

权证类产品浅探

权证是衍生产品的一种，所谓衍生产品是相对于股票、债券、指数、外汇、商品等基础类产品而言的，其价值由基础类产品决定。“迅猛”一词已经难以形容近年来衍生产品市场的发展态势，若非要描述这种状态，“爆炸式的发展”似乎更贴切一些。根据国际清算银行（BIS）的统计，2003年底在有组织的交易所内交易的金融衍生产品期末账面余额为16万亿美元，已超过国际银行间市场、证券市场的期末账面余额，比1990年的2.29万亿美元同比增长了近7倍；而OTC市场衍生产品的规模更加庞大，2003年底在柜台市场上金融衍生产品期末账面余额达到197万亿美元，比1995年3月的47.5万亿同比增长了3倍多。

权证既是开发各类衍生产品的基础，又是所有的衍生产品里风险比较小，市场需求非常大的品种，正因为如此，发行权证成为海外券商发展衍生产品的重中之重。以新兴的台湾市场为例，2003年台湾的权证市场在19家发行券商竞相发行权证的情况下，权证发行档数高达321只权证，比起2002年的100只成长两倍多；权证发行金额亦由2002年的121.49亿元新台币大幅成长至309.84亿元。台湾权证市场的蓬勃发展也给发行券商带来了稳定可观的盈利。2003年，成立仅4年的元大京华新金融商品部门发行认购权证的收入高达26.2亿元，税前利润约9亿元，占公司总体税前利润32亿元的27%，宝来证券2003年利润7亿元，新金融商品部门利润即近2亿元，占总体利润的28.5%。与此同时，2004年香港已经坐上了世界权证交易龙头老大的宝座。这一切都说明，类似的大陆市场孕育着同样巨大的市场需求，面临着同样巨大的发展机遇。

面对如此难得的发展机遇，国内的先知们，并不只是静候机遇的成熟，而是采取了各种措施去促进成熟，迎接机遇。早在2002年，上海证券交易所副总经理刘啸东在由中信证券举办的中国资本市场发展与创新论坛上作演讲时就表示，上证所正准备设计一套方案，并向中国证监会提出申请，要求开设权证交易。2004年新产品开发部通过分拆可转债的方式设计出国内第一只认股权证，其后又通过DELTA动态调整等多种避险手段设计出50指数认购、认售，个股认购、认售，高息票据等一系列多元化的权证类产品。此外，已获得创新试点资格的券

商，比如国信证券、招商证券及东方证券等，披露的有关资料中，权证产品也受到了重点的关注。近期，更有相关人士透露，权证有望在今年上市交易。

可以判断，权证产品发展的时机日益成熟，值此之机，进一步加深对权证类产品的认识与了解也就显得更为必要和迫切。本文将以实例的形式，通过以下几个方面对可能即将面市的权证类产品做简单的介绍。

一、 权证的基本认识

权证是一种特定的契约，持有人有权利在未来某一特定日期（或特定期间内），以约定的价格（履约价格）购买/卖出一定数量的资产。持有人有权利决定是否执行履约，获得的是一个行使权利而不是责任，可选择行使与否，而发行者仅有被执行的义务，因此为获得这项权利，投资者需付出一定的代价（权利金）。权证（实际上所有期权）与远期或期货的分别在于前者持有人所获得的不是一种责任，而是一种权利，后者持有人需有责任执行双方签订的买卖合同，即必须以一个指定的价格，在指定的未来时间，交易指定的相关资产。

从上面的定义就容易看出，根据权利的行使方向，权证可以分为认购权证和认售权证，认购权证属于期权当中的“看涨期权”，认售权证属于“看跌期权”。以上提到的认购（售）权证都是一种备兑权证。备兑权证与普通的认股权证的最大差别在于，备兑权证是由证券公司等金融机构发行，而认股权证由上市公司发行。我国证券市场上曾经出现过的宝安认股权证以及配股权证、转配股权证等均属于认股权证。备兑认股权证所认兑的股票不是新发行的股票，而是已在市场上流通的股票。发行备兑权证不是上市公司的行为，不会增加股份公司的股本。

