

# 认股权证及其应用探析

张贞智 韩 莉

(厦门大学 计统系, 福建 厦门 361005)

**摘要** :证券市场风险性使投资者迫切需要兼有投资与避险功能的金融衍生工具。认股权证的引入为投资者提供了一个较好的金融工具。

**关键词** :认股权证 ;证券市场 ;股票市场

**文章编号** :1003-4625(2004)7-0104-02

**中图分类号** :F830.91 **文献标识码** :A

认股权证属金融衍生产品,它一般是由上市公司发行的,给予持有权证的投资者在未来某个时期或某一段时间(多为3—10年)以事先确认的价格购买一定数量该公司股票的权利,这种认股权证通常与债券或优先股共同发行。广义的认股权证还包括备兑权证。这种权证常由资信良好的金融机构,如证券公司、投资银行等发行。自20世纪80年代以来,出现了认股权证与普通股共同发行的情形。目前认股权证多使用在上市公司的再融资过程中。本文将从广义的角度来讨论认股权证的价值、特点及功能,并对当前我国证券市场引入认股权证的可行性及做法进行探讨。

## 一、认股权证的价值分析

认股权证实质上是一种看涨期权,它的价值受到所认购股票的市价、权证规定的认购价格、距权证到期日的时间长短等因素的影响。一般而言,认股权证的价值可以分解成两部分,即内在价值和期权价值两部分。内在价值是指立即行使认购所能实现的盈利。当标的股票当前价格小于认股价格时,认股权证的内在价值为0,标的股票当前价格越高,则认股权证的价值越大。任何情况下,认股权证的内在价值都不会小于0。

认股权证的市价与其内在价值之差即为它的时间价值。认股权证的时间价值主要受认股权证距到期日的时间长短和正股价波动大小的影响。距到期日的时间越长,正股价格的波动性越大,在认股权证有效期内标的股票价格上升的机会越多,投资者获利的机会也越大,认股权证的时间价值也就越高;反之,认股权证的时间价值就较低。

以上是从理论上分析认股权证的价值。实际上,影响认股权证价值的因素是多方面的。从市场的角度讲,狭义上认股权证一旦付诸实施,必然增加公司流通在外的股票数量,进而影响股票的市价和每股盈利,反过来又会对认股权证本身的价值产生影响。

## 二、认股权证的功能分析

第一,对于股本认股权证的发行人来说,认股权证的发行常依附于标的证券如债券、优先股、普通股的发行。这将提高标的

证券的吸引力,有助于发行人顺利实现融资的目标。

第二,对于投资者来说,它具有套现功能,同时提供了风险管理的工具。利用杠杆效应,持有正股而又需要现金的投资者,可出售其正股,再买入认股权证,便可继续投资该相关股份。对于一般的投资者,如果他在出售股票的同时,担心未来股价上涨导致损失,也可以选择购入认股权证。如果到时股价确实上涨了,投资者将由于期初卖出股票(相当于做空)而面临损失,但由于期初购入认股权证,可以实现盈利,盈亏相抵,从而投资者的损失将是有限的,如果到期股价确如投资者期初的预期,呈下跌走势,投资者会庆幸期初卖出股票,而期初购入认股权证,虽支出权利金,但支出毕竟是有限的,总体来说,投资者仍将盈利。

## 三、当前市场环境下推出权证交易的意义及可行性分析

### (一)20世纪90年代中期认股权证交易的历史及经验

我国证券市场早在1992年就对权证的应用进行尝试,其中飞乐和宝安等公司发行了配股权证。但其交易则具有强烈的中国特色,即权证市场是在中国特有的经济环境下由配股权交易演变来的。

1994年10月,证监会特别批准深交所的6只权证(包括当时的厦海发、闽闽东等)转配部分继续交易。后经深交所批准,这6只权证分离公众股配股部分(A1权证)和非流通股配股部分(A2权证)。A2权证与一般意义上的认股权证不同,表现在A2权证从配股权转化而来,不是在发行时就作为一种单独证券存在。另一方面,A2权证没有明确的有效期,行使时间不定,原来规定交易时间至1995年底,但后来却又延长交易时间至1996年6月。这种有效期不断变化的权证可称得上是“中国特色”。这一时期认股权证的交易总体来说并不成功,其原因可以归结为配股权证的交易由于政策的不确定性、监管力度不够、信息披露缺陷、设计不合理、没有相应的风险防范与管理机制、投资者风险意识淡薄等,当然,最重要的还主要是股权结构的不合理,一股独大容易导致某些机构操纵市场,最终投机现象过于严重而被停止。但它是一次有意义的尝试,其运作为认股权证的发行、上市、交易、监管等积累了实践经验,为制定更为科学完善的运

[收稿日期]2004-04-19

[作者简介]张贞智(1972-),男,福建永春人,博士研究生,研究方向为金融投资与金融创新;

韩莉(1970-),女,河南郑州人,博士研究生,主要研究方向为金融工程。

行机制和监管措施奠定了坚实的基础。

## (二)当前证券市场面临的问题

发展证券市场的一个重要原因就是其具有融资功能。但随着我国证券市场多年积存问题的逐渐暴露,这一功能正面临严峻考验。上市公司增发、配股等融资方式常常面临投资者“用脚投票”的回答,其结果是管理层不得不放缓增发、配股这种在国外十分普遍的融资方式,使不少资金短缺的上市公司不得顺利完成融资活动。

