

# “权证”归来， 助力股权分置改革

文/本刊记者 季明

在90年代的中国证券市场，“权证”作为一种证券投资选择曾经出现并引起广泛关注，但随即被放弃。十余年后，随着日前沪深交易所《权证业务管理暂行办法》（征求意见稿）的公布，作为股权分置改革中的一种重要手段，“权证”又走进了人们的视线，并被管理层和投资者寄予厚望。

目前权证已成为全球证券市场除股票、债券之外

的第三大金融品种。权证产品可以活跃市场交易，促进证券市场功能的发挥，为投资者提供全新的投资和避险工具。

那么究竟什么是“权证”？它有何投资价值？又如何能在股权分置改革中发挥重要作用？它的发展前景如何？这是本文将要重点探讨的内容。





## 权证大力推动股权分置改革

阻碍中国股市发展多年的股权分置问题目前已经到了必须解决的时候，而引入权证则将对股权分置改革起到重要的助力推动作用。

目前股权分置改革存在的最主要障碍是，由于持股成本不同，流通股股东之间的补偿要求存在巨大差异，持股成本高的股东，出于高补偿幅度的预期而倾向于否决股权分置解决方案，持股成本低的股东则出于尽快获得“既得”补偿利益而同意方案通过。这样，即便采取类别表决，结果也很难预测，甚至可能因为决策异质性过高而难以达到三分之二的多数要求。

而以权证推动股权分置问题，则将有效降低或避免上述问题带来的影响，其原因主要有以下两方面：一方面，利用权证行权价格的确定能适度激活市场参与力，并力促股票价值回归。权证的基期定价、远期交割功能，还具有一定的价值发现能力。

另一方面，锁定流通股股东的股权分置改革成本，减少预期的不确定性。在股权分置改革中，流通股股东预期的最大不确定性

是，上市公司非流通股全流通带来的“大扩容”可能使股价整体下挫，这种预期的极大不确定性，可能会使股权分置方案胎死腹中。权证方案之一的认沽权证，能够部分解决这一问题。举例而言，某公司股票每股市价6元，非流通股股东提出给流通股股东每10股送3股，但由于该个股盘子很大，非流通股如果全部流通，流通股股东将面临极大压力，送三股的对价可能也无法充分弥补流通股股东因股价下挫带来的损失。在这种情况下，该公司就可以考虑在送股之外再加一个看跌的权证，即公司给流通股股东一个锁定价格，比如5.5元，如果在一年半的行权期内股票市价低于这个价格，到时候流通股股东可以要求公司用现金或者股票来补偿。这种做法锁定了流通股股东的预期损失，构成一个潜在利好，有利于股权分置改革的推行。

对于解决当前股权分置问题来说，权证将主要为投资者起到三个作用：一是能体现对原流通股股东的“补偿”，即非流通股股东为获得流通权向流通股股东支付一定的“对价”，这种“补偿”和“对价”是

以大股东无偿赠送权证给流通股股东以及权证的执行价格低于正股的交易价格体现出来的；二是更充分地体现了市场化原则，权证的价值可以在二级市场的交易过程中体现出来；三是至少在权证行权以前，流通股股东可以通过卖出权证获利，这样就不会对正股的二级市场产生直接的冲击。

## 权证的魅力在于杠杆效应

权证可分为认购权证和认沽权证。持有认购权证者，可在规定期间内或特定到期日，向发行人购买标的股票，与目前流行的可转债有权转换成股票相类似；而持有认沽权证者的权利是能以约定价格卖出标的股票。

权证的魅力在于以小博大，具有杠杆效应。权证属于衍生性金融产品之一，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。如香港市场上一股汇丰银行的股票要120多港元，相比之下，权证是散户投资者理想的投

资工具，汇丰银行的权证价格仅为几港元，用买股票的几分之一的钱去买汇丰银行的权证，只要汇丰银行的股价上涨1%，投资者的回报就可能高达20%，甚至更多。

低风险与高收益并存。权证到期前如不具行使价值或持有人未申请行使者，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，如标的资产价格上涨，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。

## 权证将有助于资本市场长足发展

权证是资本市场发展的一个必然阶段的必要产品，它的适用范围和功能比解决股权分置大得多，作用时间还要长得多，交易所要做的权证也不光是为了解决股权分置。这次权证办法的出台是因为有应急需要，因此在权证的应用条款方面只给了最一般化的意见，而把大部分内容用于备兑权证的规定是正常的。

从作为证券市场一种长期发展产品来看，权证作为一种金融产品，对于证券市场各方，都有很大的吸引力。权证以小搏大的杠杆效应将极大活跃交易市场，为证券市场注入新的活力，对于投资者将具有极大的吸引力。认沽备兑权证是对冲券商和基金重仓股股价下跌风险的最佳工具，指数权证则可用于对冲股票池和基金池的系统性风险，

因而对于机构投资者来说，能够有效控制投资风险；权证的推出，能够为券商、基金甚至银行等金融机构提供了新的收益点：券商可作为备兑权证的发行人、备兑权证交易的流动性提供者获得收益；利用指数权证，券商还可开发同指数挂钩债券，基金可设计保本基金产品，银行则可设计指数挂钩大额存单。

目前国内A股市场已经具备了一大批规模庞大、经营稳定、股价走势较为稳健的蓝筹股票，此外上证ETF50指数基金的推出也为投资者提供了避免非系统性风险的投资工具。这些蓝筹股和指数交易基金是

推出权证交易的优秀载体。发展金融产品衍生工具是我国资本市场发展开放的必然选择，权证作为基础性金融衍生工具，在我国资本市场有着广阔的发展前景。

因此，从长期来看，无论是为解决中国股权分置问题，还是作为未来单一证券投资选择的方案，权证都具有极强的生命力，并必然随着证券市场的发展而不断完善，从而成为证券市场的一个重要组成部分。而在此过程中，投资者所要做好的，就是不断强化自己的投资理念，不断审视自己的投资行为，争取投资收益的最大化。■

## 背景新闻 BACKGROUND NEWS

### 权证档案

权证，顾名思义，是指行使一种权利的凭证，指由标的证券发行人或第三方发行的、约定持有人在规定的期间内或特定到期日有权按约定价格向发行人结算差价的有价证券，或以现金结算方式收取结算差价的有价证券。它载明的是投资者或称权证持有人在将来某一个时点向某一方买进或卖出某种证券的选择权，在港交所叫做“涡轮”（warrant）。

权证与远期或期货的区别在于，权证持有人所获得的不是责任，而是权利；远期或期货持有人必须执行双方在合约上的规定，即以一个指定的价格，在指定的时间交易指定的相关资产，不管市价高于还是低于指定的价格。而权证持有人有权利决定是否执行合约，双方的权利和义务是不对称的。权证投资的损失是有限的，而潜在收益是无限的。

权证产品可以活跃市场交易，促进证券市场功能的发挥，为投资者提供全新的投资和避险工具。

香港第一个权证于1988年2月挂牌交易，距今已有17年的历史。长时间的发展使香港的认股权证市场日趋完善。认股权证成交活跃，令香港稳居全球最活跃的认股权证市场地位。香港认股权证去年成交金额折合673.573亿美元而遥遥领先第二位德国（552.085亿美元），第三位意大利（211.153亿美元）。经历10多年发展、创新和规范，认股权证最终获得投资人的普遍认同，投资人已体会到权证是机构投资者与散户投资者都能受益的投资工具。