[证券市场]

我国内地与香港地区权证市场发展之比较

王艳秋
(新疆财经大学，新疆 乌鲁木齐 830012)

[摘　要] 本文首先介绍了权证的定义和分类等相关概念，然后简单阐述权证在内地和香港地区的发展状况，最后对两个市场进行比较分析，为内地权证市场的进一步繁荣和规范发展提供借鉴。

[关键词] 权证市场；股票权证；比较与借鉴
[中图分类号] F830.91　　[文献标识码] B　　[文章编号] 1002－2880(2008)08－0123－02

随着全球资本市场的不断发展，各种衍生性金融产品不断推陈出新。我国的内地市场参与者为了寻求更有效的避险方式以及解决国有股流通问题等市场新需求，促使权证成为内地证券市场衍生产品创新品种之一。

权证最早起源于美国，繁荣于欧洲，而近年来以香港和台湾为代表的亚洲权证市场发展非常迅速。2004 年香港以 673 亿美元的总成交额一举超过权证交易大国－德国，正式成为全球最大的衍生权证市场。而我国内地权证产品作为股权分置改革的一个对价方式，阔别 9 年后于 2005 年 8 月又回到了证券市场。短短一年多以后，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，成为全球最活跃的权证市场。

一、权证的概念、分类和作用

权证是一种带有期权性质的产品。从国际市场的历史看，这种期权类产品已经占到衍生产品市场的半壁江山。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种增长最快的品种。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。

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、可转换证券、外币、一揽子组合工具、利率和大宗商品，但以股票权证和指数权证为主。内地和香港的权证市场主要是以股票权证和指数权证为主。其中股票权证，又称认股权证，是由特定发行人发行的，约定出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，或以现金结算方式收取结算价差的有价证券。

股票权证又分为股本权证和备兑权证。股本权证又称公司权证，发行人是标的证券公司本身，通常由认股权证与债权和新股捆绑发行。备兑权证，也叫第三方权证，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。根据行权方式的不同，股票权证又分为认购权证和认沽权证，也称看涨权证和看跌权证。根据行权时间的不同，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。

认股权证具有价格发现功能。由于认股权证或期权市场等衍生性金融商品有较低的交易成本以及高度财务杠杆的特性，使得拥有信息优势的投资者有可能会先在认购权证市场进行交易。同时因为认购权证具有价格发现的功能，额外的信息将被释放出来，并且很快被吸收到标的股票中去，使得标的股票的效率性增加，股票市场也更加有效。

二、我国内地权证市场的发展状况

我国内地在 1992～1996 年期间，沪市和深市曾经发展过权证。20 世纪 90 年代初期，由于宏观经济调控经济过热，连带股票市场出现持续近三年的下跌。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。

20 世纪 90 年代内地权证市场的权证品种较少，总共才有 14 只权证。交易不规范，参与者对权证也不了解盲目跟风炒作，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。此时期的权证市场状况可以概括为：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。这些成为后来关闭权证市场的根本原因。

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。这次我国内地发展认股权证首先是为了解决当前一级市场存在的扩容困难和券商包

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.ne

销股票存在的巨大风险以及国有股减持和股权分置等现实问题,其次是建立起比较规范化的认股权证交易市场,为内地金融市场的进一步发展和衍生产品市场的发展奠定良好的基础。权证运行三年来,规模和品种以及交易量都有所增加。

2005年8月22日宝钢权证首先借助股权分置改革的契机,成为9年之后的第一只权证重新登陆内地证券市场。紧接着诸如长江电力、万科、新钢钒、白云机场等多家大盘蓝筹公司的不同类型的权证产品都随后上市。历经三年的发展,先后有50只权证登场,其间有股改权证也有可分离债分拆出的认股权证,其中32只权证已到期退市。这次权证规模比20世纪90年代初扩大,品种也比90年代初大大增加了。同时,这次交易所也加强了对权证创设和交易的监管。管理层在2005年末推出了创设机制,目的是评议权证过度投机,保护中小投资者和理性投资者的整体利益,建立一个较为理想的权证市场。同时"连续创设机制"与国际市场接轨,对完善内地权证市场有深远意义。对于权证交易过分投机,管理层还设置了盘中临时停盘机制,进行风险预警。

