

# 权证产品对A股市场的影响分析

□平安证券衍生品部

我国权证市场从去年8月建立至今,发展势头迅猛,目前已经成为资本市场上继股票交易之后的第二大交易品种。2006年上半年,沪深交易所权证成交金额达9,389亿元,超过了香港市场的7,751亿元,仅次于德国市场的12,391亿元,位居全球第二。权证产品的问世不仅为股权分置改革提供了新型的定价方式,而且作为目前A股市场中最基本的股权类衍生产品受到投资者广泛关注,交投活跃,恢复了熊市中投资者的信心。

权证作为我国资本市场中发展股权类衍生产品的第一步,对我国的金融资本市场尤其是A股市场产生了积极深远的影响。具体说来,权证对A股市场的积极影响,主要体现在促进标的股票价值回归,提高市场活跃度,给预计发行权证的股票带来超额收益、权证交易主体行为积极影响标的股票,以及权证市场功能逐步强化等方面。

## 一、推动标的股票价值重估与提升

在过去的几年熊市中,由于我国证券市场缺乏能够在规避系统性风险和个股下跌风险的股权类衍生产品,投资者面对市场下跌无能为力,无法在跌市中主动投资争取回报,只能被迫减仓或者持币观望,加之当时股权分置问题没有解决,投资信心节节溃败,悲观情绪蔓延,许多股票已经严重超跌却无人问津,股市资金流出严重,市场信心急待恢复。

以股权分置改革为契机,作为股权分置改革的新型定价方式而推出的权证产品,成为了解决制度缺陷、恢复市场信心的先行军。股改中推出的权证不仅成为发展股权类衍生产品市场的有益尝试,而且具有催化标的股票的价值重估与提升的作用。

我们以钢铁板块的上市公司股权分置改革方案为例,将包含权证方案的上市公司(7家)为一组,送股(含送现金)方案的钢铁上市公司(15家)为另一组,来考察包含权证方案的标的股票价值回归情况。

考察两组上市公司的时间区间:起点为证监会首批推出4家股权分置改革试点公司的时点,即2005年5月9日;考察区间终点为2006年5月25日,因为两组上市公司基本上均在这一时期内完成了股改。

## 图1 两组上市公司的流通股本加权指数走势比较

从上图可以看出,1年内两组上市公司的累计涨幅几近相同,但是从两组上市公司的走势比较来看,包含权证发行的上市公司价格趋向合理水平的速度更快,运行更为平稳,且收益长期优于单纯送股或现金的公司。由此可见,权证方案在解决股改问题的同时,对标的股票本身也起到了较好的价值发现功能,为结束证券市场多年低迷后的价值回归与提升,起到了推动作用。

## 二、提高A股市场的活跃程度

比较上述两组钢铁上市公司在如下两个时间段内的加权平均换手率。第一个时段是股权分置改革的前期,即2004年5月10日至2005年5月9日;第二个时段是股权分置改革期,即2005年5月9日至2006年5月25日。

从表1可以推算出,第一,股权分置改革的推行活跃了股性,两组的日换手率均得到提高,而含权证组增长更为明显。其中含权证的组交易活跃程度提升了28%,而不含权证的组交易活跃程度提升了16%,权证对标的股票交投活跃产生了非常明显的正面影响。

第二,权证方案的推出使得含权证组相对于无权证组的成交更趋活跃。考察区间内两组上市公司的换手率,在第一时段没有明显的差异,含权证组的日均换手率仅比不含权证组高4.46%;而在第二时段,包含权证方案的公司活跃程度明显

强于没有推出权证的公司,含权证组的日均换手率比不含权证组超出的幅度高达15.38%。

表1 两组上市公司加权平均换手率在股权分置改革前后的比较

	名称	换手率(%)	交易日	日换手率(%)
第一时段	含权证组	282.25	242	1.17
	无权证组	271.04	242	1.12
第二时段	含权证组	387.29	259	1.5
	无权证组	336.87	259	1.3

