



上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

Vol.4

二〇〇五年权证专辑

SSEResearch

上 证 研 究 权 证 专 辑

《上证研究》2005年权证专辑

- (1)我国证券市场发展权证产品的现实意义
- (2)权证：一个全球成功的产品
- (3)我国权证发行、上市及监管制度研究与设计
- (4)权证的交易制度研究
- (5)权证定价与避险策略研究
- (6)权证产品开发中的相关法律问题研究
- (7)海外权证法律监管问题研究

大學出版社

上 证 研 究

(二〇〇五年权证专辑)

上海证券交易所研究中心

復旦大學 出版社

图书在版编目(CIP)数据

上证研究. 二 00 五年权证专辑 / 上海证券交易所研究中心. — 上海: 复旦大学出版社, 2005. 10

ISBN 7-309-04685-4

I. 上… II. 上… III. ① 证券交易—资本市场—研究—中国—2005 ② 股票—证券投资—研究—中国—2005
IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 096818 号

上证研究 (二 00 五年权证专辑)

上海证券交易所研究中心

出版发行 复旦大学出版社 上海市国权路 579 号 邮编 200433
86-21-65642857(门市零售)
86-21-65118853(团体订购) 86-21-65109143(外埠邮购)
fupnet@fudanpress.com http://www.fudanpress.com

责任编辑 徐惠平

总编辑 高若海

出品人 贺圣遂

印	刷	江苏句容市排印厂
开	本	787×1092 1/16
印	张	16.25
字	数	313 千
版	次	2005 年 10 月第一版第一次印刷

书	号	ISBN 7 - 309 - 04685-4/F · 1038
定	价	32.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

上证研究

为促进证券市场研究,推动中国证券市场的市场化、规范化进程,加快证券市场的改革与创新,为领导层提供决策支持,上海证券交易所不定期印刷出版《上证研究》。我们的宗旨是:为中国证券市场研究提供一个高水平的发表平台,为证券业内的研究交流提供一个聚集点。我们提倡,用国际规范的方法,以严谨意识和求实精神,深入研究中国证券市场发展的重点、热点和前沿问题。我们希望,通过大家的共同努力,《上证研究》能够发表一系列优秀的研究成果,为中国证券市场的发展提供独立、理性、前瞻性的政策建议和实施方案。

征稿简则:

(1) 本出版物征求证券市场及相关领域的理论研究、实证分析及政策探讨等论文,并以研究中国证券市场为重点。来稿一般以2万字为限,格式和文献写法可参照《经济研究》撰稿标准。

(2) 论文需要清楚地提出问题,对所研究之问题的理论和现实背景有清楚的描述。

(3) 论文的主要结论基本正确,论证严密,符合经济学的逻辑。我们鼓励作者在研究中采用数学推导和计量分析,但更重要的是论文中的经济思想和政策意义。

(4) 论文必须文字通顺、结构严谨。论文的文章结构必须规范化。即一篇论文一般来说需要包括提出问题、文献综述、建立模型、理论推导、经验检验等几个主要部分。

(5) 论文的研究应该具有一定的前沿性,在已有的知识存量上引入新的观点、新的方法或新的证据。论文也可以对证券市场研究的某一领域或某一专题进行深入的理论和文献综述。

(6) 稿件刊登后,赠送当期《上证研究》5份,并列入《上证研究》赠阅名单。

(7) 欢迎采用E-Mail投稿,地址为: wylu@sse.com.cn, dhshi@sse.com.cn, 不能用E-Mail投稿的作者邮寄稿件时请附上WORD文档的磁盘。

上 证 联 合 研 究 计 划 对 外 公 开 招 标

上海证券交易所（以下简称“上证所”）实施的“上证联合研究计划”是上证所推动中国证券研究机构以及法律界合作与交流的一种新尝试。在社会各界的支持和共同努力下，已顺利开展了五期（含法制系列），取得了一批令人关注的研究成果。为进一步推动证券市场研究，动员和整合社会研究资源，提高上证联合研究计划课题选题与招标的透明度和开放度，提升研究质量和效率，上证所面向国内外（包括国内外证券公司、基金管理公司等专业机构、高等院校及研究所、证券投资咨询公司、会计师事务所、律师事务所等中介机构）公开征集研究选题和进行课题研究招标和费用招标。

