

股权分置改革与权证市场的重建

刘 智

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

内容摘要: 本文首先回顾中国权证市场发展的历史, 指出当时发展权证市场是为满足融资需要, 特定的历史条件导致权证市场发展失败; 接着本文在对股权分置改革分析的基础上, 认为由于股权分置改革对价安排促使权证市场的重建; 然后分析了认股权证的定价, 指出各种权证定价偏高的原因; 最后就权证市场的投机特性, 建议建立一套公正的游戏规则和严格的监管措施, 实现风险的制度化。

关键词: 股权分置改革; 权证市场; 重建

权证 (Warrant) 是一种赋予持有人以一定的价格、在一定的期限内买卖一定数量标的证券的凭证, 它属于证券化衍生产品。由于权证的期权性质和杠杆效应, 其交易价格具有很强的波动性, 有很强的投机性和投资风险。权证是国外证券市场发展较为成熟的一种金融产品, 已经成为全球证券市场中除股票、债券之外的第三大投资品种。权证包括内在价值和时间价值, 具有价格发现和风险管理的功能, 是一种风险管理和资源配置的有效工具。

一、中国权证市场发展的历史回顾

在1992年6月到1996年6月间, 我国曾有四年的权证交易历史。在这一时期, 权证市场达到相当的规模, 同时权证的炒作非常突出, 并造成了极为不好的影响与后果。因此, 研究深沪权证市场发展的历史, 探讨新兴市场中新兴衍生产品的发展规律, 对我们理解权证的基本特性, 进而总结历史经验, 为当前因股权分置改革而新辟的权证市场的健康发展提供借鉴, 有重大的意义。

回顾深沪权证市场发展的历史, 大致可分为两个阶段。第一阶段是从1992年6月到1994年8月的萌芽与试探阶段。在此阶段, 除宝安权证作为第一支也是唯一一支具有标准意义的认股权证发行外, 深沪权证市场的权证品种是短期配股权证, 这类权证的发行目的是配合上市公司配股融资行为的实现, 其上市交易的时间普遍很短 (平均为17个交易日左右), 交投平淡, 价格波动也很小。第二阶段是从1994年9月到1996年6月的繁荣与衰落阶段, 这一阶段以1994年9月30日厦海发配股权证的上市交易为标志, 因为政策的变化使部分配股权证由短期权证转为长期权证, 在当时牛市配股填权效应的市场背景下, 长期权证广受追捧, 成交活跃, 价格暴涨暴跌, 投机气氛极其浓厚。

在深沪权证市场发展时期, 受制于当时证券市场尚处转型新兴市场初期的特点及水平, 权证市场的监管相对落后, 尤其是监管政策多变并导致市场预期的反复, 深刻影响着权证市场的投资行为, 成为价格波动剧烈与投机盛行的导火索。在政策多变, 投资者预期反复的背景下, 脱离权证投资价值基础的过度投机行为也反映了当时市场条件下投资者风险防范意识的淡漠。

以配股权证的发展与相关政策及市场反映的关系为例。早期的国有股法人股转配权证和

流通股转配权证所认购的配股是可以全部上市流通的。1994年10月29日，中国证监会发布通知，规定在1995年新规定出台前，国家股东和法人股东配股暂不上市流通的。通知一出，导致深市权证连续惨跌，甚至累及正股。1994年12月初部分配股公司推出分类权证，并且权证的交易时间得到延期，同时深交所正式发布《配股权证分离运作方案》，稳定了权证投资者的信心，长期权证得以在短期内暴涨。到1995年12月初，因为六只权证快到除牌期，出现集体大跳水现象，到12月5日，跌至最低点。后来市场传出延期消息，使六只权证全面暴涨，到12月13日，六只权证价格都上涨了500%以上。然而市场中很快又传出不延期消息，14日，与13日相比仅过一日，六只权证又都暴跌了35%以上。令投资者没有想到的是，在16日，报纸上突然正式刊登了六只权证延期半年的消息，结果在下一个交易日的18日（周一），权证又出现大幅暴涨行情。1996年1月，证监会再次重申国家股东和法人股东配股暂不上市流通的政策，至此，六只权证终于踏上价值回归之路，半年之后，六只权证的最终收盘价仅为数分。