## 三、预期发行权证的标的股票具有超常收益

由于此前权证产品均为对流通股东的派送,因此投资者对于权证的参与热情,体现在对公告或预期发行权证的标的股票的参与热情。我们用超常收益率来表示标的股票在权证公告日前后为投资者带来的超常规范收益率。

超常收益率的计算,一般采用研究样本的实际收益率减去理论的正常收益率而得出。我们采用CAPM模型计算正股的正常收益率。其中,市场基准收益率的计算,既有直接以市场整体收益率作为基准收益率,也有采用一定时间的研究样本平均收益率作为基准收益率,还有以行业收益率作为基准收益率。本文拟采用市场整体收益率(上海上市的股票用上证指数,深圳上市的股票用深成指)作为基准收益率,计算每只权证对应的标的股票的超常收益率(若有分红配股,则股价必须进行复权处理)。

本文采用Harris与Gruel(1986)提出的平均成交量比率(衡量发行权证导致正股的超常交易量:

$$MVR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N VR_{it}, VR_{it} = \frac{V_{it}/V_{it-1}}{V_{it}/V_{it-1}}$$

其中,N是正股的数量,是第天股票的成交量,是估计期窗口(公告日前10~160天)内的平均值,是第天市场指数的成交量,是估计期窗口平均值。反映第天股票的成交量效应。如果权证的推出对正股不产生影响,的期望值是1。

选取上市公司股票在权证发行公告日作为研究的事件日,共取得31个样本。考察这些权证对应的标的股票在所发行的权证上市日前10个交易日与后10个交易日的累计超常收益率和平均超常收益率数据,以及平均成交量比率数据,可以得到如下统计结果,见表2。

表2 标的股票在权证公告或上市日前后的超常收益率和平均成交量比率

日	最大超常收益率(%)	平均超常收益率(%)	累积平均超常收益率(%)	平均成交量比率(%)	
权证公告日前-10	9.87	0.58	0.58	0.77	
-9	6.40	0.01	0.59	0.70	
-8	5.79	0.14	0.73	0.55	
-7	6.94	0.40	1.13	0.64	
-6	9.66	1.63	2.76	0.80	
-5	10.13	1.00	3.76	1.17	
-4	8.86	1.10	4.86	0.96	
-3	9.26	1.18	6.04	0.98	
-2	6.03	0.08	6.12	0.87	
-1	7.07	0.25	6.37	1.15	
事件日(公告日)	0	45.20	0.93	7.29	1.81
权证公告日后1	15.30	1.14	8.43	1.36	
2	8.96	-0.25	8.19	1.08	
3	9.64	0.25	8.43	1.04	
4	6.51	-0.04	8.39	0.97	
5	4.51	-0.67	7.72	0.90	
6	3.71	-0.69	7.03	0.92	
7	3.62	-0.09	6.93	0.76	
8	4.42	0.58	7.51	1.05	
9	5.70	-0.11	7.40	0.68	
10	4.15	0.74	8.13	0.73	

从表2可以看出:权证公告当日,标的股票的平均超常收益率、累积平均超常收益率均为正,累积平均超常收益率在权证公告后的很短时间内达到了最大值;在公告日后3天,累积平均超常收益率比较高,之后累积超常收益率变动幅度较小;考察期内,标的股票的超常成交量呈现中间高,两边低的走势,权证公告日标的股票的平均成交量比率最大并远高于1,说明权证公告对于标的股票超常成交量有显著影响;权证公告日前1天与公告日后3天,标的股票的平均成交量比率也处于较高水平,投资者参与程度加大。

