



热门文章

用多元线性

间借贷利率

何加强会计

国外汇储备

国次贷危机

章

章

品市场竞争

业银行走混

国存款保险

国创业板市

华夏并购案

[2008年12月]我国分离式可转债对标的股票影响的实证分析

【字体 大 中 小】

作者: [曾巧蓉] 来源: [本站] 浏览:

一、引言

自2005年8月——宝钢权证的创设到2007年,中国沪深两市共推出35只权证。2006年头11个月深圳证交所权证成交额达到了2212亿美元,而同期内香港的权证成交额为2078亿美元,中国全球交易量最大的权证市场。在权证市场繁荣的同时也存在许多问题,权证短期投机盛行,过低,权证创设制度不合理。对权证市场的研究不但有利于投资者理性投资还有利于权证市场发展,推动更进一步的金融创新。

Chen&Wu(2001)的研究发现权证发行日前后,标的证券的价格有显著异常的上涨,并且认衍生权证的发行者一般也是其做市商在权证发行前后需要买入大量标的证券来对冲风险,他行为抬高了标的证券的价格。Draper.P(2001)的研究发现权证发行日前标的证券价格的显涨并未持续,而是在发行日后立即显著回落。谢伟棠(1999)用台湾1998年3月前所发行的与组合型在内的22支认股权证为样本。研究证明,台湾认股权证的上市对标的股票只在上市期前后窗口有正的异常报酬,而权证上市后标的股票表现出显著的负的异常报酬。王毓敏(研究发现认股权证交易对标的股票的系统性风险无显著影响,认购权证交易降低标的股票收条件波动性和条件波动性,认股权证交易会显著影响标的股票的市场波动性不对称,标的股票市场态变化。

二、研究假设及样本选取

通过总结前人研究结果,我们发现多数研究表明权证发行日存在正的超额收益,而在权的交易日里存在负的超额收益,之前的研究者认为是由于权证发行人的操纵产生的,上市前股价以高价发行权证而上市后抛出标的股票让认股权证无法行权,也有研究者认为是做市商冲的风险操作导致的。

鉴于国内发行的分离式可转债权证与以往研究的备兑权证不同,分离式可转债发行人与分离权的投资者不存在什么直接利益关系不是零和博弈,所以也就不存在发行人操纵这一说法期权上市对标的股票影响的理论都是从期权提供了对冲机会来解释其影响原因的,而分离式证上市只有一个固定条款的认股权证,又不能做空对冲标的股票的下跌风险,并且也不像香兑权证市场一样每只标的股票都有相应的十几种甚至几十种条款的蜗轮提供对冲选项。综合因素,本文提出如下研究假设:

假设一:分离式可转债权证上市日前后没有显著的异常收益率。

假设二:分离式可转债配售的股权登记日前后有显著的异常收益率,并且在股权登记日之前超额收益,股权登记日之后存在负的超额收益。

假设三:分离式可转债配售的股权登记日,标的股票出现异常成交量与异常波动率。

样本选取及研究方法:

本文以2006年11月至2008年10月期间国内发行的18支分离式可转债权证及其标的股票为研究用股票在权证上市首日的收盘价、日收益率、每股配债等变量研究可转债对标的股票的影响据均来源wind数据库、巨潮资讯和通达信股票软件。

本文主要采用事件研究法(Event Studies),为了检验假设一与假设二,区分套利引起的跟权证提供对冲引起的异常收益率,我们将事件日分别定为权证上市日跟股权登记日进行对所选事件日前后15天作为事件期共计30天,以基准日(t=0)往前16天作为估计期第1天,从往前推算100个交易日作为估计期。对于非正常收益的选取本文采用两个模型,市场模型与T益模型。

三、实证结果

(一)市场模型下权证上市日标的股票价格影响

在图1上可以看到在权证上市日前后5个交易日对标的股票的平均超额收益率(AAR)的影响并不明显,涨跌各半,最大值出现在事件期的-1天,也就是权证上市日的前一天,AAR最大为1.4%,最小值-1.77%出现在事件期的7天,就是权证上市日后第7个交易日,AAR在事件期[6,15]内,除了11天的AAR为正之外其他的都为负,说明权证上市后对标的股票价格带来了负的效应。到标的股票的平均超额收益率(CAAR)在权证上市日前13天创出最高点0.25%,之后就一直为负数,在事件期[-15,7]内并不是很明显,但是在权证上市日后第7天,CAAR就一直掉头向下,在权证上市日后第15个交易日创出最低点-10.11%,跟AAR的表现一样,这表明了认股权证的上市对于标的股票的价格带来了负的效应。

图1上市日前后15个交易日内标的股票的AAR与CAAR

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell. Meet face-to-face with top investment experts. Acquire a global market perspective. Discover profitable investment insights... The WORLD MONEY SHOW. WOVEN & SHOW. 13th MONTH.

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell. Meet face-to-face with top investment experts. Acquire a global market perspective. Discover profitable investment insights... The WORLD MONEY SHOW. WOVEN & SHOW. 13th MONTH.

