

■权证知识普及教育系列讲座之三

理性的缺失呼喚权证的創設

上证所投资者教育中心主持

中国大陆的权证市场创造了奇迹。自2005年8月第一支宝钢权证上市至今，先后有40支权证上市，其中22支认沽权证，18支认购权证，截至2007年10月31日，40支权证共创造了91670亿元的成交金额。然而，新生事物发展的道路总是坎坷的，中国年轻的权证市场在取得巨大成就的同时，火爆与不理性如影随形。

一、市场的火爆导致理性的缺失，权证市场供需严重失衡

1. 权证市场极高的换手率

权证市场的火爆体现在活跃的成交、极高的流动性上。沪深两市同时上市交易的权证数量最多的时候也只有27支，但是20多支权证每天创造的交易量要大于香港权证市场2000多支权证的交易量。比如2007年6月26日，权证市场17支权证总成交高达1372.09亿元，平均每支成交80.71亿元，而同日国内沪深两市将近1500只股票的总成交仅1887.61亿元，权证市场成为股票市场成交的72.69%，同日香港市场单支权证总成交额仅180多亿港元。

2. 一半是海水，一半是火焰

(1)中国权证市场的定价存在极大的偏差。
有些认购权证能够持续地维持超过10%以上的负溢价，最高的负溢价甚至高达20%；而极度虚值的认沽权证则整体被严重高估，价值接近于零的认沽权证，相当于废纸，在股票跌的时候涨，在股票涨的时候也涨的奇观。

把权证类型、行权价格、到期日、行权比例等重要指标抛诸脑后，盲目跟风，在权证市场杀进杀出，追涨杀跌，造成了目前国内权证市场的暴涨暴跌，也造就了形如废纸的认沽权证，在股票跌的时候涨，在股票涨的时候也涨的奇观。

(3)权证市场容量有限，无法满足资金的多样化需求

根据市场有炒新的习惯和传统，资金有对创新类产品的需求；根据中小投资者的投资习惯，资金有对绝对低价的金融产品的需求；根据投资者热衷于短线交易的投资行为，资金有对T+0交易的需求；根据投资者对市场在历史高位区域的担心，资金有对做空机制的需求。权证恰好能够满足投资者的这些需求，因此吸引了大量的资金蜂拥而入。但是从第一支权证上市至今，全部40支权证的首发数量总计只有203亿份，以10月31日数据计算，现在流通的16支权证首发数量仅为69亿份，仅仅相当于一个大盘股的流通量，容量相当有限。(同期香港以10月31日数据计算，权证流通量共有1592亿份，远大于内地市场)可见，权证市场的供需严重失衡。

所有这些市场状况，一方面表明市场不存在不合理性因素，很容易引发投资者盲目跟风。另一方面，我们的投资者素质需要提高，更重要的是，市场的内在本身强烈地呼唤管理层通过市场的调节，缓解这种压力和供需矛盾。

二、创设机制极大地缓解了供需失衡的矛盾

1. 创设制度在不影响权证产品本身价值的情况下，巧妙强加了供给。

有些人认为，创设制度本身影响了权证的定价。其实则不然。同一标的的权证和非创设的权证具备同样的条款和权利，对非创设权证的到期内在价值没有任何的影响，更没有摊薄或稀释非创设的权证持有人的权利。因此，创设制度是在不影响权证本身内在价值的情况下的一种增加供给的有效制度安排。

2. 有效平抑权证过度投机炒作，减少了更多投资者的损失

创设机制通过增加市场供给，对平抑权证价格的非理性波动发挥了重要作用。实证表明，创设机制通过扩大供给，有效地降低了相关权证的激烈的波动。

另外，创设机制也有效抑扬了权证被炒作的可能性，维护大多数投资者的利益。招行C1在上市后长达1年多的时间内，走势平稳，权证价格较为理性，但是2007年6月初，市场在相对高位进行剧烈调整，部分大客户投资者利用此时进行非理性炒作，快速拉升处于深度价外的招行C1价格，使得权证价格严重脱离其合理价值范围，严重扰动了权证交易秩序。如果不及时地扭转局面，权证知识相对匮乏的中小投资者可能盲目跟风，最终为市场买单的将是中小投资者。创设机制在此关头发挥了重要的作用，一共为市场提供了39.85亿份的权证份额，有效防止了招行C1价格再被拉高。