上证联合研究计划分两个部分：金融证券类和法律类。申请者须提交该候选课题的研究申请书和具体的研究计划，内容包括研究范围、研究意义、已有研究基础、研究提纲、预期研究成果、课题组成员简介、研究进度安排、研究方式、研究经费安排等。上证所将根据申请方的研究实力和研究计划确定中选课题及承接方。

申请机构可在上证所公共网站上（<http://www.sse.com.cn>）下载申请表格，也可通过电话、传真及电子邮件等方式与上海证券交易所研究中心取得联系。

金融证券类联系人：张卫东、刘遯、卢文莹

联系电话：68800094、68806273、68800095；传真：021-68813828

电子信箱：wylu@sse.com.cn、wdzhang@sse.com.cn、tliu@sse.com.cn

法律类联系人：郭洪俊、周平

联系电话：68811396、68801417；传真：021-68812933

电子信箱：hjguo@sse.com.cn、pzhou@sse.com.cn

上海证券交易所

主 编 朱从玖

副主编 方星海 胡汝银

编 委 施东晖 刘 逖 傅 浩

卢文莹 王风华 张卫东

本辑执行主编 刘啸东 陈支左

目 录

我国证券市场发展权证产品的现实意义	1
嘉实基金公司课题组	
权证：一个全球成功的产品	73
德意志银行	
我国权证发行、上市及监管制度研究与设计	88
申银万国证券股份有限公司课题组	
权证的交易制度研究	112
国泰君安证券股份有限公司新产品开发部课题组	
权证定价与避险策略研究	158
国泰君安证券股份有限公司新产品开发部课题组	
权证产品开发中的相关法律问题研究	185
权证法律问题研究课题组	
海外权证法律监管问题研究	207
金杜律师事务所课题组	

我国证券市场发展权证 产品的现实意义

嘉实基金公司课题组*

内 容 摘 要

在现代金融市场中,价格和风险是同义语,价格是指风险的价格,风险是可以定价的,风险定价是通过衍生产品实现的,所谓资产定价机制就是对风险进行分割、组合和定价。衍生产品可帮助各种资产实现准确定价,从而成为人类迄今为止最有效的资源配置工具。开发研究金融衍生产品对进一步发挥我国证券市场的资源配置功能起着至关重要的作用。权证作为一种初级金融衍生产品,适宜作为发展衍生品市场的敲门砖,它对于我国证券市场发展其他金融衍生产品有着积极而深远的意义。

首先,本文对我国发展权证产品的可行性进行了论证分析,提出了股票市场的快速发展为开发权证产品奠定了基础,交易所的软硬件设施为权证产品的上市交易提供了保障,法制化管理以及证券市场监管水平的日益提高为发展权证产品提供了良好环境,境内外的经验教训为发展权证产品提供了良好的借鉴,而我国证券市场也已形成有利于权证推出的市场架构。此外,我国证券公司业务能力和业务素质的日益提高为推出权证产品创新服务提供了必要的组织准备和人才准备,而投资者不断增强的风险意识,不断升温的产品创新需求也使得推出权证的市场条件日益成熟。

其次,本文对发展权证产品对投资者和发行人的影响和意义进行了论述,提出发展权证产品有利于调动普通投资者参与证券市场投资的积极性,有利于提升国内投资机构和投资者的风险管理水平,

* 课题协调人:陈支左

嘉实基金公司课题组:王永宏 董鹏飞 张汉飞

可以为基金等机构投资者提供风险管理工具,为对冲系统风险提供有效渠道;对于发行人,发展权证有利于改善上市公司治理结构,推动市场并购行为,为发行公司债券探索道路,尤其是这些产品在海外市场所取得的巨大成功,为我国证券市场发展权证产品可提供良好的借鉴。

