CAR	总 CAR	R
1	钢钒 PGP1	G 新钢钒	深市	20051107	-0.391	-0.246	-0.242 9	-0.007 8
2	鞍钢 JTC1	G 鞍 钢	深市	20051202	-0.101 8	0.008 4	-0.078 8	-0.002 5
27	茅台 JCP1	G 茅 台	沪市	20060525	-0.452 2	0.157 3	0.257	0.008 3
28	国电 JTB1	国电电力	沪市	20060831	-0.298 1	-0.371 5	-0.371 1	-0.012 0
		平均影响			-0.192 4	-0.082 1	-0.049 5	-0.001 6

注:一家公司同时发行认购权证和认沽权证两只权证的,在确定平均影响时只计算一次

3 发展我国权证市场的思考及建议

综合以上分析可以看出,在我国证券市场上,初级金融衍生产品权证的迈入市场对其正股价格产生了负面影响,与发达资本市场权证发行对其正股价格产生正面影响的普遍结论有着根本的不同,是一个质的差异。权证及其由此构造出的各种金融衍生工具的成功运行和实践将代表着我国金融创新的一个方向,对我国实施金融工程和发展金融行业意义重大,特别能够在改善和提高我国金融市场的配置效率方面发挥不可替代的作用^[9]。

虽然造成我国目前权证市场和国际发达资本市场在发行环节的市场反应较大差异的原因很多,但主要原因在于:第一,目前,我国市场上发行的权证都是在解决股权分置问题背景下作为一种股改的对价方案推出的,与国际市场上的权证产品有着很大的不同。我国股改推出的权证是一种对价权证,是非流通股股东为了取得流通权而向流通股股东支付对价而采用的一种方案,它的发行人是非流通股股东,而目前国际成熟资本市场上的权证主要是由上市公司和券商等发行的备兑权证,两者是不一样的。第二,创设机制的启动。在股改对价权证发行上市后,独特的 T+0 交易制度使得市场曾一度表现出对权证产品的极大热情和积极参与,为了满足市场对权证产品数量的需求,抑制权证价格的过度上涨,我国引入了权证创设制度,并由有资格券商发行。但是,这种由券商发行的创设权证的标的股票是流通股,而股改时由非流通股股东发行的对价权证的标的股票却是相应的非流通股,两种不同的权证在市场上被当作同一种权证产品来交易,使用了相同的交易代码和交易名称,这也是我国权证市场区别于国际发达权证市场的一个重

要因素。第三,我国权证行权时实行实物结算方式,均采用证券给付。权证持有人在行权时必须首先买卖标的股票然后才能获取差价,而不能像现金结算方式一样直接获得差价,该交易方式成本高,不方便,且容易造成并放大正股市场价格和交易量的波动。

从以上分析可见,造成我国权证市场发行的市场反应为负面影响的主要原因还存在于制度层面,属于宏观可控范畴,而市场层面的影响因素在其次。权证市场在我国的尽快发展,需要从以下几个方面做起:加强相关法律法规和制度的建设,并强化政府的监管和交易所的自律;严格区分所发行的权证产品,对于不同的权证应该设立不同的交易名称和代码;在我国适时地推出国际上发展较为成熟的权证产品,丰富权证交易品种的类型;将目前我国现有的实物结算方式,逐步过渡到现金结算方式,或者两者的结合运用;权证产品的运用适时突破股权分置改革,拓展到一般的筹资和风险管理等财务活动当中。

参考文献:

- [1] DETEMPLE J, JORION P. Option listing and stock returns: An empirical analysis [J]. Journal of Banking and Finance, 1990, 14 (4): 781- 801.
- [2] CHEN K C, WU L F. Introduction and explanation effects of derivative equity warrants in Hong Kong [J]. International Review of Financial Analysts, 2001, 10 (1): 37- 52.
- [3] CHUANG C C, CHUANG S L. The impacts of warrants issuance on the price and trading volumes of the underlying stock: the call warrants case of taiwan stock exchange [J]. International Information and Management Sciences, 2005, 16 (1): 17- 34.
- [4] 张信东. 期权债券财务研究 [M]. 北京: 科学出版社, 2005.
- [5] 刘维奇. 金融工程的发展与应用 [J]. 山西大学学报 (哲学社会科学版), 2006, 29 (1): 54- 59.

[编辑: 王劲松]