三、创设制度最大限度地保护了大多数中小投资者利益

1. 有效降低了投资者亏损范围和幅度

权证投资的主要力量来自于个人投资者，交易所的统计资料显示，机构所创造的权证成交金额仅占整个权证成交金额的0.1%。深度价外的权证到期归零的概率很大，投资者参与炒作，实质是一种零和博弈，由于交易费用的存在，甚至是负和博弈，就是“涨的越多，跌的越多”，少数人的赚是建立在众多赔的基础上。权证价格过大的偏离其真实价值，对于投资者，尤其是那些随波逐流的中小投资者来说风险相当大。通过权证创设，权证偏离其理论价值的时间和空间都得到有效抑制，财富归零的过程更加有序和平稳，虽然引起较少数试图通过操纵权证获取巨额收益的大户投资者的不满，从整个大局来看，创设制度是保护了大多数中小投资者的利益。

2. 促使权证回归价值发现的基本功能

通过权证创设，促进了权证的市场价格逼近其理论价值，有利于提高权证定价效率，投资者通过市场价格进行权证投资的成功率大大提高，也能够切实发挥认沽权证的做空机制和杠杆作用等功能，对实现市场理性投资和价值投资具有重要的作用。正常情况下，认购权证与正股的价格保持同向变动，相关系数为正，认沽权证与正股的价

格保持反向变动，相关系数为负。通过实证研究，我们发现，对于认购权证，不管是是否具有创设机制，正股与权证都保持了较高的相关性，创设机制在认沽权证上的作用更为明显，使得权证与正股的负相关性进一步增强。

3. 权证创设是一种揭示风险的有效手段

权证创设机制是一种向中小投资者揭示风险的有效手段。投资者通过关注创设人的创设公告的频度就可以大致判断权证价格所蕴含的风险。如果权证在某一价格水平下，创设人越多，创设份额越大，表明该权证的价格已经达到极不合理的区域，投资者从稳健的角度、从风险收益比的角度都不适宜持有该权证。

4. 提高了投资者的素质和投资水平

由于权证创设机制的存在，监管部门和各创设人都积极投身于权证的投资者教育和风险揭示工作当中，揭示了市场中大量利用权证的特异蒙蔽中小投资者的花招，回答了大量投资者在投资权证过程中的困惑和问题，从根本上提高了整个权证投资者队伍的素质和自我保护的意识。

因此，创设机制是切实保护大多数中小投资者利益的一项有力举措。

四、创设机制合理合法

1. 创设机制符合国际惯例

在国外成熟市场，“连续创设”机制，即允许发行人或其他机构在权证被高估或者市场上过于火爆的情况下增发相同条款的权证，在可以不需要征得上市公司同意的前提下，前后发行的权证共用一个证券代码进行交易，作为增发权证所附带的义务，发行人必须尽力维护权证市场稳定和提供权证的流动性。例如香港市场允许发行人在发行之后，可再一次或多次发行同一系列的产品，这和国内目前权证创设的目的和流程是基本一致的。

2. 创设机制有理可循

从相关规则上讲，创设机制是合理的。在相关股权分置改革说明书中均明确指出权证创设是经过股东大会投票表决同意通过的，并公告所有投资者权证在二级市场存在一定的创设风险。

创设人在创设权证上市前会发布公告。在事先通知市场参与者的同时，券商作为权证发行人、承兑人，做市商及做市商等多重身份，通过调节权证流通份额解决供需不平衡的矛盾，使衍生产品市场回归理性，过度投机得到抑制。抑制过度投机是为了避免权证更进一步的炒作侵害更多参与者的权益（因为权证最终是回到内在价值的），从这一点来看创设机制也符合证券投资“公开、公正、公平”的原则。权证创设机制的引入，不仅有利于金融创新的发展，也为我国内地权证市场监管机构转变职能、做好裁判员打下了坚实的基础。

