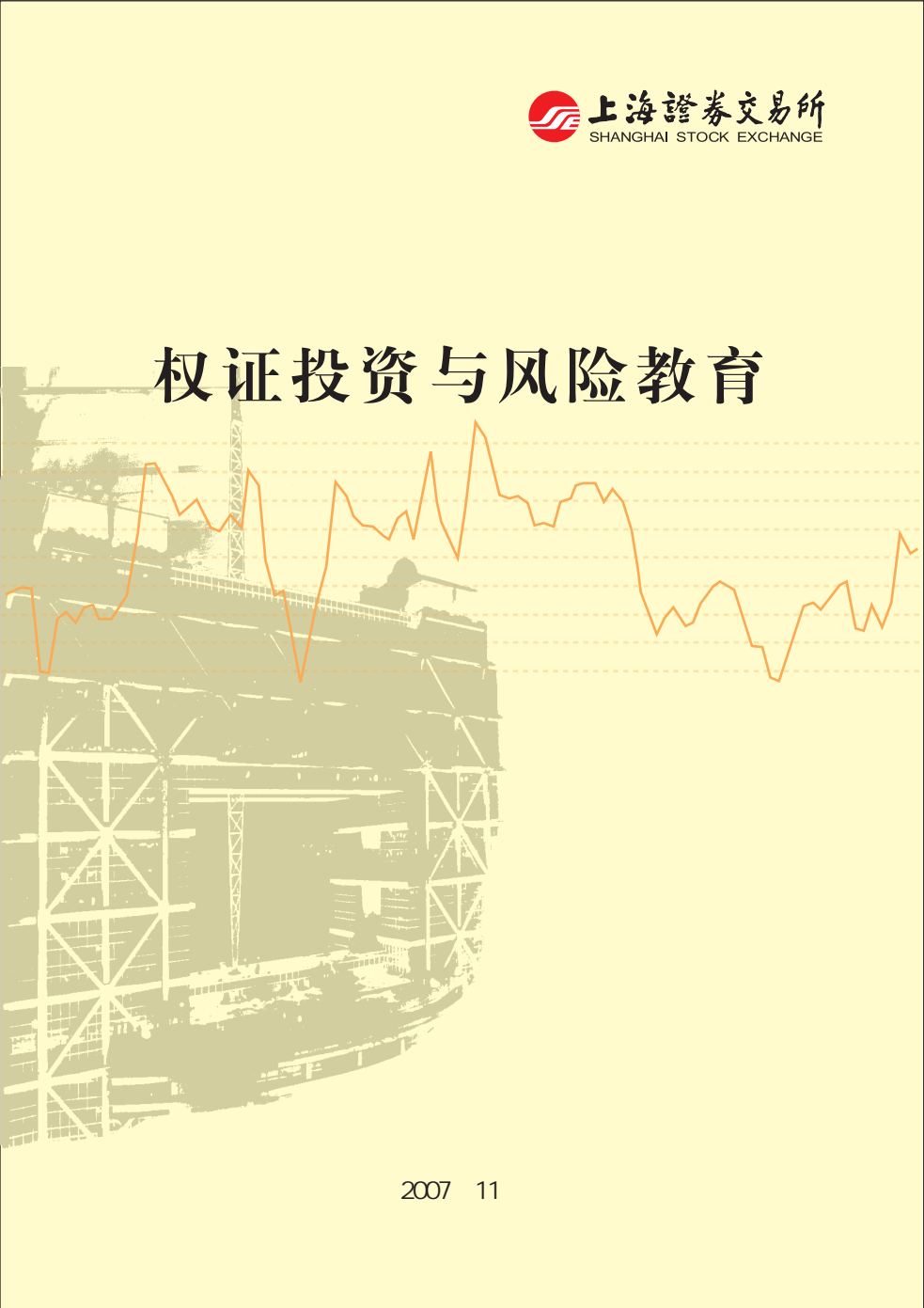


权证投资与风险教育



上海证券交易所投资者教育中心编
2007年11月

目 录

第一章 权证基础知识介绍	02
一、权证的概念和分类.....	02
二、权证的交易和行权.....	03
三、权证的价格.....	04
四、权证的作用和风险.....	07
五、权证创设制度.....	08
第二章 理性的缺失呼唤权证的创设	10
一、市场的火爆导致理性的缺失，权证市场供需严重失衡.....	10
二、创设机制极大地缓解了供需失衡的矛盾.....	12
三、创设制度最大限度地保护了大多数中小投资者利益.....	13
四、创设机制合理合法.....	14
五、权证创设和注销是一种有风险的市场化行为.....	16
第三章 再谈权证创设制度	18
一、创设机制的由来.....	18
二、创设机制的意义.....	19
三、制度缺位之憾——国内外经验与教训.....	22
四、创设关键问题详解.....	24
第四章 以十个案例谈权证的投资风险	27
一、投资者容易忽视的权证投资的风险.....	27
二、投资者参与权证投资的前提和必要条件.....	31
三、权证投资者获取信息的有效途径.....	34
四、附件：最后交易日30万份权证还未出手.....	37
第五章 权证投资风险教育与市场监管	38
一、投资者教育是上证所工作的重要组成部分.....	38
二、市场提示和风险揭示是上证所重要工作内容.....	39
三、加强市场监察工作 保证市场健康发展.....	42
附件一：上海证券交易所权证管理暂行办法	44
附件二：权证风险揭示书	51
附件三：关于证券公司创设武钢权证有关事项的通知	52
后记.....	54

第一章 权证基础知识介绍

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。

一、权证的概念和分类

权证是指标的证券发行人或其以外的第三方发行的，约定持有人在规定期间内或特定到期日，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，约定持有人在规定期间内或特定到期日，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，约定持有人在规定期间内或特定到期日，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），如宝钢JTB1；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。其中公司权证是指标的证券发行人所发行的权证，备兑权证是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。

二、权证的交易和行权

权证作为一种衍生产品，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份股票）。

标的证券当日涨幅价格 = 标的证券前一日收盘价 × (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（如宝钢JTB1），有些则有两个时间段（如马钢CWB1）。到期日是指行权截止日，此日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。

三、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，下面我们从直观上予以解释。

（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。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 $\text{Max}(ST - X, 0)$ ，认沽权证的未来收益为 $\text{Max}(X - ST, 0)$ ，其中， $\text{Max}()$ 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，行权比例是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，行权才是有意义的。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。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大。

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停幅的限制，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。

四、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之几分之一，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，权证投机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，投资者也有可能短时间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有执行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》。

五、权证创设制度

1、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的、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”。创设武钢认购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 \times 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八千万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。

2、创设机制对权证的意义和影响

创设一这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值靠拢，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。

3、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持续发售机制。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。

国际上的权证持续发售机制和上证所的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）

第二章 理性的缺失呼唤权证的创设

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支认购权证，18支认沽权证，截至2007年10月31日，40支权证共创造了91670亿的成交金额。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，火爆与非理性如影随形。

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支权证总计成交高达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，权证市场成交为股票市场成交的72.69%；同日香港市场数千支权证总成交额仅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，却能够长时间维持3-4元的交易价格，这种高估的现象一直要持续到权证的临近到期才以较快的速度归零。

(2) 权证市场受到极端的炒作。

在权证市场上，理性投资已经让位于疯狂。2007年5月30日，市场出现较大幅度下跌，招行CMP1、钾肥JTP1等认沽权证借势拔地而起，大幅拉升。从5月30日至6月15日短短的13个交易日，几只认沽权证涨幅分别高达4到8倍不等，这足以让人瞠目结舌。

3、权证市场理性缺失带来的严重后果

权证市场非理性火爆背后是投资者亏损的教训。统计资料显示，07年5月30日至6月15日，认沽权证在此波炒作中上涨到4到8倍不等。但参与交易的近百万个账户中亏损比例仍将近40%，亏损金额数十亿元，其中一个账户损失840万元。6月18日至7月20日，狂潮逆转，认沽权证大幅下跌，投资者损失更为惨重，期间参与交易的近百万个账户中有70%亏损，其中有账户损失超过1200万元。

4、权证市场火爆和不理性的原因

如果要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。

(1) 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够使财富快速增长。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，至今仅仅上涨了552%。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捧。

(2) 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，对市场谣言偏听偏信，在一些别有用心的人的鼓吹和诱骗下，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，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。权证恰好都能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，一方面表明市场存在不理性因素，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

标的创设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，创设机制通有扩大供给，有效地降低了相应权证的激烈的波动。

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CMP1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CMP1价格，使得权证价格严重脱离其合理价值范围，严重扰乱了权证交易秩序。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CMP1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，交易所的统计资料也显示，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人赔的基础之上。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，虽然引致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，创设实质上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，投资者通过市场信息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参与该权证。

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性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，有“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过于火爆的情况下增发相同条款的权证，在可以不需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上市公告。在事先通知市场参与者的同时，券商作为权证发行人、套利者、做空者和做市商等多重身份，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（因为权证最终是要回归内在价值的），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，也为我国证券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例，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措施，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好权，而券商的创设权证优先行权。交易所承担的是在相关的法律法规框架内的业务办理功能，而非审批。是否创设与注销、创设与注销的数量等皆由创设人自主决定。此外，权证创设人也承担着一些其他重要义务，如投资者教育、风险揭示等等。

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要求进行操作，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经验的基础，并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是风险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，券商将会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，但是创设人付出的机会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
580001	1.144	0.753	2.45	2.86
580002	0.722	1.929	2.07	3.59
580003	1.348	2.216	3.34	4.63
580004	2.894	4.249	5.03	8.14
580005	14.557	25.754	10.74	19.19
580006	4.582	9.175	5.16	9.88
580008	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JTP1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，统计数据计算揭示，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，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)