因此我们认为,权证公告能带来标的股票股价上涨,投资收益率增大。换句话说,权证公告提高了投资者对标的股票走好的预期,促进了正股交易价格和交易量的上涨。

## 四、交易主体行为具有积极影响

在目前的创设机制下,创设认购权证须以全额标的股票作抵押,券商要想创设认购证,必须从二级市场买入标的股票,这直接造成了对大盘蓝筹股的需求。股改认沽权证的创设采用全额现金抵押,所以并不会直接影响对标的股票的需求。在香港市场,券商发行认购权证之后,随着标的股票价格上涨,发行人面临到期兑付的风险加大,需要根据标的股票价格的涨跌,买进一定比例的标的股票,并进行动态的买卖对冲活动。这些都直接刺激了对相关标的股票的需求。香港市场上的权证发行人在认购证到期现金结算后,倾向于依靠手中持有的标的股票滚动发行一只权证产品,从而实现了对这些大盘蓝筹股事实上的战略性锁仓,对股价长期走好具有一定的推动作用。

另外,机构投资者的套利行为促进了标的股票的价值提升。例如,长江电力于2006年5月16日公告发行股本欧式认购权证,存续期为12个月,行权价为5.5元(后经派息调整为5.35元),发行数量为全体股东每10股派发1.5份权证。同时说明:在认股权证行权期内,上市流通认股权证的持有人有权将所持认股权证以每份1.8元的价格出售给三峡总公司,如果这种情况出现,配股计划失败,上市公司将为此付出7.3亿元。

如果认为期末上市公司配股失败的可能性极小,按照此方案,标的股票如果在行权价与公司承诺回购价之和以下时,即产生风险套利机会。由权证方案带来的风险套利交易行为直接推动了对长江电力股票的重新合理估值,促进了标的股价的上涨。

## 图2 长电权证标的股票与权证走势比较图

## 五、权证市场逐渐回归理性,市场功能逐步强化

我们用认购权证与认沽权证的成交金额比值,来表述权证市场的反映出来的后市信心指数。

观察图3和图4可以看出,今年6月中旬、9月底,是投资者信心较强的时期。对比同期上证指数和沪深300走势,6月中旬和9月底均为市场强劲上扬前期,说明在这两个时点,投资者对后市信心较强,对后市走势比较乐观。沪深300接下来的走势也印证了这一点。另外,3月初与7月底投资者信心减弱,随后沪深300指数走出了短期调整的趋势,再次印证了我们的观点,投资者对认购认沽权证的投资比例可以反映对A股市场走势的信心。从近期的投资者信心指数来看,随着指数屡创新高,投资者对后市信心出现分歧,但总体仍为向好趋势。

图3 权证市场信心指数

在目前的创设机制下,创设认购权证须以全额标的股票作抵押,券商要想创设认购证,必须从二级市场买入标的股票,这直接造成了对大盘蓝筹股的需求。股改认沽权证的创设采用全额现金抵押,所以并不会直接影响对标的股票的需求。在香港市场,券商发行认购权证之后,随着标的股票价格上涨,发行人面临到期兑付的风险加大,需要根据标的股票价格的涨跌,买进一定比例的标的股票,并进行动态的买卖对冲活动。这些都直接刺激了对相关标的股票的需求。香港市场上的权证发行人在认购证到期现金结算后,倾向于依靠手中持有的标的股票滚动发行一只权证产品,从而实现了对这些大盘蓝筹股事实上的战略性锁仓,对股价长期走好具有一定的推动作用。

图4 权证市场信心指数与沪深300走势比较

由于我国权证产品种类和数量的限制,权证市场一直提供供不应求的局面。市场整体引伸涨幅偏高,估值水平仍较高。目前市场整体引伸涨幅相对于刚推出权证产品时已经具有明显的下降趋势,一方面说明上交所推出的权证创设机制在调节权证供求关系中发挥了重要的作用,另一方面也说明随着市场以及投资者的逐渐成熟,权证的价值趋于理性,市场功能逐步强化。

图5 认购与认沽权证的引伸涨幅比较

目前我国权证市场仍以上市公司大股东发行的权证为主,从各国的发展经验可以看出,股本权证是权证市场发展的最初形式,由券商等金融机构发行的备兑权证才是市场发展的主流。备兑权证的推行不仅将会进一步活跃资本市场,发行人与一级交易商不再割裂后,一级交易商的功能将更加强化,权证市场估值水平将更加合理,市场上提供的权证品种选择更多,对投资者的吸引力也会进一步加强。

