

# 从南航认沽权证炒作 反思我国证券市场的制度缺陷

边小东

(云南财经大学金融学院 昆明 650221)

**【摘要】**南航认沽权证作为A股市场的最后一只股改权证,自上市以来便进入多事之秋:先是券商上百亿份天量地创设权证,股价即将归零前的疯狂一跳;随后是券商集体注销创设权证,交易所频繁地临时停牌,投资者集体上访维权。在南航JTP1落幕之时,有必要从制度上就这些事件进行反思,认真总结经验教训,以利于我国资本市场健康、有序地发展。

**【关键词】**认沽权证 证券市场 制度缺陷

2007年6月21日,南航JTP1正式上市,由于上市时沪深两市仅有6只认沽权证还在流通,且有几只很快将退市,因此南航JTP1注定成为沪深两市存续时期最长、想象空间最大的一只认沽权证。作为券商可以创设的最后一只股改权证,南航JTP1的券商创设总量达到123.48亿份,是其发行总量的8.82倍,是排名第二的招商银行认沽权证创设总量的2.75倍。但是,天量创设权证除让券商赚得盆满钵满外,抑制投机的效果并不明显。2008年5月23日到6月2日,南航JTP1突然从0.341元/份暴涨至1.35元/份,涨幅高达296%。

2008年5月23日到6月2日期间,为遏制南航认沽权证的疯狂上涨,除使用临时停牌等常规措施外,监管层还使用了“限制交易”等更加严厉的行政手段。此外,国泰君安亦以提高交易佣金费手段限制客户参与南航认沽权证交易。

现在南航JTP1已经落幕,笔者旨在通过理清这些事件的脉络,对这只疯狂一时的权证以及它所折射的我国资本市场的某些“怪现象”和潜规则有一些更深刻的认识。

## 一、南航JTP1存续始末

### 1. 南航认沽权证大事记。

(1)2007年5月17日:南航股改方案获得股东大会通过,根据股改方案,向全体A股流通股股东支付14亿份认沽权证;每持10股流通股股东可获14份认沽权证,相当于流通股股东每10股可获得1.597股的对价安排。这也是我国证券市场A股的最后一只股改权证。

(2)2007年6月21日:南航JTP1开始上市交易,上市首日南航JTP1便牢牢封住涨停板0.984元/份,较之上市参考价0.44元/份,涨幅达123.64%。

(3)2007年6月26日:在连续三天涨停后,南航JTP1盘中最高报价2.603元/份,这也是南航JTP1此后一年的最高交易价。

(4)2007年6月26日:共有12家券商参与了南航认沽权证的首度创设,总量达到了13.72亿份,从而刷新了此前招商银行认沽权证12.27亿份的单日创设纪录。

(5)2008年1月15日:7名来自全国不同地方且素未谋面的

散户投资者集体到证监会信访接待室上访,他们就南航认沽权证的巨额创设问题开始了维权之路。此后又有一些投资者来到上海与上交所有关人士对话。

(6)2008年1月23日:齐鲁证券创设了最后一笔南航JTP1。

(7)2008年5月17日到6月11日:各券商共注销了超过100亿份南航JTP1。

(8)2008年6月11日:中信证券注销了最后一份创设的南航JTP1,在随后的7个交易日内,南航JTP1暴涨超过3倍。

**2. 落幕前的异动。**从2008年5月22日到6月2日共8个交易日中,南航JTP1由最低价0.308元/份涨到最高价1.35元/份,这样的大涨与券商连日来的大规模注销有紧密关系:一方面,券商如果不对自己创设的份额买回注销,或许将进一步招致中小投资者的责难;另一方面,南航JTP1的正股目前境内的流通股仅10亿份,因此即使完全行权,所需的南航JTP1份额也仅为20亿份(行权比例为2:1)。券商为何此时大规模将自己创设出来的权证纷纷注销?为何将到手的利润主动“回吐”出来?这个问题令很多市场人士感到困惑。因为从创设权证的规则来看,如果券商不注销自己创设的权证,而是持有至到期,必然可通过为持有人提供行权服务而获利,这是规则所允许的。如果这样,券商创设的权证将可以零成本注销,从而使自己的利益最大化。所以,异动的真实原因至今仍然是个谜。

## 二、南航认沽权证存续期内出现的问题

**1. 创设的权证数量远超可行权数量。**权证的创设是基于股改为了补偿流通股股东利益损失而产生的背景。南航的认沽权证当时共创设了14亿份,可是在随后的券商创设活动中,最终创设了130亿份左右,按照2:1的行权比例来看,这么大的权证份额需要接近70亿份的流通股股票,而南航实际只有10亿份流通股股票,差异非常大。

**2. 利益分配不公平。**南航认沽权证交易对谁有利?根据2008年度券商的年报、季报显示,券商创设南航JTP1已赚得盆满钵满。作为一个不产生任何红利的金融衍生品,参与博弈的大量中小投资者因买入该权证而遭受重大亏损,根据有关媒

体报道,参与南航JTP1买卖的中小投资者累积亏损额超过200亿元,而这些亏损无疑构成了券商的利润。

此外,上交所网站公布的数据显示,截至2008年6月5日,南航认沽权证的总成交额近2.4万亿元。而根据上交所公布的资金清算收费标准,券商需向上交所按0.00225%的比率缴纳手续费,双向支付,仅此一项,上交所从中获得了手续费近1.07亿元。另外按规定,券商同时还需向监管部门按成本金额的0.004%缴纳征管费(由上交所代收),按上述南航认沽权证的总成交额计算,监管部门的征管费收入超过1.91亿元。