第三章 再谈权证创设制度

创设制度是指在权证上市交易后，部分有资格的机构可通过申请来增加与原来条款一致的权证的供应量的机制。理论上，创设机制兼具套利和卖空机制双重功能，对减少权证市场泡沫、抑制极端供需失衡现象有非常重要的作用；应用于实际，权证创设始于武钢权证。而从中时起，围绕创设制度的争议就一直未曾中断，其中许多纠缠于市场各方的利益之争，而未能着眼于当前权证市场所处的阶段，来全面看待这一问题。本文试图从创设制度实施的背景，作用以及其对市场发展具有的重要意义来和读者进行更深层次的探讨。

一、创设机制的由来

1、供求关系不平衡是导致权证高溢价和价格异常的主要原因

自从2005年8月22日第一只权证宝钢JTB1上市以来，权证市场就吸引了风险偏好投资者的极大关注，交投非常活跃，成交金额巨大。宝钢JTB1上市第一天在集合竞价就被拉至涨停价。第二天，宝钢权证打开涨停，当天成交额达21.15亿，占到两市A股总成交的14%。在叫停多年之后，权证再次“盛装”上路，但其作为股改对价支付的特殊性所导致的相对稀缺，从一开始就为权证日后饱受炒作种下了种子。

T+0的交易特性，以及权证本身的稀缺性，使得权证很快成为市场投机力量的“新宠”，价格也开始脱离正股价格走势而行。上市4个交易日，权证溢价率就从上市之初的25%上升至39%。之后权证价格虽然一度回落，但资金追捧推动权证溢价率不断上升的趋势已经很明显，11月17日宝钢JTB1的溢价率已超过67%。

直到武钢两权证上市，权证供给有所增加后，宝钢JTB1溢价率才开始回落。但在武钢权证上市后的半年时间里，宝钢JTB1溢价率仍一直高于武钢认购10%左右。直到宝钢JTB1到期前不久，其溢价率才被武钢JTB1反超。对于正股走势接近的两只权证而言，武钢JTB1被大量创设，而宝钢JTB1未被创设，创设而产生的权证持续供给无疑是导致溢价率差异的重要原因。

从武钢权证开始，新的股改权证陆续上市。新权证增加了权

证供给，但也提高了权证板块的关注度，导致市场对权证更加强烈的需求，推动权证市场更加活跃。2005年12月6日，权证市场总成交额超过100亿，是两市A股总成交额的1.27倍，权证平均换手率超过100%。到06年6月1日，权证只数已经达到26只，认购权证换手率仍达89%，认沽达69%，市场平均溢价率也超过30%。从溢价率和换手率的双双高企可以看出，权证备受关注的背后是供给的相对不足。而在居高不下的权证换手率下，价格暴涨暴跌的频繁出现也就成为了必然。

2、权证创设是抑制权证炒作的重要机制

8月26日至10月27日，宝钢JTB1累计下跌62%；10月27日到月底，宝钢JTB1最大涨幅达80%。权证炒作导致的价格暴涨暴跌令市场蕴涵了巨大风险，也迫使新的监管措施陆续出台。11月2日，交易所对宝钢JTB1采取了“开市后停牌半小时，以警示风险”的措施，但参与炒作的主力资金继续出击，推动宝钢JTB1股价和成交量连续走高。

其后，上证所对异常交易账户进行调查，并处罚了相关营业部。受此影响，宝钢JTB1在权证上市后首次跌停，但在1天后再次上演巨幅震荡行情。作为股改时出现的附属产品，权证先天供求失衡以及其独特的杠杆性和T+0交易特性注定其必然要受到市场资金的追捧。因此，除监管层的大力监管外，还需要通过市场化的手段来解决。

从武钢权证开始，交易所及时推出了创设机制。2005年11月28日，首批10家券商创设的11.27亿份武钢认沽上市，市场扩容使得该权证开盘即告跌停，其余几只权证也同步走弱，权证溢价率显著下降，监管层对抑制权证过度投机的目的初步达到。虽然之后部分权证品种爆炒的情况仍时常出现，但权证创设的作用已充分体现。

实证检验表明，创设机制降低了异常波动，增强了市场的稳定性，提高了权证的定价效率，是抑制权证炒作的重要机制；此外，创设机制还能有效的降低标的股票的波动率，扩大市场容量，提高市场流动性。

二、创设机制的意义

1、引入创设有助于保护中小投资者和理性投资者的整体利益

在创设机制下，投机资金恶意炒高权证的成本加大。有很多投资者轻率的认为创设机制损害了权证持有人的利益，其实不然。权证的价值

不受供给关系影响，是否存在创设机制并不会改变权证的真实价值。权证有最后清算日（即到期日），严重偏离真实价值的状态不可能长期存在，在到期日其价格必然回归内在价值。

创设机制的目的在于抑制过度炒做所导致的暴涨暴跌，在非理性的巨幅波动中，跟风炒作的中小投资者往往易遭受巨大损失。创设机制可以降低价格的非正常波动，当权证价格过高时，创设机制可以有效增加权证供应量，平抑过高的权证价格；定价偏差消除后，创设人可以从二级市场购回权证并注销。

权证创设机制可以保护理性投资者的整体利益。理性投资者基于对正股的判断，通过权证交易获取杠杆收益，或者是作为风险控制的工具，而非盲目的跟风炒做。严重高估的权证，将增加理性投资者的成本，甚至将理性投资者排除在权证市场之外。例如，当前所有认沽权证均严重高估，希望通过购买认沽权证规避下跌风险的投资者不会进入权证市场；部分价格偏高的认购权证，看好正股的理性投资者，或者只能去买正股，或者需要付出比实际价值高得多的代价去购买认购权证。相对合理的价格，利于保护理性投资者的整体利益，恢复权证市场本来的功能。

2、引入创设是为了补足权证市场缺失的重要一环

在成熟的期权和权证市场中，做市商机制是其中非常重要的部分，如芝加哥商业交易所（CME）、伦敦国际金融期货和期权交易所（LIFFE）、香港交易所（HKEX）均设有做市商制度。做市商的一个主要职能就是平抑市场投机，当市场买卖力量严重失衡时，做市商可以并且有义务加入势单力薄的一方，迅速改变市场供求状况。在此过程中，做市商的报价会受到监管部门的监控，而且由于做市商报价一般以价值估算为基础，因此对于严重偏离其内在价值的过度投机现象，能发挥显著的抑制作用。

与之相应的是，当市场多数投资者做多时，做市商手中筹码有限，因此必须能够进行一定程度的做空交易，以维持交易的持续。创设制度正是补足权证市场这缺失一环的重要措施。

目前权证市场早已建立一级交易商制度，一级交易商扮演的角色与做市商类似，即其有义务对指定权证进行双边报价，维护市场流动

性，校正买卖指令不均衡现象，增强市场透明性，抑制价格操纵。但在当前需求极其强烈，流动性过剩的权证市场中，一级交易商的力量相对薄弱。当权证价格相对低估时（如06年华菱负溢价），交易商可以买入权证，以引导权证价格回归合理价值附近；而当权证价格高估时，相对于炒作力量，交易商的筹码就显得杯水车薪，只能任由权证价格继续暴涨，之后以暴跌的方式回归价值。

而在创设制度下，一方面，创设人有了更大的力量引领价格回归；另一方面，多个创设人之间会有竞争和约束，价格将趋向一致。在权证高估的情况下，如果某一个创设人的卖出报价距其他竞争对手差别太大，则其交易量会受到影响。因此在竞争下，创设人会尽早报出最能反映权证价值和市场情况的报价，从而避免了价格高估程度进一步扩大。

3、引入创设有利于向成熟的权证市场平稳过渡

一般而言，权证主要有以下三个功能：套期保值和风险管理、套利和投机。在以上三个用途中，权证首先是用于第一个用途，即用来套期保值和风险管理，其次是用于套利，最后的用途才是投机。而只有标的和条款合适、市场价格合理的权证才可用来进行套期保值和风险管理，因此判断一个权证市场是否成熟可以以该市场能否提供充分的、具备足够多样性的、价格合理的权证为标准。

在境外成熟的权证市场，如香港、德国等地，既有上市公司自身作为再融资手段发行的股本权证，又有券商为满足市场需求发行的备兑权证，其中后者由于其灵活性、多样性已经成为市场主流。

以香港为例，权证数量超过2000只，其中备兑权证的交易额占市场的99%左右。在标的选择上，可供券商发行权证的股票涵盖了银行，地产，电信，石油天然气等多数行业的主要上市公司；在期限上，权证存续期从六个月到1.5年不等；行权价和行权比例的合理设计，使得权证价格在发行时一般不高。灵活的权证发行，和巨大的权证数量，给了香港投资人充分多样的选择，也避免了“全市场紧盯数只权证”的尴尬。而在价格引导方面，香港的做市商机制保证了权证价格不会偏离其内在价值过远，以波动率来衡量，权证隐含波动率相对于历史波动率的比例一般在1.5倍与0.5倍之间，这就确保了投资人总能以较为合理的价格投资权证。

反观内地权证市场，权证数量最多的时候也仅有20多只，仅为香港的百分之一，投资者可供选择的范围很小，单个标的证券对应的权证最多仅为两只。经过2年的牛市行情，多数权证已经处于深度价内或深度价外，也已不适合用于套期保值和风险管理。因此，投机炒作理所当然成为权证市场的主导。

而在内地权证市场开启之初，投资者对权证的理解需要进一步深入，发行人和配套制度均待完善的情况下，仓促推出备兑权证显然并不合适，在这种情况下推出的权证创设制度不能不说是一个合适的过渡性选择。首先，创设制度通过增加供给起到了抑制投机的功效；其次，投资人也通过创设制度逐步了解权证持续发行相对于股票“增发”的不同之处，对权证的理解更加深入；最后，创设也给了内地券商难得的“练兵”机会，增强了其风险控制能力，为未来发行备兑权证做了很好的铺垫。

