

中国大陆市场权证遭遇“疯狂炒作”

权证(warrants)是指标的证券发行人或其以外的第三人发行的,约定在一定期限内或特定到期日,持有人有权按约定价格向发行人购买或出售标的证券,或以现金结算方式收取结算差价的有价证券。

认股权证是股份公司发行的,在特定的时间内能按特定的价格购买一定数量的该公司股票的选择权凭证。当认股权证行权时,市场价格一般高于其行权价格。认股权证在其有效期内具有价值。认股权证的价值可以分为两部分:内在价值(intrinsic value)和时间价值(time value)。一份认股权证的价值等于其内在价值与时间价值之和。

认股权证的内在价值是指权证持有者执行权证时可以获得的收益,它等于认购差价乘以行权比例,用公式表示为:

$$\text{认股权证的内在价值} = (\text{普通股市价} - \text{行权价格}) \times \text{行权比例} \quad (0.1)$$

当标的资产的市场价格低于行权价格时,认股权证持有者不会执行权证,因此权证的内在价值大于等于0。

认股权证的时间价值是指在权证有效期内标的资产价格波动为权证持有者带来收益的可能性隐含的价值,它等于认股权证的价值减去其内在价值。

利用 Black-Scholes 模型求解出来的期权价格仅仅是完美的理论价格,它与现实价格存在一定偏差。在此我们利用 Black-Scholes 模型求解出港中行法兴二零三购(中国银行认购证)的期权理论价格,并把它与实际价格进行对比,发现两者之间存在一定偏离(见图1)。

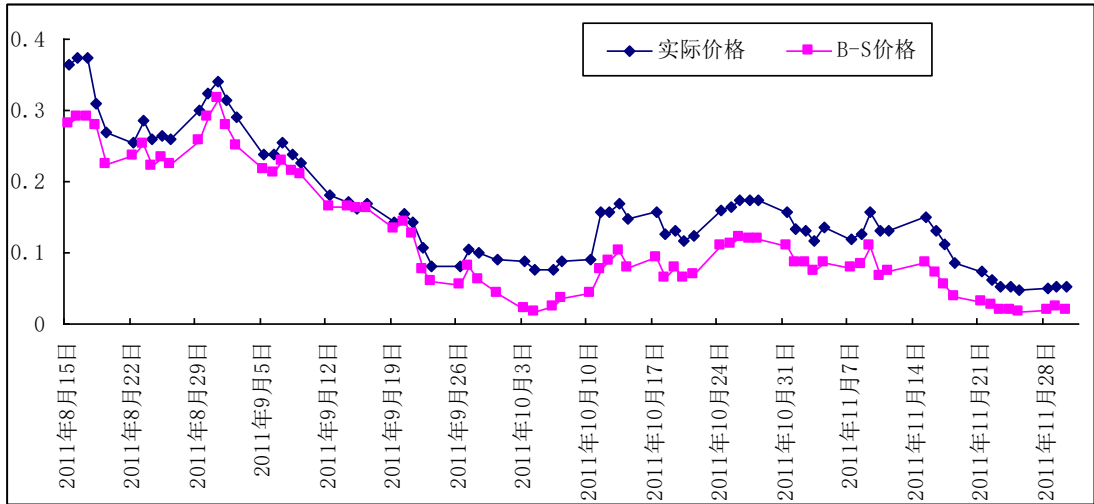


图 1: 中国银行认购证 (13849.HK) 的理论价格和实际价格

然而，考察我国大陆市场的权证定价，则出现严重偏差状态。自 2005 年股权分置改革启动权证市场以来，在“T+0”和涨跌幅限制的交易制度下，大陆资本市场的权证交易一直处于严重投机状态（2006 年中国的权证市场在交易量和成交额上跃居全球首位），权证市场价格与内在价值严重偏离。