在权证产品对证券市场功能和结构的影响和意义方面,本文进行了较为详细的理论和实证分析,提出权证的推出有利于完善证券市场结构,可有效改善市场微观结构,化解金融风险。具体地讲:权证产品的推出有利于提高标的股票的流动性,有利于降低标的股票波动性,对标的股票的价格也可起到一定的支撑作用。而发展权证产品还可以提高增发、配股和可转债发行的融资效率,有利于拓宽证券公司、基金管理公司等机构的业务范围等。

最后,本文对发展权证产品对解决股权分置的影响和意义也展开部分论述,提出:通过“权证”备选方案来解决股权分置,可以建立更好的“动力机制”;“权证”备选方案可以实现参与者的“多次博弈”,避免对市场形成较大冲击;“权证”备选方案将有利于解决上市公司“内部人控制”的问题。

目 录

1	权证的简单介绍	5
1.1	权证的定义	5
1.2	权证的分类	5
1.3	权证发展历史	7
1.4	权证在海外市场发展简介	7
2	我国推出权证产品的可行性分析	10
2.1	市场发展日趋完善	10
2.2	市场主体日趋成熟	11
2.3	监管体系完善,监管水平提高	12
2.4	交易场所、技术条件为权证交易提供保障	13
2.5	国外的成熟经验、国内早期的试点和部分券商的探索	14
3	权证对投资者的影响和意义	15
3.1	中国投资者的困境	16
3.2	为投资者提供了新的避险工具和投资工具	16
4	权证对发行者的影响和意义	20
4.1	中国发行市场的困境	20
4.2	权证发行对于上市公司的意义	21
4.3	权证有助于缓解国内证券公司的经营困境	27
4.4	权证发行对证券公司经营的意义	28
5	权证对完善证券市场的功能和结构的影响和意义	32
5.1	权证对中国证券市场的微观意义	32
5.2	完善市场结构和功能,化解金融风险	37
5.3	促进证券市场的价格发现,提高市场的资源配置效率	38
5.4	促进资本市场金融创新	47
5.5	权证产品对于解决股权分置问题的意义	52
5.6	权证产品的推出是贯彻落实“国九条”的具体行动	56
5.7	适应对外开放需要,与国际市场的稳妥接轨	61
6	发展权证的风险揭示与防范	62
6.1	权证风险的一般揭示	62
6.2	增发权证方案参与主体的风险揭示及防范	63
6.3	权证风险的分环节揭示与防范	65

6.4 权证产品推出对监管的影响和意义 67

6.5 权证产品推出对交易所的影响和意义 69

7 结束语 71

权证是一种合同,权证投资者在约定时间内有权按约定价格向发行人购入或者出售合同规定的标的证券。权证发行人可以是标的证券的发行人或其之外的第三方。权证主要具有价格发现和风险管理的功能,它是一种有效的风险管理和资源配置工具。近年来,投资者对创新产品的需求日益增加,证券交易所之间在产品开发上的竞争日趋激烈,各国(地区)竞相推出种类繁多的权证产品。世界交易所联合会(WFE)绝大多数交易所都推出了权证产品。德国市场权证数目高达数万个,香港交易所权证交易占交易总额的15%。此外,权证的场外交易更为活跃。

我国证券市场对于权证并不陌生,可转换公司债券就是股票和权证的组合。历史上,沪深股市都曾有过权证交易。例如,1992年6月,沪市推出了我国第一个权证:大飞乐配股权证。同年10月,宝安向股东发行宝安权证。运作上,基本达到了预想目的。目前,不少证券公司为了谋求生存之路,也在积极通过各种渠道向其客户出售类似权证的产品。显然,我国证券市场对于权证具有强大的需求。推出权证具有重大的现实意义。

