

■权证知识普及教育系列讲座之一

权证基础知识介绍

□上海证券交易所投资者教育中心主持

2005年8月22日,我国第一只股改权证——宝钢权证上市交易。之后,随着股权分置改革工作的推进,武钢JTP1、武钢JTB1、机场JTP1等股改权证陆续上市;前不久,伴随公司分离交易可转债的发行,马钢CWB、云化CWB1等公司权证也相继登台。经过两年多的发展,权证市场已成为投资者瞩目的焦点。本文拟对这一充满魅力的新事物从多个角度进行简要阐述,力求展现一幅全面完整的权证图景。

●权证的概念和分类

权证是指指标的证券发行人或其以外的第三方发行的,约定持有人在规定的期间内或特定日期,有权按约定价格向发行人购买或出售标的证券,或以现金结算方式收取结算差价的有价证券。权证本质上是证明持有人拥有特定权利的契约。

权证有很多种分类方法

第一,按照未来权利的不同,权证可分为认购权证和认沽权证。其中认购权证是指发行人发行的,约定持有人在规定的期间内或特定日期,有权按约定价格向发行人购买标的证券的有价证券;认沽权证是指发行人发行的,约定持有人在规定的期间内或特定日期,有权按约定价格向发行人出售标的证券的有价证券。

第二,根据权证存续期内可否行权,权证分为欧式、美式和百慕大式。欧式权证的持有人只有在约定的到期日才可以行权(即行使买卖标的股票的权力),如武钢JTP1;而美式权证的持有人在到期日前的相当一段时期内随时都可以行权。如2005年12月23日上市的机场JTP1,在2006年3月23日后,直至2006年12月22日之前的这段期间,投资者随时都可以行权。百慕大式权证则可以存在存续期内的若干个时间段行权。如马钢CWB1设定了2007年11月15日到11月28日和2008年11月17日到11月28日两段行权期。

第三,按照发行人的不同,还可分为公司权证和备兑权证。其中公司权证是指指标的证券发行人所发行的权证,备兑权证是指指标的证券发行人以外的第三方(如大股东、券商等金融机构)发行的权证。

实际上,以上涉及到的分类指标在权证名称中都有反映。以“宝钢JTB1”为例,“宝钢”代表约定的未来行权标的证券是宝钢股份,“JT”代表发行人是宝钢集团(“JT”是“集团”的拼音首字母)发行的,“B”代表持有人拥有未来“买入”(Buy)的权利,该权证为认购权证(如果字母为“P”则表示持有人拥有未来“卖出”(Put)的权利,该权证为认沽权证),“1”代表第1只权证。将“宝钢JTB1”这些文字、字母和数字联合起来理解,便是“宝钢集团发行的第1只宝钢股份认购权证”。与认购权证对应的则是标明卖出权利的认沽权证,如南航JTP1,即“南航集团发行的第1只南方航空认沽权证”。

而马钢CWB1这样包含CW(Company Warrant:公司权证)字段的权证,是上市公司自身发行,用于融资的公司权证,当这些权证行权时,公司相应的增发新股,股本会被摊薄,请投资者注意。

●权证的交易和行权

权证作为一种衍生品,在交易规则上与股票有很多不同之处。从下表投资者可以简单比较二者的一些主要差别:

品种	权证	股票
交易方式	T+0	T+1
交易费用	佣金	交易印花税、佣金、过户费等
涨跌幅限制	根据股票的价格计算涨跌幅价格	±10%的涨跌停板
可交易期	仅在权证存续期内可以交易,一般不超过两年,具体以该权证的相关条款为准	无限期,除非因不满足上市条件而退市

根据《上海证券交易所权证业务管理暂行办法》第二十二条款规定,权证交易实行价格涨跌幅限制,涨跌幅按下列公式计算:

“权证涨幅价格=权证前一日收盘价格+(标的证券当日涨幅价格×标的证券前一日收盘价)×125%×行权比例;
 权证跌幅价格=权证前一日收盘价格-(标的证券前一日收盘价-标的证券当日跌幅价格)×125%×行权比例。
 当计算结果小于等于零时,权证跌幅价格为零。”

公式应用中,有两点需要特别注意:

一、“标的证券当日涨幅价格”、“标的证券当日跌幅价格”是指指标的证券的当日涨跌幅限制的最高、最低价;

