



谈股权分置改革中的权证问题

复旦大学管理学院 牛念宗 宋瑞秋

【摘要】引起“股疯”的认购证是国人对权证最早的了解,其因投机过度早已被取消。以宝钢权证为代表的权证的出现引起了理论界与实务界浓厚的兴趣。本文以宝钢权证为例,着重介绍了权证的特点、权证在股权分置改革中的作用和反作用以及法律规制等内容。

【关键词】 权证 风险 法律规制

一、权证的相关概念

权证是一种投资预约型权利契约,是由发行人发行的、能够按照特定的价格在特定的时间购买或抛售一定数量该公司股票的选择权凭证。

权证在行权方式上分为认购权证和认沽权证,以区分对相应股票的看涨和看跌。对权证而言最关键的要素有三点:①行权。权证本身就是一个选择权,给予权证持有人行权与否的选择。②行权价格。即发行人发行权证时所约定的权证持有人购买或出售标的证券的价格。这个价格是根据近年来该股票的表现和综合市场因素而预设的,也是双方博弈的结果。③行权时间。时间对于权证是至关重要的,其价值包含在权证价格里。行权是行权价格和行权时间的根本和前提,而两者的变化情况直接决定了行权的可实现性。

我国于2005年7月18日在上海证券交易所和深圳证券交易所同时推出的《上海证券交易所权证管理暂行办法》和《深圳证券交易所权证管理暂行办法》(统一简称《暂行办法》)初步给出了权证上市与交易的规则。这些条款虽十分粗略,但确定了权证本身的特性,并分别于第二十一条和第三十三条确定了T+0制度;即当日买进的权证,当日可以卖出。但《暂行办法》没有对权证单独停牌做出明文规定。这些规定使权证交易具有很强的流动性和波动性,体现了其衍生产品的特性。很明显,制定者希望权证能够活跃市场交易,为目前低迷的证券市场注入新的活力。

然而权证是把双刃剑,作为一种金融衍生工具,其价值是建立在标的物价值基础之上的,具有以小博大的杠杆性。这个特性使投资者获得高回报,活跃对应股票的交易,增加对应股票的成交量。同时由于权证价格的变化具有杠杆效应,其对相关信息的反应更为敏感,价格波动幅度比标的物更大,更易于操纵,从而沦为投机的工具,再加上T+0的交易方式,注定了权证交易的放量特性。这样的特性可能使投资者瞬间获得丰厚的回报,同时也可能使投资者发生巨大损失。

二、股权分置改革中权证的作用

从权证本身的特性和作用来看,融资功能应位居其首,然而在证监会推出的第二批股权分置改革试点过程中,显现

出权证能够帮助解决股权分置问题的作用。在这个过程中,权证主要有以下功能:

1.价值发现功能。对价支付问题是股权分置改革中的核心问题。对价比率的争议首先存在于流通股股东与非流通股股东之间,如果站在各自立场简单采取协商或投票的办法是很难得到满意解决的。权证的引入能更好地体现两类股东的平等。因为对价比率不是一次投票就可以决定的,而是经过多次市场交易来确定的。如果非流通股股东最初确定的对价低了,流通股股东在股市上的作为可以影响非流通股股东将来的减持、收入的减少和权证价值的增加;反之,如果非流通股股东最初确定的对价高了,流通股股东在股市上的竞争同样会影响非流通股股东将来的减持、收入的增加和权证价值的减少,最终会形成合理的对价比率。

对价比率也存在于流通股股东之间,持股成本低的股东为了尽快获得既得补偿倾向于尽快运用股权分置改革方案,而持股成本高的股东则期待高补偿幅度倾向于否决股权分置改革方案。引入具有价值发现功能的权证,可以协调不同流通股股东的利益。在公司或其大股东向流通股股东赠送股票和权证时,必须确定权证的行权价格。确定这一价格的过程就是投资者参与方案评价并形成对非流通股流通之后上市公司价值的预期调整过程。利用权证行权价格的确定激活市场参与动力,在权证与标的证券出现价格偏离时投资者可以套利交易,从而使股票价值回归到合理价位。

2.远期支付功能。权证本身具有价格,可以作为对价的支付方式,投资者在权证交易市场卖出权证可以即时获得对价。通过配送权证给流通股股东,可以替代部分现金或送股对价补偿。同时由于权证具有的远期性,权证的行权期可以减轻非流通股股东当前送股的压力。这不仅缓解了公司当前的现金压力,也降低了股权瞬时稀释的巨大风险。

3.风险控制功能。使用不同种类和不同种类组合的权证能控制风险。权证的最大魅力之一就在于它或者它的组合能够构造出多种多样的投资组合。事实上,如果行权价格能够是任何值,则权证理论上可以建立任意形式的损益状态。在股权分置改革中,流通股股东预期的最大不确定性是上市公司非流通股流通带来的“大扩容”可能是股价整体下挫、冲淡

甚至完全抵消因非流通股股东缩股或赠股而带来的利益。这种恐惧可能会使股权分置改革无果而终。权证方案中的认沽权证能够部分解决这一问题。认沽权证本身就具有锁定风险的特性。其行权价格能锁定收益,为风险厌恶者所青睐。认沽权证方案的基本思路是非流通股股东向流通股股东免费发放认沽权证,权证的行权价为标的证券过去一段时间的均价。在权证行使时,按照行权价与当时股价的差额结算现金,或者按价差与当时股价之比折算成股份送给流通股股东。权证上市后,全部非流通股获得流通权。非流通股全部流通后,流通股必然迅速扩大,这样,流通股股东就将面临极大的压力,送股对价可能无法充分弥补流通股股东因股价下挫带来的损失。在这种情况下,发行权证的公司就可以考虑在送股之外再加一个看跌的权证,即认沽权证,此举是公司给流通股股东一个锁定的价格,如果在行权期内股票市价低于这个价格,到时流通股股东可以要求公司用现金或股票来补偿。这种做法锁定了流通股股东的预期损失,构成一个潜在的利好,有利于股权分置改革的进行。