从当时的实际情况来看，深沪权证市场发展的四个基本特点：首先，从品种角度看，受制于证券市场发展的历史现实，深沪权证市场的发展单纯满足于企业的配股融资目的，缺乏真正意义的权证产品，三类权证品种中，长期配股权证的交易规模最大；其次，从规模角度看，与股票市场和基金市场比，权证市场规模相对弱小，但在权证市场发展的高峰期，权证与股票、基金呈三足鼎立之势；第三，从交易角度看，权证投机气氛极其浓郁，主要表现为，（1）短期价格波动剧烈；（2）权证价格波动大幅超过正股价格波动，某些权证价格甚至超过正股价格；（3）暴涨暴跌严重；第四，从市场环境的角度看，权证市场发展环境滞后，正股市场薄弱，监管政策多变，投资者的风险防范意识淡漠。

因此，总体而言，深沪权证市场是我国证券市场发展中的一个失败案例。深沪权证市场的最终关闭是特定历史条件下的必然，这种特定历史条件就是当时中国证券市场的基础条件与市场环境的不尽成熟。

二、股权分置改革的对价安排与权证市场的重新建立

股权分置是指上市公司的一部分股份上市流通，一部分股份暂不上市流通。截至2004年底，我国上市公司总股本7149亿股，其中非流通股份4543亿股，占上市公司总股本的64%，国有股份在非流通股份中占74%。股权分置是诸多历史原因形成的，它扭曲了证券市场定价机制，使公司治理缺乏共同利益基础，不利于深化国有资产管理体制改革，不利于市场机制作用的充分发挥，制约了资本市场国际化进程和产品创新，逐渐成为完善资本市场基础制度的一个重大障碍，基于此，2005年4月底，经国务院批准，中国证监会宣布正式启动股权分置改革试点工作。

对价是上市公司股权分置改革方案设计的前提，非流通股股东只有向流通股股东支付了对价，其股份才能在二级市场流通变现。对价的概念在中国的法律条文中从未出现过，是一个舶来品。由于股权分置和股权分置改革均因政策而起，所以可以将对价理解为非流通股股东向流通股股东支付价值而获得流通权。一般来说，这种支付包括了两个方面的内容：（1）对价是指非流通股股东对流通股股东的一种无偿赠与行为；（2）对价是一种违约赔偿。那么，从实际情况来看，我国上市公司的股权分置改革无论从法律属性还是政策取向上，其中的对价概念更类似一种违约金。采用不同的对价支付方式，其实质是权利的重新设定。

权证作为证券市场上最基础的衍生产品，在中国股票市场已久违多年。沪、深交易所借助股改的契机推出权证产品，不仅是顺势恢复了这一具有风险对冲功能的衍生产品，更为许多股权结构特殊的上市公司，尤其是大型国企的股改提供了有效的工具。一批大型上市公司和大型国企由于大股东控股比例较低，或者国资委有最低控股比例的要求，难以用直接送股的方式提供对价，这一问题曾经是市场怀疑股改能否进行到底的一大困扰。但利用权证这一创新的金融工具，这些企业在满足了控股要求的同时，给非流通股股东提供了合理的对价，从而使股改顺利完成。

以权证来支付对价的特点是通过设定“保护价”来平衡股改过程中投资者对公司股票的

价格预期。对于上市公司而言，向流通股股东定向发行认购权证减轻了股改现金或股份支付的压力，并且有助于引导市场从长远角度形成股价的合理预期；而发行认沽权证则有助于保护流通股股东的利益，避免股价因供求关系变化引起的下跌风险。概括起来，对于发行人而言，以权证为对价支付方式是市盈率较低或跌破净资产的公司送股困难时的一种低成本选择；对于投资者而言，参与权证交易可以获得权证时间价值的收益或对股票现货进行保险；对于创设人而言，可以通过专业判断进行套利；对于监管者而言，认购权证作为对价载体有助于各类股东确定一个较长时间段内股票的价值波动区间，认沽权证作为对价载体则能够向投资者提供一个避免股价长期看跌的沽空工具，有利于投资者保护。

权证产品的重新推出，对于我国证券市场发展具有重要意义：一是丰富了我国金融衍生产品市场；二是为解决股权分置问题提供了金融工具；三是活跃了市场交易，促进了证券市场功能的发挥；四是为投资者提供了理财避险工具，丰富了投资者的选择。为了保护中小投资者，2005年7月，上海证交所、深圳证交所分别制定了《权证管理暂行办法》，设计了权证业务方案，规范了操作流程，全面完成了技术系统改造，加大了市场宣传推介力度，强化了风险警示。

三、认股权证定价分析

认股权证作为一种新的金融产品，由于没有历史信息，同时面临着价格发现的问题，使得无论是价值管理还是风险管理都面临着艰巨的挑战。认股权证公平价值的确定和风险测量任务与其说是科学，还不如说是艺术，因为交易者和投资组合管理者还正在建立对其市场行为的直观感觉，此时没有任何历史信息可以用来进行有意义的实证分析。