认股权证与备兑权证的比较

	认股权证（股本权证）	备兑权证
发行人	由上市公司发行	由证券商等金融机构发行
发行目的	筹集资金	避险和理财
执行结果	行使权利后股份数量增加	股份总数不变

标的物	单一股票	可以是单一股票，也可能是股票组合或指数
期限	一般为1-5 年	6 个月至2 年
结算方式	给付股票	结算可为股票给付，也可为现金结算

以下所提到的权证均指由证券公司发行的备兑权证。下面通过具体的产品案例，进一步熟悉权证的各组成元素和各方面特性。

50指数认购权证主要条款

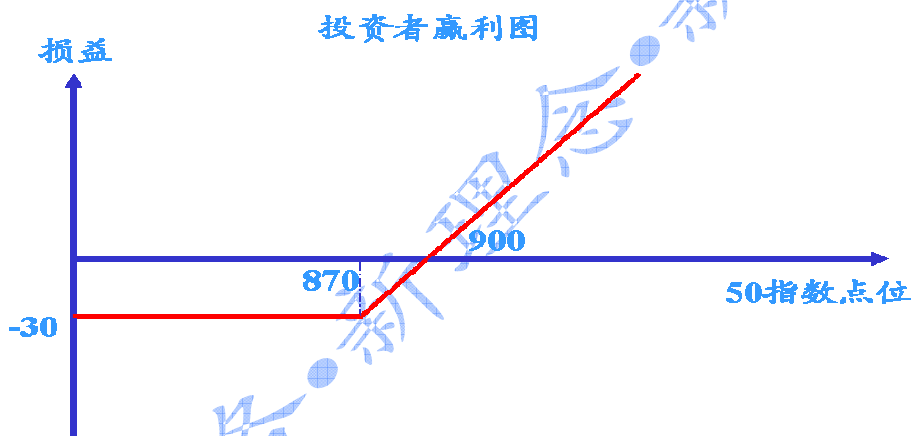
标的资产 : 上证50指数 (000016.SH)
 标的资产现价: 860点
 履约价格 : 870点
 权利金 : 30元
 契约期间 : 2005年03月01日——2005年05月31日
 发行总量 : 1000万份
 最低认购份额: 1万份
 认购单位 : 1万份
 权利执行期限: 契约期间的任意一个交易日
 范围 : 高端客户
 认购方式 : 与国泰君安签订认购权证契约书
 结算方式 : 现金结算
 结算规则 : 若履约时上证50指数低于870点, 每万份权证我们支付给投资者0元; 若履约时上证50指数高于870点, 每万份权证我们支付给投资者 $(S-870)$ 万元, S 为履约时上证50指数的收盘点数。

从该权证的主要条款可以知道, 该权证是一个美式指数认购权证, 所谓美式权证, 是指该权证在到期日前的任何时间都可以行使权利, 而欧式权证则只有在到期日才可以行使履约。所谓指数权证, 是指该权证挂钩的标的资产是指数(上证50指数), 权证的标的资产还可以是股票、债券、外币、商品或其它金融工具, 相应的该权证就被称为股票权证、债券权证等。

投资者购买了1万份该权证表明, 他支付30万元, 就可以在3月1日至5月31日的任何一个交易日按870点的价格买入1万份上证50指数(为便于理解, 可看作是以0.87元的价格买入1000万份上证50ETF), 当然该权证是按现金结算的, 所以并不会真的把标的资产交割给投资者, 而是根据履约时标的资产的价格和履约价格进行差价结算。一般来说, 当上证50指数低于870点时, 投资者

不会提出行使权利；当上证 50 指数高于 870 点，投资者提出履约时，我们支付给投资者 $(S-870)$ 万元， S 为履约时上证 50 指数的收盘点数。投资者的盈利情况如下：

履约时，上证 50 指数点数	投资者获得收益（万元）	净收益（万元）
0	0	-30
700	0	-30
750	0	-30
870	0	-30
900	30	0
950	80	50
1000	130	100
1100	230	200
10000	9130	9100



✧ 认购权证适合以下一些客户：1、对未来证券市场看好的投资者，试图通过认购权证获取高收益；2、具有一定的风险承受能力，权利金有全部损失的可能性；3、想参与证券市场，但希望风险可控，损失不会超过权利金；4、在保本型资产配置中，加入认购权证，提高收益。

以下是一个美式指数认售权证的产品案例：

50指数认售权证主要条款

标的资产：上证50指数 (000016.SH)

