



权证及其运作模式

上海证券交易所权证工作小组

2005年7月

内容提要

- 一、权证及其特点
- 二、历史回顾
- 三、国际发展概况
- 四、运作模式

一、权证及其特点

权证：

是认购特定资产的权利证明。

权证持有人在约定时间内，有权按照约定价格要求发行人出售（或者买入）权证对应的资产。

一、权证及其特点

	认购权证	认沽权证
持有人的权利	持有人有权利（而非义务）在某段期间内以预先约定的价格向发行人购买特定数量的标的证券	持有人有权利（而非义务）在某段期间内以预先约定的价格向发行人出售特定数量的标的证券
到期可得的回报	$(\text{权证结算价格} - \text{行权价}) \times \text{行权比例}^*$ <small>*未考虑行权有关费用</small>	$(\text{行权价} - \text{权证结算价格}) \times \text{行权比例}^*$ <small>*未考虑行权有关费用</small>

一、权证及其特点

影响权证价值的要素

因素	认购权证 价值	认沽权证 价值
标的证券的价格 上升		
标的证券的波幅扩大		
距离权证到期日的时间减少		
利率上升		
标的证券预计派发的股息增加		

一、权证及其特点

投资权证的优点一：锁定投资的最大风险

举例：利用权证锁定风险

比较1000元的3种投资组合：

- （1）1000元国债：获取固定收益，但无法享受股票上涨收益；
- （2）1000元股票：有机会享受股票上涨收益，但最大损失可能是在股票上的全部投资；
- （3）900元国债 + 100元认股权证：既可获取固定收益，又保留享受股票上涨收益的机会；最大损失限于投资权证的全部成本（100元）。

一、权证及其特点

投资权证的优点二：利用权证的高杠杆性

举例：

假设股票A的认购权证行权价为8元。比较下表中标的股票和权证的收益。

	2005年7月1日	2005年8月1日	收益率
股票A	10	11	10%
股票A的权证	2.2	3.1	41%

一、权证及其特点

投资权证的风险一：权证的时效性风险

- ▶ 权证有一定期限，持有者应及时在到期日或此之前对价内证行权，因为期满后权证没有任何价值

一、权证及其特点

投资权证的风险二：交易价格大幅波动的风险

举例：某日权证的收盘价是2元，标的股票的收盘价是10元。次日，标的股票大跌至跌停价9元，如果权证也跌停，按规定，T日权证的跌停价格为 $2 - (10 - 9) \times 125\% = 0.75$ 元。可见一天内标的股票下跌10%，而权证下跌62.5%，跌幅比股票大的多。

一、权证及其特点

投资权证的风险三：持有人到期无法行权的履约风险

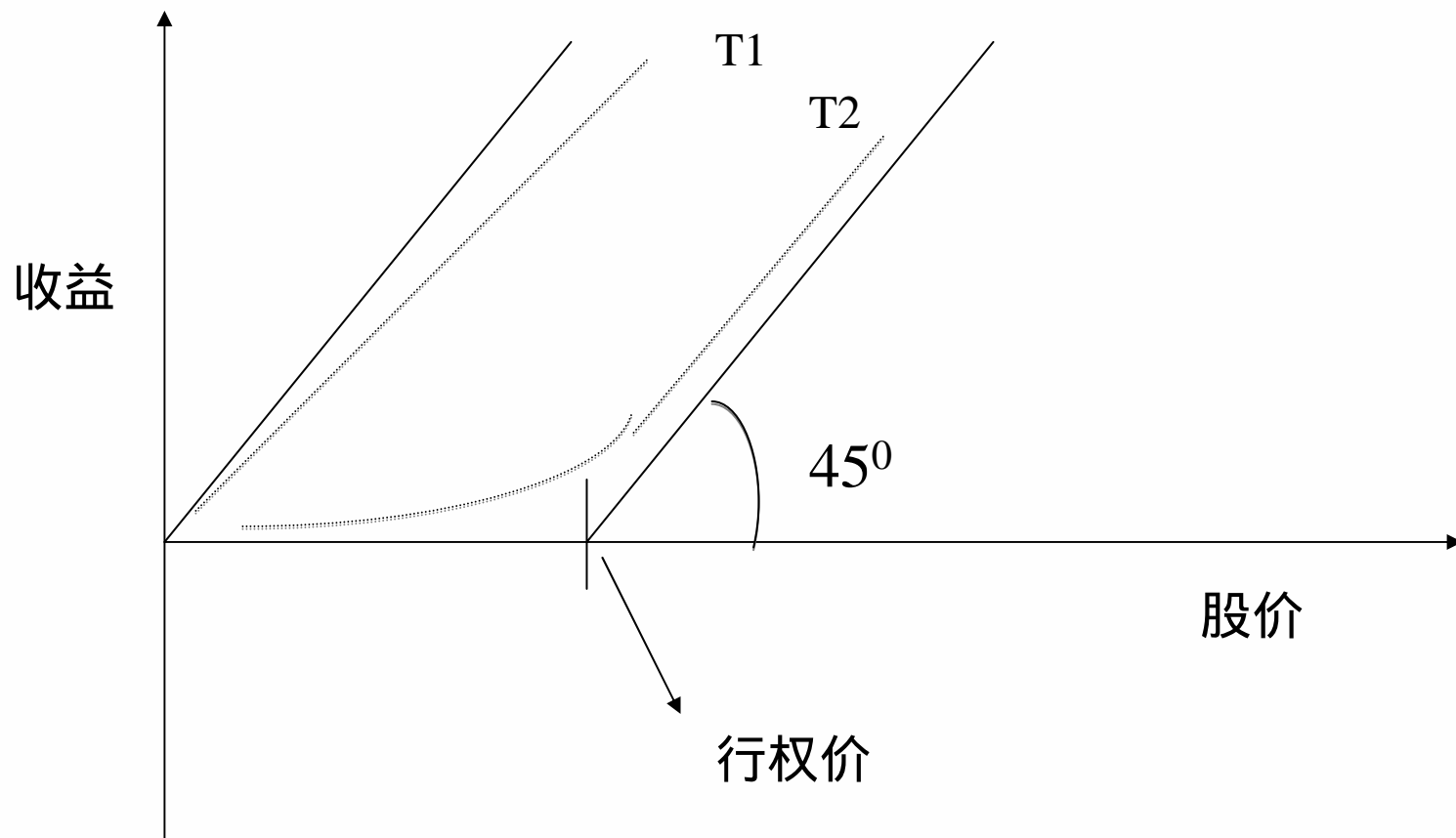
权证实质是发行人和持有人之间的一种合同关系。发行人在到期日还是可能因各种原因而无法向权证持有人给付约定的证券或现金