图2 股权登记日前后15个交易日内标的股票的AAR与CAAR

在图2上可以看到在分离式可转债发行时股权登记日前5个交易日对标的股票的平均超额收益率(AAR)的影响比较明显,都大于零,最大值出现在事件期的-1天,也就是权证上市日的前一天,AAR最大为1.4%。在AAR达到最大值后,股权登记日当天跟后一天出现大幅下降,最小值-3.19%出现在事件期的1天,就是权证上市日后第1个交易日,AAR在事件期[2, 15]内,涨跌各异,趋势性不明显。标的股票的平均超额收益率(CAAR)在权证上市日前-1天创出最高点2.18%,之后就掉头向下一直为负数,在事件期[3, 15]内开始缓慢向上,在15时值为-1.88%与事件期-15时的-1.95%的差距并不是很大,所以整个事件期对标的股票价格的影响不是很明显。

(三) 市场调节收益模型下权证上市首日的影

图3 上市日前后15个交易日内标的股票的AAR与CAAR

在图3上可以看到在事件期[-15, 15],AAR的最大值1.12%是在-5日产生,最小值-1.17%是在15日产生,事件期[-5, 5]的AAR大于零比较多,导致CAAR在事件期[-5, 5]呈现一个上涨的趋势,这与我们之前用市场模型做的结果有矛盾,估计是模型差异造成的实证结果差异。而相同的是在事件期[5, 15]内,CAAR一直处在一个下降趋势中。

(四) 市场调节模型下股权登记日前后标的股票价格影响

分离式可转债发行时股权登记日前5个交易日对标的股票的平均超额收益率(AAR)的影响比较明显,都大于零,其中以事件期-1天的值最大,为1.6%,这个结论跟之前的市场模型得到的结论一致。AAR的最小值为-2.45%出现在事件期的1天,就是权证上市日后第1个交易日,AAR在事件期[2, 15]内,涨跌各异趋势性不明显,这也与市场模型的结论一样。从图4上可以看到标的股票的平均超额收益率(CAAR)在权证上市日前-1天创出最高点6.57%,之后的第0天与第1天明显下降,这跟之前的市场模型结论相同,在事件期[3, 15]开始缓慢上升,但是-15日的-1%与15日的5.19%差距较大,跟之前的市场模型结论不同。

图4 股权登记日前后15个交易日内标的股票的AAR与CAAR

四、结论

本文分别采用市场模型和市场调节模型,运用事件分析法对我国分离式可转债权证上市首日和股权登记日对标的股票的影响进行研究,实证结果发现:

1. 权证上市日对标的股票价格的异常收益率影响并不显著。无论是用市场模型还是市场调节收益模型,两种模型检验的共同点是在事件期[-5, 5]内,AAR与CAAR都没有显著性,特别是在权证上市日即事件期第0天AAR与CAAR都很小且不显著,所以我们可以得出结论,分离式可转债权证上市日并没有对标的股票带来显著的异常收益率。

2. 股权登记日前一日有显著的正的异常收益率,股权登记日当天跟后一天有显著的负的异常收益率。无论是市场模型还是市场调节收益模型,都检验出了股权登记日之前存在显著的正的超额收益,股权登记日之后存在负的超额收益,这个基本跟我们的假设二相符,但是唯一不同的是实证表明股权登记日当天就出现了显著的负的超额收益,这个可能是提前反应,套利者都把这天当作利好出尽提前平仓而不参与配售造成的。

3. 分离式可转债发行对标的股票的影响是由于权证上市套利所引起的。本文分别使用股权登记日与权证上市日作为t日研究权证的发行对标的股票的影响,研究得出权证上市日对标的股票的影响并不显著,显著性最强的出现在股权登记日,在股权登记日之前存在正的超额收益,而当天跟之后一天都是负的超额收益,这说明利好出尽,股权登记日之所以是利好,是由于权证上市时的高溢价给申购分离式可转债带来了套利空间。

从实证结果看来,我国权证发行是存在套利空间的,在股权登记日之前持有标的股票,在股权登记日之后就能获得权证,而权证一旦上市就能以非常高的溢价进行交易,这种高溢价的基础在于我国权证独一无二的交易制度使权证存在着非常高的投机价值。我们认为权证投机,宜“疏”不宜“堵”,建议取消股票涨跌幅限制实施T+0或对权证实施T+1交易,并丰富权证产品推出备兑权证。

参考文献:

【1】Chen, K.C. and Wu.L.F., Introduction and explanation effects of derivative equity w

arrants in HongKong, International Review of Financial Analysts, 10, 2001, 37-52
【2】Draper, P., Mak, B.S.C&Tang, G.Y.N., TheDerivative Warrant Market In HongKong: Relationships With Underlying Assets, Journal of Derivatives, 2001, Vol.8, 155.4, PP.72-83.
【3】Chiu, Chien-Liang, et.al.Studies on the Effect of Trading Volume and Return Volatility on Call Warrants Underlying Stoeks in Taiwan.Quarterly Journal of Business&Economies, 2005 (44) : 29-43
【4】王毓敏 台股认股权证交易对标的股票风险之影响, 台湾金融财务季刊2003 5 1 87~102
【5】谢伟棠 台湾认购权证上市与下市对标的证券影响之研究 辅仁大学管理学研究所 硕士论文1999
【6】隆武华 吴莹 黄松琛海外附认股权证公司债券的发展及启示 证券市场导报 2005 1
【7】钟珍 我国权证发行对标的股票影响的实证分析 对外经贸大学 硕士论文 2006
(作者单位: 中南大学商学院)

【 评论 】 【 推荐 】

评一评

正在读取...



笔名:



评论:

发表评论

重写评论

[评论将在5分钟内被审核, 请耐心等待]

【注】 发表评论必需遵守以下条例:

- 尊重网上道德, 遵守中华人民共和国的各项有关法律法规
- 承担一切因您的行为而直接或间接导致的民事或刑事责任
- 本站管理人员有权保留或删除其管辖留言中的任意内容
- 本站有权在网站内转载或引用您的评论
- 参与本评论即表明您已经阅读并接受上述条款

Copyright ©2007-2008 时代金融



EliteArticle System Version 3.00 Beta2

当前风格: 经典风格

云南省昆明市正义路69号金融大厦