1 权证的简单介绍

1.1 权证的定义

“Warrants”在中文翻译中称谓不一,有的译为权证,有的译为认购(沽)权证或认股权证。广义地讲,Warrants应指发行人所发行的、持有人有权利在特定期间以特定价格买进或卖出特定数量标的证券之凭证。简言之,Warrants是证明持有人享有认购(沽)标的证券的权利凭证。而一般情况下,将Warrants译为认股权证的居多,其内在含义实际上为Warrants的狭义之概念,即权证发行人出售给投资者购买股票的权利,权证持有人有权利(而非义务)在有效期内以事先约定的价格购买一定数量的股票,而权证发行人必须无条件地向持有人交割股票,其本质上是一种看涨股票期权。在本文中,除非注明,认股权证均为狭义所指。认股权证一般在新股或债券发行的同时附加发行,也就是发行人在发行股票或债券的同时附加给投资者一个未来认购股票的权利,以增加股票或债券对投资者的吸引力。随着资本市场和金融产品的创新发展,认股权证作为对冲风险工具逐渐成为独立发行的金融产品。

1.2 权证的分类

权证同其他衍生金融产品一样,随着多元化创新的快速发展,权证的种类也日益呈现多元化趋势。目前,权证主要有以下种类:

1.2.1 依据发行主体不同,可分为股本认股权证和备兑认股权证

股本认股权证(Equity Warrants)是由权证标的资产发行人(一般为上市公司)发行的一种认股权证,持有人有权在约定时间按照约定价格向上市公司认购股票,上市公司必须向认股权证持有人发行股票。

备兑认股权证(Covered Warrants)是由权证标的资产发行人之外的机构

发行的一种认股权证,持有人有权在约定的时间内按照约定的价格购入发行人持有的股票。备兑认股权证是以已存在的股票为标的,所认购的股票不是新发行的股票,而是已在市场上流通的股票,发行人需拥有标的股票并将其作为抵押物,由代表该认股权证持有人的独立受托人负责保管。备兑认股权证的发行人一般为符合一定条件的证券公司、投资银行等金融机构,其对发行人的资金实力及抗风险能力有较高要求。备兑认股权证与衍生权证(Derivative Warrants)常被同等使用,严格地讲,备兑权证只是衍生权证的一种。

1.2.2 依权证执行时间(履约时点)不同,可分为欧式权证和美式权证

欧式权证是指权证持有人必须在权证到期日才可提出买进或卖出标的资产的执行要求。美式权证是指权证持有人有权在权证到期日前的任何时间行使权利。过了到期日后,欧式或美式权证持有人都会丧失要求执行的权利。

1.2.3 依执行价格划分,可分为价内权证、价外权证及价平权证

按执行价格的不同,可将权证划分为价内权证、价外权证和价平权证三种。标的资产价格高(低)于履约价的认购(售)权证为价内权证。标的资产价格低(高)于履约价的认购(售)权证为价外权证。价平标的资产价格等于履约价的认购(售)权证为价平权证。

另外,根据执行价格是否设上下限,可分为价差型权证和非价差型权证。价差型权证设有执行价格上下限,又可分为上限型权证和下限型权证,一旦标的资产价格达到执行价格的上下限,视同权证到期,以现金交割履约,这是一种投资人获利有限,发行人风险有限的新型权证。

1.2.4 按权力内容进行划分,分为认购权证和认售权证

认购权证是一种买进权力,权证持有人有权于约定时间以约定价格买进约定数量的标的资产。

认售权证是一种卖出权力,权证持有人有权于约定时间以约定价格卖出约定数量的标的资产。

1.2.5 随着执行条件的多元化,目前还出现了壁垒权证、分期付款权证、捐赠权证等创新品种

壁垒权证(Barrier Warrants)是指在执行条件上附加如“赎回权条款”等给予权证发行人选择余地的条款的权证。如规定,当标的股票价格超过限额价格时,认股权证将会提前到期或者对履约价格和限额价格进行调整等。