二、在计算价格时,每一步计算结果,需先四舍五入至最小

价格单位。

以权证“南航JTP1”在2007年11月2日涨幅价格为例:南航JTP1(580989)在前一交易日(11月1日)为1.122元;标的证券南方航空(600029)的前一交易日收盘价格为21.61元,涨跌幅限制为10%,行权比例为2:1(行权比例数值上是0.5,即2份认沽权证可以向南航集团出售1份股份)。

标的证券当日涨幅价格=标的证券前一日收盘价格×(1+10%)=21.61×1.1=23.771元=23.77(计算结果先四舍五入至最小价格单位)

因此:南航JTP1的涨幅限制价格=1.122+(23.77-21.61)×125%×0.5=2.47元。

另外需要强调说明的是权证的最后交易日、行权期、到期日。权证最后交易日是权证在二级市场上交易的最后一天,这之后投资者再无法从市场上买进或者卖出该权证,只能选择放弃或者行权,权证存续期满前5个交易日权证终止交易,投资者可以推算出权证最后一个交易日。一些深度价外的权证,通常会在最后交易日大幅下跌。权证的行权期是供权证行权的日期,行权期的交易时段内,投资者按照各权证公告的说明进行行权申报即可行权。有些权证的行权期为五个交易日(如武钢CWB1),有些只有一天(如南航JTP1),有些则有两个时间段(如马钢CWB1)。到期日是指行权截止日,此后该权证就退出市场,既不能买卖,也不能行权,不再有任何价值。

●权证的价格

权证的合理价格是在权证的理论价值附近变动,两者并不是完全相同的。权证的理论价值是按照国际通行的定价公式,通过选取股票价格、权证条款(行权价格、存续期、行使比例等)和股票价格波动率等参数计算得出的,如很多机构都采用的著名的“B-S模型”。

简单的说,权证的理论价值包含两部分。第一部分称作“内在价值”,是股票现价减去行权价格得到的差价与零之间的较大值(认购权证),或行权价格减去股票现价得到的差价与零之间的较大值(认沽权证),它的直观含义是马上行权可以获得的差价。第二部分称作“时间价值”,它是权证的理论价值减去内在价值,它的直观含义是由于权证到期前股票价格存在朝有利方向变动的可能,从而使得权证具有或有价值。显然,随着到期时间的临近,这部分价值是逐渐减少的,直至到期时降低为0,这也就是它被称作“时间价值”的原因。

所以说,只要权证没有到期,股票价格就有可能朝着对权证持有人有利的方向变动,其时间价值就大于零。以武钢CWB1为例,2007年11月2日,武钢股份股票收盘价格为15.55元,行权价格10.20元,因此,武钢CWB1的内在价值为5.35元(15.55-10.20),而其当日收盘价为6.735元,表明市场认可的时间价值大于零。

那么,影响权证理论价值的主要因素具体有哪些呢?“B-S模型”中包括了标的资产价格、标的资产价格波动性、权证期限及其行权价格、市场利率以及现金股利等因素,下面我们从事观上予以解释。

(1)标的资产价格:由于权证是以标的资产为基础而产生的衍生产品,标的资产价格也就成了确定权证发行价格及其交易价格走势的最主要因素。标的资产价格越高,意味着认购(沽)权证持有人执行权证所获收益越大(小)。因此标的资产价格越高的认购(沽)权证,其发行或交易价格往往越高(低)。

(2)权证行权价格:与标的资产价格相反,权证所约定的行权价格越高的认购(沽)权证,其发行或交易价格往往越低(高)。

(3)权证有效期:权证有效期越长,权证的时间价值越高,因此权证发行价格或交易价格一般也就越高。

(4)标的资产价格波动性:标的资产价格波动性越大,标的资产价格出现异常高的可能性越大,那么权证处于价内的机会也就越多,因此权证发行价格或交易价格一般也就越高。

(5)无风险利率:无风险利率的高低,决定着标的资产投资成本的大小,无风险利率越高,投资于标的资产的成本越大,因而认购权证变得较具吸引力,而认沽权证的吸引力则相应变小,故认购(沽)权证的发行或交易价格就会越高(低)。

(6)预期股息:我国权证管理暂行办法中规定,标的派息将调整行权价,调整公式为:新行权价格=原行权价格×(标的股票除息价/除息前一日标的股票收盘价)。

除了以上影响权证理论价值的因素外,市场中供求关系的影响,可能会使权证价格和理论价值产生一定的偏离,从而导致价内和价外现象。价内权证是指权证持有人行权时,权证行权价格与行权费用之和低于标的证券结算价格的认购权证;或者行权费用与标的证券结算价格之和低于权证行权价格的认