## 六、结论

权证作为我国股权类衍生产品市场发展的第一步,为投资者提供了更多的投资选择和风险管理工具,增加了A股市场以前不曾具有的功能,大大拓展了我国资本市场的深度和广度。

权证产品对A股市场的积极作用还体现在:首先,权证产品促进A股市场摆脱低迷,为有效解决股权分置问题做出了贡献;其次,权证产品有助于推动标的股票价值回归,并提升了标的股票的价值,为标的股票带来超常收益;第三,权证产品提高了A股市场的活跃程度;而且,券商的创设机制和投资者的套利行为提高了对标的股票的需求;第四,随着权证市场不断发展,权证价值逐渐回归理性,市场功能不断强化;最后,展望未来我们认为,随着认沽权证的推出,将会对整个证券市场产生更加积极深远的影响。

证券代码:600115 证券简称:东方航空 编号:临2006-023

## 中国东方航空股份有限公司关于召开股权分置改革A股市场相关股东会议的第二次提示性公告

本公司及董事会全体成员保证公告内容的真实、准确和完整,对公告的虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏负连带责任。

中国东方航空股份有限公司(下称“本公司”或“公司”)于2006年11月22日在《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》以及上海证券交易所网站(www.sse.com.cn)上刊登了《中国东方航空股份有限公司关于召开股权分置改革A股市场相关股东会议的提示性公告》,于2006年12月1日在《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》以及上海证券交易所网站(www.sse.com.cn)上刊登了《中国东方航空股份有限公司关于股权分置改革方案沟通协商情况调整股权分置改革方案的公告》,并于2006年12月6日在《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》以及上海证券交易所网站(www.sse.com.cn)刊登了《中国东方航空股份有限公司关于召开股权分置改革A股市场相关股东会议的第二次提示性公告》,根据《上市公司股权分置改革管理办法》及《上市公司股权分置改革业务操作指引》的要求,现发布关于召开A股市场相关股东会议(“本次会议”)的第二次提示性公告。

一、召开会议的基本情况  
1. 会议召集人:中国东方航空股份有限公司董事会  
2. 现场会议召开时间:2006年12月18日(星期一)下午14:30  
3. 网络投票时间:通过上海证券交易所交易系统进行网络投票的具体时间为2006年12月14日、12月15日和12月18日每日上午9:30—11:30,下午13:00—15:00。  
4. 股权登记日:2006年12月7日(星期四)  
5. 现场会议召开地点:上海市虹桥路2560号上海航友宾馆会议中心  
6. 会议及表决方式:本次会议采取现场投票与网络投票相结合的方式,公司将通过上海证券交易所交易系统向A股市场提供网络形式的投票平台,流通股A股股东可以在网络投票时间内通过上述系统进行表决。  
7. 提示公告:本次会议召开前,公司董事会将在指定报刊上刊载两次召开本次会议的提示公告,公告时间分别为2006年12月6日和2006年12月8日。  
8. 会议出席对象:  
(1)截止2006年12月7日交易结束后在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司登记在册的东方航空全体A股股东,该等股东均有权以本通知公布的方式出席本次会议并参加表决;不能亲自出席本次会议现场会议的股东可以委托代理人(该代理人不必为本公司股东)出席本次会议并参加表决,或在网络投票时间内参加网络投票;  
(2)公司董事会、监事和高级管理人员;  
(3)公司股权分置改革保荐机构代表及见证律师等。  
9. 公司股票停牌、复牌事宜:  
公司A股股票将于本次会议股权登记日的次日(12月8日)开始停牌。如果公司的股权分置改革方案获得本次会议表决通过,公司将尽快实施方案,至股权分置改革规定程序结束次日一交易日复牌;如果公司的股权分置改革方案未获本次会议表决通过,公司将在两个交易日内公告本次会议的表决结果,并申请公司A股股票于公告日次日一交易日复牌。