一、权证及其特点

权证的价格

- ▶ **价格范围**：不超过标的股票的价格，但不低于内在价值。
- ▶ **权证价格和供求关系**：权证价格不能由供求关系来决定。否则，权证价格背离合理价值。

认购权证到期收益图



二、历史回顾

- 1992年6月，沪市首先推出了我国证券市场的第一个权证：大飞乐股票的配股权证。
- 同年10月30日宝安公司在深市向已有股东发行了中长期认股权证：宝安权证。
- 运作上，基本达到了预想目的

二、历史回顾

宝安权证

- 92年8月，宝安为解决盐田港融资问题，发行了权证—宝安权证。92年10月30日向老股东发放，期限1年，认股价20元，每1份权证可认购1股，发行量2,640万张。上市交易日期92年11月5日至1993年11月2日，认股日期是93年9月1日至93年11月5日。
- 93年9月，宝安以10：3比例向股东送红股，认股比例改为1.3，认股价由20调整15.38元（ $20/1.3$ ）。

二、历史回顾

宝安权证交易情况

时间	宝安 股价	权证 市价	行权 价格	内在 价值	偏离 幅度	溢价率 (%)
92/11/ 5 上市日	22.60 开盘	4.00 开盘	20	2.60	1.40	6.2
93/2/5	31.50 最高	20.50 最高		11.50	9	28.6
93/2/8	33.95 最高价	23.60 历史最高		13.95	9.65	28.4
93/9/1日 行权起始	19.20 收盘价	10.80 收盘价	15.38 除权	3.82	6.98	36.4
93/11/2 流通结束	17.60 收盘价	2.35 收盘		2.22	0.13	0.7

三、国际发展概况

- 五大权证市场（权证上市数目）：德国交易所、泛欧交易所、瑞士交易所、意大利交易所、卢森堡。
- 五大权证市场（全年成交金额）：德国交易所、香港、瑞士交易所、意大利交易所、泛欧交易所。
- 纽约：高度发达的期权市场满足了市场需求。
- 伦敦/东京：不友好的政策因素妨碍了权证市场的发展。

四、运作模式

发行上市

- 标的股票：流通市值30亿，流通股份3亿。
- 权证条件：5千万份权证，期限6-24个月。
- 履约担保：现金、股票、担保人...

四、运作模式

交易

- ▶ 类似股票：权证交易方式和股票基本相同。
- ▶ T+0交易：当日买进权证，当日可以卖出。
- ▶ 价格涨跌幅限制

四、运作模式

行权（认股）

当日买进的权证，当日可以认购股票

当日认购的股票，次日上市流通

四、运作模式

结算

- 二级市场：通过二级市场交易的权证，结算方式和股票交易结算方式相同。
- 一级市场：
 - ▶ 持有人行权，结算公司按规则办理结算交收。
 - ▶ 合格机构创设权证，结算公司冻结股票。机构买回权证或权证期满，权证注销，股票解冻。

四、运作模式

风险管理措施

- 信用风险：创设权证的机构提供足额股票作为抵押，用于抵押的股票的比例未来可视情况加以调整。
- 价格风险：
 - ▶ 持续创设权证：允许合格机构创设权证，增加权证供给。权证价格过高，机构可以用股票创设对应的权证，通过二级市场出售。
 - ▶ 行权期内，权证持有人可随时转股，行权得到的股票实时出售。当操纵者将正股价格拉高时，投资者行使认股权并抛售股票。