3. 创设机制有法可依

权证创设机制在法律上也是有法可依的。根据《证券法》第一百一十八条的规定，交易所可以依照证券法律、行政法规制定证券的上市规则、交易规则、会员管理和其他有关规则，并报国务院证券监督管理机构批准。上海证券交易所根据这个法律条文，根据中国证券市场的实际情况，制定了《权证管理暂行办法》，并最终获得了中国证监会的批准。根据合法的《权证管理暂行办法》，上海证券交易所又制定了权证创设的相关规定。

为了控制风险，切实保护广大投资者的利益，上海证券交易所对权证创设担保制定了非常严格的规定，认购权证创设需要完全抵押行权所需的正股，而认沽权证需要完全抵押行权所需的资金，确保投资者到期能行权好，而券商的创设权证优先行权。此外，权证创设人也承担着一些其他重要责任，如投资者教育、风险揭示等。

目前，权证创设机制已经施行将近两年了，权证创设的各方参与者也严格按照规定的操作，没有出现与之违背的情况。总之，创设机制是在借鉴国外成熟市场的经验的基础上，考虑到目前国内的现实情况而提出的合理合法的市场化机制，对促进我国权证市场的健康发展起到了重要的作用。

五、权证创设和注销是一种有风险的市场化行为

在100%的抵押担保制度下，权证创设并非市场中性的套利操

作，更不是有效的发财途径，如果安全边际不够大，如果出现判断和操作上的失误，券商可能蒙受重大损失。特别重要的是在牛市当中权证创设是有机会成本的，即放弃股票市场更大的收益，获得的只是权证高估的那一部分相对较小的收益。

创设需要创设人100%抵押现金或者股票，如果权证的价格没有严重偏离其理论价值，创设人是无法进行创设的，因为权证产生的基础是无套利理论和市场中性原则，如果权证价格在其理论价值附近，创设人只能通过DELTA的变动来调整抵押或者对冲的现金或者是股票，如果抵押数量超过DELTA计算出来的数量，创设人出现亏损的概率相当大。因此，价格严重高估到非理性程度是创设权证的前提。

2. 券商创设的规模和积极性主要取决于权证价格高估的程度

创设的目的是抑制权证的非理性高估，保护广大中小投资者的利益。但是创设人是市场中自负盈亏的经济主体，如果权证价格的偏离没有达到弥补亏损的区间，券商不会创设，在100%的抵押担保制度下，权证价格必须达到被严重扭曲的程度才会触发创设。如果权证价格回归理性的目的达到了，券商就会进行注销并收回资金，如果没有实现这个目的，券商将继续加大创设的力度。因此，券商的创设注销决策完全是根据权证的市场表现来定的。

3. 创设人在牛市当中付出了巨大的机会成本

部分投资者认为券商在权证创设中赚取了较大收益，从而否定创设机制的合理性，但是一般投资者没有机会进行仔细统计和数据分析，也就无法客观地评价券商在创设当中的收益和承担的风险。

创设人无论是创设认购权证还是创设认沽权证，实质上都要承担股票下跌的风险，如果市场出现大幅调整，其风险是很大的。虽然权证被高估为创设人提供了一定的安全边际，能够让创设人不亏损甚至是获得一定的收益，但是创设人付出的成本是不能忽视的因素。

下表是通过加权计算的券商对于认购权证的创设和注销价格以及相对应的正股的价格（按照公告的创设和注销日的收盘价格通过创设规模加权估计）：

权证代码	创设均价	注销均价	创设时正股买入价格	注销时正股卖出价格
S500001	1.144	0.753	2.45	2.86
S500002	0.722	1.929	2.07	3.59
S500003	1.348	2.216	3.34	4.63
S500004	2.894	4.249	5.03	8.14
S500005	14.957	25.754	10.74	19.19
S500006	4.582	9.175	5.16	9.88
S500008	5.657	8.281	9.01	12.91