标的资产现价：860点

履约价格：850点

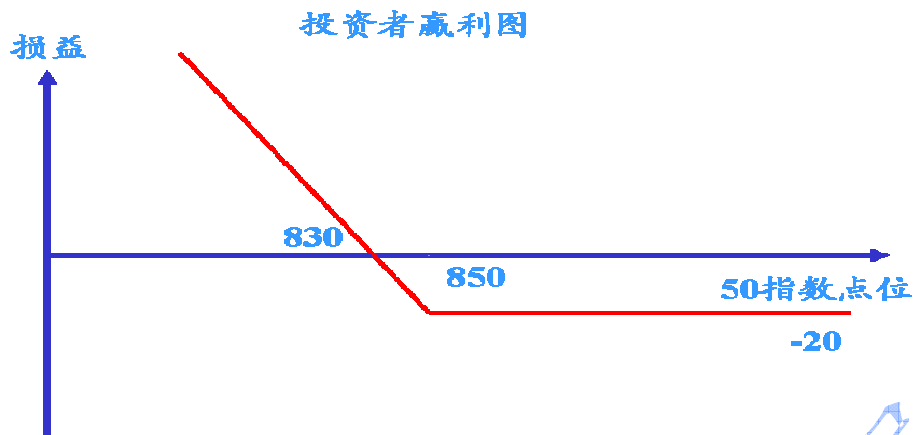
权利金：20元

契约期间：2005年03月01日——2005年05月31日

发行总量 : 1000万份
 最低认购份额: 1万份
 认购单位 : 1万份
 权利执行期限: 契约期间的任意一个交易日
 范围 : 高端客户
 认购方式 : 与国泰君安签订认售权证契约书
 结算方式 : 现金结算
 结算规则 : 若履约时上证50指数高于850点, 每万份权证我们支付给投资者0元; 若履约时上证50指数低于850点, 每万份权证我们支付给投资者 $(850-S)$ 万元, S 为履约时上证50指数的收盘点数。

投资者购买了1万份该权证表明, 他支付20万元, 就可以在3月1日至5月31日的任何一个交易日按850点的价格卖出1万份上证50指数(为便于理解, 可看作是以0.85元的价格卖出1000万份上证50ETF), 当然该权证是按现金结算的, 所以并不会真的把标的资产交割给投资者, 而是根据履约时标的资产的价格和履约价格进行差价结算。一般来说, 当上证50指数高于850点时, 投资者不会提出行使权利; 当上证50指数低于850点, 投资者提出履约时, 我们支付给投资者 $(850-S)$ 万元, S 为履约时上证50指数的收盘点数。投资者的盈利情况如下:

履约时, 上证50指数点数	投资者获得收益 (万元)	净收益 (万元)
0	850	830
700	150	130
800	50	30
830	20	0
850	0	-20
900	0	-20
1000	0	-20
10000	0	-20



✧ 认售权证适合以下一些客户：1、对未来证券市场看淡的投资者，试图通过认售权证在市场下跌时获取高收益；2、具有一定的风险承受能力，权利金有全部损失的可能性；3、持有大量的证券，通过认沽权证来规避风险。

通过以上分析看出，权证具有以下特性：

✧ **避险性：**投资人如已持有或即将持有现货部位，可以购买权证作为避险工具，例如投资人预测股票价格即将上涨，却又担心预测错误或者为了规避系统性风险，即可用少许的金额买进一个认售权证，当股票下跌时，其权证获利的部分可用来弥补买入股票标的物的机会成本。当股票价格上涨时，其买入股票已经获利，而损失的只是少许的权证金。反之，如该投资人预测标的物价格即将下跌，则可实行相反之避险操作策略。

✧ **高杠杆性：**权证属于衍生性金融商品之一，交易时仅须支付少数权利金，具高杠杆作用，杠杆比率愈大表示杠杆效果愈大，其获利与损失的风险也愈大；反之，杠杆比率愈小表示杠杆效果愈小，其获利与损失的风险亦愈小。从上面的盈利列表可明显看出权证的高杠杆性。

✧ **时效性：**投资人买卖权证不像股票可以长期持有，权证具有存续期间，海外通行惯例为二年以下，权证到期后即丧失其效力。权证在到期前，其市价包括内含价值和时间价值两部分，其中所谓时间价值即权证未来进入价内状态的可能价值，无论其标的物上涨或下跌，时间价值均会随着权证到期日逐渐接近而递减，权证到期时如不具履约价值，投资人将损失其当初购买权证的价金。

✧ **风险有限，获利无穷：**权证到期前如不具履约价值或投资人未申请履约者，

其最大损失仅为当初购买权证所支付的权利金，故风险有限。而在到期前，如标的物价格上涨，则认购权证价格将随之上涨，因标的物价格可能无限上涨，故权证的获利是无穷的，即使是认售权证，其获利空间也远大于权利金的损失。

✧ **商品多元化：**权证除可依其标的物种类之不同而发展出各种类别的权证外，如股票权证、债券权证、外币权证及指数权证等，另可依据投资人的不同需求而设计出各式各样类型的权证。