三、制度缺位之憾——国内外经验与教训

1、国内权证市场经验总结——不对等的博弈

“宝钢JTB1”已于2006年8月22日到期。作为第一只股改权证，第一只到期的权证，以及一直未被创设过的权证，宝钢权证的交易历程具备充分的“典型性”，来揭示国内权证市场的市场生态。

以日均交易金额把宝钢权证的投资人划分为大户（交易额超过50万元）、中户（交易额在10万到50万之间）、小户（交易额在1万到10万之间）和散户（交易额小于1万），根据上海证券交易所创新实验室在宝钢权证到期后完成的统计报告，大户的平均盈利24.7万，中户平均盈利2.5万元，而小户和散户普遍来看都是亏损的，大户的盈利能力远高于中小散户。收益结果清楚的显示了权证市场上各角色较为悬殊的力量对比，相对于大户，小户和散户是绝对的弱者。

上证所发布的另外一份名为《权证市场交易行为分析》的报告，则进一步揭示了各类账户参与权证市场的交易行为。在6月5日至6月30日的四周内，虽然大户的账户数量仅占总数的2%，但其交易金额占到了权证市场总金额的62%。相比而言，小户贡献的交易量为15%，机构和散户的交易量均不到2.5%。从操作手法来看，80%的大户一般每周要

进行10次以上的交易，充分利用了权证T+0的交易特性，而接近四成的散户一周仅有一次交易。

显然，在权证投资的金钱竞技场上，大户已经牢牢占据了博弈的主导权，无论是从资金量，操作手法，还是对市场的影响能力来看，大户都已经处于绝对强势；而力量的严重不对等导致中小散户在权证市场中明显处于跟随地位，当权证价格上涨时只能被动追赶，当价格下跌时则不得不承受损失。

当市场力量已经严重不对等，价格操纵也就成为必然，市场的价格发现功能更是无从谈起。这种情况下，需要能够平衡市场，引导价格回归的力量。而在单边做多市场中，一级交易商“抑跌不抑涨”的先天不足导致其无力担当这样的重任，在这种背景下权证创设机制才不得不被当作“救火队员”被推到前台。而在未来，只有当发行、增发机制逐步完善，市场供给充分，权证市场才能真正健康有序发展。

2、海外权证市场经验借鉴——香港权证“增发”制度之争

在2002年以前，香港权证市场曾对衍生权证发行总额实施限制，要求衍生权证发行总额不得高于已发行标的证券总额的20%或公众持有额的30%。但在实践中，由于对于发行额的限制限制了发行商增发权证的能力，供求失衡常常导致衍生权证出现价格异常，一旦权证出现偏离其理论价值的大幅飙升，就会导致高位买入的投资者遭受较大损失。因此，香港联交所基于广泛的市场咨询于2002年撤销了限额制，允许发行人在售出权证超过发行量的80%后增发权证，以增加市场供给，平衡供求关系。

2005年8月18日恒生指数大跌301.49点，大盘的下跌导致认购证纷纷跳水，使得许多投资者损失惨重。权证制度再次引发香港各界关于香港权证市场发展的大讨论，部分投资者要求管理部门重新审视权证“增发”等制度。因此，香港交易所和证监会就投资者关心的问题出台了咨询报告，以征求市场各方的意见。

针对是否应当恢复对发行人增发行为的限制的问题。部分投资者提出，无限制增发会导致供给过度，使权证价格过低，投资者受损。这一观点初看合理，但并未认识最终决定权证走势的是正股，增发只是促使权证价格回到其内在价值附近。香港证监会和交易所在分析了香港权证

市场的历史经验后认为，限制增发只会导致更大的价格失衡，最终损害投资者利益。基于此，为降低权证价格出现短期异常的机会，最终采取的措施是通过缩短增发受理时间等措施，来提高增发效率，

目前香港交易所对权证增发申请的受理时间为4天。在这一期间内市场仍可能会出现供低于求的情况，引起价格大幅上升，而在增发的权证上市后价格出现回落。香港交易所和证监会都认为，应当进一步降低发行的限制，减少市场的异动，具体的措施包括：缩短增发申请的处理时间，由原来的4天缩短为2天，使发行人能够更快地完成增发，同时提高现行增发条件20%的上限；为不同发行人发行相同的权证提供便利，促进不同发行人之间的竞争，减少垄断和操纵的可能。

从香港交易所和证监会的建议可以看出，“增发”制度对于维持权证市场的合理定价至关重要，便捷有效的“增发”制度和不同发行人之间的竞争将有助于降低市场非理性波动，促进权证市场的健康发展。目前上证所的权证创设受理时间为1天，较高的创设效率更有效地抑制权证的过度波动，减少投资者在不合理的高位被套牢的几率。在此过程中，是否创设与注销、创设与注销的数量都是创设人自主决定的市场行为，而交易所承担的仅仅是业务办理功能，并非审批功能。这样的制度安排也是有利于提高市场效率，保护投资者利益的。

四、创设关键问题详解

1、创设是否会造成权证和正股价格大幅波动？

目前权证创设采用的是全额抵押制度，根据《关于证券公司创设权证有关事项的通知》中的规定，在创设认购权证时，创设人需要在登记结算公司全额抵押用于行权的标的证券；在创设认沽权证时，创设人需要全额抵押用于行权的现金，直到所创设的权证被注销或到期为止。因此，创设人在卖出权证后，不需要利用正股调整的方式来对冲权证发行风险，也就不会对正股走势造成影响。

而创设主要是针对权证高估所采取的投机抑制措施，当价格超出合理价值较多时通过卖出权证来控制权证价格继续上升，而当价格回到合理价值附近时买回权证并注销，因此权证创设客观上是一个降低权证价格波动的过程，不会导致或放大权证价格的波动。

2、创设权证是否应该有最小存续期限制？

创设权证不应该有最小存续期限制，否则，当权证剩余存续期短于最小存续期后，权证不可创设，总流通量固定，有可能受到爆炒。价外权证临近到期时绝对价格较低，且涨跌幅度大，如果流通量也较低，则非常适合炒作资金的运作。如果设定了权证的最小存续期，炒作资金就会选择在权证剩余期限小于最小存续期时进场，对权证进行炒作。由于不能创设，权证供给量固定，价格在资金的推动下会大幅上涨，吸引更多的中小投资者跟进，使中小投资者面临巨大风险，利益受到损害。如果创设权证没有最小存续期限制，当炒作资金涌入的时候，新创设的权证可以起到抑制价格暴涨的作用，从而使权证价格维持在理论价值附近。创设机制对炒作资金起到震慑作用，也可以避免中小投资者盲目跟风炒作，维护权证市场正常秩序。

从成熟市场的经验来看，新增设的权证也不应该有最小存续期限制。以香港为例，港交所证券上市规则第十五A章38条就明确规定，初次上市权证应有最短存续期限制，但再次发行的权证，不需要满足最小存续期限制。如果发行商认为有必要再次发行，则要向交易所申请再次发行，交易所批准发行申请后，发行人就可以再次发行条款完全一致的权证，而不受最小存续期限制。上证所权证管理暂行办法中也是对权证初次上市时的最短存续期限做出规定，而对创设权证的存续期限没有限制。这种规定符合国际惯例，同时也对抑制权证过度炒作起到了明显的作用。

炒作资金热衷于追逐流通量小、绝对价格低、且临近到期的价外权证，在当前的情况下，如果设定创设权证的最短存续期，会使投机资金变本加厉，造成权证价格暴涨暴跌，对我国衍生产品市场的健康发展造成不良影响。

3、创设人是否会操纵权证价格？

创设人不会操纵权证价格：首先，券商的内部管理制度从源头上杜绝了价格操纵的可能性；其次，交易所及证券监管机构的监督在外部制度上遏制了价格操纵行为；另外，通过对权证市场交易行的分析也可以看出，不存在创设人操纵权证价格的现象。

权证的创设人都是操作规范、资质良好的券商，有严格的内控制

度。权证的创设并非无风险套利，因此对创设人的风险控制水平、经营水平及净资本都有一定要求，所以目前仅有少数优质券商可以创设权证。这些优质券商本身都有良好的内部管理制度和风险制度，不可能出现联合操纵权证价格的现象。另外，交易所对交易活跃的账户有紧密的关注，对于部分交易异常的账户实施风险提示或限制交易，相应的证券监管机构也对创设人交易账户进行严格的监督。在券商、交易所、监管机构的共同控制下，不会出现创设人操纵权证价格的现象。操纵价格是一种严重违反证券法的行为，创设人是证券市场的重要参与者，不可能冒着触犯法律的风险违规操作。因此从制度上说，创设人就不可能操纵权证价格。

从交易所公布的权证市场交易数据来看，机构客户所占的交易量比例非常小，绝大部分的交易量来自大户个人投资者。机构客户的交易量根本无法达到可以操纵价格的程度，创设人并没有操纵市场价格。权证的创设完全是一种市场行为，当权证价格偏离理论价值较多的时候，创设人就会创设权证以抑制市场的投机；在权证价格渐趋理性的情况下，创设人会注销创权证。

4、创设人能否和权证投资人双赢？

创设人和投资人可以实现双赢：创设人通过提供流通性，使市场价格维持在合理范围内，保证交易顺利进行；投资者根据自己的风险头寸，选择合适的权证品种进行风险管理，或结合对后市的判断，进行方向性投资，双方可以实现共赢。

创设可以抑制过度投机，保护理性投资者利益。权证有多种功能：如风险管理、杠杆投资等。但前提是权证的价格应在理论价值附近，这样投资者才能在合理的价格水平买入权证。近期对于认沽权证的过度炒作，是投机资金的推动，导致权证价格严重偏离理论价值。炒作资金的大量涌入导致权证价格暴涨，导致真正的需求者（如避险者）无法进行权证投资。当权证价格偏离理论价值幅度过大的时候，创设人会提供权证流通量，从而促使权证价格回归理论价值。国际上权证市场通常都采用做市商制度，为权证提供流通量。创设制度与做市商制度有类似之处，都可以起到提供流通量，从而抑制过度投机的作用，对投资者提供了一定的保护。