沽权证。反之则叫价外权证(目前我们市场上在交易的认沽权证大多都属价外权证)。

为了对权证价格的合理性进行初步的判断,我们介绍一种简单明了、易被掌握的方法。为了表述方便,用符号ST表示权证到期日标的股票的价格,X表示权证的行权价格。我们知道,认购权证的未来收益为Max(ST-X,0),认沽权证的未来收益为Max(X-ST,0),其中,Max()为最大值函数。可见,权证的未来收益主要取决于标的证券的未来价格。显然,如果权证的价格接近于该权证未来收益的现值,该权证就是合理定价的;如果权证的价格小于该权证未来收益的现值,则该权证是被低估的。因此,判断一张权证的定价是否合理,主要取决于对其标的证券未来价格判断的准确程度。

当然,我们也可以从权证的价格去倒推权证到期时其标的证券的价格,这里以南航JTP1在2007年11月2日的交易价格为例加以说明。

南航JTP1在2007年11月2日的收盘价为1.048元,行权价为7.43元,行权比例为2:1,也就是说,2008年6月20日南方航空股票的价格必须低于5.334(=7.43-1.048×2)元才是可行的。这在理论上也许是可能的,但实际上原有南航股票在最后交易日能否跌到这一价格以下却有很大的不确定性。

我们知道,对于欧式认购权证,权证最后交易日前(包含最后交易日)标的证券价格越高,则权证的内在的价值越大,其上限为当日的标的证券价格。如2007年11月2日武钢股份的收盘价为15.55元,那么其认购权证武钢CWB1当日的价格上限即为15.55元;对于欧式认沽权证而言,权证最后交易日前(包含最后交易日)标的股票的价格越低,则权证的内在价值越低,其上限为行权价的连续复利现值。

由于权证产品固有的特征,权证价格波动较大。而权证存续期的有限性和涨跌幅的限制,导致其剧烈波动的幅度背后蕴含着极大的风险,在权证交易出现单边行情的市况下,极有可能无法及时平仓,投资者进行权证投资时对这些风险应有清醒的认识。

2007年8月15日,招行认沽CMP1以0.15元开盘,单日大涨242%之后,8月17日又以47.1%的跌幅收于0.356元,而在其最后交易日,跌幅达98.58%。而在如此剧烈的波幅及其隐含的风险,与传统的现货品种形成了较大的对比。

虽然有投资者冲着T+0的交易制度,并抱着当日平仓的心态去参与权证的交易,但是,如果绝大部分权证交易者都有这样的心态,就会出现日内一旦出现下跌就持续暴跌,甚至跌停乃至连日跌停,届时投资者根本无法实现当日平仓的初衷。因此,投资者对权证的高风险性应有清醒的认识,并且认真对待相关监管机构对权证异常交易状况所可能采取的规范措施。

●权证的作用和风险

权证主要有以下三个用途:

(1)套期保值和风险管理。根据高风险、高预期收益原则,套期保值的目标是使风险降幅大于预期收益率应有的降幅。风险管理的目标是使风险水平降到可以承受的水平。权证的最大作用,就是可以和投资者手里的标的资产构成避险组合。比如,股票投资者担心手里的股票价格下跌,就可以买入该股票的认沽权证来对冲风险。

(2)套利。在考虑了交易成本和税收之后,只要权证现实的价格不符合资产定价公式,就存在无风险套利机会。基于同一标的资产、到期日和执行价格均相同的认购权证和认沽权证以及标的资产之间存在一个平价关系,如果权证的市场价格不服从这个平价关系,就可以通过“卖高买低”进行无风险套利。

(3)投机。权证具有较高的杠杆率,权证投资的成本仅为标的证券投资的几分之一,且由于权证T+0交易,因此这也就放大了投机者的投机能力和投机收益。当然,高收益伴随着高风险,权证投资者的损失也相应地被放大,甚至有可能损失全部的投资成本。

权证投资的主要风险有如下三大类:

一是杠杆效应风险。权证是一种高杠杆投资工具,其价格只占标的资产价格的较小比例。投资者投资于权证,有机会以有限的成本获取较大的收益,一旦判断失误,投资者也有可能

在短时期内蒙受全额或巨额的损失。

二是时间风险。与其他一些有价证券不同,权证有一定的存续期限,且其时间价值会随着时间消逝而快速递减。到期以后(不含到期日),权证将成为一张废纸。

三是错过到期日风险。除了现金结算型权证交易所在到期日会自动将到期日价值的权证进行结算外,采用证券给付形式结算的权证均必须由投资者主动提出行权要求,因此投资者必须留意所投资权证的行权期。

如果在行权期,标的股票价格远远低于行权价,认购权证

将“一钱不值”;如果行权期标的股票价格远远高于行权价,认沽权证也将“一钱不值”,所以,对价格远远高于其理论价值的高风险权证品种,如缺乏专业知识或风险承受能力有限的散户要想参与的话,要特别谨慎。

以南航JTP1为例,2007年11月2日收盘价格为1.048元,行权价为7.43元,行权比例为2:1。对于以1.048元买入南航JTP1的投资者,如果一直持有不动直至到期,在最后交易日2008年6月19日南方航空股票的收盘价格必须低于5.334才可以获利,否则投资者就是亏损的,其持有的权证将变成“一张废纸”。

因为权证属于高风险、高收益的投资品种,适宜风险偏好型的投资者参与。但由于广大中小投资者还缺乏对这一创新产品的认识,特别是缺乏对其中所含风险(如创设机制可能影响权证交易价格等)的了解,所以,上证所要求权证投资者参与交易前都须书面签署《权证投资风险揭示书》。

●权证创设制度

何谓创设与注销?

权证的创设是指权证上市交易后,由有资格的机构提出申请,与原有权证条款完全一致的增加权证供应量的行为。武钢权证JTP1和JTB1是最先具有创设注销价格平抑机制的权证。上海证券交易所于2005年11月21日颁布的《关于证券公司创设武钢权证有关事项的通知》,允许获得创新试点资格的证券公司创设武钢权证。通知要求“创设权证与武钢认购权证或武钢认沽权证相同,并使用同一交易代码和行权代码”。创设武钢认沽权证必须在指定的帐户全额存放武钢股票,创设武钢认沽权证的必须在指定的帐户按行权价/每份全额存放现金,用于行权履约担保。

假如有一家创新试点券商准备创设武钢认购权证一亿份,则须同时开设权证创设帐户和履约担保帐户,并将一亿股武钢股票存放在履约担保帐户里,然后向上海证券交易所提交创设申请。获准后,其权证创设帐户就得到一亿武钢认购权证,此时市场中武钢权证的总量就增加了一亿份;如果他准备创设一亿份武钢认沽权证,那么应当将(权证行权价×1亿)元存放在履约担保帐户,创设申请获准后他将得到一亿份武钢认沽权证。

权证的注销是指创设人(即创设权证的证券公司)向上海证券交易所申请注销其所指定的权证创设帐户中的全部权证或部分权证。申请获准后,履约担保帐户中与注销权证数量相等的股票或现金也相应解除锁定。上海证券交易所要求同一创设人申请注销权证的数量不得超过他之前所创设且未被行权的数量。

假如有一家创新试点券商在创设出一亿份武钢认购权证后,卖出后又从市场上买回八千万份武钢认购权证(期间没有被行权)。申请注销获准后,其履约担保帐户中将有一千万股武钢股票解除锁定,武钢认购权证的流通总量也就将减少八千万份。

创设机制对权证的意义和影响

创设一种增加权证供应量机制的推出作用,是在短期内增加权证的供应量,以平抑权证的过度需求所导致的权证价格过高,推动权证价格理性回归。当创设人觉得权证价格偏高,有套利空间和机会,便会有创设的冲动,企图从中获利。这种“主观为自己”的权证创设和抛售行为,增加了市场的供应量,客观上“威慑”着权证市场的非理性走势,迫使其价格向真实的价格靠拢,抑制着过度的市场投机行为。从长期看,有利于保护广大投资者的长远利益,维护健康的市场秩序,推动权证市场的健康长远发展。

另一方面,权证不是股票、创设不是发行,权证的价格不应过多受到供求关系的影响,而应体现其衍生产品的特性,与标的证券价格波动相关联。创设等权证持续供应机制的存在,符合权证定价的基本假设前提,符合权证产品的基本特性。