✧ **权益有限：**权证无法分享其标的物的权益，股票权证持有人遇标的证券除权时，不可参与标的证券的除权交易，亦不可参与标的证券发行公司股东大会的投票权等。同理，债券权证持有人亦不可参与债券的配息交易。为确保权证持有人的权益，如遇股票除权或债券除息时，权证发行人必须调整履约价格及行使比例。而外币权证及指数权证因无除权除息问题，故不须调整履约价格及行使比例。

二、与权证相关的股权连接产品介绍

权证是一种基础的衍生产品，通过与其它产品的组合，可以设计出具有不同风险收益特性的产品。股权连接产品中的高息票据（HYN）就是一例。投资者买入一份高息票据相当于同时卖出认售权证和买进零息债券。高息票据是近年来亚洲私人银行界中，最受欢迎的销售产品之一，它是以票券形式发行的高收益投资工具，其回报最终将取决于与票据挂钩的标的资产或资产类别的表现。以下是高息票据的一个产品案例：

50ETF挂钩高息票据（年收益率12%）

标的资产 上证 50ETF（000016.SH）

发行量 20 张

面值 5,000,000 元

交易日 [第 1 天] 所有条款及参考现货价将在交易日订定

发行日 交易日 + 14 天 投资者在发行日缴付投资款项

定价日 到期日 - 2 天 视标的资产在定价日的收盘价，票据持有人在到期时收回现金或 50ETF

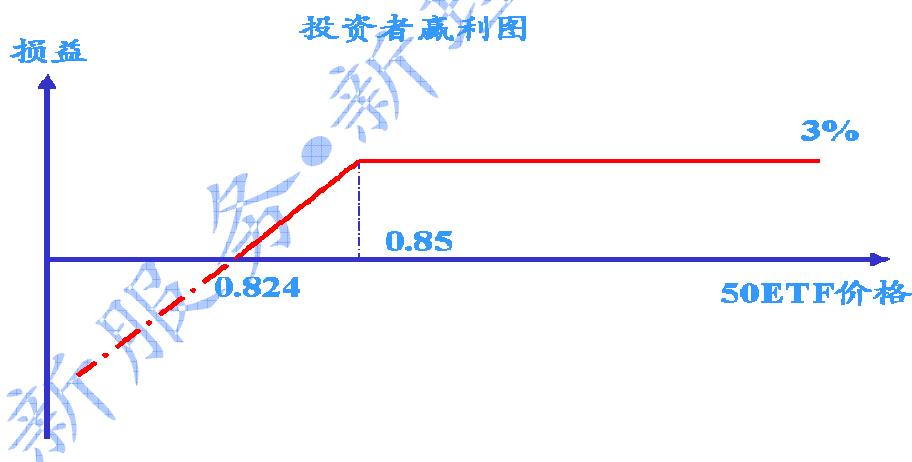
到期日 发行日后 90 天 发行人在到期日以现金或 50ETF 支付给票据持有人

参考现货价 0.860 元 50ETF 在交易日当日的市价

行使价 0.850 元 票据持有人乐意购入 50ETF 的价格水平，可商议

发行价	97%	投资者需缴付的金额，在此例子中， $= 97\% \times 5,000,000 \text{ 元} = 4,850,000 \text{ 元}$
每张票据证券数量	5,882,353 份	如以证券结算，票据持有人在到期日收回的 50ETF 数量，以面值除以行使价计算 $= 5,000,000 \text{ 元} / 0.85 \text{ 元} = 5,882,353 \text{ 份}$
年度收益率	12%	
结算		如果定价日 50ETF 收盘价高于行使价，票据持有人收回 5,000,000 元；如果定价日 50ETF 收盘价等于或低于行使价，持有人收回 5,882,353 份 50ETF

从条款可以知道，该高息票据是和上证 50ETF 挂钩的，年度收益率为 12%，但这是有一定条件的，即在定价日那天上证 50ETF 的收盘价高于 0.85 元。购买一张上述高息票据的交易流程如下：首先，在交易日（第 1 天），投资者与我们确定条款并签订协议；其次，在发行日（第 15 天），投资者向我们交纳投资款 485 万元；再次，在定价日（第 88 天），确定上证 50ETF 的收盘价 S；最后，在到期日（第 90 天），我们根据定价日上证 50ETF 的收盘价 S 决定何种支付，如果 $S > 0.85 \text{ 元}$ ，我们支付给持有者 500 万元；如果 $S \leq 0.85 \text{ 元}$ ，我们支付给持有者 5,882,353 份上证 50ETF。



