

权证退市对股市流动性与波动性的影响

戴俊 欧军

(百色学院经济管理系 广西百色 533000 衡阳华菱钢管有限公司战略规划投资部 湖南衡阳 421001)

【摘要】 本文研究权证退市对中国股市的影响,选取了权证退市前后50周的换手率、振幅及收益率波动性等数据进行对比研究,运用SPSS进行单因素方差分析与方差齐异性检验,运用eviews进行收益率波动性回归分析。结果表明,权证退市对中国股市的影响是流动性明显减弱,波动性略有减小,投资风险有所减弱,但投资者普遍继续亏损。

【关键词】 中国股市 权证退市 流动性 波动性

关于权证对股市的影响,国内外学者已经做了许多研究,这些研究大至可被分为两类:一类是权证的发行对标的股的影响,另一类主要强调权证对股市的影响。以往研究都是从标的股的流动性、波动性的变化出发,以事件研究为基础,用权证对标的股的影响来替代整个股市的影响。但由于整个股市中每个股票的权重、 β 系数及相关系数不同,这种以少数个股替代整个市场的研究方法,肯定是有缺陷的。同时,现有研究也没有针对权证终止发行或退市对股市影响的研究。鉴于此,本文在现有学者研究的基础上,以所有权证品种退市作为研究事件,运用对比、AR(1)回归等研究方法,来揭示权证退市

开始逐步得到改善。另外,随着Pre-IPO项目竞争的日益激烈和回报率的降低,占我国主流地位的成长型基金的空间日益缩小,而并购基金将在以后逐渐占据主流地位。为了促进我国私募股权并购基金健康发展,应从以下方面加以改善:

1. 拓展融资渠道,降低融资成本。目前我国并购市场融资渠道单一且成本高昂,因此应大力发展并购贷款和债券市场。在并购贷款方面,应降低贷款人的准入门槛,允许其利用被投资公司的经营现金流实现还本付息,以解决杠杆交易中的现金流匹配问题。在债券市场方面,应坚持市场化的运作模式,扩大中小企业私募债的试点范围,放宽私募债的用途限制,鼓励中小企业利用信用增级、风险掉期等衍生工具来控制风险,以降低其融资成本并提高融资效率。

2. 建立多层次资本市场,鼓励中小企业上市。首先应加快新三板等场外交易市场的建设,使其达到一定的规模来满足中小企业的融资和发展需要。其次应完善产权交易市场,一个成熟完善的产权市场是并购交易的推动器,而我国目前产权交易成本过高、监管落后并以实物型交易为主,因此应尽快设立统一的产权市场监管机构以规范企业的产权交易行为。最后由于各层次资本市场标准及功能定位不同,因此在建设时应使其紧密联系并互补互动,以尽量满足不同企业和

对我国股市的影响。

一、研究方法与数据来源

1. 研究理论。本文研究权证退市对中国股市的影响,主要是基于三大理论:①股票市场指标理论。②统计分析理论。③显著性判断理论,包括均值和方差显著性检验,运用t值、F值及P值与临界值比较,从而判断是否显著。

2. 研究方法。文章研究权证退市对中国股市的影响,选取了权证退市前后50周的换手率、振幅及收益率波动性等数据的变化进行对比研究,运用SPSS进行单因素方差分析与方差齐异性检验运用eviews对收益率波动性进行回归分析,以

投资者的需要。

3. 创新金融工具,完善监管机制。相比国外大量的杠杆收购,我国并购基金进入目标企业以资产置换和股权置换为主,因此应借鉴美国等发达国家私募基金创新金融工具的经验,适当发展垃圾债券、延迟零息债务处理等金融工具,以逐步解决我国并购工具单一的问题。而由于衍生工具创新具有一定的金融风险,因此应建立统一的并购基金监管机构,并逐渐完善相关法律体系以实现我国并购基金的良性发展。

【注】 本文系2012年唐山市科学研究与发展指导计划(项目编号:12140209a)阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 朱武祥. KKR、杠杆收购与公司治理. 证券市场导报, 2001; 7
2. 洪渊. 开放条件下私募基金的功能与风险控制. 财经科学, 2007; 2
3. 韩世君. 发展产业投资基金问题初探. 财贸经济, 2006; 4
4. 白洋. 金融危机后中国PE市场投资特征分析. 国际金融研究, 2010; 2
5. 刘伟. 中国资本市场效率实证分析——直接融资与间接融资效率比较. 金融研究, 2006; 1

