

谈权证分类及定价问题

上海大学 吴建环 东华大学 赵君丽

【摘要】 本文首先介绍了权证的含义和分类,说明了我国在股权分置改革中引入权证的四点理由,然后以股本认股权证为例,重点探讨了权证的定价。

【关键词】 股票权证 权证投资 权证定价

一、权证简介

1. 权证的含义。权证的本质是一种合同。投资者以权证的挂牌交易价格购买它以后就拥有了选择权,权证持有者可以选择在未来的某个时间,行使权证合同中规定的以某一个价格(即行权价格)买入或卖出该权证规定的标的资产。

2. 权证的分类。根据不同的分类标准,权证可以被划分为以下几种类型:

(1)按照发行主体,认股权证分为股本认股权证和备兑权证。股本认股权证属于狭义的认股权证,是由上市公司发行的;备兑权证属于广义的认股权证,是由上市公司以外的第三方(一般为证券公司、银行等)发行的,它不增加股份公司的股本,因而不会产生“稀释效应”。例如,宝钢股份发行权证虽然没有委托第三方,但持有人在行使选择权后不会对宝钢股份的总股本产生稀释作用,因而它也是备兑权证。

(2)按照权利内容,权证分为认购权证和认沽权证。如果在权证合同中规定持有人能以某一个价格买入标的资产,那么这种权证就叫认购权证。宝钢股份发行的就是认购权证。如果在权证合同中规定持有人能以某一个价格卖出标的资产,那么这种权证就叫认沽权证。

(3)按照执行方式,权证分为美式权证和欧式权证。如果权证合同中规定其选择权的行使(即确定行权,下同)只能是在未来的某个时点(如某个交易日),那么这种权证就叫做欧式权证;如果权证合同中规定其选择权的行使是在未来的某个时点(如某个交易日)之前的任何一个交易日内,那么这种权证就叫做美式权证。由于权证是关于选择权的一种合同,在其他条件都相同的情况下,在选择权的行使时间上,美式权证比欧式权证拥有更大的选择空间。因此,在理论上美式权证的价格不会低于相同条件下的欧式权证的价格。宝钢股份发行的是欧式权证。

(4)按照标的证券,权证分为个股型、组合型、指数型权证等。如宝钢权证的标的资产是宝钢股份的股票。随着市场的发展,未来也会出现基于指数(如上证50、沪深300指数)、组合(如ETF、LOF)等类型的权证产品。

二、在股权分置改革中引入权证的优点

我国于2005年5月开始的股权分置改革,在上市公司支付流通股股东的对价中使用了权证产品,这引起了市场的关

注。实践证明,在股权分置改革中权证具有四大优点:

1. 能够体现对原流通股股东的“补偿”。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”即“补偿”,这种“对价”是通过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。

2. 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。

3. 有利于市场稳定。流通股股东在权证行权以前,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,从而有利于整个股票市场的稳定。

4. 能激发管理层对股权分置改革的积极性。给管理层配权证,将上市公司管理层的利益与流通股股东乃至全体股东的利益结合起来,管理层如果到期行权,可以从大股东手上获得相应数量的股票,这也有助于上市公司建立公司治理的激励机制,此举可以说是一箭双雕。

另外,股权分置改革在保护流通股股东权益的同时,既要让非流通股股东有参与改革的意愿,又要考虑到非流通股股东让利是有底线的,而权证正好可以在交易过程中寻找出一个双方都愿意接受的价格。

三、股票权证的定价

权证的价值可分为两部分:内在价值和时间价值。权证的内在价值是标的股价与执行价格两者之间的差额。就认购权证而言,内在价值等于标的股价减执行价格;就认沽权证来说,内在价值等于执行价格减去标的股价。除非是很特殊的情况,一般来说权证价值至少等于其内在价值。根据权证内在价值的不同,又可将权证分为价内权证、价外权证和价平权证。具有正数内在价值的权证称为价内权证。如果是认购权证,这表示标的股价高于执行价格;若是认沽权证,则表示标的股价低于执行价格。当标的股价等于执行价格,这种权证就叫做价平权证。标的股价低于执行价格的权证叫做价外权证。价平权证和价外权证的内在价值都等于零。

权证定价和期权定价所采用的基本原理都是“无套利”原理,即权证的价值是排除利用任何现金、标的股和权证的组合来进行无风险套利的情况下的价值。在这一点上,股本认股权证类似于期权,因此目前很多人用Black-Scholes期权公式进行定价,这种做法实际上不够严谨。其原因是股本认股权证