第四章 以十个案例谈权证的投资风险

【案例1】权证到底是什么

2007年4月，炒股仅一个月的李女士误将首创权证当作普通股票，在行权期过后还懵懂不知，价值30万元的5.7万份首创权证化为乌有。李女士说：“我是初生牛犊不怕股，一生积蓄全赔光。”

李女士是不少权证参与者的缩影，对于权证缺乏正确的认识、对于权证风险的漠视、盲目投资于一些严重高估的认沽权证，使得自己在这一轮涨幅高达6倍的大牛市中颗粒无收。

惨痛的事实让投资者不得不再一次审视权证究竟是一种什么样的投资品种？权证投资的风险究竟在哪里？什么样的投资者适合投资权证？如何运用好权证这一金融衍生工具？

一、投资者容易忽视的权证投资的风险

投资者必须认识到权证作为一个金融衍生性商品，是完全不同于股票的，它带有自身独特的收益风险特征，认购权证具有的是做多功能，认沽权证，带来的是做空机制，它的价值完全依赖于对于标的证券走势的判断正确与否。操作上，如果对其标的正股看涨，通过买认购权证能够获得更高的收益率，如果是看跌，也可以买认沽权证来赚钱，权证的魅力就在于既可以做多也可以做空，只要方向判断正确，涨跌都有盈利的机会。关键是投资者是否树立了正确的投资理念、是否全面了解和掌握了权证的风险收益特点。

1、投资者忽视权证的特性所带来的风险

权证的哪些特性会给投资者带来风险，投资者应牢记哪些风险特性呢？

(1) 有限的“生存周期”

股票是可以长期持有的，只要公司不破产，就可以永远有效，甚至破产了，还可以通过重组等起死回生。但是权证就不一样，每一个权证都有一个“生存周期”，短则几月，长则几年，过了这个“生存周期”，权证就死亡了，就毫无价值了。很多投资者并不了解权证这一个特点，把权证当作股票来买卖，就存在非常大的风险，本文开头讲的那

位李女士，就是这一风险的典型受害者。还有一些权证投资者虽然知道权证是一个到期退市的交易品种，但是不关心权证的最后交易日，导致在最后交易日接近收盘时大量买入价外权证，收盘后就价值归零。

【案例2】

6月22日，在“钾肥认沽权证”最后交易日收盘集合竞价期间，该权证以0.107元成交了1166万份，期间有488个账户参与买入。据调查，其中买入量最大的10个账户，在集合竞价期间买入的原因主要是不知道当日是“钾肥认沽权证”的最后交易日。

(2) 放大收益也放大损失的杠杆

权证产品具有较高的杠杆特性，它的涨跌幅度要高于标的正股的涨跌幅度。通常情况下，当标的证券上涨（下跌）时，认购证的涨幅（跌幅）大于标的证券的涨幅（跌幅），认沽证的跌幅（涨幅）大于标的证券的涨幅（跌幅）。权证的高杠杆是一把双刃剑，当对标的证券走势预测正确时，投资者有机会以有限的成本获取更大的收益；但是一旦判断出现错误，投资者也有可能在短时间内蒙受较大的损失。从这个角度来看，权证的杠杆性无疑放大了投资的风险。

【案例3】

07年10月30日，马钢CWB1的有效杠杆为1.6，意味着当马钢股份股价上涨（下跌）10%时，理论上马钢CWB1的价格应该上涨（下跌）16%。如果有效杠杆为5倍，马钢CWB1的价格上涨（下跌）的幅度就是50%，这种风险就无疑就变得非常大。

(3) 切莫忘记到期行权的影响

所谓到期行权，对于认购证持有人而言，就是以行权价向权证发行人买入标的股票；对于认沽证持有人而言，就是以行权价向权证发行人出售标的股票。目前，除南航JTP1是现金结算外，其它权证都需要投资者在行权期内自行申报。

所谓行权风险，主要指两种情况：第一种情况是应该行权而没有行权。当权证到期的时候处于价内时，投资者行权便会获得收益，如果没有行权的话，便无法获得该收益。第二种情况是不应该行权而误行权。当权证到期的时候处于价外，特别是严重价外，投资者就不应当行权。如果行权的话，便会产生额外的损失。

【案例4】

应该行权而没有行权导致损失。2007年3月30日包钢JTB1认购权证到期时，仍有1661万份认购权证未行权，投资者为此损失了5735万元。

【案例5】

不应该行权而行权导致损失。2007年2月12日原水CTP1认沽权证到期时，共计65328份原水认沽权证成功行权，行权价为4.9元，按照原水股份当日的收盘价7.11元计算，投资者因行权而产生的损失约14.44万元。

在投资实际中，对于严重价外的权证，一定要注意其行权风险。对于严重价外的认沽权证，奉劝投资者千万不要行权。即将到期的中集ZYP1，投资者如果持有到期并行权，那么，每份中集ZYP1和每股中集集团的股票，加起来只能换到7.302元，也就是说，每行权一股，要亏损近18元！

(4) 会随着时间流逝逐渐降低的权证时间价值

在其他因素保持不变时，权证每天都会随着时间而贬值，在到期时可能会变得毫无价值。假设所有其他因素不变，权证越是价外及剩余的期限越短，则权证的投资者失去全部或部分投资的风险也越大。

【案例6】

某认购权证，行权价10元，标的股票价格也为10元，还有一个月到期，理论价格为0.5元，如果投资者花0.5元买入该权证。期满时，标的股票价格假设仍是10元，投资者行权不能获得任何收益，将完全损失这0.5元。这就是时间价值的损耗。

(5) 令人迷惑的行权比例

行权比例是指1份权证行权时对应的标的证券数量。比如某认购权证的行权比例为0.1，那么10份权证行权可以买入1份标的证券。行权比例对权证价格的影响非常显著，给投资者判断权证的估值水平带来一定的迷惑性，使一些被高估的权证看上去很便宜，有时也会使一些低估的权证看上去很贵。

【案例7】

10月31日国安GAC1的收盘价为12.570元，行权价为35.5元，当日中信国安收盘价为33元。如果不考虑行权比例，由于国安权证的存续期较

长，权证价格给投资者的感觉还算比较合理；但如果考虑到国安GAC1的行权比例为1:0.5,即两份国安权证行权才可以买入1份中信国安，则国安GAC1明显被高估。事实上，当日国安GAC1的溢价率在深沪两市所有的权证中，仅次于五粮YGP1位于第二位。南航JTP1的行权比例和国安GAC1一样，也需要注意。

(6) 有魔力的市价委托

严格意义上来说，市价委托不是一种风险，更不是权证特有的风险，市价委托给投资者带来的是交易意愿得到更快更坚决的执行，应该是一种值得推广和倡导的交易手段。但是由于权证的涨跌幅限制较大，给投资者市价委托带来一定的风险，如果市价委托的量比较大的话，成交价格可能会与当前价格相差较大。

【案例8】

2007年2月28日，某投资者以市价委托卖出收盘价0.699元的海尔认购权证82万份（实际成交价为每份0.001元），56万变成820元，损失惨重。所以，权证交易要慎用市价委托。

2、投资者没有正确投资理念、盲目追涨杀跌带来的风险

不了解权证的产品特性，为少数投资者带来风险，但这是个别的个案。遗憾的是，在这一轮牛市中，投资者投资权证亏损的比例要远高于投资交易所其他上市品种的亏损比例。经过深入分析发现，并非权证产品本身的特性导致投资者的大面积亏损，而是部分投资者没有正确的投资理念，抱着“赌一把”心态盲目地追涨杀跌，使自己落入亏损之地。

(1) 听信谣言，抱有“暴富”心理

通过正确地投资权证，可以带来巨大的财富，在认购权证上已经得到最好的证明，部分投资者把权证的这一特点无限放大，而把风险抛诸脑后，“一白遮百丑”。特别是一些别有用心 的投机者借助网络博客、论坛等，片面夸大“一夜暴富”、“炒权证可以轻松致富”、“炒权证赚多赔少”等事例和观点，引诱中小投资者跳进他们炒作权证“陷阱”，去帮他们接最后一棒。有一部份投资者确实受到这种影响，存在“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，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。相关数据表明，

抱有“暴富”心理、听信谣言投资权证发生亏损的概率很高，在权证拉升的过程中，仍是相当比例的投资者发生了亏损；在拉升后回调的过程中，亏损比例更大。

【案例9】

07年5月30日至6月15日，认沽权证出现一波投机炒作，认沽权证上涨3到8倍。但参与交易的近百万个账户中亏损比例仍将近40%，亏损金额数十亿元；6月18日至7月20日，认沽权证大幅下跌，投资者损失更为惨重，期间参与交易的近百万个账户中有70%亏损，其中个别账户亏损上千万。

(2) 混淆权证的价值与价格，带有“赌一把”的心态

部分投资者对于权证价值与价格的概念模糊，对于权证的“贵”和“便宜”还停留在以价格衡量的阶段，错误地认为绝对价格低就有比较大的想像空间，热衷于追捧市场上绝对价格较低的价外认沽权证，不管这些权证是否真是物有所值。抱着“反正每份权证只有几毛钱，说不定能涨到几块”的赌一把心理，盲目参与。而对于现有的认购权证，都处于深度价内，价值较大，绝对价格较高，不符合投资者“赌一把”的需求，吸引不起投资者的兴趣，因此出现了部份认购权证的负溢价现象。根据10月31日的收盘数据，4只认沽权证的溢价率均值达到81.45%，而12只认购权证溢价率的均值仅有8.42%，其只7只为负溢价权证。实际上，这些负溢价的权证相对于正股的风险更小。