判断权证退市对股市的影响。

3. 数据来源。由于本文把所有交易的权证品种看成一个事件,因此样本数据取自2011年11月18日(中国股市最后一只权证——长虹CWB1的行权日)前后各50周,来自通信达行情软件从2010年12月3日到2012年11月16日的的数据,即权证退市前后约一年沪指和深指、大盘振幅及大盘换手率等相关数据。同时,文章研究权证退市对股市的影响主要是基于流动性与波动性的变化,而流动性与波动性分别用换手率与振幅及收益率波动性来表示。

二、实证分析

以研究理论为基础,运用来自通信达行情软件的权证退市前后50周的数据,通过计算及分析得到沪深两市大盘指数的振幅、换手率、有效流速及收益率等数据及各种检验结果。具体见表1和表2:

表1 沪深两市权证退市前后50周单因素方差分析

	假设	有效流速均值与方差		振幅均值与方差		收益率均值与方差	
		前均值	前方差	前均值	前方差	前均值	前方差
沪市 前后 50周	假设1 (均值显著 性假设):	0.007 5	1.23E-05	3.558 5	1.638 8	-0.345 1	5.354 2
		后均值	后方差	后均值	后方差	后均值	后方差
	$H_0: \mu_1 = \mu_2$	0.006 1	6.88E-06	3.294 3	1.481 2	-0.363 7	4.710 8
	$H_1: \mu_1 \neq \mu_2$	P=0.022 71 < 0.05		P=0.292 856 > 0.05		P=0.967 011 > 0.05	
深市 前后 50周	假设2 (方差显著 性假设):	0.016 2	4.62E-05	4.313 6	2.759 5	-0.447 49	7.684 5
		后均值	后方差	后均值	后方差	后均值	后方差
	$H_0: \delta_1^2 = \delta_2^2$	0.016 9	4.21E-05	4.597 8	2.323 7	-0.421 99	10.090 3
	$H_1: \delta_1^2 \neq \delta_2^2$	P=0.564 7 > 0.05		P=0.374 9 > 0.05		P=0.966 0 > 0.05	

表2 沪深两市权证退市后50周方差奇异性检验

假设	有效流速方差	振幅方差	收益率波动性均值与方差	
$H_0: \delta_1^2 = \delta_2^2$ $H_1: \delta_1^2 \neq \delta_2^2$	沪市	沪市	沪市波动性均值	沪市方差
	6.88E-06	1.481 178	9.151 48	155.144 9
	深市	深市	深市波动性均值	深市方差
	4.21E-05	2.323 664	20.913 36	867.091 7
	F=0.163 457	F=0.637 432	F=0.178 926	
	< 0.622 165	> 0.622 165	< 0.622 165	
	(F单尾临界)	(F单尾临界)	(F单尾临界)	

1. 沪市与深市数据分析。通过表1,可以发现沪市权证退市后对沪市的影响:有效流速的均值(见图1)与方差同时减小,表明权证退市降低了股票的流动性但变得稳定,而且这种差异在权证退市前后是显著的($P=0.022 71 < 0.05$)。振幅均值(见图2)与方差同时减小,表明权证退市后价格的振幅范围缩窄与波动性减小,但这种变化不是很明显($P=0.292 856 > 0.05$)。收益率均值与方差都是减小,但变化不大($P=0.967011 > 0.05$),同时也表明大多投资者都是亏损,但风险在减少。

同时通过表1,可知在权证退市后对深市的影响:有效流速的均值(见图3)变大,方差变小,表明权证退市提高了股票

的流动性,且变得更稳定,但是这种差异在权证退市前后不显著($P=0.564 7 > 0.05$)。振幅均值(见图4)变大,方差变小,表明权证退市后振幅范围扩大但波动性减小,这种变化也不是很明显($P=0.374 9 > 0.05$)。收益率均值与方差都变大,表明投资者亏损减少,风险增大,这种变化同样不显著($P=0.966 0 > 0.05$)。