二、会议审议事项  
本次会议拟审议的事项为《中国东方航空股份有限公司股权分置改革方案》,具体内容见与本通知同时刊登在《中国证券报》、《上海证券报》和《证券时报》上的《中国东方航空股份有限公司股权分置改革说明摘要(修订稿)》和在上海证券交易所网站披露的《中国东方航空股份有限公司股权分置改革说明书(修订稿)》。

三、流通股A股股东具有权利和主权利的时间、条件和方式  
1. 流通股A股股东参与股权分置改革的权利。  
流通股A股股东依法享有出席本次会议的权利,并享有知情权、发言权、质询权和就议案进行表决的权利。  
根据中国证券监督管理委员会《上市公司股权分置改革管理办法》规定,相关股东大会所审议的议案须经参加表决的股东所持表决权的三分之二以上通过,并经参加表决的流通股A股股东所持表决权的三分之二以上通过。  
2. 流通股A股股东参与股权分置改革权利行使  
根据中国证券监督管理委员会《上市公司股权分置改革管理办法》规定,本次会议采用现场投票、委托董事会投票与网络投票相结合的表决方式,流通股A股股东可在上述网络投票时间内通过上海证券交易所交易系统对本次会议的议案进行投票表决,流通股A股股东网络投票具体程序见本通知第五项内容。流通股A股股东委托公司董事会投票具体程序见与本通知同时刊登在《中国证券报》、《上海证券报》和《证券时报》上的《中国东方航空股份有限公司董事会征集投票权报告书》。流通股A股股东亦可按照本通知中的现场会议办法参加现场会议,对本次股权分置改革方案进行投票表决。  
3. 流通股A股股东参加投票表决的重要性  
(1)有利于保护自身利益;  
(2)充分表达意愿,行使股东权利;  
(3)未参加本次投票表决的流通股A股股东虽参与本次投票表决但反对投票、弃权票的股东,如相关股东大会决议获得通过,仍需按表决结果执行。  
4. 表决权行使的方式  
(1)如果同一股份通过网络投票行使表决权,投票表决时,同一股份只能选择现场投票、委托董事会投票、网络投票中的一种表决方式,不能重复投票。如果出现重复投票,则按照以下原则处理:  
(1)如果同一股份通过现场、网络重复投票的,以现场投票为准;  
(2)如果同一股份通过现场或委托董事会投票重复投票的,按《中国东方航空股份有限公司董事会征集投票权报告书》的规定处理,委托人未按规定撤销对董事会的授权委托的,以委托董事会投票为准;  
(3)如果同一股份通过网络或委托董事会投票重复投票的,以委托董事会投票为准;  
(4)如果同一股份多次委托董事会重复投票的,以最后一次投票为准;  
(5)如果同一股份通过网络多次重复投票的,以第一次网络投票为准。  
敬请各位股东审慎投票,不要重复投票。由于股东重复投票而导致的对该股东的不良影响及相关后果,由该股东个人承担。

四、董事会征集投票权程序  
公司董事会同意作为征集人向公司全体流通股A股股东征集本次会议的投票权。  
1. 征集对象  
本次征集投票权的对象为截止2006年12月7日(股权登记日)下午收市后,在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司登记在册的东方航空全体流通股A股股东。  
2. 征集时间  
自2006年12月8日至2006年12月17日。  
3. 征集方式  
采用公开方式在指定的报刊(《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》)和网

站(上海证券交易所网站www.sse.com.cn)上发布公告进行投票权征集行动。  
4. 征集程序  
详见2006年11月22日在《中国证券报》、《证券时报》、《上海证券报》上刊登的《中国东方航空股份有限公司董事会征集投票权报告书》。