宝钢权证（代码：580000）是我国 2005 年股改后发的第一只权证。宝钢权证的基本条款如表 1 所示。

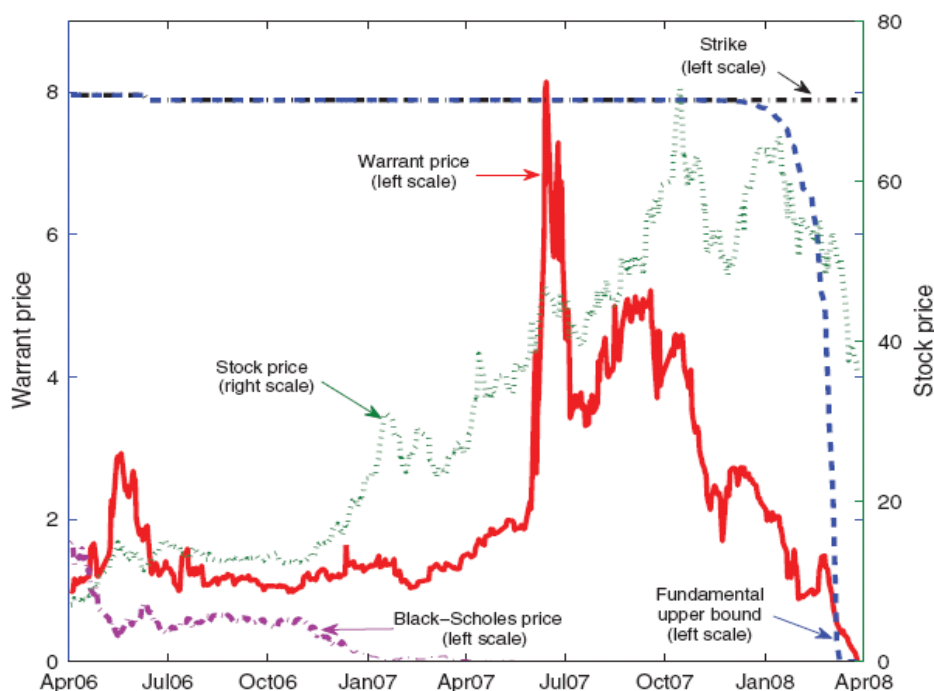
表 1: 宝钢权证的基本条款

发行人	宝钢集团
权证类型	欧式认购备兑权证
标的证券	G 宝钢 (600019.SH)
交易方式	T+0
行权价格	4.50 元
行权比例	1, 即 1 份认购权证可按行权价格向宝钢集团购买 1 股宝钢股份公司的 A 股股票
结算方式	实物交割
发行数量	38770 万份
交易期限	2005 年 8 月 22 日到 2006 年 8 月 30 日
到期日	2006 年 8 月 30 日, 存续期为 378 天

2005 年 8 月 22 日，宝钢权证在上海证券交易所上市交易。宝钢权证的开盘参考价定为 0.688 元，但集合竞价一开出，宝钢权证就被拉到 1.263 元，涨幅 83.58%，开盘就被封在涨停板上。而宝钢股份当天的收盘价为 4.62 元，故该权证的内在价值=4.62-4.50=0.12 元，而时间价值为 0.688-0.12=0.568 元，而

1.263 元高出权证价值 0.668 元部分的是投机价值。继首日之后，宝钢权证连续拉抬出现了第一波的上涨行情，最高到了 2.088 元，升幅达到了 200%。然而，之后宝钢权证陷入了漫长的下跌之中，曾经回到 0.682 元低位。2006 年 5、6 月份，股票市场在有色股的带领下掀起了一波行情高潮，所有的个股都开始有所表现，而宝钢正股也开始走高，宝钢权证也随之走高。宝钢权证价格从 1.30 元左右逐步盘高到 2.38 元高位。之后，宝钢权证开始走跌。2006 年 8 月 23 日，随着权证到期日的临近，宝钢权证加速下探，最终以 0.022 元结束了其交易使命。

此外，以五粮液认沽权证为例，该证于 2006 年 4 月 3 日发行，2008 年 3 月 26 日到期，行使价格为 7.96 元（发行当日股票价格为 7.11，处于实值区）。随后五粮液的股票价格从发行权证日的 7.11 元一路飙升到 2007 年 10 月 15 日的 71.56 元，即使是到了行权期，个股价格还徘徊在 26 元左右，意味着五粮液的认沽权证理论上因为长期处于深度虚值区而导致价格趋于零（最多体现为时间价值）。但是现实中该权证价格竟从原来的 0.99 元也一路上升到 8.15 元左右（2007 年 6 月），甚至超过了行使价格（这只有在标的股票价格为 0 的情况下才有可能出现，这与实际情况严重背离）。由 2 可见，除了发行后极短时期外，权证的实际价格长期严重偏离 B-S 模型测算的理论价值。



资料来源：Wei Xiong and Jialin Yu, 2011, The Chinese Warrants Bubble. *American Economic Review*, 101(2), pp.2723-2753.

图 2: 五粮液认沽权证 (038004.SZ) 的理论价格和实际价格