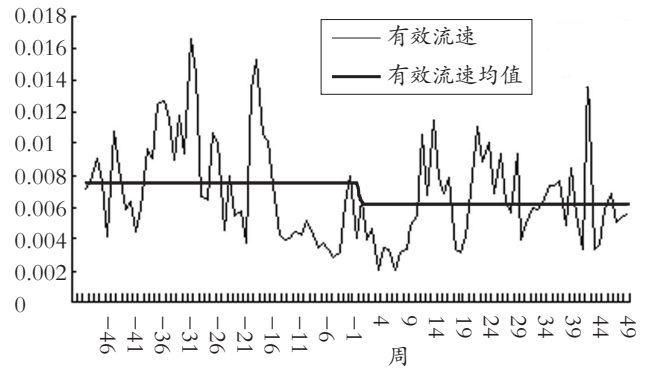


图1 沪市权证退市前后有效流速

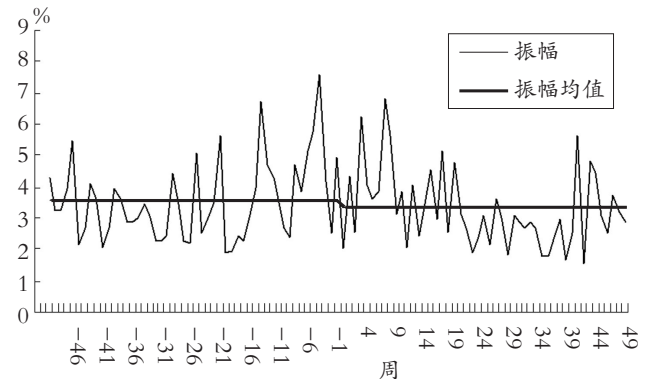


图2 沪市权证退市前后振幅

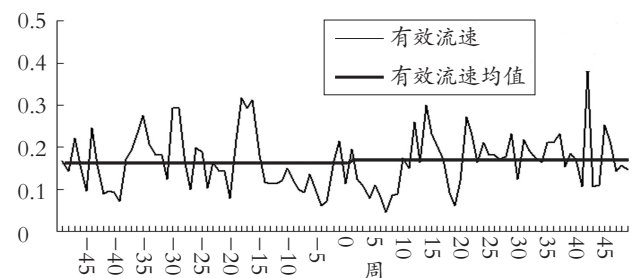


图3 深市权证退市前后有效流速

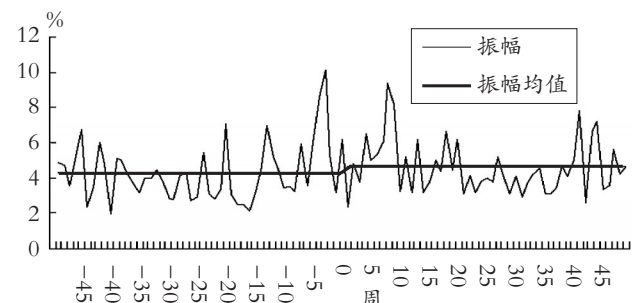


图4 深市权证退市前后振幅

2. 沪深两市间数据分析。通过表2,可知沪深两市在权证退市后对各自的影响:有效流速方差沪市小于深市,表明权证退市后沪市流动性比深市流动性更稳定,这种差异不显著($F=0.163\ 457 < F$ 单尾临界 $=0.622\ 165$)。振幅方差沪市小于深市,表明沪市在权证退市后股价波动性小于深市股价波动性,但这种变化是显著的($F=0.637\ 432 > F$ 单尾临界 $=0.622\ 165$)。

收益率波动性(见图5与图6)均值与方差方面,沪市在权证退市后都小于深市收益率波动性均值与方差,表明相比沪市而言深市投资者获利机会多,风险也增大,但是这种差异不显著($F=0.178\ 926 < F$ 单尾临界 $=0.622\ 165$)。