从券商的角度讲,我国的券商在经过前些年的好日子后,如今也面临着不少问题。在二级市场低迷的情况下,经纪和自营都面临亏损,而承销也与二级市场有密切关系。二级市场低迷的行情使上市公司融资面临困难,其结果是券商之间为了争取承销业务,竞争更加激烈了。作为获得业务的重要手段,券商仍需采用余额包销的发行方式,这样,承销商可能被迫包销大量的余额。包销使部分券商积压了大批证券在手中而面临资金运转困难的压力,为缓解压力最终股票变现从而完成胜利大逃亡,券商又极易与上市公司勾结,利用上市公司信息发布等多种渠道人为操纵股票价格,诱使大批中小投资者在高点买入。因此,如何进行业务创新不仅是当前我国券商也是金融监管部门迫切需要研究的课题。

## (二)推出认股权证的意义

可以说,当前推出认股权证是金融创新的一种体现,具有重要意义。相对于标的证券,认股权证具有流动性高、杠杆效应显著、便于锁定风险且交易成本低等优点;相对于选择权交易等期权交易品种,又具有结构简单、风险较低、便于操作且能有效连接一、二级市场的优点。认股权证的推出对市场参与各方好处体现如下:

从上市公司的角度来看,发行股本认股权证时,往往是将其与股票、债券等搭售发行(有偿或无偿),通过对流通股老股东的补偿,加大其股票、债券等融资工具对投资者的吸引力,有助于顺利实现其融资的目的。

对券商等中介机构来说,发行认股权证一方面可以解决包销的股票,以降低一级市场包销风险,缓解资金压力;另一方面,可以拓展业务,改善目前券商业务品种单一的情况,增加新的业务收入来源。

当然,认股权证的推出并不能从根本上改变券商面临的问题,它给券商创造的利润在短期内也应该是有限的。其重要意义在于作为一种金融创新产品的推出,它将促使券商对金融衍生产品的进一步研究。可以说,认股权证的推出意味着我国的金融产品创新将迈出关键的一大步。

对投资者来说,可以在购进权证的同时抛出正股以锁定风险,作为避险操作的投资工具;投资者参与权证二级市场交易可将其作为赚取价格波动收益的投资工具。

对市场来说,作为看涨期权,这种权证融资的资金是分期到位的,上市公司最终能否顺利实现其融资功能,取决于公司的经营业绩稳定与否。经营业绩不佳的公司,往往很难最终实现其融

资目标,从而有效避免当前不少上市公司融资后业绩便大幅下滑的现象。从这个角度来说,认股权证能很好地起到甄别和监督功能。另一方面,权证的推出丰富了市场投资品种,为证券市场提供了风险管理工具。同时,权证作为最基础的衍生产品,其推出将是我国金融衍生品市场得以发展的起点,也将是推动我国证券市场国际化的有力举措。

## (四)推出认股权证的可行性及方案研究

目前从市场层面看,我国证券市场已经形成一个运作良好的市场架构,券商、机构投资者和证券从业人员的素质不断提高,自律意识日渐增强;从监管层面看,近年来,在市场化 and 法制化精神的指引下,证券监管部门先后出台了一系列法规和规章,形成了较为完备的法律框架;从技术层面看,我国证券交易所和登记结算公司现有的交易和结算系统属全球先进技术之一,可以支撑权证的交易、结算及执行。现有的交易和结算系统经调整即可以适用于权证的交易和结算。因此,当前我国证券市场推出权证交易的时机已基本成熟。

但在具体推出认股权证时仍面临着选择,主要体现在以下几方面:

### (1)认股权证发行主体的选择

狭义的认股权证是由上市公司发行的,而广义的认股权证则是由券商及投资银行等发行。从当前的实际来看,我们认为先行推出狭义的认股权证更有助于解决当前我国证券市场面临的融资难问题。这也比较符合各国证券交易所推出认股权证交易的初衷。

### (2)在股权分割的情况下,如何向股东派发认股权证

尽管我们证券市场与创建之初相比,已经有了很大的发展,但股权结构的分割仍是一个主要问题。因此,上市公司推出配股权证,可以只考虑向流通股股东发放,非流通股股东如欲配股可直接交付现金认购股票。这一方案在将流通股股东的配股权利予以证券化(配股权证)并可以交易转让的同时,等于要求所有非流通股股东做出让步,放弃其配股权利证券化并可以交易转让的权利,较好地避开了非流通股配股权证的问题。

总体而言,在当前市场环境下推出认股权证这种衍生产品具有重大意义,但作为衍生产品,高杠杆性也意味着高风险。因此,认股权证要在监管部门的严格监控下展开,先试点再推广,同时,加强对投资者的风险教育,尽可能将风险降至最低。

## 参考文献:

[1]埃里克·布里斯等著,史树中等译.期权、期货和特种衍生证券:理论、应用和实践[M].北京:机械工业出版社,2002.

[2][美]约翰·赫尔著,张陶伟译.期权、期货和其他衍生产品[M].北京:华夏出版社,2000.

[3][美]约翰·马歇尔等著,宋逢明等译.金融工程[M].北京:清华大学出版社,2001.

[4]高春涛等.认股权证的发展与影响[M].证券市场导报,2002,(5).

(责任编辑 张艳峰)