三、香港地区权证市场的发展状况

早在1973年,香港就发行了首只股本权证,是同发行公司的债券一起发行的。一直到1988年2月首只衍生认股权证才在香港挂牌交易,经过十几年的发展,如今香港衍生权证市场已成为全球最繁荣的权证市场。香港联交所上市的认股权证均是由认股权证标的物公司以外的第三人所发行,并分为备兑认股权证和非抵押认股权证。认股权证在香港常被直译为窝轮。

在香港市场,香港联交所已拥有各式认股权证22种,权证数量超过2000只,标的股票涵盖银行、地产、电信、石油天然气等多数行业的主要上市公司,存续期从六个月到一年半不等。在香港,公司认股权证仅有几十只,交易不活跃。但是备兑认股权证有近千只,每天交易额占大盘总成交额的15%~20%,交投活跃。通常,股票市值越大,其认股权证也越受欢迎。例如认股权证相关资产是恒生指数、汇丰、和黄、国企指数和中国移动都很受欢迎,它们的认股权证占认股权证市场整体的60%~70%。在香港买卖认股权证交易非常简便,每个投资银行发行的每一种备兑认股权证都被冠以一个四位代码,买卖只需要输入相关代码和价格、份数,交易方法与股票完全一致。由于竞争激烈,通常一只正股会有不同投资银行发行不同行使价、不同期限的多只认股权证,投资者可以根据不同的风险程度和自己的喜好进行选择。以汇丰为例,就有多达100只不同的认股权证可供选择。香港政府免征认股权证的交易印花税。

四、两地权证市场比较与借鉴

香港权证市场之所以能成为全球第一大权证市场,主要归因于完善的制度,其制度是为发行人设定较高的发行门槛。在香港,想成为衍生权证的发行人之前,首先须获得香港联交所认可的信用评级机构给予的投资评级中的前三等。而且联交所认可的信用评级机构仅少数几家,只有穆迪和标准普尔符合联交所的标准。除了评级之外,还要遵守联交所规定的最低净值,其金额为20亿港元,一旦发行人净值低于20亿港元,就必须通知联交所。因为有如此高的门槛,使得香港的权证市场具有较高的安全性及稳定性,因而吸引不少境内外投资者放心地把资金投入香港权证市场,香港权证市场也因此而迅速发展。

相比之下,目前内地权证市场繁荣发展的同时,仍存在和20世纪90年代相似的问题,那就是还没有做空机制,也没有引入做市商制度,权证市场投机气氛严重,权证产品仍偏离它实际应有的价值,和正股差价巨大。内地权证数量相对于沪深两市近两千只股票来说,数量太少,投资人没有过多的选择余地,同时也便于热钱集中炒作个别权证。

国际成熟市场的经验表明,权证主要有套期保值、风险管理、套利和投机等功能。但这些功能在中国的权证市场未能有效体现,中国人民大学教授汪昌云一针见血地指出:"当前的权证市场由于缺乏卖空机制,难以满足套期保值、风险管理及套利这些最基本需求。"中国内地权证市场的进一步发展,关键是要建立起权证与正股之间的价格发现机制。在香港和美国等较成熟市场,正是市场套利行为和转瞬即逝的套利机会,使金融产品价格保持在相对理性的位置。创设制度虽然是一种变相的做空机制,但这种机制不够公平,不成熟,需要进一步完善。

[参考文献]

[1]谢黎旭,刘维奇.我国股票权证市场的发展路径[J],科技与管理,2007(6).

[2]朱鲍华.认股权证及其在我国的发展状况[J],时代经贸,2006(12).

[3]周松林.权证叩开金融衍生产品市场大门[J],财经中国,2005(12).

[4]静文.认股权证在香港[J],大众理财,2005(10).

[5]艾洪德,范南.认股权证的兴盛[J],经济导刊,2003(4).

Abstract:This paper first introduces the warrants, such as the definition and classification of related concepts, and then briefly elaborates on the development of warrants in the mainland market and Hong Kong market. Then the paper compares the two markets, and puts forwards some references to the development of warrants in the mainland market.

Key words:warrants market; stock warrants; comparison and reference

(责任编辑:郭丽春)

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net