我国公司权证融资发展与权证市场建设

刘　静(教授)

(云南财经大学会计学院　昆明　650221)

【摘要】本文首先提出了我国权证市场存在的缺陷及其对权证融资的影响,然后对权证市场的制度及环境建设提出了自己的几点看法。

【关键词】权证融资　权证市场　衍生金融工具　做市商制度

一、权证市场存在的缺陷及其对权证融资的影响

1. 权证市场存在的缺陷。伴随着我国证券市场的股权分置改革,权证市场逐渐发展起来,目前已有26只权证,成交金额屡创新高。但是与香港权证市场相比,我国的权证市场表现出强烈的投机性,给权证市场的发展带来了高风险。从深沪权证市场最近的交易数据以及对比香港权证市场来看,深沪权证市场已经累积了大量的风险,具体表现为:①权证的过高溢价水平。例如,最快到期的宝钢认购权证和万科认沽权证,其溢价率已经高于90%,而在香港,同期溢价率基本位于20%以下。②交易价格与理论价格偏离较大。从权证最近的交易价格来看,权证成交价普遍高于理论价。③理应衰减的时间价值不衰减。以宝钢认购权证为例,宝钢认购权证在过去的74%的存续期内时间价值几乎都没有发生损耗。④权证价格与正股股价呈弱相关关系。正股股价的上扬未能带来相应认沽权证价格的走低,这一点显然有悖于认沽权证衍生品的本质,投机气氛在认沽权证中表现得相当突出。

2. 对权证融资的影响。权证市场的高风险性不利于权证融资的发展。公司在权证融资活动中利用的融资工具是权证,融资活动开展的平台是权证市场,因此权证市场的高风险性既可能降低上市公司发行权证进行融资的积极性,也可能影响到投资者对权证的需求意愿,从而减少向权证产品投资,还可能扰乱市场秩序。由于上市公司、投资者、权证市场三者间的依存关系,权证市场的高风险性必然阻碍权证融资的发展。

二、权证市场的制度及环境建设

1. 政府放松管制,刺激需求。

(1)放松权证发行的条件,从而使更多的融资主体参与到权证融资中来。在公司基于权证融资的发展初期,出于市场保护和风险防范的考虑,对权证融资公司的资格进行严格审查是必要的。但如果条件限制过于严厉,就会对权证市场的发展和规模的扩大起到负面效用。我国《权证管理暂行办法》规定,申请在交易所上市的权证,最近20个交易日流通股市值不低于30亿元,最近60个交易日股票交易累计换手率在25%以上,且流通股股本不低于3亿股。根据这一标准,沪深两市挂牌交易的1 367家上市公司中,符合权证发行条件的还不足200家,这显然不利于权证市场的发展。

(2)鼓励满足市场需求的权证产品在市场中推出。权证作为金融衍生工具中最基本的一种,通过与其他金融工具的组合,可以创造出多种不同风险收益特征的金融产品,从而满足不同投资者的需求偏好和不同融资者的融资目的。当投资者、融资者的需求都得到满足时,权证的需求量自然就会上升。目前,权证产品的发展尚处于初级阶段,推出的权证产品最好品种设计简单、可操作性强。由于我国证券市场还存在许多问题,市场条件有限,市场监管尚待加强,因此在权证的设计上不能过于复杂,权证的设计力求使交易规则简单、明了。权证的种类不能过多,力求让更多的投资者理解和掌握权证,从而正确使用权证。在权证期限的设计上最好选择以短期权证为主。

(3)放松对机构投资者的入市管制,加快培育各类机构投资者。机构投资者总体上基于这样的事实而存在:将从委托人那筹集的资金交由专业人士或机构管理,广泛投资于不同领域。世界各国机构投资者的发展史表明,在管制放松和监管到位并存的情况下,大力培育机构投资者对国家经济的发展大有裨益。由于我国机构投资者的发展存在历史短、规模小、行为欠规范、股东功能缺失等问题,所以我国的机构投资者必须走“在发展中规范,在规范中发展”的道路,发展与规范并进。监管部门可考虑适当放宽对机构投资者设立、上市和介入公司治理等方面的限制。在权证融资数量有所增加、权证市场规模有所扩大的基础上,机构投资者的进入有利于权证市场的健康发展。

2. 设立做市商制度。做市商制度是指在证券市场上具备一定实力和信誉度的证券经营法人作为主要的集中型的经纪商,不断向公众交易者报出特定证券的买卖价格,并在所报价位上接受投资者买卖要求的交易制度。通过做市商的这种不断买卖可在一定程度上保持市场的流动性,满足一般投资者的投资需求,而做市商则通过买卖报价的合理差额来补偿所提供服务的成本费用,并实现一定的利润。

在发达国家权证的运行实践中,做市商制度是通行的做

法。比如,美国的全美证券交易自动报价系统(NASDAQ)就是最著名也是最完善的场外交易市场。在NASDAQ市场上,一般由全美证券交易商协会会员充当做市商,每只股票至少有两个做市商。在运作中,做市商通常要先垫入一笔自有资金建立某些证券的足够库存,然后向这些证券的买卖双方报出价位,在不同价位上接受投资者的买或卖的要求,自己则从中赚取价差。做市商这种为买而卖、为卖而买的交易方式将证券买卖双方紧密联系起来,提高了证券的流动性。