分期付款权证(Installment Warrants)是指标的资产由信托机构或存管机构保管,持有人可在有效期内分期付款来购入标的资产。

捐赠权证(Endowment Warrants)是一种有效期一般长达十年的欧式权证。其发行一般需要投资者支付相当于标的资产价格30%—65%的资金,履约价格则为标的资产价格的剩余部分,且履约价格随剩余部分利息的增加而增加。

上述产品并非固化性产品,在不同国家或地区、不同的经济背景以及不同

的市场需求条件下,会出现不断的变异品种。有的产品生命期很短,有的却会在许多市场长期买卖,但也会有所差异。

1.3 权证发展历史

从认股权证的发展历史来看,先有股本权证,后有备兑权证。股本权证最早由美国电力公司在 1911 年所发行,20 世纪 60 年代,许多美国公司利用股本权证从事并购其他企业筹措资金的金融工具,70 年代上市公司为刺激债券买卖,在发行债券时附送股本权证。目前认股权证已成为新兴证券市场的首推品种,除了我国内地以外,几乎所有证券市场都已推出了权证交易,根据国际交易所联合会(WFE)的统计资料,在 WFE 的 56 个会员交易所中,至少有 42 个交易所已推出了各种权证产品。

从认股权证在国际市场的发展情况来看,欧洲市场占主导,其中以德国市场最多,其次为意大利、瑞士和奥地利,澳大利亚证券市场的权证市场也占据一定的规模。在亚洲地区,以香港、新加坡市场规模较大,台湾的认股权证市场也在迅速发展之中。

在国际认股权证市场中,备兑认股权证市场占绝对主导地位,2000 年,世界备兑认股权证市场的前四名分别为德国、瑞士、意大利和中国香港。2001 年,德国法兰克福市场上新上市权证数量 23 133 只,其中备兑权证有 16 804 只,备兑权证数量占新上市权证总数的 72%;2001 年澳洲市场上新上市权证 1 900 只,其中备兑权证 1 300 只,备兑权证占新上市权证总数的 73%;2002 年,香港市场共有权证数量 414 只,备兑权证则有 347 只,备兑权证数量占市场权证总量的 83%;而在中国台湾,交易所交易的权证全部是备兑权证。从权证交易占整个证券市场成交量的比例来看,比例还不是很,一般不超过 10%。瑞士市场在 1998 年曾达到 7%,中国香港市场在 2002 年达到了 7.16%。

1.4 权证在海外市场发展简介

1.4.1 欧美、亚太市场

认股权证在欧洲市场和亚太市场较为发达,认股权证自 1970 年 4 月 13 日开始在纽约证交所交易。到 2000 年末,纽约证交所共有 4 700 万单位的认股权证,市值 11.8 亿美元。2000 年新上市的权证有 11 只。但是,纽约证交所认股权证交易在整个市场交易中所占的比例呈逐年下降趋势,到 2000 年已只占 0.01% 的市场份额(见表 1-1)。欧洲市场以法兰克福为代表,权证在 1999—2001 年呈大幅增长趋势,新上市权证分别为 10 956 种、16 841 种和 23 133 种,其中备兑权证所占比重最大。权证交易金额占市场交易比重分别为 1.6%、2.9% 和 1.1%。澳洲证交所 1996 年新上市权证仅有 79 种,在 1999—2001 年呈大幅增长趋势,新上市权证分别为 496 种、798 种和 1 900 种,主要是股票权证,权证交易金额占市场交易比重分别为 1.8%、1.2% 和 2.4%。相对而言,香港证券市场认股权证规模较大。2000 年末香港共有 291 只权证,市值 160 亿港元(见表 1-2),权证交易占市场交易金额的比例较之纽约证交所和台湾证交所

为大,截至 2002 年 2 月 28 日,香港共有认股权证 315 只,占 1 302 只上市证券的 24.2%。早期香港的权证都是完全有抵押的,即其发行人拥有抵押权证的所有指定证券或其他与有抵押权证有关的资产,并将该等证券或资产以押记方式授予一名独立受托人,由该名受托人代表权证持有人的利益行事。自 1994 年起,所有在香港联交所上市的衍生权证均没有抵押。台湾在 1997 年推出个股型及组合型认股权证交易。由于台湾权证发行人不得发行认售权证并且台湾尚未开放指数权证,使得台湾权证市场规模与香港相比显得较小(见表 1-2)。