该高息票据名义上年收益率为 12%，其实行使价（0.85 元）是低于参考现价（0.86 元）的，如果根据投资者需求把行使价调高，相应的年度收益率也会上升，相反调低行使价，年度收益率也将相应降低。同时由于高息票据是一种十分灵活的产品，我们可根据投资者的需求，设计各种标的（流动性好、不易操纵的证券）、各种期限结构、各种行使价的高息票据。

从上面的分析，我们可以看出，高息票据能为投资带来种种优势，其中包

括：1、**卓越回报**：高息票据属于高收益投资工具，年度复合收益率一般可高达10%至60%；2、**以较低价格购入股票**：高息票据能为投资者提供以低于交易日之市价水平，吸纳感兴趣股票的机会。投资者一方面争取高收益回报，另一方面则拥有以较低价格吸纳股票的机会；3、**多种标的股票选择**：投资者可从一系列的蓝筹股、科技股及其它股票中，选择感兴趣的作为标的；4、**在平衡市中争取高收益回报**：高息票据是横盘市况中，争取高收益回报的最有效工具之一，在票据定价日，标的股票的收市价只要保持高于行使价，投资者便可收取现金收益，若标的股票在期内的升幅低于票据所约定的收益率，则高息票据的回报将胜于单纯购入标的股票。

✧ 高息票据适合以下一些客户：1、认为未来证券市场将窄幅波动的投资者；2、试图获取较高回报，同时愿意承担一定风险的投资者；3、希望以比现价低的价格买入中意的证券的投资者。

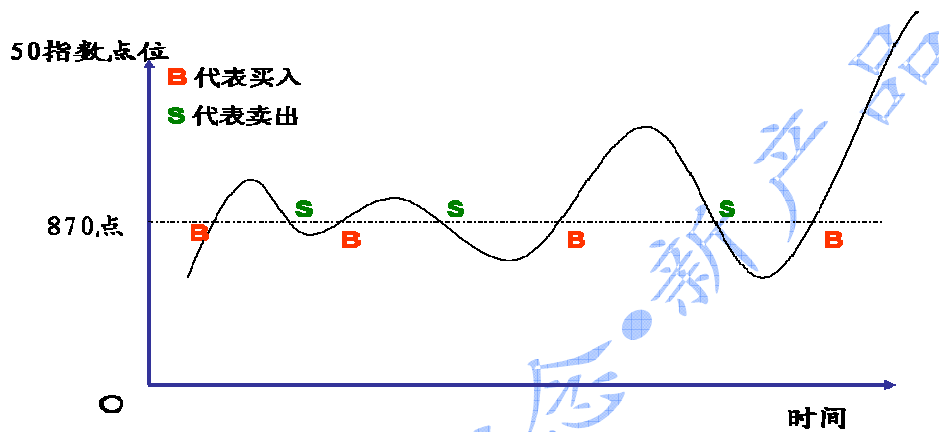
高息票据只是与权证相关的股权连接产品的一小类产品，通过把权证与各类产品相结合，可以创造出各种风险收益的产品，基本能满足投资者多元化的投资需求。

三、 权证发行者的避险操作

许多人可能会认为权证是投资者与发行者之间的一种对赌，因为表面上看，投资者赚的钱是发行者支付的，而发行者收取的权利金是投资者缴纳的。如果发行者不做任何的避险操作，确实是这样，比如在上面提到的50指数认购权证案例，不做任何避险的话，投资者的净收益就是发行者的净损失。而一旦发行者采取相应的避险操作就完全不一样了。

首先，不同类型的权证产品之间会互相对冲，例如认购权证与高息票据之间的互相对冲，认售权证与ELN的互相对冲等，同时还可以进行价值低估权证的回购等。但是，一般由于各种类型的权证产品头寸不能完全匹配，或者各种产品的标的物相关性不强，或者期限结构不一致等等，发行者势必还必须通过持有数量一定的现货来进行避险。

最简单的一种避险策略是止损策略。以 1 万份上述 50 指数认购权证为例，发行时上证 50 指数为 860 点，如果上证 50 指数一直在 870 点下方运行，则不进行任何操作，如果上证 50 指数刚刚升到 870 点，就买入 1000 万份上证 50ETF，如果后来上证 50 指数刚刚跌回 870 点，就卖出所持有的 1000 万份上证 50ETF，一直进行这样的操作直到权证到期，这样就能保证投资者行使权利时，具有相应的现货盈利以支付，投资者不行使权利时，也不会因为持有现货而亏损。