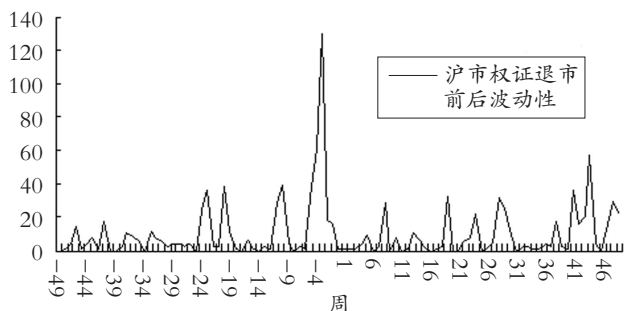


图5 沪市权证退市前后收益率波动性

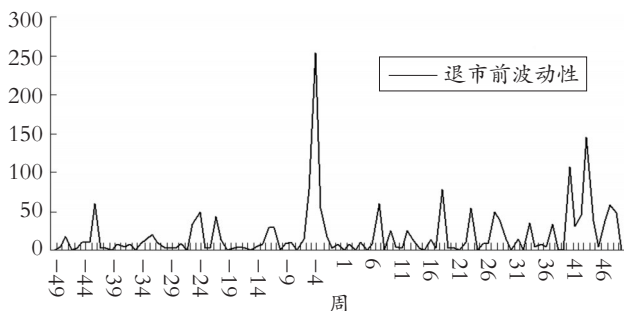


图6 深市权证退市前后收益率波动性

通过对沪深两市数据进行分析,发现:①权证退市后显著降低了沪市的流动性,提高了深市流动性,但两者的流动性比权证退市前更为稳定,尤其是沪市。②权证退市后沪市振幅缩窄,深市振幅扩大,但两者都比退市前更平稳,尤其是沪市。③两市投资者都在亏损,沪市大多投资者亏损略有增加,深市投资者亏损稍有减少但风险增大,沪市收益率波动性比深市稳定。

3. 沪深两市回归方程分析。对两市权证退市前后收益率波动数据分类并结合AR(1)模型: $x_t^2 = \beta_0 + \beta_1 x_{t-1}^2 + u_t$ 。

在此基础上,通过eviews回归AR(1)得到如下方程:

(1)沪市收益率波动性方程。

沪市权证退市前收益率波动性方程:

$$x_t^2 = 0.411\ 030\ 822\ 9 \times x_{t-1}^2 + 6.882\ 113\ 358 \quad (1)$$

沪市权证退市后收益率波动性方程:

$$x_t^2 = 0.137\ 577\ 106\ 8 \times x_{t-1}^2 + 8.054\ 268\ 5 \quad (2)$$

比较方程(1)的 x_{t-1}^2 系数与方程(2)的 x_{t-1}^2 系数,发现前者大于后者($0.411\ 030\ 822\ 9 > 0.137\ 577\ 106\ 8$)。由此可知,沪市在权证退市后,收益率受历史收益率的影响减小。从市场的有效性来讲,在权证退市后沪市变得更有效。

(2)深市收益率波动性方程。

深市权证退市前收益率波动性方程:

$$x_t^2 = 0.359\ 612 \times x_{t-1}^2 + 10.805\ 97 \quad (3)$$

深市权证退市后收益率波动性方程:

$$x_t^2 = 0.109\ 829 \times x_{t-1}^2 + 18.600\ 14 \quad (4)$$

比较方程(3)的 x_{t-1}^2 系数与方程(4)的 x_{t-1}^2 系数,发现前者大于后者($0.359\ 612 > 0.109\ 829$)。同理可知,在权证退市后深市变得更有效。

因此,通过比较权证退市前后两市收益率波动性方程,发现在权证退市后沪深两市在收益率波动性影响上,受历史收益率的影响都在减弱,股市变得更有效。

4. 中国股市市场概况与权证标的股数据分析。截至2012年12月31日,沪深两市总股本31 833.62亿股,其中沪市24 617.62亿股,深市7216亿股;深市股本占两市总股本的22.67%,沪市股本占两市总股本的77.33%。

两市流动总股本24 778.23亿股,其中沪市19 521.34亿股,深市5 256.89亿股;深市流动股本占两市流动总股本21.22%,沪市流动股本占两市流动总股本78.73%。

此外,从2006年4月到2011年8月共发行32只权证(剔除既是认沽又是认购的权证),深市有9只(即标的股9只),而沪市却有23只(即标的股23只)。

由此可知,不管权证退市前还是退市后,权证退市对股市的影响均由沪市来体现的。

三、结论与启示

通过以上的分析,本文得出以下结论:权证退市对中国股市的影响是流动性减弱明显,波动性(不管振幅还是收益率)略有减小,投资风险有所减弱,但投资者普遍继续亏损。同时,权证退市使股市波动性减小并变得平稳,且受历史数据影响减弱的这种变化,是对中国股市权证为什么退市的最好解释。

此外,文章的结论也给了投资者一些启示:如果这种影响持续不变,那么在持有股票时间上,应选择短线而不是长期持有,甚至可以择时空仓;在品种选择上,适宜选择质优小盘股;在市场选择上,适于选择深市进行投资等。

主要参考文献

1. 郭喜才. 权证发行对标的股票风险影响的实证研究. 求索, 2010;3
2. 张普,倪莎. 沪深股市权证和股票的互动关系研究. 中国计量学院学报, 2008;3
3. 钟远强,梁彤纩,陈远志. 认股权证发行对标的股票的影响. 浙江金融, 2008;2