【案例10】

10月31日收盘时五粮YGC1（030002）的溢价率为-18.929%，假如投资者看好五粮液（000858），并准备长期持有的话（最好能超过权证行权期限），五粮YGC1相对于五粮液（000858）更具投资价值，相当于低于当日五粮液18.929%的价格买入。

二、投资者参与权证投资的前提和必要条件

上文分析了投资者在权证投资中容易遇到的风险，投资者亏损的现实告诉我们权证市场不是凭着胆子、凭着运气博杀的场所。权证比较复杂的产品特性、独特的风险特征，对权证参与者的素质提出了较高要求。

1、承受风险与控制风险的能力

(1) 权证投资者要具备极强的风险意识

投资者一定要认识到进行金融资产的投资，包括买股票、买权证，不是把钱存到银行，更不是赌博，而是相当于买一件商品，这个商品不是日常吃的穿的有形商品，而是在股票帐户中的一些数字，是无形的。这个商品有可能越来越值钱，也有可能跌价得利害，甚至跌到一文不值。对于有形商品的购买，大家都知道货比三家，力求物有所值，对于无形商品，投资者更加应当谨慎小心。在买这些东西之前，首先想到的不应是我能赚多少钱，而是我会赔多少钱，不要听信传言，不要看到别人吹嘘赚了多少钱就忘记自己姓什么，而要想到他的赚是建立在更多的人赔的基础之上的，“一将功成万骨枯”。有了这种意识，在进行金融资产投资的时候，投资者才不会一时冲动，才会三思而行，才能够认识到了解所投资的金融产品的重要性，才会有动力去研究怎么买东西才能够赚钱，对于权证这种比较复杂的商品，是需要花大力气研究的。因此具备较强的风险意识是进入权证市场的先决条件。

(2) 权证投资者要具备较强的风险承受能力

这种风险承受能力，意思是作为投资者能够赔得起，在投资上赔掉的钱不会影响到自己的基本生活。权证的高杠杆给权证价格带来超过标的证券波动幅度的变动，在可能给投资者带来巨大收益的同时也可能给投资者带来巨大的损失。绝对不能够拿准备给孩子上学的钱、拿买房子的钱、拿准备结婚的钱、甚至是拿养老的钱来买权证，一旦亏掉，后悔不说，还会引发巨大的家庭矛盾甚至发生严重的生活困难。用来买权证的钱，一定要控制在风险可以承受的范围内，保持良好的心态参与权证投资，如果没有这种心态，那建议不要投资权证。如果是用借贷的钱投资权证，心态的失衡更易导致亏损。

(3) 权证投资者需要用严格的投资纪律来控制风险

如果投资者认识到权证的风险，准备用少量的资金参与权证投资，博取比较大的收益，那么一定要具备制定投资计划，执行投资计划的能力，毕竟投资的目的还是希望多赚一点少赔一点。

投资者在买权证之前制定的操作计划要包括：本次交易的性质，是积极看好长期趋势，认为权证会有至少翻倍的涨幅还是抢一个反弹，赚取20%的利润；确定交易性质后，要估计一个风险收益比，根据风险收益比来制定自己的仓位和止损位；设定止损位以后，一定要严格执行，

一旦触发止损点，就需要果断卖出防止损失进一步加大，有舍才有得，既然选择了投资权证，就必须要根据权证产品的特点来进行操作，宁可错过，也不可大错，控制重大损失，在权证市场生存下来才是最重要的。

2、扎实的基本分析能力

这种基本分析能力就是投资者是否熟悉股票，能否辨别一个股票的好坏。投资者判断自己是否具备这种能力，首先可以问自己几个问题：入市时间有多长，能够说出多少支股票的名称，这些股票的具体业务范围，这些股票的财务状况，这些股票近期是否有重大事项发生等。入市时间越长，了解的股票越多，表明自己的基本分析能力越强。投资权证，除了对标的股票能进行基本面分析外，还需要能够辨析权证的基本条款。

(1) 权证投资者要熟悉标的证券的基本面

权证属于衍生产品行列，其价格变化按照标的资产的变化而变化，投资者在打算进行权证投资时，需要相当熟悉标的证券基本面情况，如果对于标的证券的趋势没有看对甚至有误的话，因为权证杠杆的作用，将会放大投资者的亏损。同时，把握标的证券的趋势变化也是寻找权证买点与卖点的重要依据。

(2) 了解权证的基本条款和价值影响因素

作为计划参与权证交易的投资者来说，需要事先对权证的基本条款信息有全面的了解。权证的基本条款信息包括：权证的标的正股，认购权证还是认沽权证，行权价格和行权比率分别是多少，存续期限和行权期间是在什么时候。了解权证的基本条款，才能避免最后交易日买入价外权证、到期忘了行权等低级错误。同时投资者还需要了解哪些因素影响会权证的价格以及影响的方式，下表显示了不同因素对权证价格的情况：

影响权证价格的因素	认购权证价格	认沽权证价格
标的证券价格上升	↑	↓
行权价越高	↓	↑
存续期越长	↑	↑
利率越高	↑	↓
波动率越高	↑	↑

作为一个权证投资者而言，对上表的掌握也是最为基本的要求。

3、过硬的技术分析能力

技术分析能力反映的是投资者对于市场语言的解读能力，特别是参与流动性极强的权证，技术分析能力尤显重要。

(1) 权证投资者要具备一定的解读盘口能力

投资者需要同时跟踪标的证券和权证的盘口情况，能够从盘面价量的变化中识别和判断出主力资金和跟风盘可能的走向，能够识别一些常用的盘口伪装伎俩，通过各种均线及一些技术指标确定的支撑位与压力位作为自己买卖的依据，同时对权证间的联动、市场节奏的变化也要有相应的判断，才能避免投资的盲目性，才有可能踏准主力资金的节奏，获取较高的收益率。

(2) 权证投资者能熟练解读书证的技术指标

不同于股票，权证有自身独特的技术指标。能够熟练读懂这些的技术指标是进入权证投资的又一道门槛，比如溢价率、隐含波动率、有效杠杆等，还有众多的希腊字母。比如希腊字母中的Delta代表权证价格与正股价格变化的比例关系；又比如Vega代表波动率对权证价格的影响程度。投资者不仅要明白这些指标，而且还能通过这些指标挑选适合自己的权证，比如风险承受能力强的投资者可以选择有效杠杆较大的权证，而风险承受能力低一点的投资者可以选择有效杠杆低一点的权证。

上述三大类能力是投资者进行权证投资时必不可少的，水桶的短板决定了装水量的多少，任何一类知识的不足都有可能给投资者带来重大的损失。投资者进入权证市场前必须要进行客观的自我评估，投资不是赌博，需要理性对待，准备得越为充分，在市场上生存下来的机率越大。

三、权证投资者获取信息的有效途径

投资者在全面认识了权证市场所蕴藏的巨大的风险，客观评估自身具有很好的风险承受能力和较高的基本分析、技术分析能力之后，决定适当参与权证交易，下面为大家提供一些进行权证知识学习、获取权证信息的方法和途径。

1、要关注权证及其标的证券的所有公告和风险提示

上市公司的公告和交易所的风险提示是必须要关注的。上市公司

关于权证的公告包括权证上市公告书、权证上市首日开盘参考价、调整行权价格公告、到期风险提示性公告等。上市公司会在权证到期前三个月开始刊登到期风险提示性公告，且越临近行权期，到期风险提示性公告的披露频率越高。除上市公司公告外，交易所为加强风险提示，还会在权证临近行权时向全市场发布风险提示，及时向市场警示风险。同时权证的创设和临时停牌，也是监管机构及时在向市场传递的风险警示信息。投资者遇到此类信号，需要相当谨慎的参与该权证的投资，避免成为资金“博傻”的牺牲品。这些信息可以通过中国证券报、上海证券报、证券时报等专业的证券报纸获取。也可以登录上市公司和交易所的网站查询。

2、充份获取权证的基本信息和相关市场评论

掌握扎实的权证基础知识，充份获取所投资权证的相关信息以及专业机构的研究评论，是降低权证投资风险的有效办法。以下为搜集的一些权证相关网站，供广大投资者参考。

内 容	网 址
上海、深圳交易所网站 (有关两地交易所发行权证的信息、公告披露、流通情况)	上海证券交易所权证服务中心 http://www.sse.com.cn/sseportal/ps/zhs/sjs/jth/qzsl_2_s.html 深圳证券交易所权证业务 http://www.szse.cn/main/aboutus/xywjs/qzywjs/
权证基础知识 (关于权证的基础知识,如名词解释、法律法规、交易规则)	广发权证词典 http://www.gfwarrants.com/warrants/school/cidian.jsp?menuid=5,1 中国权证网上学堂 http://www.chinawarrants.com/xuetang.asp
权证资讯 (每天与权证有关 的各类信息)	东方财富网权证频道 http://warrant.eastmoney.com/ 金融界权证资讯 http://warrant.jrj.com.cn/NewsList.aspx?id=20 新浪网权证频道 http://finance.sina.com.cn/stock/warrant/index.shtml

<p>各券商研究评论 (国内各券商对于权证的研究、评论)</p>	<p>中信权证网 http://www.cs.ecitic.com/warrant/index.html 中金在线 http://ticket.cnfol.com/1611/ 东海证券权证日评 http://www.dhwarrants.cn/index.jsp?webcolid=110 平安证券 http://www.pa18.com/warrants 国泰君安权证研究 http://www.chinawarrants.com/yanjiu.asp 海通权证 http://www.htsec.com/htsec/Channel/252564 广发权证网 http://www.gfwarrants.com/warrants/index.jsp 中国银河证券 http://www.chinastock.com.cn/info/qzjy.shtml 第一权证网 http://www.firstwarrants.cn/</p>
<p>权证论坛 (投资者的论坛,对权证的讨论)</p>	<p>东方财富网权证频道 http://warrant.eastmoney.com/ 东海权吧 http://www.dhwarrants.cn/index.jsp?siteAlias=forum</p>
<p>香港市场权证 (包括香港市场权证的基础知识、所发行权证的条款、评论)</p>	<p>香港法兴认股证网站 http://hk.warrants.com./gb/home_gb.cgi 香港比联认股证网站 http://www.kbcwarrants.com.hk/warrants/main.dyn 香港高盛 http://www.gswarrants.com.hk/gs/GS_Portal/index.asp?fuseaction=Home.Main 麦格理香港认股证及结构性产品网站 http://www.warrants.com.hk/Default.aspx?language=zh-TW</p>