非货币性资产交换会计处理之我见

山东滨州职业学院 傅智端

【摘要】笔者通过对新旧准则中关于非货币性资产会计处理的分析和举例进行说明,提出几点个人看法,即新准则突出了非货币性资产交换的公允价值计量属性。

【关键词】非货币性资产 交换 公允价值 计量

一、非货币性资产交换的有关规定

《企业会计准则第7号——非货币性资产交换》(简称“新准则”) 对非货币性资产交换进行了详细的规定。

1. 新准则第三条规定。非货币性资产交换同时满足下列条件的,应当以公允价值和应支付的相关税费作为换入资产的成本,公允价值与换出资产账面价值的差额计入当期损益:①该项交换具有商业实质;②换入资产或换出资产的公允价值能够可靠地计量。

2. 新准则第七条规定。企业在按照公允价值和应支付的相关税费作为换入资产成本的情况下,发生补价的,应当分别下列情况处理:①支付补价的,换入资产成本与换出资产账面

价值加支付的补价、应支付的相关税费之和的差额,应当计入当期损益;②收到补价的,换入资产成本加收到的补价之和与换出资产账面价值加应支付的相关税费之和的差额,应当计入当期损益。

价值加支付的补价、应支付的相关税费之和的差额,应当计入当期损益;②收到补价的,换入资产成本加收到的补价之和与换出资产账面价值加应支付的相关税费之和的差额,应当计入当期损益。

3. 新准则第八条规定。企业在按照换出资产的账面价值和应支付的相关税费作为换入资产成本的情况下,发生补价的,应当分别下列情况处理:①支付补价的,应以换出资产的账面价值加上支付的补价和应支付的相关税费,作为换入资产的成本,不确认损益。②收到补价的,应以换出资产的账面价值减去收到的补价并加上应支付的相关税费,作为换入资产的成本,不确认损益。

不同于一股的期权,因为股本认股权证的执行会给公司带来现金流入,增加公司的权益价值,促使公司增发股票,这将会稀释现有股东的利益,即产生“稀释效应”。

利用Black-Scholes期权公式对权证定价有以下两点不足:一是未能充分考虑股本认股权证的“稀释效应”;二是将股价的波动率简单看做公司权益价值的波动率。实际上,股本认股权证的定价远比一般期权的定价要复杂得多,不能简单地运用传统的Black-Scholes期权公式来对权证进行定价。另外,Black-Scholes期权公式是建立在与实际不吻合的有效市场假设之上的,它认为金融资产的价格波动是相互独立的,即遵从随机游走的布朗运动,且其收益率服从正态分布。然而近年来的大量实证研究表明,股票市场价格变化并不符合正态分布,它们呈现的是一种“尖峰胖尾”分布,且股价之间在不同时间存在着长期相关性,而不是随机游走的。

国内外学者对权证定价的研究一直没有停止过。从研究的文献可以看出,权证的定价颇为复杂,有多个因素可决定权证的价值。但是总的说来,下列七个因素是最为重要的,因而大部分权证模型均考虑了这些因素。

(1) 标的股价。标的资产价格越高,认购权证的价值也越高,反之亦然。因此,低价配股、增发等措施会降低标的资产(如股票)等的价格,从而也会降低其对应的认购权证的价格。而对于认沽权证来说,情况则相反。

(2) 行权价格。行权价格越高,认购权证的价值越低,其原因是标的资产的股价超过行权价格的几率变低。但对于认

沽权证持有人来说,情况则相反。

(3) 距离权证到期的时间。简单来说,权证离到期日越远,权证持有人的选择余地就越大,因此权证就越具有价值。此因素对认购权证和认沽权证的作用都是一样的。

(4) 标的资产的波动率。波动率是标的资产的股价在未来的变动幅度。无论认购权证还是认沽权证,其价值都会随着波动率的增大而增大。

(5) 与权证到期日对应的无风险利率。通过购买认购权证,权证持有人可以以较少的资金享有正股可能带来的利润。投资者省下来的资金可投资于无风险金融工具直到权证到期时才买入标的资产。这笔省下来的资金能赚取一定的利息。因此利息越高,权证的价值也就越高。在其他因素不变的情况下,认购权证的价值会随着利率的上升而增加。对于认沽权证持有人来说,情况则相反。

(6) 股息。股息会降低认购权证的价值。这是因为,持有认购权证是不能获取标的资产的股息的。而且在我国,股票除息后其股价会因为除权效应而下跌,造成权证价值下跌。但对于认沽权证持有人来说,情况则恰好相反。

(7) 摊薄效应。认购权证如果附以融资方案,则会降低权证的价值。如宝钢方案若以配股形式发放认购权证,那么其价值便会大打折扣,因为配股有比较明显的摊薄效应。

主要参考文献

唐斌,李虹蓉.用“分形市场”假说研判认股权证定价.中国证券报,2006-03-29