表 1-1 纽约证交所权证交易情况

年 份	权证成交数量(百万美元)	总成交量(百万美元)	占市场成交比例(%)
1990	260.06	39 946.3	0.65
1991	158.46	45 598.8	0.35
1992	96.58	51 825.7	0.19
1993	87.62	67 461.0	0.13
1994	100.94	74 003.2	0.14
1995	114.27	87 873.4	0.13
1996	75.42	105 477.0	0.07
1997	57.75	133 368.0	0.04
1998	66.44	171 188.0	0.04
1999	52.45	206 299.0	0.03
2000	31.33	265 499.0	0.01

数据来源: FACT BOOK 2000(NYSE)。

表 1-2 港、台交易所的权证交易情况

年 份	香 港		台 湾	
	权证成交金额 (百万港元)	占市场成交总额 比例(%)	权证成交金额 (百万新台币)	占市场成交总额 比例(%)
1997	275 908.19	7.28	1 960	0.01
1998	104 083.99	6.12	13 069	0.04
1999	130 172.76	6.79	64 782	0.22
2000	167 407.50	5.49	162 262	0.53
2001	108 221.89	5.55	28 440	0.15

数据来源: 根据香港联交所、台湾证交所网站数据计算。

1.4.2 香港权证市场

香港最初在 20 世纪 80 年代发行的附认股权公司债,是由大型上市公司发行的,主要目的是筹集资金。公司发行债券时兼附认股权证,买入债券者毋须

为认股权证付出代价,而债券票面利率因无偿附赠认股权证而得以降低,认股权发行人为发行公司本身。20 世纪 90 年代,备兑认股权证市场在由外资机构(银行或证券商等投资机构)引入发行后迅速蓬勃发展,备兑认股权证主要由银行或证券商等投资机构为基金经理人及机构投资者量身订造,由机构投资者卖出其持有投资组合对应的股票认购选择权,降低投资组合风险,并获得一笔现金。另外因投资者批评发行公司本身发行认股权证常会与发行公司经营阶层有利害冲突(因有较多内线消息),故发行公司自行发行认股权证情况逐渐减少,取而代之由银行或证券商等投资机构发行备兑认购权证,因此发行公司在集中市场发行附认股权公司债的意愿也大大较低。目前,香港允许发行认购权证、认沽权证及另类认股权证。其中,主要以另类认股权证为主。所谓另类认股权证属于衍生认股权证(Derivative Warrants),根据香港联交所的上市规则,另类认股权证包括备兑认股权证和非抵押认股权证。非抵押认股权证的发行人的义务没有受到一个代理保管权证标的物的独立受托人的担保,权证持有人所依赖的仅为发行人的信誉。非抵押认股权证的发行人往往是类似 J·P·摩根的大型国际金融机构,此类权证在目前香港联交所上市的另类认股权证中占多数。同时,香港权证也从单一股份权证发展为一揽子权证、指数权证等。

在我国香港市场,权证的交投非常活跃。根据比联金融产品(KBC)的统计,以成交金额计算,2004 年香港权证市场居全球之冠,权证上市数目为 1 262 只,较 2003 年增加 86%,发行数目创下历年之最。权证市场对于香港的投资市场越来越重要。2004 年港股上市全年每日平均成交约 159 亿港元,相比 2003 年的 104 亿港元,增长约 53%。而权证市场的增长则远快于整个市场。2004 年权证每日平均成交约 20.8 亿港元,相对 2003 年的 10.8 亿港元,大约增长了 91%(2004 年港股上市全年日均成交额增长约 53%)。权证每日平均成交占整个市场的 13.1%,最高单日成交占到整个市场的 25.1%。权证市场的需求增加也促进了其他衍生工具的发展,高息票据、保本产品、期权、股票对冲活动等也非常活跃,令香港的整个衍生工具市场大放异彩,同时奠定了香港市场在亚太地区的独特地位。