数据来源：通过wind提供数据计算

数据显示，创设人对于认购权证的创设，是以较低的价格卖出自权证，以较高的价格买回来，发生的亏损虽然大部分可以通过正股的上涨进行弥补，但是，平均收益率仅有12.3%，同期正股的平均收益率为64.5%。特别是在580005上，创设人出现较大的亏损。对于认沽权证的创设，由于卖出价格低于买入价格，创设人有一定收益，但由于抵押的是现金，创设人无法分享股票上涨的收益。举一个最简单的例子，南航J1P1上市以来，为了抑制价格的非理性波动，券商进行了积极的创设，统计数据揭示，截至10月31日券商的加权创设收益率为40.3%，但是从券商可以创设的6月26日至今日，南方航空股票从9元多涨到20元以上，最高价达到30.5元。如果券商直接买入南航正股，所获得的收益至少可以翻倍，要远远大于创设，券商在当中损失了很大的机会成本。

由此可见，创设权证，是需要承担市场风险、付出机会成本的。由于权证市场供需失衡，促使一些炒作资金过度炒作，理性的缺失扭曲了市场的本来面目，交易所和券商必须承担起相应的市场责任，平抑权证的非理性炒作，保护广大中小投资者的利益。从实际的市场效果来看，创设机制确实发挥了重要的作用。但从长远来看，适应和满足投资者对于新品种的需求，解决权证市场的供需失衡，仅仅靠券商创设是解决不了的，这需要权证市场的进一步扩容。

(执笔：东海 钟欣)

证券代码:600721 证券简称:SST 百花 编号:临 2007-041

新疆百花村股份有限公司 关于召开股权分置改革 相关股东会议的通知

本公司及董事会全体成员保证公告内容的真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

新疆百花村股份有限公司(以下简称“公司”)董事会受持有公司三分之二以上非流通股的股东新疆生工建设兵团国有资产经营公司、北京昌鑫国有资产管理公司和新疆一钢集团有限责任公司的委托，定于2007年12月17日召开股权分置改革相关股东会议，审议公司股权分置改革方案。本次会议采取现场投票、董事会征集投票及网络投票相结合的方式。

如果对权证市场的非理性制定应对的措施，就应当探寻这种火爆与非理性形成的原因。

(一) 财富的示范效应

香港、台湾等地权证市场的发展历程都证实，权证能够在牛市中得到极大的发展与繁荣，因为权证的高杠杆性能使财富快速地增长。内地市场的权证，也充分体现了这种功能，比如五粮认购权证YGC1，从上市至今已翻了48倍，而五粮液股票从其权证上市之日起，至今仅上涨了52%。再比如首创认购权证，在其存续期间上涨了11.88倍，而首创股份在此期间仅仅上涨146%。如此巨大的财富杠杆效应，使得权证受到众多投资者的热爱。

(二) 投资者对于权证的认知局限和盲目的跟风行为

权证有认购和认沽两种，分别代表做多和做空两种交易方向，看好股票上涨，应当买入认购权证；如果看空股票，认为会下跌，就可以买入认沽权证。但是国内众多的中小投资者，对权证的基本类型和特性都不是特别了解，忽视权证的内在价值，热衷于小道消息，对市场谣言偏信偏听，在一些别有用心的人的鼓噪和诱骗下，抱着一种暴富心理，在“我能逃跑”、“我不会接到最后一棒”等侥幸心理支配下，

东征集公司于2007年12月17日召开的股权分置改革相关股东会议的投票权。

中国证券监督管理委员会、上海证券交易所未对本征集函所述内容的真实性、准确性和完整性发表任何意见，对本征集函的任何内容不负有任何责任，任何与之相反的声明均属不实、不准确或不完整。

一、征集人声明

征集人公司董事会，仅对公司拟召开的本次股权分置改革相关股东会议审议的《新疆百花村股份有限公司股权分置改革方案》负责。

征集人保证本征集函内容真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

征集人承诺本征集函不存在重大误导性陈述、误导性记载、误导性陈述或重大遗漏。

</div