(执笔: 东海 钟欣)

四、附件:

最后交易日30万份权证还未出手

www.jfdaily.com 2007-11-30 稿件来源: 新闻晨报

去年12月15日,从事权证交易的高先生经数十次买卖后,持有价值15万余元的白云机场认沽权证,不料得知当天已是该权证的最后交易日。自感被误导而遭受损失的高先生以信息披露不当、监管不力等为理由将广东省机场管理集团公司、广州白云国际机场股份有限公司,以及上海证券交易所三方告上法庭,要求他们对其15万余元损失承担连带赔偿责任。日前,上海市一中院对该起全国首例涉及权证信息披露的侵权赔偿纠纷案作出一审判决,高先生的诉讼请求未获支持。

2005年12月13日,广东机场集团公告发行白云机场认沽权证,权证交易简称“机场JTP1”,同时明确权证存续期为2005年12月23日起至2006年12月22日,行权期为2006年3月23日起至2006年12月22日。2006年广东机场集团先后3次发布公告,提示权证持有人该认沽权证的最后交易日为2006年12月15日(星期五),从2006年12月18日(星期一)起停止交易。

高先生对“机场JTP1”的交易从2006年2月20日起,至2006年12月15日合计买入793200份,卖出490000份,当日收盘余额计303200份,参考成本价格0.51元/份,总值为154632元。本来准备在12月22日前卖出认沽权证的高先生此时却被告知该权证交易已经终止。

法院审理后认为,广东机场集团作为信息披露的义务主体已对该权证发行、上市等相关信息予以披露,且已充分、明确地提示投资者的最后交易日。高先生认为公告的内容存在误导性表述,不足以提示投资者,显然与客观事实不符。而白云机场系“机场JTP1”的标的证券上市公司,并非“机场JTP1”信息披露的义务主体,而上交所依据法律授权制定权证交易规则、向交易所会员及投资者揭示权证交易风险等方面均符合法定程序,也不存在过错。

法官提醒市民,权证作为证券市场新兴的交易衍生品种,发行和交易严格按照现行的交易规则进行。同时,基于权证交易具有财务杠杆效

应，利益和风险高度一致，投资者应当理性评估自身的权证交易能力和风险承受能力，以免造成不必要的损失。

第五章 权证投资风险教育与市场监管

一、投资者教育是上证所工作的重要组成部分

权证作为市场的一个新产品，具有与股票不同的特性。部分投资者对该产品的理解还不深刻，对权证的特殊风险的理解还不到位。面对市场持续高涨的投资热情和权证投资的火爆场面，特别是持续激增的新股民不断入市，上证所深感市场责任的重大和投资者教育工作的重要性。单就权证的宣传方面，这两年来上证所就有针对性地开展了一系列的投资者教育工作，并加强了多种市场服务举措。

1. 利用大众传媒，广泛开展证券市场的宣传教育，并对投资风险予以充分揭示。

上海证券交易所上证报开设了“权证知识”专栏，并根据市场特点和问题持续进行权证知识的普及；并开设有《每日权证数据》一览表，不仅充分揭示出权证的相关风险数据，还对离最后交易日仅剩最后十天的权证，在专栏显著位置用大号字和黑体予以到计时警示。针对新入市股民日益增多的状况，还在上证报“股民学校”中，开设了“交易所常见咨询问题”专栏，连载证券及权证等衍生产品的投资常识。去年，本所投资者教育中心还在《新民晚报》开设专栏，连载“权证知识”普及宣传资料。今年四月始，又选择了在市民中有广泛影响的《新闻晨报》合作开设了“股民学校”，就投资者关注的权证市场等热点问题每周进行周一议。最近，由本所投资者教育中心主持的题为“权证知识普及教育系列讲座”每周期刊发于三大证券报等全国各类财经媒体上，第一讲《权证基础知识介绍》已于11月12日刊出。

2. 续编投资者教育书籍，对新入市股民进行普及教育。

去年，上海证券交易所就权证新品的推出，组织编印了《权证投资手册》和《权证知识问答》，并寄赠全国各证券营业部，向投资者免费发放。5月，组织各相关部门的资源和力量，编写了新版的《投资者常见问题问答》（2007年），并对权证知识单列一章再次予以介绍。除继

续向各地证券营业部寄赠供投资者使用外，还拟通过会员部渠道将电子版文本传送至上证所各会员公司，供其二次编印后向在其所辖营业部新开户的投资者发放。

3. 联合业界，开展多形式的投资者教育活动。

在今年的“3.15消费者权益保护日”，上海证券交易所联合了上海证券报和国泰君安和申银万国两家会员单位，共同举办了“3.15投资者权益保护日”大型义务咨询宣传活动。通过两券商的视频系统，向设在各地的三、四百家证券营业部数千名投资者进行了包括权证在内的投资新品介绍和市场风险宣传，并通过证券营业部的咨询摊位帮助投资者现场答疑解惑。同日，还在中国证券网，开展了各地证券和权证投资者的网上互动答疑和活动的视频转播。

今年6月，上海证券交易所应西藏证监局之邀，并根据西藏权证投资者比例甚高的特点，联合在拉萨举办了包括权证知识和风险的证券投资教育讲座，从而使很多投资者充分了解了权证特点和市场风险，其中一些原先不甚了解权证风险的投资者还因此而退出了权证市场。之后，还先后在内蒙、浙江、云南等地开展了类似的普及教育活动。

4. 上证所还充分利用网络优势开展权证投资者远程在线教育。

上海证券交易所适时地在外部网上开设了“上证所权证服务中心”，不仅有涉及权证交易的法律法规等制度性的文章资料，还向市场和投资者公布了最为权威的权证交易数据和资料，方便投资者查阅和学习。同时，投资者教育中心网页也将其所有联合媒体宣传的权证文章和编印的权证书籍、资料等粘贴分栏目地上网，以固化权证市场宣传学习资料，提高其宣传效果。

二、市场提示和风险揭示是上证所重要工作内容

有很多投资者对什么是认购、认沽权证都没搞明白，有的连权证有到期日和到期日前的最近交易日都不知晓，就盲目冲动地在高位买入了价位的权证。据报载，炒股仅一个月的李女士误将首创权证当做普通股票，在行权期过后还懵懂不知，待发现时，30万元5.7万股首创权证全部化为乌有。据我们的信息统计汇总，此类的失误在其它权证上也发生过多起。

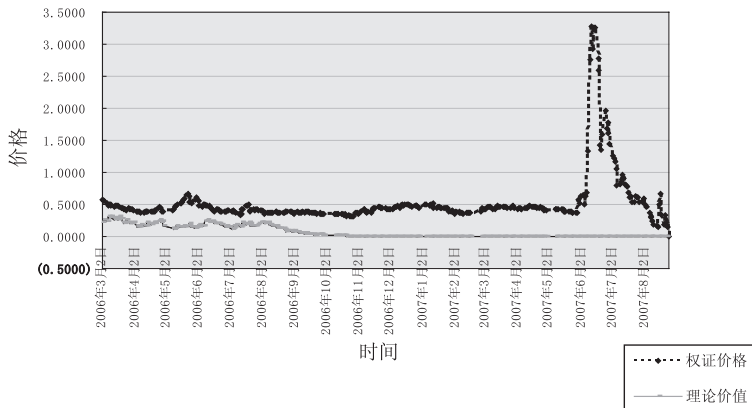
前不久的《新民晚报》还有则报道说，在华鑫证券上海金山营业部，一名女子嫌前面的老伯动作太慢而发生争执，此后便怀恨在心地偷偷看到了老伯密码和用户名，次日竟报复性地用他的账户代他暗中购进6万股认沽权证，等老人查询账户发现，资金已经“蒸发”了3万多元。

权证的风险由此也可可见一斑。尽管价外权证最终无一逃脱“废纸一张”的命运（见下表），但即便如此，仍有一些投资者或因自信、或心存侥幸、或属无知地投入其中，其中不少投资者（包括最后一棒的接手者）最终都难逃搏傻失利之亏损！

权证代码	权证名称	历史最高价	最后交易日	最后交易日收盘价	最后交易日标的股票收盘价	行权价
580990	茅台JCP1	4.08	2007-5-22	0.003	94.84	30.3
580991	海尔JTP1	1.872	2007-5-9	0.001	15.79	4.29
580992	雅戈QCP1	2.178	2007-5-14	0.002	26.44	4.09
580993	万华HXP1	4.187	2007-4-19	0.087	38.75	9.22
580994	原水CTP1	2.44	2007-2-5	0.041	6.54	4.9
580995	包钢JTP1	0.987	2007-3-23	0.006	5.7	2.37
580996	沪场JTP1	2.15	2007-2-27	0.015	25.52	13.36
580997	招行CMP1	4.949	2007-8-24	0.001	39.04	5.45
580998	机场JTP1	2.33	2006-12-25	0.332	7.63	6.9
580999	武钢JTP1	1.51	2006-11-15	0.06	3.35	2.83

从上表中可以看出，在最后交易日仍处于价外的权证，不论其前期被投机者如何炒作，最后全部回归其本来面目，以几厘钱或几分钱黯然收场。

招行CMP1市场价格与理论价值比照图



从上图我们详细回顾招行CMP1。在大多数交易时间内580997处于价外状态，其市场价格偏离其理论价值（采用标准B-S公式来估计权证的理论价值，参数选择上，无风险收益率取3%，波动率选择滚动的临近前6个月的日数据计算出的历史波动率），且在今年5月30日后，遭遇了短线爆炒，市场价格严重偏离其理论价值；但接近到期时，由于其处于深度价外，权证价格还是疾速下挫，在最后交易日以1厘钱的收盘价告别历史舞台。