但是由于止损策略的交易成本过大、不易控制且操作难度较大，所以海外的权证发行者在进行避险操作时大多数采用 Delta 动态调整的方式。Delta 定义为该衍生证券的价格变化对其标的资产价格变化的比率，Delta 值= $N(d_1)$ ，其中，

$N(x)$ 为累积正态分布概率函数；

$$d_1 = \frac{\ln(S_t/X) + (r_f + \sigma^2/2)(T-t)}{\sigma\sqrt{T-t}}$$

σ 为标的资产对数收益率的波动率； r 为无风险利率； $(T-t)$ 为剩余期限； S 为标的物现价； X 为行使价格。

同样以 1 万份上述 50 指数认购权证为例，初始时 Delta 值为 0.52，表示刚开始时，需要持有 520 万份上证 50ETF，随着时间的推移和 50 指数的变化，Delta 值不断变化，发行者将根据 Delta 值的变化时刻调整现货的持仓。到期时，权证如果处于虚值状态（投资者不会行使权利）时，Delta 值必然等于 0，即发行者不持有任何现货；权证如果处于实值状态（投资者会行使权利）时，Delta 值必然等于 1，即发行者持有全额现货。

Delta 避险策略虽是权证发行商最基本的风险管理手段，但其必须假设连续的交易来维持 delta 风险的中性，而无限次数的交易需要承担无限的交易成本，因此，实际操作都是以间断平衡的交易 (rebalance trade) 来进行避险的依据。目前在实务和理论上，应用比较广泛的间断性避险策略，主要有三种：间断性的 B-S 模型、Leland Model、Whalley-Wilmott Model。按照我们的实证研究，目前中国市场上，采用每日调整的 (Daily) Whalley-Wilmott Model 效果比较好。按照 Whalley-Wilmott Model，每日的避险头寸按照以下公式调整：

$$y_t = \begin{cases} \Delta_t - B_t & \text{if } y_{t-1} < \Delta_t - B_t \\ \Delta_t + B_t & \text{if } y_{t-1} > \Delta_t + B_t \\ \Delta_t & \text{if } \Delta_t - B_t \leq y_{t-1} \leq \Delta_t + B_t \end{cases}$$

$$B_t = \left(\frac{3\lambda S_t e^{-r(T-t)} \Gamma_t^2}{2\lambda} \right)^{1/3}$$

其中， y_t ：第 t 日的避险头寸； Δ_t ：B-S 公式中的 Delta 值；

λ ：风险厌恶系数； Γ ：B-S 公式中的 Gamma 值；

其与 Delta 连续动态调整的区别在于，发行者每天观察一次 Delta 值，仅在 Delta 值变化幅度超出一定范围才进行调整。

四、权证定价

权证的价值可由 Black-Scholes 公式确定，B-S 公式如下：

$$W_C = SN(x) - e^{-r(T-t)} KN(x - \sigma\sqrt{T-t})$$

而

$$x = \frac{\ln(S/K) + \left(r + \frac{1}{2}\sigma^2 \right) (T-t)}{\sigma\sqrt{T-t}}$$

其中，

S = 标的股票现价； t = 当日日期； T = 权证到期日； δ = 股票报酬的波动率；
 K = 权证履约价； r = 无风险利率； $N(x)$ = 累积正态分布；

所以相应的有三种发行定价方式：

✧ **价值加成法：** 发行者先将正常的各参数代入 B-S 公式，计算出权证平价，比如 1 元，然后再加上 10% 的利润，那么 1.1 元即为权证的权利金。

✧ **参数调整法：** 在用 B-S 公式计算权证平价时，将各参数向有利于发行者的方向进行调整，比如实际的无风险利率为 5%，计算时将无风险利率设为 10%，或者实际波动率为 0.2，计算时将波动率设为 0.3 等等，这样将计算出来的价值作为权利金。

✧ **避险成本法：** 权证发行者在进行避险时，将产生避险成本。发行者一般在权证发行前进行蒙特卡洛模拟，测算各种路径下的避险成本，比如经测算，避险成本将有 95% 的概率小于 0.2 元，那么发行者就可以将权证的权利金定为 0.22 元。

五、 推出权证产品的意义

1、从管理层角度看推出权证的现实意义

✧ **降低券商包销股票的风险，促进股市的融资功能：** 一级市场上券商包销格局下，随着发行价格上升后发行失败风险的增加，券商的大笔流动资金被占用，由此导致券商承担可能亏损的风险。2001 年春兰股份增发 6000 万 A 股，超额认购倍数为 1.00283 倍。由于上海振华船运集团有限公司的“弃约”，997 万股将被主承销商按协议投入资金 1.89 亿元包销，这是自上市公司增发新股实行市场化后的首例主承销商大额余额包销事项。在配股过程中也曾出现同样的问题。允许券商发行备兑权证，恰好可利用这部分股票进行避险操作，从而有助于被迫包销了大量股票的券商解除巨额资金被占用的压力。