所以,投资者在参与权证交易时,应当充分考虑权证创设机制对权证价格的影响。

从国际权证市场的经验来理解权证创设机制从国际权证市场的经验看,为抑制权证市场的过度投机,交易所都会采取相应措施,及时增加权证供应量的规则,维护权证市场的稳定发展,如允许权证发行人增加权证供应量的再发行机制。目前上海证券交易所交易的权证是在特定的股权分置背景下产生的,发行主体为非流通股股东,与国际上通常由券商等金融机构作为权证发行主体存在较大差别,因此,上证所依据《上海证券交易所权证管理暂行办法》,允许创新试点券商创设权证。

国际上的权证再发行机制和上证所创设机制本质是相同的,都是为及时增加权证的供应量,区别在于权证供应增量的提供者不同,这与在上证所交易的权证特殊性有关。

(执笔:钟欣)

股票简称: 宁沪高速	股票代码: 600377	编号: 临 2007-026
------------	--------------	----------------

江苏宁沪高速公路股份有限公司关于发行公司债券的公告

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。

董事会欣然宣布,董事会已于2007年11月8日决议有关发行总值不超过人民币15亿元的公司债券之提呈决议案,以供股东考虑及在将于2007年12月31日举行的临时股东大会上批准。

根据由中证监推行并于2007年8月14日生效的《公司债券发行试点办法》,公司债券发行需要经过董事或股东的批准,以及中证监的批准。本公司现时并未获中证监的批准。公司债券应自中证监核准发行之日起6个月内首次发行。若公司债券将分多次发行,则所有的公司债券须于中证监核准发行之日起24个月内发行。

这次公司债券发行的建议安排如下:

公司债券的发行总值 合共不超过人民币15亿元

期限 自发行日起3至5年

预期发行日 初步定为2008年的首半年

发行价格	按公司债券面值平价发行	公司债券是一项新的中、长期融资方式。鉴于公司债券较中、长期银行借贷的利率低,而且公司债券的发行可为本公司带来稳定及较长期的资金来源,董事认为批准公司债券的发行乃符合本公司及所有股东的利益。
利率	由本公司及保荐人根据中国市场预期相约之债券的普遍市场价格来决定	就公司债券的发行,本公司将在适当的时间委任保荐人。
利息的支付	每半年付息一次,最后一次利息随本金一次支付	临时股东大会
担保人	由商业银行提供担保	公司债券的拟发行将于临时股东大会被考虑及酌情批准。包含拟发行公司债券的进一步数据之函函以及会议的相关通知将及时送予本公司的股东。
前提条件	(i) 股东于临时股东大会作批准;及 (ii) 中证监批准	本公告是按照上市规则第13.09(1)条发布。于本公告内使用的表述「董事会」本公司的董事会;「中证监」中国证券监督管理委员会;「本公司」江苏宁沪高速公路股份有限公司,一家在中国注册成立
资金用途	[公司营运资金(以优化公司的融资结构,降低公司的融资成本)]	
发行对象	境内合格机构投资者及持有中国合法有效身份证的公民拟发行的公司债券不可转换作本公司的股份。	
	在临时股东大会上就建议的公司债券发行而给董事会以特别决议方式通过的授权将在有关决议通过之日起1年后期满。	
	发行公司债券的原因及好处	

江苏宁沪高速公路有限公司董事会
2007年11月9日

关于珠海万力达电气股份有限公司股票上市交易的公告

珠海万力达电气股份有限公司人民币普通股股票将于2007年11月13日在本所上市。证券简称为“万力达”,证券代码为“002180”。公司人民币普通股股份总数为55,548,000股,其中首次上网定价公开发行的11,200,000股股票自上市之日起开始上市交易。

深圳证券交易所
2007年11月9日

关于深圳市怡亚通供应链股份有限公司股票上市交易的公告

深圳市怡亚通供应链股份有限公司人民币普通股股票将于2007年11月13日在本所上市。证券简称为“怡亚通”,证券代码为“002183”。公司人民币普通股股份总数为123,574,258股,其中首次上网定价公开发行的24,800,000股股票自上市之日起开始上市交易。

深圳证券交易所
2007年11月9日

关于南京云海特种金属股份有限公司股票上市交易的公告

南京云海特种金属股份有限公司人民币普通股股票将于2007年11月13日在本所上市。证券简称为“云海金属”,证券代码为“002182”。公司人民币普通股股份总数为192,000,000股,其中首次上网定价公开发行的38,400,000股股票自上市之日起开始上市交易。

深圳证券交易所
2007年11月9日