研究认股权证的价格对每一个孤立因素的敏感性，最佳做法就是利用价格函数在某一点的泰勒级数展开，泰勒级数展开是一种广为采用的数学方法，它有助于深入了解复杂非线性关系的局部性质。设 w 为认股权证价格， x 表示股票的当前价格， t 表示到期时间。将 $w(x, t)$ 进行泰勒展开，并以此为基础讨论认股权证的价格变化和标的股票价格变化之间的关系。那么，忽略关于时间的二阶无穷小量，则在很短的一段时间内，可以将级数展开为：

$$\Delta w(x, t) = w_1 \Delta x + w_2 \Delta t + 1/2 w_{11} \Delta x^2 \Delta t$$

式中， Δ 是一个变化的符号，而下标表示对第一或第二项的偏导数。考虑一小段时间上两种不同投资策略的收益：在策略（1）下，在每一时期取得认股权证以及足够多的收益率为 r 的债券，从而使得在策略（1）下的投资与策略（2）是相等的，在策略（2）下，购买 w_1 数量的股票。

投资	收益
策略（1）：购买认股权证的投资 w	$w_1 \Delta x + w_2 \Delta t + 1/2 w_{11} \Delta x^2 \Delta t$
购买的债券投资 $w_1 x - w$	$r \Delta t (w_1 x - w)$
策略（2）：购买股票的投资 $w_1 x$	$w_1 \Delta x$

在这样的构造下，策略（1）和策略（2）下的投资是相同的。而且两种策略的风险看起来也是相同的。唯一不确定的是 Δx 项，即股票价格的变化，而由股价变化导致的总的不确定性在两种策略下是相同的。 Δx^2 牵涉到股价变化的平方项，从而具有方差的性质。随着 Δt 变小， Δx^2 将趋近于 $x^2 \sigma^2$ ，即股价的平方乘以股票收益的瞬间方差。令策略（1）的收益等于策略（2）的收益，并将 Δx^2 替换掉，可以发现：

$$-rw + w_1xr + w_2 + 1/2w_1x^2\sigma^2 = 0$$

这就是布莱克—斯科尔斯微分方程。对认股权证的初始条件是 $w(x, t^*) = \max(x - c, 0)$ ，其中 t^* 为期权的到期日，而 c 是期权的行权价格。为了对期权进行估价，除了初始条件，唯一需要的信息是利率 r 和每一单位时间内标的股票收益的方差 σ^2 。

如果用股票的实际预期收益率来对认股权证进行估价，或为此目的使用任何其他的评价比率，那么对认股权证估价的折现率将依赖于时间和股票价格的变化。但是，在零 β 值的情况下则不是这样的。¹ 假设股票预期收益率和认股权证价值的折现率等于利率，那么，就可以得到布莱克—斯科尔斯期权定价公式：²

$$w(x, t) = xN(d_1) - ce^{r(t-t^*)}N(d_2)$$

其中， $N(d)$ 为累积正态分布密度函数， c 为行权价格， t^* 为到期日， t 为到期时间， $t^* - t$ 表示剩余的期权有效期，而 e 表示指数算子。

$$d_1 = [\ln x/c + (r + 1/2\sigma^2)(t^* - t)] / \sigma\sqrt{t^* - t}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t^* - t}$$

现代期权定价理论是对金融经济学的一大贡献，它不仅在期权定价方面提供了有效而又相对简单的计算方法，同时也对无套利风险中性评估的原理进行了论证。他们的分析表明，通过连续调整抑制相关资产及零风险债券，可以完整地重复期权的盈利。由于可以完全消除卖出期权的风险，因此市场参与者的风险选择就与评估问题无关，也就可以假设他们是风险中性的。在这样的结构中，所有的资产都可以赚取零风险利息。因此，资产的实际预期收益不会出现在 Black-Scholes 公式中。

目前，人们在风险的判断上越来越信任专家建立的模型体系，但是专家系统本身也在风险的认知和解决上存在内部争议，其权威性经常遭受质疑。B-S 模型的前提假设是极其严格的，与实际情况相差甚远，国内外相关研究表明，按理论模型计算的理论与实际价格存在系统性偏差。我国股票市场上的各类权证定价明显偏高（尤其是认沽权证），可以归结为以下几个原因：（1）市场定价效率过低，机构投资者决定了股票的均衡价格；（2）缺乏成熟的股市投资文化，投资情绪比较容易波动；（3）在缺乏做空机制的情况下，权证的实际价格比理论价格大幅高估，实际上是机构的一种操盘策略。