吴林祥的研究报告《我国证券市场引入做市商制度研究》分析了做事商制度的背景,回顾了长期以来有关该问题的种种争论并阐述了市场各方对此的不同观点。随后,从交易制度的发展趋势、混合交易制度的优势、混合交易制度下"做市商困境"和做市商作用分析等角度论证了竞价市场引入做市商制度所产生的各种影响,在论证引入做市商制度必要性的同时,阐述了可能面临的各种困难。考察了竞价市场引入做市商制度的实践,分析了海外竞价市场引入做市商制度的两种模式和我国银行间债券市场引入做市商制度的实践。在归纳和总结相关经验、启示的基础上,提出了我国证券市场引入做市商制度的两种可供选择的模式——混合模式和平行模式,并结合我国证券市场实际,比较了这两种模式的优劣,最后认为,混合模式具有较大可行性。

3. *建立权证市场风险控制机制*。权证作为一种有效的融资和风险管理工具,其衍生性、高杠杆性等特征决定了其价格波动幅度大于标的证券的价格波动幅度。从这个意义上说,权证是一种风险和收益都相对较高的金融产品。权证犹如一把"双刃剑",用之得当则有利,用之不当则有害。其使用得当与否则取决于权证市场风险控制机制的有效性。因此,应建立权证市场风险控制机制,具体应做到:

(1)控制发行人的履约风险。权证发行人必须为适宜处理和有能力发行并管理权证的发行及上市事宜者,有关部门在评审发行人的合适程度及能力时应适当考虑其过往在发行和管理类似金融工具方面的经验,在就权证承担的责任方面是否具备充足经验以及发行人应有的风险管理系统及程序。对权证标的资产质量进行考察,尽量选择流动性强、业绩佳的上市公司的证券作为标的资产。

(2)扩大证券市场规模。历史经验告诉我们,基础市场规模过小容易导致市场操纵风险。与国外一些发达国家或地区相比,我国证券市场的规模偏小。就资产的证券化率看,我国证券化率比较低,2005年股市证券化率(股市总市值/GDP)仅为24.7%,而日本、美国、英国等发达国家证券化率已远远超过了100%。这表明我国证券市场还有很大的发展空间。加之目前我国权证市场刚起步,还处于试点摸索阶段,如果作为其发展支撑的证券市场规模也较小的话,投机资金就可以利用正股股价与权证价值的相关性,利用正股市值小的特点炒作提高正股股价,从而在权证上获利;或者利用权证市值小的特点炒作提高权证价格,从而在流通股上获利。如果投资者通过操纵正股和权证然后对权证以及标的股票进行"恶炒"的话,那么会加大市场风险。

(3)健全市场监督机制。目前,我国股票市场存在庄家操纵、非理性投机、信息披露失真、中介机构之间不正当竞争等市场失灵现象。证券市场失灵问题的解决,必须依靠政府建立起有效的监督机制,加强对市场的有效规范和正确引导。但是这种监督不是通过行政方式就能实现的,必须尊重市场规律,按市场方式进行。目前,我国政府对证券市场采取的是一种多头监管的形式。这种多头监管不仅会造成利益冲突,而且容易出现监管的盲区。所以,应将政府对证券市场的监管权赋予证监会,使证监会成为对证券市场进行监管的专职部门。

(4)建立政府监管与行业自律相结合的监督体系。在强化证监会对证券市场监管的同时,还要充分发挥证券业协会、证券交易所、证券公司、机构投资者、会计师事务所、资产评估机构等组织的自律作用。

(5)建立健全权证市场的投资者利益保护机制。进一步完善和发展权证市场的一个重要方面就是加强对投资者利益的保护。建议出台相关的信息披露制度,加强上市公司的信息披露,使权证交易和股票交易一样,受到市场的监督和约束。为了保护投资者利益,建议加强相关信息的披露,例如要求权证发行人必须每天或每周公布其持货量,规定发行人必须公布每日买进卖出权证的平均价格等。

4. *发展中介机构尤其是投资银行*。中介机构对于权证产品的推出以及权证市场健康发展有着重要作用。在美国等市场经济发达国家,以投资银行为主的中介机构不仅从事证券交易、证券承销、投融资顾问等传统业务,而且对金融产品开发、使用也起着主导作用。目前,我国还没有真正意义上的投资银行。但是,从全国90多家证券公司的业务来看,基本上从事着投资银行的传统业务,一些大型证券公司也涉及到金融产品的开发业务。笔者认为,在我国发展投资银行的一条可行之路就是赋予证券公司投资银行的功能,拓展其业务范围。

5. *更新观念,改变对权证等金融衍生工具的成见*。权证需求激发中的另一个障碍是人们思想观念上对权证的抵触。权证在我国证券史上失败的教训,使许多公司及投资者包括监管部门对其心有余悸,常常将其与失败联系在一起。当然,基于权证建立的合约通常不需要或需要较少的初始投资就能获得与对市场预期有类似反映的其他合约相似的风险收益头寸,高度的杠杆效应使之成为一种高风险的投机获利工具。如果对市场做出了准确的判断,就会获得丰厚的利润;但如果判断失误,就可能遭受巨大损失。但同时也应该看到,实际上所有的衍生金融工具包括权证在内,之所以产生并得以发展就是因为它有风险规避的功能,能成功地转移部分风险,避免信息不对称,优化资源配置。因此,积极发展衍生金融产品具有较强的现实意义。

主要参考文献

1. 李振明.股权分置与上市公司投资行为.北京:经济科学出版社,2005

2. 李颂慈.窝轮大时代——解读认股权证.上海:上海交通大学出版社,2005