五、网络投票的安排  
在本次会议上,公司将通过上海证券交易所交易系统向流通股A股股东提供网络形式的投票平台,流通股A股股东可以通过交易系统参加网络投票。流通股A股股东进行网络投票类似于买卖股票,流通股A股股东可根据本次会议网络投票专用投票代码和投票简称进行投票,其中申报价格代表本次会议议案,申报股数代表表决意见。表决申报不能撤单。有关股东进行网络投票的详细信息请登录上海证券交易所网站查询(网址: http://www.sse.com.cn),交易系统投票的投票程序及要求见本通知附件1。  
六、参加现场会议登记方法  
1. 出席现场会议的股东或股东代理人应持以下文件办理登记:  
(1)自然人股东持本人身份证、股票账户卡;  
(2)自然人代表自然人股东出席本次会议的,应出示代理人本人身份证、股票代理委托书及委托人股票账户卡;  
(3)由法定代表人代表法人股东出席本次会议的,应出示本人身份证、法人股东营业执照或证明法人股东身份的其他证明文件(复印件)、加盖公章的授权委托书;如无法定代表人的代理人代表法人股东出席本次会议的,应出示本人身份证、法人股东营业执照或证明法人股东身份的其他证明文件(复印件)、加盖公章的授权委托书,授权委托书以信函或传真方式登记。  
2. 投票权行使  
(1)由法定代表人代表法人股东出席本次会议的,应出示本人身份证、加盖公章的授权委托书;如无法定代表人的代理人代表法人股东出席本次会议的,应出示本人身份证、加盖公章的授权委托书,授权委托书以信函或传真方式登记。  
(2)登记时间  
出席现场会议的股东请于2006年12月13日至2006年12月15日办理登记。  
3. 登记地点  
上海市虹桥路2560号中国东方航空股份有限公司董事会秘书室  
4. 联系方式  
联系人:罗毅平、吕少君  
联系地址:上海市虹桥路2560号中国东方航空股份有限公司董事会秘书室  
联系电话:(0621)62686268  
传真:(0621)62686116  
七、其他事项  
1. 本次会议预计半天,请出席会议人员按时参加;出席会议人员食宿、交通费用自理。  
2. 网络投票时间,如投票系统遇突发重大事件的影响,则本次会议的进程按当日通知进行。

中国东方航空股份有限公司董事会

二〇〇六年十二月七日

特别决议议案	赞成(附注1)	反对(附注1)	弃权(附注1)
中国东方航空股份有限公司股权分置改革方案			
1. 委托他人姓名或名称(附注2):			
2. 身份证号码(附注2):			
3. 股东账号:			持股数(附注3):
4. 被委托人签名:			身份证号码:
签署日期:			年 月 日
附注: 1.如欲对议案投票赞成,请在“赞成”栏内相应地方填上“√”号;如欲对议案反对投票,请在“反对”栏内相应地方填上“√”号;如欲对议案弃权投票,请在“弃权”栏内相应地方填上“√”号。多选或未作选择的,则视为无具体指示,被委托人可自行酌情投票或放弃投票。 2.请填上自然人股东的全名及其身份证号;如股东为法人单位,请填写法人单位的法定代表人姓名、法定代表人的身份证号。 3.请填上股东拟投票委托的股份数目。如未填写,则委托书的授权股份数将被视为该股东在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司登记在册的所有持股数。 4.投票代理委托书必须由股东或股东正式书面授权的人签署,如委托股东为法人单位,则本委托书须加盖法人印章。			

附注:  
1.如欲对议案投票赞成,请在“赞成”栏内相应地方填上“√”号;如欲对议案反对投票,请在“反对”栏内相应地方填上“√”号;如欲对议案弃权投票,请在“弃权”栏内相应地方填上“√”号。多选或未作选择的,则视为无具体指示,被委托人可自行酌情投票或放弃投票。

2.请填上自然人股东的全名及其身份证号;如股东为法人单位,请填写法人单位的法定代表人姓名、法定代表人的身份证号。

3.请填上股东拟投票委托的股份数目。如未填写,则委托书的授权股份数将被视为该股东在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司登记在册的所有持股数。

4.投票代理委托书必须由股东或股东正式书面授权的人签署,如委托股东为法人单位,则本委托书须加盖法人印章。