四、风险制度化与权证投机行为分析

深交所统计资料显示，机构投资者在权证市场上表现得非常理性，机构账户参与交易金额所占比例仅为 1.5%，且主要为将所持权证单方向卖出。其余 98.5% 的权证交易是由散户或民营大户完成的。深市投资者单个账户的权证交易金额超过 500 万元的共有 2.1 万户，仅占权证交易总账户数的 1.55%，但上述大户的权证交易金额所占比例却高达 64%。但 91.3% 的权证大户却是亏损的，仅有 8.7% 的账户盈利，盈利能力低于平均水平（八成账户亏损，

¹ 如果假设股票具有零 β 值，那么认股权证也将有零 β 值，如果在每一时期内认股权证都具有零 β 值，那么在每一期认股权证也必须获得等于利率 r 的回报。

² 运用这一公式，就可以计算出 w_1 ，即为了对冲期权风险所必须的股票数量，它等于 $N(d_1)$ 。

两成账户盈利), 所有账户户均收益率为-3.76%。³

就此, 人们认为权证投机者是非理性的, 而这一判断的主要依据是权证交易风险很高, 这恐怕是一个经不起推敲的观点。如果非要说权证交易比股票交易风险高, 理性的投资者不应该参与交易的话, 就有如说汽车比马车的风险高, 因此不应该坐汽车一样可笑。事实上, 金融交易的本质就是交易风险, 而降低风险则是所有金融实务的关键。对于理性至上论者而言, 个人的理性化在行为上表现为具有计算风险的能力, 并过于强调了风险的可计算性和可补偿性, 并赋予了个人理性发挥的空间。但这种认识路径无法给人们认识风险提供一个更宏观、更综合的框架。第一, 风险是积极结果与消极结果的综合体, 在金融学中, 风险和收益总是相伴而行的, 人们寻求的是风险与收益的均衡。第二, 风险是一种不确定性, 是未来指向的。因而风险的可计算性是相对的, 只是体现了人类控制和减少风险的企图, 并不能从根本上消除风险和阻止风险的发展。第三, 风险是内生的, 伴随着人们的决策与行为。正如德国社会学家卢曼所说, 我们生活在一个“除了冒险别无选择的社会”, 风险无处不在, 无时不在。

追求私利有程度深浅之分, 程度最强烈的、也是最为人们所关注的, 就是投机问题。在多数情况下, 投机都被认为是一种机敏的欺骗, 既包括主动去骗人, 也包括不得已去骗人。但从更一般的意义上说, 投机是指不充分揭示有关信息, 或者歪曲信息, 特别是指那些精心策划的误导、歪曲、颠倒或其他种种混淆视听的行为, 并由此直接或间接地导致了信息不对称问题, 使得简单的问题极大地复杂化了。事实上, 要理解交易成本经济学问题, 最重要的是要认识到, 人们的行为是不确定的。而在证券交易中, “行为”不确定的根源就在于投机。在这种情况下, 即使掌握了专门的知识, 也不能保证随后的交易不会感到出人意外。

在交易成本经济学中运用“有限理性”与“投机”这样两种行为假定来进行研究, 这是借助于这两个概念把握了人类的本质特征。前一个概念讲的是领悟能力, 并在此基础上, 将各种经济角色的心态视为“理性有限却刻意为之; 后一个则用机敏取代了对自身利益赤裸裸的追求。对权证问题的研究, 只要是以解释市场真实为目的, 就必然要走到这两个相互配合的行为假设上来。如承认人的领悟能力有限, 就会促使人们转而研究制度问题。理性的有限是一个无法回避的问题, 因此就要正视为此付出的各种成本, 包括计划成本、适应成本, 以及对交易实施监督所付出的成本。在有限理性的条件下, 即使不算复杂的问题, 也难以形成一整套决策体系, 也才有了投机的用武之地。

科斯指出, “现代制度经济学的研究应该还人类以本来面目, 即人们只能在现实体制所规定的条件下行事。只有这样, 现代制度经济学才能称之为现代制度经济学”。那么, 尽管我们无法断定人是否具有冒险和投机的本性, 但是可以肯定的是, 只有在市场经济中, 个人的投机行为才能得到最充分的实现, 并具有制度载体和保障。