1.4.3 台湾权证市场

从台湾开始发展权证的历程来看,在 1996—1997 年,外资纷纷在海外发行以台湾股票为标的的权证,为了与外资开展竞争,并满足台湾市场对权证产品的需求,台湾证券交易所也开始发展权证产品。台湾权证市场最早始于 1997 年,由台湾大华和宝来两家证券公司首次发行认购权证(也称“认股权证”)。但由于投资者教育及监管不到位,导致权证投机性交易猖狂,影响了权证市场的发展,后来权证市场的投机性才有所降低。目前,台湾市场中主要存在的是单支股票的备兑认购权证,并已就认购权证形成了相对初级的监管框架,最近又设计了认沽权证的监管框架。随着市场进一步允许证券借贷,认沽权证市场也在进一步发展。

我国台湾地区的权证市场是在充分参考香港市场的发展经验后发展起来的,因此从一开始就放弃了股本权证,只发行备兑权证。从1997年8月发行第一只备兑权证始,台湾地区权证市场的发展也经历了一波三折。在台湾权证市场开放初期,适逢股市高点,投资者对券商发行的权证趋之若鹜。然而随着台湾股市在亚洲金融风暴中堕入熊市,十余只权证几乎皆因发行在历史高点而全军覆没,投资者对权证这种新的金融工具也失去了信心。随着1999年股市景气复苏,权证市场又随着牛市再次热络起来。2003年19家发行券商共发行了321只权证,比起2002年的100只增长两倍多;权证发行金额亦由2002年的121.49亿元新台币大幅增长至309.84亿元。目前,权证已成为台湾券商发展新金融产品的主要途径。

2 我国推出权证产品的可行性分析

2.1 市场发展日趋完善

建立衍生产品市场需要考虑资本市场的发展趋势和现货市场情况,推出一个成功的权证产品市场应在现货交易周转率、证券化比例及其发展趋势、现货市场规模等级方面满足条件。本小节采用 Dr. William J. Barclay 及 Noll, E. W. 的研究成果,从股票换手率、市场规模与交易制度等方面探讨我国发展权证的所具备的条件。芝加哥期权交易所前副总裁 Dr. William J. Barclay 及 Noll, E. W. 发表的一篇论文(The Creation of Equity Derivative markets: Learning from Experience)中指出衡量一个成功的衍生产品市场不仅从合约交易量的多少判断,还要通过流动性比率来衡量。Dr. Barclay 及 Mr. Noll 对衍生产品市场的市场进行了研究,发现可以衍生产品流动性比率(Derivative Liquidity Ratio, DLR)作为衡量衍生产品市场是否成功的指标,并定义成功的衍生产品市场其 DLR 需大于1。

$$DLR = \frac{\text{合约数量} \times \text{合约乘数} \times \text{平均指数值}}{\text{现货市场交易值}}$$

该比例不仅考虑了不同合约大小,也考虑了不同标的市场规模大小所造成的影响。Dr. Barclay 及 Mr. Noll 研究衍生产品市场时考虑的因素包含标的资产股票市场、股票市场的交易制度、技术开发能力等。并以已有股票衍生产品市场为样本,对于 $1 \geq DLR$ 与 $1 < DLR$ 的两组样本进行了具体比较。^① 股票市场换手率。根据 Dr. Barclay 及 Mr. Noll 的看法,如果投资者意识到股票市场风险扩大,应会导致股票市场换手率的上升,因此可根据股票市场换手率的数据来衡量是否需要衍生产品管理风险。并且发现,成功的衍生产品市场的标的资产市场换手率在设立期权市场前三年的换手率年平均值均高于百分之二十(介于21%—102%)。表2-1比较了各主要证券市场2000年至2003年的换手率,发现我国证券市场的换手率比较高。这表示投资者短线进出频繁,同时也反映出其对风险管理工具的需求。因此,就该标准来衡量,我国已经具