三、权证的风险控制与法律规制

将权证作为解决股权分置问题的一种备选方案是具有创新性的,从其初衷来看也是可行的,但宝钢权证上市之初便大幅震荡,违规交易明显。这不仅反映出权证的特性,也折射出我国对权证上市的考虑不周和在制度上的准备不足。金融工具的创新急需配套的法律法规给予相应的规制。

1. 权证的风险控制。仅就宝钢权证被炒热的现象来看,目前市场上首要的问题是新的权证品种供给不足,目前我国市场上仅有宝钢权证等少数权证,易沦为投机者市场炒作的聚集地;其次是调控手段缺乏,急需制定权证连续创设制度,该制度可以抑制由于权证供应不足而造成的股价飞涨。以上两点是制度设计上的疏漏,并不难弥补。而最需防范的是权证交易中的特有风险。

权证交易风险主要包括两部分,一是现有证券市场环境 and 交易机制下存在的普遍性风险,如券商挪用客户资金;二是权证自身产品特性所决定的特有风险,如投资者交易取得的权证到期失去行权价值、权证交易价格剧烈波动或者严重背离标的证券交易价格等。

权证的法律规制应从其交易风险防范入手,权证行权的完成是流通股股东与非流通股股东之间的博弈,其基本假设前提是两类投资者都熟知权证且都是理性的。向投资者充分揭示交易风险是保证权证顺利推行的重要举措,为此上海证券交易所特别发布了《关于签署〈权证风险揭示书〉有关事项的通知》,对未签署《权证风险揭示书》的投资者,限制其权证交易的资格。然而《权证风险揭示书》仅提示性地列了七点,除有一些条款明显是提醒作用的,如第七条规定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资格是否受到部分或全部限制,并作相应安排。但有些条款仅一句话根本无法起到揭示权证风险的作用,如第三条规定权证实行T+0交易。对于普通投资者,他们如何可能在看到了这9个字符后了解这背后深刻的含义呢?就控制机制而言,相关部门在此环节做得仍是形式有余、实

质不足。

此外,加强相应的控制机制实行权证交易权管理、设置交易价格约束和揭示机制、引入权证创设机制、强化权证交易也是刻不容缓的。《暂行办法》对以上几点皆有所认识,但无论从深度和广度来讲皆是泛泛而谈,急需具体操作说明或相关解释为这个新兴市场的健康发展保驾护航。

2. 权证的法律规制。笔者认为,当务之急应是构建权证的法律框架。我国在立法上应为这种金融衍生工具留有余地。现今权证仅在以上提及的交易所的业务规则中有所体现,而在我国法律体系中尚无明文规定。在现行法律体系中,权证并非经国务院认定的法律意义上的证券。《暂行办法》将权证界定为有价证券。虽然《暂行办法》经中国证监会批准后生效,但由于证券交易所无权对权证赋予证券的法律性质,因此其不属于《证券法》规定的证券。即使将来国务院认定了权证属于证券的一种,仍存在矛盾,如权证交易的“T+0”规则不适用《证券法》关于“当日买入的证券,不得在当日再行卖出”的规定。

无可置疑,2006年1月1日施行的《证券法》在股权分置改革中看到了发展金融衍生产品的必要性,在该法中拓宽了它的调整范围,为证券衍生品种留下了空间,并对应地重新规定了可以现货交易和国务院规定的其他品种进行的交易方式。这无疑为期权交易T+0留下了口子。

《公司法》层面,从境外立法实践来看,公司权证多与公司发行股票、债券进行筹集资金相关联,其发行制度多由《公司法》调整规范。但《公司法》未对附属于股票、债券的认股权证,增发、配股中可能独立存在的认股权证作出规定,因此,公司权证的发行条件、程序以及对应的股份来源等没有依据。

行政法规和交易所业务规则层面,交易所和证监会在规范权证发行、上市条件,审核发行、上市申请等方面的职责和权力边界。在发行人的资格条件、权证上市条件,以及发行人资格管理和上市审核中,享有广泛的自律管理权限。《暂行办法》已完成也仅完成了第三层面,上两层仍需努力完成,以保证高风险的权证能真正发挥其在股权分置改革中的作用。

从理论上说权证能解决股权分置改革的风险和收益的平衡问题,利用权证来解决股权分置问题是可行的。但权证作为一种金融衍生工具,有着天生的投机性,因而制度设计、风险控制与法律规制决定了它的成败:成则平稳过渡,为股权分置改革保驾护航;败则引起股市的巨大波动,使投机者得利,令投资者丧失信心。因此,对权证这种新型金融工具仍需大胆设想、谨慎推行,以保改革与发展双赢。

主要参考文献

- ①罗培新.股权分置改革为何引入“权证”.南方周末,2005-06-03
- ②廖旗平.对用权证解决股权分置的探究.商场现代化,2005;14
- ③权证法律问题课题组.权证产品开发中的相关法律问题研究.上海证券报,2005-07-13