✧ **活跃市场交易：** 从海外市场的实证研究结论来看，推出权证产品，对活跃标的股票的交易是有益的。当投资者行使认股权利时，使股票资产实现转移流动，解决了因市场流动性下降而带来的操作不方便的问题。对于发行权证的机构来说，为了对冲风险，必然会在正股市场上作相关买卖，这样也可改善市场成交低迷的交投状况。

✧ **有利于价值发现，引导市场投资理念：** 由于权证的杠杆特性，对信息反映更

敏感，这种信息很快又会传递到标的股，由此有利于促进价值发现，使股票市场更有效率。一般作为备兑权证的标的股主要为大型蓝筹股，权证的推出有利于引导投资者关注蓝筹股，必然也会对投资者的投资理念产生影响，对整个市场具有十分积极的意义。

✧ 提供全新理财和避险工具，有利于保护投资者利益：随着我国投资者队伍的扩大，对股票投资避险产品的需求也在增加。权证作为现代金融创新中的一种基本工具，其品种十分丰富，同时权证与债券等金融品种组合，可创新更多的具有不同收益风险特征的金融品种。长期以来，我国证券市场上投资品种单一，又无做空制度，没有任何避险工具，故大盘出现大幅涨跌时往往出现“一荣俱荣”、“一损共损”的局面。由于权证投资具有杠杆性，波动性更大且成本低，因此权证为投资者尤其是中小投资者提供了多种投资选择。在设计投资组合时，他们可以将权证纳入投资组合中以对冲风险，使投资更加灵活；而且因权证具有期权性质，可以锁定风险，防止风险的扩大化，提高收益。因此，建立权证交易市场，一方面将起到丰富市场投资品种，完善市场投资结构的作用；另一方面也有利于加强对投资者尤其是中小投资者利益的保护。

随着权证的发展，必将推动我国金融创新事业的发展。在我国发展股指期货、股票期权的金融产品条件还不成熟的条件下，率先推出备兑权证产品是安全、有效和可行的选择，从海外市场的实践来看，一般也是先有权证市场，然后才有期权市场，发展备兑权证也有利于为发展期权期货市场创造条件。

2、推出权证产品对公司的意义

✧ 拓展新的利润来源：衍生产品市场庞大的交易规模以及快速的增长速度，说明了这一市场孕育着无限的商机。衍生产品对券商的作用已经越来越大，券商从传统向现代转型，就要为客户提供各种理财工具，如远期、互换、期权、期货等，提高投资者收益的同时，券商也可以收取更多的服务费。同时，与券商传统业务相比，衍生产品的手续费、佣金等收入更加稳定，即便股票市场市况不佳也能通过推出相应产品，比如看跌权证等，保证一个稳定的盈利。

2003 年全年度台湾券商共发行 316 档权证，总发行金额超过 300 亿元。(2004/01/09)

发行券商	权利金收入(亿元)	权利金%	权利金排名	发行档数	档数%	档数排名
元大	91.7677	29.79%	1	89	28.16%	1
倍利国际	29.4110	9.55%	2	26	8.23%	3
群益	28.2524	9.17%	3	25	7.91%	4
日盛	23.9217	7.77%	4	23	7.28%	5
宝来	21.5971	7.01%	5	21	6.65%	6
建华	18.7281	6.08%	6	35	11.08%	2
台证	18.1701	5.90%	7	14	4.43%	8
金鼎	15.6028	5.07%	8	5	1.58%	13
元富	10.9576	3.56%	9	16	5.06%	7
富邦	10.6296	3.45%	10	13	4.11%	9
大华	8.4450	2.74%	11	12	3.80%	10
统一	6.1700	2.00%	12	10	3.16%	11
工银	4.8900	1.59%	13	3	0.95%	17
信银	4.3650	1.42%	14	5	1.58%	13
中信	4.1295	1.34%	15	6	1.90%	12
永昌	3.5706	1.16%	16	4	1.27%	15
复华	2.9666	0.96%	17	4	1.27%	15
一银	2.5225	0.82%	18	2	0.63%	19
康和	1.9420	0.63%	19	3	0.95%	17
总计	308.0392	100.00%		316	100.00%	