**3. 只跌不涨的临时停牌。**上交所为了维护正常的交易秩序,避免大幅炒作形成的风险而规定了临时停牌制度,停牌时间则由上交所根据交易情况临时决定,存在很大的随机性。而且对于南航认沽权证只在涨时停牌,大幅下跌时却听之任之,俨然早就画好了南航认沽权证未来的K线走势图。我们知道,证券的价值估测历来就是一个难题,认沽权证的价值是否就是与正股比较的结果还存在很大的疑问,在此背景下上交所让它只跌不涨的规定使自己成了市场的操控者。众所周知,股价的话语权掌握在大资金持有者手里,临时停牌让散户防不胜防,一旦因临时停牌被“关”起来,复牌后散户完全成了大资金持有者的鱼肉,逃都没有机会,很多散户正是“死”于这种制度安排下,所以其合理性仍有待考究。

**4. 创设的单方面性。**创设权证是一个值得深入讨论的问题。为什么券商可以创设权证而散户不可以?券商交保证金就可创设权证,上交所给券商这个权利,却对中小投资者不提此事,同为资本市场参与者,在同股不同权的背景下启动的股改进行了这么长时间,在这个领域却又出现了同股不同权,这对我们的股权结构改革的成效提出了质疑。

**5. 南航认沽权证创设有害侵害一般流通股股东利益之嫌。**南航认沽权证是股改的产物,是为了保护流通股股东利益而产生的。后来允许券商创设更多的南航认沽权证,必然大量增加了该权证的供给,对权证价格的影响是明显的。因此,允许券商创设权证存在着侵害一般流通股股东利益之嫌。

**6. 到期前的集体注销是否是潜规则。**2008年6月13日是南航认沽权证的最后交易日,可在这之前已有券商逐渐注销自己创设的权证。南航JTP1从5月22日到6月2日共8个交易日中由最低价0.308元/份涨到最高价1.35元/份,这样大涨与券商在权证到期前大规模注销有紧密关系。这种行为给人一种上交所和券商心照不宣地迅速结束游戏的暗示。

**7. 推出深度价外认沽权证的必要性存在疑义。**在市场步入大幅调整的状态中推出认沽权证是符合为流通股股东利益着想的要求的。但是在整个证券市场处于牛市之时推出认沽权证,就让投资者有点捉摸不定,是否有提供投机工具之嫌?是否在为利益相关者提供免费获利工具?

### 三、我国资本市场存在的制度性缺陷反思

**1. 必须遵循法律制度规范。**目前,证券市场中许多声音质疑上交所是否有权批准券商创设权证,对此上交所始终坚持认为,关于南航认沽权证的创设是合法的。理由是:①根据《证券法》第118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;②上交所根据这个法律条例,制定了《权证管理暂行办法》并最终获得了证监会的批准;③《权证管理暂行办法》第29条规定,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。

但是,上交所作为自律管理性质的法人单位,并非国家行政机关。《证券法》只规定上市规则可以由上交所来制定,而权证的创设不属于上市规则或交易规则范畴,应该属于证券发行核准权的问题。而《证券法》对于我国证券发行决定权的行政审批级别有着明确的规定。《证券法》第2条第3款规定,证券衍生品种发行、交易的管理办法由国务院依照本法的原则规定。其第10条又规定,公开发行证券,必须符合法律行政法规规定的条件,并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准,未经依法核准,任何单位和个人不得公开发行证券。迄今为止,证监会没有制定关于权证交易和发行的管理办法,也没有看到证监会发布关于批准创设南航认沽权证的任何书面文件。因此关于南航认沽权证的创设本身没有法律依据,上交所通过自己制定规则、自己给自己授权的方式赋予了自己发行证券的权力,这是值得质疑的。

**2. 应加强对券商的监控力度。**监管层对交易中存在的违规现象缺乏随机的监管措施,以致监管不到位。《证券公司风险控制指标管理办法》规定证券公司持有一种非债券类证券的成本不得超过净资本的30%,但这次南航认沽权证的创设,各券商创设起来动辄几十亿元的资金,是否已经违背了《证券公司风险控制指标管理办法》的规定?监管层为何对此不闻不问,因此其监管力度不能不使人忧虑。

**3. 一定要遵循“三公”原则,不能忽视保护中小投资者的利益问题。**南航认沽权证创设的参与主体都是券商,但是我们应当注意到,不论是券商还是散户,其在交易中的地位是平等的,可是为什么只让券商创设,不允许散户创设?而且券商无限量创设根本不与参与者协商,是一种单边的垄断性行为,这就难免出现一个利益团体侵犯另一个利益团体的问题。

根据现行认沽权证制度的规定,券商可以根据自己的需要自行创设权证,因此券商完全掌握了交易的主动权,而散户投资者只能被动地接受交易对手定下的价格。这种不公平的制度设计正是利用了市场上散户投资者的天然弱点。我国资本市场区别于海外市场的一个重要特点是散户投资者众多,这是由我国国情所决定的,在未来相当长一段时间内这种状况不可能有很大的改变。监管层在任何时候都必须把散户投资者的利益放在第一位,不能为了照顾特殊利益集团的利益而放弃保护散户投资者的利益。

### 主要参考文献

1. 邵涛,楼静.认沽权证及其在股权分置改革中的应用.经济论坛,2006;16
2. 王金辉,赵康毅.我国认沽权证现状分析.知识经济,2007;10
3. 王吉舟.“认沽权证”制度创新隐含单边套利威胁——兼与华生教授商榷.资本市场,2005;4