从这个角度来看, 权证市场的建立和发展是国家对社会普遍存在的投机心理和动机的理性选择。国家通过制度来规范某种主动冒风险的行为, 为投机行为提供合法的场所、工具、稳定的制度保障以及可预测的行为预期, 实现风险的制度化是有现代意义的。通过建立一套公正的游戏规则和严格的监管措施, 国家可以用制度化的形式为投机动机找到现实的渠道, 并用公共权力保障游戏的正常连续进行, 把私人的投机行为聚合到一起, 来谋求更大的公共利益。因此, 从某种程度上来说, 权证的发行和上市交易是国家利用公共权威娴熟地调控私人投机冒险心理和行为的典范。

笔者认为, 在现实中尽管人类头脑中标新立异的能力要远远超出我们所能想象的范围, 但投机的盛行主要源于私人信息的匮乏。在我国股票市场中, 权证是股改的产物, 机构通过控制正股来获得权证。权证交易的实质, 无非是机构在初始的垄断权力形成以后, 借助于炒作和资金实力来扩大和充实这种权力, 而权证价格对理论价值的大幅度偏离正是这种垄断权力的体现。此外, 还有某些个人或者机构利用这种优势, 背离市场竞争原则和供求原则, 通过增加买进或者卖出证券的数量来人为地操纵证券交易价格, 引诱他人参与证券交易, 为自己牟取利益或者转嫁风险。这种人为地操纵证券交易价格, 实质上是制造虚假的证券交易量

³ 《深交所: 八成权证账户亏损》, 上海证券报, 2006/10/23。

和证券交易价格，是对不特定的投资者的欺诈行为。

在这种情况下，权证投机行为能否持续进行，主要依赖于强大的赚钱示范效应，一旦人们的盈利预期无法实现，那么购买者通常有两种选择。第一是转向其他方式的投机，寻找替代品种，例如即将推出的股指期货等；第二是退出权证市场，从此不再购买权证，对于大多数人来说，这种选择无疑是更为理性的，但由于权证暴利的诱惑，并不一定能坚持下来，因此形成了权证投机行为的非连续化，其具体表现就是权证价格的间歇性的暴涨暴跌。

因此，考虑到衍生产品本身及其交易所带来的风险，加强监管以及监管的国际协调肯定是非常必要的，多次重大事件的发生清晰地表明，单纯依靠市场自身的约束是无法有效控制衍生产品风险的。但衍生产品作为市场的产物，其活力就在于灵活性、复杂性。因此，如果过于强调风险，盲目提高或由监管当局任意调整保证金比率，改变交易规则，这种行为本身就是对市场力量的藐视，不仅会导致市场活力的消退，最终还会损害经济福利。这就意味着，对于衍生产品市场这样一个高度市场化的领域，监管作为防范衍生产品交易系统性冲击的一种手段，虽然很必要，但必须适度、有节，绝对不能将其作为解决问题的惟一有效途径。因此，如何发挥其积极作用同时抑制其破坏作用，则需要市场的监管者具有更高的智慧和更为超前的想象力。

参考文献

[1]邓乐平，2001：《效率与公平：有关中国资本市场发展中几个问题的探索》，《财贸经济》，第8期。

[2]邓乐平，孙从海：2003：《中国股市现象的经济学分析》，《财贸经济》，第2期。

[3]李雪莲，2001：《金融衍生品市场十年回顾分析》，《南开金融研究》，第8期。

[4]王国刚，2004：《中国资本市场的深层问题》，社会科学文献出版社。

[5]夏斌，2001：《转轨时期的中国金融问题研究》，中国金融出版社。

[6]杨如彦/主编，2006：《中国金融工具创新报告（2005）》，中国人民大学出版。

[7][美]John C.Hull，2000：《期权、期货和其它衍生产品》，华夏出版社。

[8]《深交所：八成权证账户亏损》，上海证券报，2006/10/23。

Non-tradable Share Reform and the Reconstruction of Warrant

Market

Liu Zhi

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: firstly, this paper reviews the development of Chinese warrant market history, saying that developing warrant market was met the needs of financing, and the specific historical conditions led to the failure of warrant market development. Secondly, it thinks the consideration arrangement of non-tradable share reform promotes the reconstruction of warrant market on the basis of analyzing non-tradable share reform. Then it analyzes the warrants pricing, and pointes out the reasons for the high prices of various warrants. Finally, as to the speculative

characteristics of the warrant market, this paper provides that fair rules of the game and strict regulatory measures should be established to achieve the institutionalization of risk.

Keywords: non-tradable share reform; warrant market; reconstruction

收稿日期: 2007-7-15

作者简介: 刘智, 男, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士, 研究方向: 资本市场理论与实践