资料来源：兆丰金融集团 倍利国际证券 金融商品开发本部
 资料统计为发行日期至 2003/12/31 为止

◆ 促进传统业务的发展: 衍生产品市场相对于基础市场来说是一个全新的市场，但他们二者之间绝不是孤立的，而是紧密联系在一起，相辅相成，互相促进，共同发展的。

1) 对自营业务的促进: 通过衍生产品除了可以设计更多的符合客户需求的产品外，也可以利用相关的金融工程技术开发相应的交易、套利及投资策略，通过自营的方式参与到庞大的衍生产品市场中，为自营业务提供了更加广泛的选择，例如套期避险，无风险套利等，从而增加券商的自营收入。

2) 对经纪业务的促进: 衍生产品将从三方面对经纪业务起促进作用。首先，

衍生产品庞大的交易量将给经纪业务贡献巨大的佣金收入；其次，衍生产品将活跃原有基础市场，从而增加基础市场的佣金收入；再次，券商代销各类衍生产品，例如认购权证、股权连接产品等，将获取丰厚的销售收入。

3) 对研究咨询业务的促进：由于衍生产品在技术上大多比较复杂而且日新月异，研究咨询服务收入的增长也是可以预期的。

✧ 提升公司的核心竞争力：大多数的衍生产品都具有保密性及为客户量身订制的特点，在这个意义上衍生产品部门与客户的联系最为直接和紧密，是券商开发、维护客户资源的重要阵地。衍生产品市场的迅速发展，除了金融管制的放松以及技术进步等因素外，客户对衍生产品的需求以及金融业竞争的不断加剧是两个重要的因素。随着全球金融市场的发展，出于风险管理等因素的考虑，投资者对衍生产品的需求越来越大。与此同时，同业竞争不断加剧，迫使金融机构不断在基础产品的基础上，创造出更多的衍生产品适应客户的需求，以获取市场份额，确立竞争优势。衍生产品部门不断地推出为客户量身定造的产品，有利于券商产品的多样化，扩大市场，提高券商的竞争力。“人无我有，人有我优”的战略无疑将从满足客户多样化需求的角度，起到客户集聚，提升核心竞争力的效果。

✧ 提供灵活的风险管理选择：很多衍生产品都是基于风险转移的考虑而设计出来的。通过衍生产品部门，券商可以将自己在风险管理中的风险敞口转嫁给其他一些风险偏好者。比如，券商原本持有股票或指数的多头头寸，则券商可选择发行认购权证，将持有头寸的市场风险移转出去，转换为风险较低的固定收益，稳定收益来源。从另一个角度来看，原有的头寸可视为发行认购权证的避险工具，节省避险成本。因此，券商利用既有的头寸发行认购权证，可抵消原有其它证券头寸的风险，有助于降低券商的整体风险。

✧ 抢占衍生产品市场竞争的先机：私募发行认购权证既可以为发展其他衍生产品打好基础，同时又可以积累一定的经验，为交易所上市认购权证抢得先机。即使单纯从 OTC 市场来看，所具备的先发优势也是不可小觑的。资源都是稀缺的，产品、客户都是一种资源，谁先拥有，谁就将占得先机，虽然在其他方面可能具有后发优势，但是在可以不断修正改进的产品创新方面，先发优势绝对不可小觑。这样的例子在现实的经济竞争中不可胜数。以 ETF 为例，道富集团于 1993 年推出全球第一只 ETF SPDR，其后道富在 ETF 管理市场就一直占据绝对领先的地位，

2003年市场份额高达33%，而与道富集团同为全球最佳资产管理人前三名的美林证券，虽然奋起直追，但在ETF市场依然远远落后于道富集团；2004年8月底SPDR的资产规模达到445亿美元，而ETF全球第二的巴克莱集团针对同一标的发的iShares S&P500规模仅为96亿美元，先发优势一览无余。国内这样的例子也不在少数，通过网上交易崛起的招商银行、两倍于第二名QFII额度的瑞士银行等依靠的都是先发优势。在高度集中的衍生产品OTC市场，先发优势将更加明显，先发意味着品牌，先发意味着信用，先发意味着技术，先发意味着垄断，先发意味着客户积聚，先发意味着规模。所以，率先推出认购权证对今后的衍生产品竞争十分有利。

✧ 难以估量的品牌及政治意义：在证券界上下都在积极思考金融创新的时候，公司如能不失时机的率先推出认购权证这一具有划时代意义的产品，无疑将进一步巩固公司金融创新先导者的社会形象，为金融衍生产品的普及推广起促进作用，同时也为权证在交易所尽早上市交易起到巨大的推动作用，从而使上述几项意义更加明显。