



您的位置：首页 - 文章选登

警惕权证的交易风险(郝晓东；8月31日)

文章作者：郝晓东

权证交易在叫停九年之后，借股权分置改革契机重出江湖。宝钢权证的到来给郁闷的市场带来了“鲑鱼”效应，同时权证交易的暴涨行情再次给市场投机气氛增添元素，投机分子开始逐渐活跃。

但笔者建议，投资者一定要冷静，要看清投机暴涨的背后是否仍然隐藏着巨大风险，同时要防范交易环节中风险迷途。

一、发行人的履约风险。

主要是在权证持有人行权时，权证发行人不能按照契约规定支付对应股票，从而导致权证持有人投资损失。此类风险主要来源于备兑权证。为规避履约风险，《暂行办法》中规定，由标的证券发行人以外的第三人发行并上市的权证，发行人应通过专用账户提供并维持足够数量的标的证券或现金，作为履约担保，或提供经上证所认可的机构作为履约的不可撤销的连带责任保证人。发行人应保证按规定所提供的用于履约担保的标的证券或者现金不存在质押、司法冻结或其他权利瑕疵。由此可见，根据现有权证发行上市规定，备兑权证行权所需股票在权证有效期内可以由发行人的履约担保作为保证，发行人履约风险基本可以得到避免。

二、标的股票股价异常波动风险。

在其他因素既定的条件下，权证价值由标的股票股价和其波动率决定，所以权证的价格与其标的股票股价联动。而且由于权证的高杠杆性 $\text{杠杆系数} = \frac{\text{标的股票的价格}}{\text{权证价格} / \text{行权比例}}$ ，其价值的变动的幅度可能是标的股票股价变动的数倍。因此通过控制标的股票股价可以很好的达到控制权证价格的目的，这也就产生了人为操纵权证价格的风险。为克服标的股票股价波动对权证价值的影响，保证权证在我国资本市场中的顺利推出和发展，《暂行办法》在权证发行标准中对标的股票的流通规模、流动性提出了很高的要求，以避免其标的股票股价被人为操纵，从而减少权证价格异常波动和市场操纵的可能性。如规定标的股票在申请上市之日应符合以下条件：最近20个交易日流通股份市值不低于30亿元；最近60个交易日股票交易累计换手率在25%以上；流通股股本不低于3亿股等。目前符合上述要求的沪深证券交易所上市公司只有二十多家，这也就从发行源头上减少了通过控制标的股票股价的方式影响权证价格的风险。

三、权证价格异常的风险。

权证价格异常表现为权证价格与其价值背离较大，通常有以下表现形式：(1)市场一致性行动造成的价格波动。权证是高杠杆性的交易产品，在投资者一致看多(或看空)情况下，权证的价格出现暴涨暴跌。(2)权证与标的股票价格不同步现象，如对于认购权证，标的股票股价下跌时，在股价波动性并没有显著变化的情况下，权证价格反而出现上涨现象。(3)权证到期前的价格非理性涨跌现象。权证到期前，其价格会向内在价值回归，此时如果权证价格背离其内在价值较大，必然会出现大幅涨跌情况，使投资者面临价格风险。

由于权证的市值和一般股票相比较小，其价格被操纵的可能性更大，但是由于权证具有可量化的价值，如果市场的投资者都是理性的话，是没有动力去操纵价格的，但如果考虑非理性因素的存在，不排除其被操纵的可能性。操纵者可能通过损害其他投资者的利益来谋取私利，也可能通过权证价格的变动影响投资者对标的股票股价未来走势的预期。

为了规避权证价格异常波动的风险，《暂行办法》中规定权证交易实行价格涨跌幅限制，涨跌幅为当日涨幅价格与前一日收盘价差价的125%再乘以行权比例。当计算结果小于等于零时，权证跌幅价格为零。为了防止权证价格的人为操纵，《暂行办法》对权证的发行量、持有人数量限制和持有量做出了如下规定：已上市交易的权证，合格机构可创设同种权证；申请上市的权证不低于5000万份；持有1000份以上权证的投资者不得少于100人；单笔权证买卖申报数量不得超过100万份，申报价格最小变动单位为0.001元人民币；每日开盘前公布每只权证可流通数量、持有权证数量达到或超过可流通数量5%的持有人名单；权证发行人不得买卖自己发行的权证，标的证券发行人不得买卖标的证券对应的权证等。

从现阶段我国权证发行条件、交易规则和交易特点来看，权证价格异常的风险很大。因此对权证价格异常风险的监控和防范对于我国权证市场的健康发展是至关重要的。一般来说，权证价格异常表现为权证价格与其价值背离，但在实际操作中，我们通常要根据权证价格的变化与其决定因素的变化背离程度，来判断权证价格异常风险的大小。

宝钢权证从开盘当天以涨停板结束，一路看涨，在第一周末结束于1.807元的高位，较上交所公布的理论参考交易价0.688元涨幅达到162.65%。观察其决定因素变化，宝钢股票股价在第一周内从4.65元一路回调至4.53元，与权证价格呈不同步变化方向。而其他价格决定因素，如股票的波动率、权证有效期等在一周之内并未发生较大变化。而且根据宝钢权证的基本条款，其行权价格为4.5元，那么在第一周末权证的内在价值只有0.03元，权证价格背离其内在价值的幅度较大。因此，我们可以初步推断宝钢权证价格出现了异常变动的迹象，交易风险较大。

从权证交易监管来看，沪深证券交易所《暂行办法》已经较好的兼顾了权证交易的流动性和风险防范方面。但是权证作为金融衍生品，对于国内的投资者来说还比较陌生，尤其是权证的定价机制比较复杂。如果中小投资者不能有效地对权证定价，容易造成价格较大幅度的偏离价值，波动加大，造成市场的无序和投机情况出现。因此，笔者认为可以在时机合适时，参照香港权证交易的经验，引入做市商制度，凭借发行人的技术优势来引导权证的定价，最大限度消除市场中的非理性因素。

文章出处：《中国经济时报》

转载务经授权并请刊出本网站名

IFB
中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB
IFB外商投资中心

IFB
IFB基金研究与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所