为控制权证交易风险，维护权证市场交易秩序，向投资者充分揭示权证交易风险，上海证券交易所已先后向会员单位发布了《关于发布上海证券交易所《权证风险揭示书》》和《关于重申签署（权证风险揭示书）有关事项的通知》，要求各会员必须按规定向首次买卖权证的投资者全面介绍相关业务规则，充分揭示权证交易的高风险性，切实引导、提醒投资者重视并控制权证交易风险，在投资者参与权证交易前必须与投资者签署《权证风险揭示书》。为进一步掌握会员单位签署情况，还组成检查小组对部分会员单位签署情况进行了现场抽查。此外，为加强会员权证经纪业务风险管理，还向会员单位发布了《关于进一步加强权证经纪业务风险管理的通知》，要求会员单位加强权证经纪业务风险管理，并按要求及时履行相关报告义务。

为了进一步落实权证监管措施，上海证券交易所于2007年7月底再次向各会员单位发布《关于再次重申签署“权证风险揭示书”有关事项

的通知》，要求各会员应与首次申请开通权证买入权限的投资者书面签署《权证风险揭示书》，不得通过交易软件或电话自助办理，确保每个首次参与权证买卖的投资者在交易前充分了解权证的风险。同时要求各会员必须按规定向首次买卖权证的投资者全面介绍相关业务规则，充分揭示权证交易的高风险性，切实引导、提醒投资者重视并控制权证交易风险。

三、加强市场监察工作 保证市场健康发展

为维护权证交易秩序，确保权证市场健康有序发展，上海证券交易所第一只权证“宝钢权证”推出之际就针对性地制订了权证监管预案。针对“宝钢权证”异常交易行为，根据具体情况采取了各类监管措施；在之后的武钢权证、招行权证等临近行权期，或临近到期日前的终止交易日前，都通过多种渠道多次对投资者作了提醒，还根据不同情形提醒投资者别“误行权”或“别忘了行权”等，为此取得了良好的市场效果，业界各方也给予了积极正面的评价。对交易过程中出现的违规行为，果断采取处罚措施，积极发挥监管威慑力，及时有效地遏制了违规，化解了市场风险。

今年6月以来，权证市场特别是招行认沽权证出现了一轮较大的价格波动，上证所及时采取了一系列监管措施，及时发现、调查、制止权证异常交易行为。该期间，上证所对有关营业部进行了100多次电话调查和警告，发出书面警告函15份，涉及帐户240多个，并约见了有关券商负责人谈话提醒。

重点案例包括今年8月15日，上证所根据交易规则的有关规定对联合证券深圳振兴路第二营业部两个个人账户采取了限制交易的措施。在交易监察中，上证所发现上述账户在招行认沽权证交易中多次出现利用资金优势在很短时间内进行连续多笔大额买入委托申报，对市场供求平衡形成明显冲击，导致权证价格瞬间大幅波动，涉嫌操纵权证价格、误导其他投资人。其炒作手法表现在买入委托申报时，由于申报量较大，其买入委托申报大都部分成交，在其卖出所持权证之后随即对其未成交的买委托申报进行撤单；或者开盘即挂出巨额买单、拉升价格，再卖出其隔夜持仓权证。从以往监管记录来看，上述账户惯常使用此类手法进

行权证交易。上证所曾多次对其进行调查和警告，并于7月10日专门致函联合证券，要求其务必采取有效措施，对相关客户的交易行为进行有效监督、规范和约束，及时警示并制止导致权证价格严重异常波动的交易行为，杜绝上述异常交易行为再次发生。但是，上述帐户在一度收敛之后再次兴风作浪，严重影响了权证的正常交易。对上述涉嫌操纵权证价格的个别帐户，上证所已按照有关程序提请中国证监会立案调查。

上证所今后将继续运用限制交易等措施打击违规交易，对权证交易中涉嫌违法违规的行为，发现一起，查处一起。对涉嫌操纵权证价格的个别帐户，上证所会提请中国证监会立案调查；对于其他进行过度炒作的异常交易账户，也会建立监管关注账户库，并将告知其他会员公司，从全市场的角度对其交易行为严密关注，加强监管。

金融市场每一个新的产品，都要经历一个参与者从不熟悉到熟悉、市场从不成熟到逐渐成熟的过程。金融创新的步伐不能就此止步，发展中的问题只能在发展中解决。保护投资者利益一直是监管层和市场组织管理者工作的出发点和落脚点，上海证券交易所将肩负其责，相信能为完善中国证券市场、维护市场健康发展而继续努力！

（执笔：钟欣）

附件一：上海证券交易所权证管理暂行办法

发文机关：上海证券交易所

发文时间：2005-07-18

第一章 总则

第一条 为规范权证的业务运作，维护正常的市场秩序，保护投资者的合法权益，根据《证券法》等法律、行政法规以及本所相关业务规则，制定本办法。

第二条 本办法所称权证，是指标的证券发行人或其以外的第三人（以下简称发行人）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。

第三条 权证在本所发行、上市、交易、行权，适用本办法，本办法未作规定的，适用本所其他有关规定。

第四条 本所对权证的发行、上市、交易、行权及信息披露进行监管，中国证监会另有规定的除外。

第五条 在本所发行、上市、交易、行权的权证，其登记、托管和结算由本所指定的证券登记结算机构办理。

第二章 权证的发行上市

第六条 发行人申请发行权证并在本所上市的，应在发行前向本所报送申请材料。本所自受理之日起20个工作日内出具审核意见，并报中国证监会备案。

前款申请材料的内容与格式，由本所另行制定。

第七条 权证发行申请经本所核准后，发行人应在发行前2至5个工作日内将权证发行说明书刊登于至少一种指定报纸和指定网站。

权证发行说明书的内容与格式由本所另行规定。

第八条 发行人应在权证发行结束后2个工作日内，将权证发行结果

报送本所,并提交权证上市申请材料。

权证上市申请经本所核准后,发行人应在其权证上市2个工作日之前,在至少一种指定报纸和指定网站上披露上市公告书。

第九条 申请在本所上市的权证,其标的证券为股票的,标的股票在申请上市之日应符合以下条件:

- (一)最近20个交易日流通股份市值不低于30亿元;
- (二)最近60个交易日股票交易累计换手率在25%以上;
- (三)流通股股本不低于3亿股;
- (四)本所规定的其他条件。

标的证券为其他证券的,其资格条件由本所另行规定。

第十条 申请在本所上市的权证,应符合以下条件:

(一)约定权证类别、行权价格、存续期间、行权日期、行权结算方式、行权比例等要素;

- (二)申请上市的权证不低于5000万份;
- (三)持有1000份以上权证的投资者不得少于100人;
- (四)自上市之日起存续时间为6个月以上24个月以下;
- (五)发行人提供了符合本办法第十一条规定的履约担保;
- (六)本所规定的其他条件。

第十一条 由标的证券发行人以外的第三人发行并在本所上市的权证,发行人应按照下列规定之一,提供履约担保:

(一)通过专用帐户提供并维持足够数量的标的证券或现金,作为履约担保。

履约担保的标的证券数量=权证上市数量×行权比例×担保系数;

履约担保的现金金额=权证上市数量×行权价格×行权比例×担保系数。担保系数由本所发布并适时调整。

(二)提供经本所认可的机构作为履约的不可撤销的连带责任保证人。

发行人应保证按前款(一)项规定所提供的用于履约担保的标的证券或者现金不存在质押、司法冻结或其他权利瑕疵。权证存续期间,用于履约担保的标的证券或者现金出现权利瑕疵的,发行人应当及时披露,并采取措施使履约担保重新符合规定。

第十二条 申请权证上市的,发行人应向本所提交下列文件:

(一)上市申请书；
(二)权证发行情况说明；
(三)上市公告书；
(四)董事、监事和高级管理人员持有标的证券和权证的情况报告、
禁售申请；

(五)本所要求的其他文件。

上市公告书的内容和格式，由本所另行规定。

第十三条 发行人应当在权证上市前与本所签订上市协议，明确双方的权利、义务和有关事项。

第十四条 出现下列情形之一的，权证将被终止上市：

- (一)权证存续期满；
- (二)权证在存续期内已被全部行权；
- (三)本所认定的其他情形。

权证存续期满前5个交易日，权证终止交易，但可以行权。

第十五条 发行人应当在权证存续期满前至少7个工作日发布终止上市提示性公告。

第十六条 发行人应于权证终止上市后2个工作日内刊登权证终止上市公告。

第十七条 本所有权根据市场需要，要求发行人和相关投资者履行相关信息披露义务。

发行人应指定一名专职人员作为权证信息披露事务联络人。

第三章 权证的交易行权

第一节 交易

第十八条 经本所认可的具有本所会员资格的证券公司(以下简称本所会员)可以自营或代理投资者买卖权证。

第十九条 本所会员应向首次买卖权证的投资者全面介绍相关业务规则，充分揭示可能产生的风险，并要求其签署风险揭示书。 风险揭示书由本所统一制定。

第二十条 单笔权证买卖申报数量不得超过100万份，申报价格最小

变动单位为0.001元人民币。权证买入申报数量为100份的整数倍。

第二十一条 当日买进的权证,当日可以卖出。

第二十二条 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。

第二十三条 权证上市首日开盘参考价,由保荐机构计算;无保荐机构的,由发行人计算,并将计算结果提交本所。

第二十四条 本所在每日开盘前公布每只权证可流通数量、持有权证数量达到或超过可流通数量5%的持有人名单。

第二十五条 权证发行人不得买卖自己发行的权证,标的证券发行人不得买卖标的证券对应的权证。

第二十六条 禁止内幕信息知情人员利用内幕信息进行权证交易活动,获取不正当利益。

第二十七条 禁止任何人从事下列活动:

(一)直接操纵权证价格;

(二)通过操纵标的证券价格影响其对应权证的价格;

(三)通过操纵权证价格影响其对应的标的证券价格。

第二十八条 标的证券停牌的,权证相应停牌;标的证券复牌的,权证复牌。本所根据市场需要有权暂停权证交易。

第二十九条 已上市交易的权证,合格机构可创设同种权证,具体要求由本所另行规定。

第二节 行权

第三十条 权证持有人行权的,应委托本所会员通过本所交易系统申报。

第三十一条 权证行权的申报数量为100份的整数倍。

第三十二条 当日行权申报指令,当日有效,当日可以撤销。

第三十三条 当日买进的权证,当日可以行权。当日行权取得的标的

证券,当日不得卖出。

第三十四条 标的证券除权、除息的,权证的发行人或保荐人应对权证的行权价格、行权比例作相应调整并及时提交本所。

第三十五条 标的证券除权的,权证的行权价格和行权比例分别按下列公式进行调整:

新行权价格=原行权价格×(标的证券除权日参考价/除权前一日的证券收盘价);

新行权比例=原行权比例×(除权前一日的证券收盘价/标的证券除权日参考价)。

第三十六条 标的证券除息的,行权比例不变,行权价格按下列公式调整:

新行权价格=原行权价格×(标的证券除息日参考价/除息前一日的证券收盘价)。

第三十七条 权证行权采用现金方式结算的,权证持有人行权时,按行权价格与行权日标的证券结算价格及行权费用之差价,收取现金。

前款中的标的证券结算价格,为行权日前十个交易日标的证券每日收盘价的平均数。

第三十八条 权证行权采用证券给付方式结算的,认购权证的持有人行权时,应支付依行权价格及标的证券数量计算的价款,并获得标的证券;认沽权证的持有人行权时,应交付标的证券,并获得依行权价格及标的证券数量计算的价款。

第三十九条 采用现金结算方式行权且权证在行权期满时为价内权证的,发行人在权证期满后的3个工作日内向未行权的权证持有人自动支付现金差价。

采用证券给付结算方式行权且权证在行权期满时为价内权证的,代为办理权证行权的本所会员应在权证期满前的5个交易日提醒未行权的权证持有人权证即将期满,或按事先约定代为行权。

第四十条 权证交易佣金、费用等,参照在本所上市交易的基金的标准执行。

第四章 罚则

第四十一条 权证发行人违反本办法或本所相关业务规则的,本所可责令其改正,并视情节轻重,给予下列惩戒:

- (一)通报批评;
- (二)公开谴责;
- (三)本所认为需要采取的其他措施。

第四十二条 本所会员违反本办法或本所其他业务规则,本所可视情节轻重,给予下列惩戒:

- (一)责令改正;
- (二)通报批评;
- (三)公开谴责;
- (四)暂停其权证自营或经纪业务,限制其在自营或经纪业务中买入权证;
- (五)本所认为需要采取的其他措施。

第四十三条 本所会员严重违反证券登记结算机构结算规则,根据证券登记结算机构的提请,本所可暂停其权证自营或经纪业务,或限制其在自营或经纪业务中买入权证。

第四十四条 本所以对权证交易进行实时监控,对存在异常交易,或内幕交易、市场操纵嫌疑的,本所视具体情况,可采取下列措施:

- (一)口头警告相关人员;
- (二)约见相关人员谈话;
- (三)限制出现重大异常交易情况的证券帐户的权证交易;
- (四)向中国证监会报告。

第五章 附则

第四十五条 本办法下列用语含义如下:

(一)标的证券:发行人承诺按约定条件向权证持有人购买或出售的证券。

(二)认购权证:发行人发行的,约定持有人在规定期限内或特定到期

日,有权按约定价格向发行人购买标的证券的有价证券。

(三)认沽权证:发行人发行的,约定持有人在规定期间内或特定到期日,有权按约定价格向发行人出售标的证券的有价证券。

(四)行权:权证持有人要求发行人按照约定时间、价格和方式履行权证约定的义务。

(五)行权价格:发行人发行权证时所约定的,权证持有人向发行人购买或出售标的证券的价格。

(六)行权比例:一份权证可以购买或出售的标的证券数量。

(七)证券给付结算方式:指权证持有人行权时,发行人有义务按照行权价格向权证持有人出售或购买标的证券。

(八)现金结算方式:指权证持有人行权时,发行人按照约定向权证持有人支付行权价格与标的证券结算价格之间的差额。

(九)价内权证: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。

第四十六条 本办法所称“以上”、“以下”含本数,“超过”、“低于”不含本数。

第四十七条 本办法经本所理事会通过,报中国证监会批准后生效,修改时亦同。

第四十八条 本办法由本所负责解释。

第四十九条 本办法自发布之日起施行。

附件二：权证风险揭示书

尊敬的证券投资者：

权证与股票不同，权证交易具有财务杠杆效应，投资者虽然有机会以有限的成本获取较大的收益，但也有可能在短时间内蒙受全额或巨额的损失。投资者在参与权证交易前应审慎评估自身的经济状况和财务能力，充分考虑是否适宜参与此类杠杆性交易。在决定进行权证交易前，投资者应充分了解以下事项：

一、权证具有证券类产品交易所具备的各种风险。

二、权证存续期间，权证价格与其标的证券价格之间相互影响，投资者应特别关注标的证券价格波动对权证价格的影响。

三、权证实行T+0 交易。

四、权证上市前，由发行人确定其行权价格、行权比例、行权日期等要素（权证的行权价格和行权比例将随着标的证券除权除息而调整）。权证上市交易后，权证价格容易受到市场供求关系等多种市场因素的影响。

五、投资者在参与权证交易前，应分析了解权证发行人的履约能力，如财务状况、信用状况等，研究权证发行的条件及各项约定。

六、权证期满且无其它履约价值时，权证即无任何价值。投资者还应关注该权证约定条款是否包含有自动行权机制，如无自动行权机制，投资者应注意及时行权，避免投资损失。

七、投资者在进行权证交易时，必须了解其开户证券公司是否有资格从事权证交易经纪服务，或其交易资格可能受到部分或全部限制，并作相应安排。

本风险揭示书的风险揭示事项仅为列举性质，未能详尽列明权证交易的所有风险和可能影响权证价格的所有因素。投资者在参与权证交易前，应认真阅读权证发行说明书和上市公告书，对其它可能影响权证交易或权证价格的因素也必须有所了解和掌握，并确信自己已做好足够的风险评估与财务安排，避免因参与权证交易而遭受难以承受的损失。

附件三：关于证券公司创设武钢权证有关事项的通知

各会员单位：

武钢认购权证（交易简称JTB1、交易代码580001、行权代码582001）和武钢认沽权证（交易简称JTP1、交易代码580999、行权代码582999）即将在本所上市交易。为维护其交易秩序，促进权证市场健康发展，根据《上海证券交易所权证管理暂行办法》的有关规定，现就上市交易后证券公司创设武钢认购权证和武钢认沽权证的相关事宜，通知如下：

一、取得中国证券业协会创新活动试点资格的证券公司（以下简称“创设人”）可按照本通知的规定创设权证。

二、创设人创设的权证应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。

三、创设认购权证的，创设人应在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司（以下简称“中国结算上海分公司”）开设权证创设专用帐户和履约担保证券专用帐户，并在履约担保证券专用帐户全额存放武钢股份股票，用于行权履约担保。权证创设专用帐户和履约担保证券专用帐户应指定在同一席位上。

创设认沽权证的，创设人应在中国结算上海分公司开设权证创设专用帐户和履约担保资金专用帐户，并在履约担保资金专用帐户全额存放现金，用于行权履约担保。

创设人应将上述帐户和席位报本所备案。

四、被质押、司法冻结或存在其他权利瑕疵的武钢股份股票或资金，不得用于权证创设履约担保。

五、创设人向本所申请创设权证的，应提供中国结算上海分公司出具的其已提供行权履约担保的证明。本所经审核同意，通知中国结算上海分公司在权证创设专用帐户生成次日可交易的权证。

六、权证创设后，创设人可向本所申请注销权证。本所经审核同意，通知中国结算上海分公司于当日注销权证，次日解除对相应股票或资金的锁定。

七、创设人每日申请创设或注销权证均不得超过1次，每次创设或

注销数量均不低于100万份。

八、权证行权时，创设人先于武钢集团履行义务。同一权证创设人超过1名的，各创设人按照“后创设先被行权”的顺序履行义务。

九、违反本通知相关规定的，本所有权暂停或取消其创设资格。

本通知自2005年11月28日起施行，本通知未作规定的，适用《暂行办法》及本所其他相关规定。

上海证券交易所

二〇〇五年十一月二十一日

（编者按：武钢权证为首批引入创设制度的权证。此后，各只权证创设通知均比照《关于证券公司创设武钢权证有关事项的通知》，此处略去，不再赘述。相关文件内容读者可查阅上海证券交易所网站www.sse.com.cn）

后 记

作为我国资本市场最重要的创新产品之一，权证诞生伊始就引起了各方参与者的强烈兴趣。两年多来，随着市场发展，大量的研究文章在各类媒体上刊登。为进一步普及权证知识，强化投资者的风险意识，我们从中摘选一些汇编成此册，以飨读者。本书所摘内容均来自《上海证券报》、《中国证券报》或《证券时报》等权威报刊，并由业内知名券商的研究人员所撰。但文中所涉及观点并不等同于本所意见，仅供参考。

本书全面覆盖了基础知识、风险案例、创设制度、市场教育和监管以及法规条文等，相信能给读者了解权证、合理决策提供一定的帮助。

