

认沽权证傍上新股发行改革 高风险缘何不愁嫁

记者 秦小华 成都报道

新股发行体制 3 年四改

据相关媒体消息，酝酿中的第四次新股发行体制改革建议中，上交所已形成两项改革措施，拟在新股发行中，引入认沽权证和债转股两大金融衍生品投资工具，以期改善三高发行，提高上市公司财务质量，以解决 800 多家公司排队 IPO 拥堵问题，切实保护投资者利益。

该消息表明，从 2009 年至今，新股发行体制改革，在 3 年的时间里，进行到了第四轮，仍然没有形成完善的、有效的、适合我国资本市场特色的新股发行制度。2009 年 5 月，第一轮新股发行改革的主要措施，是完善询价和申购的报价约束机制，优化网上发行，将网下网上申购参与对象分开，对网上单个申购账户设定上限。

2010 年 11 月，第二轮发行改革，进一步完善报价申购和配售约束机制，网下可摇号配售，扩大询价对象范围，增强定价信息透明度，完善回拨机制和引入中止发行机制。

2012 年 4 月，第三轮新股发行改革，扩大询价对象范围，提高网下配售比例，并允许 IPO 发行存量老股，解除网下配售三个月的锁定期。

纵观前三次改革，新股发行体制大多满足于旧版发行体制的修修补补，没能形成独具特色的措施与建议，更没有触及发行体制中如何杜绝财务造假、提高上市公司资质、三高发行等相关问题。

认沽权证遭质疑

认沽权证和债转股，成酝酿中的第四次新股发行体制改革措施中的亮点。认沽权证和债转股，是金融投资领域里最复杂的两大衍生品工具，操作起来非常复杂，即便专业投资机构，对权证和债转股运用也未必得心应手，何况中小投资者呢？

一个发人深省的问题是，A 股到底需要一个什么样的新股发行体制，有助于形成优良的协调发展的投资、融资环境？认沽权证和债转股能不能解决新股发行过程中的各种矛盾、问题，仍有待进一步观察。

有关人士指出，新股发行体制改革 3 年四改如此频繁，仍没能解决新股发行中的各种弊制陋习，这本身是相当不正常的，它至少说明，我们的监管层至今没有深度调研新股发行中的各种现象所反映出的实质。“只有弄清问题出在哪里，对症下药，方可从根本上解决问题。”该人士强调，“债转股尚且可以一试，但权证投机性很强，会带来很多负面效果。”

融资渠道滞后于融资需求

公开资料显示，截至 12 月 6 日，共有 830 家公司排队 IPO。排队等候 IPO 的 830 家公司，已经占目前沪深两市约 2500 家上市公司总数的 33.2%，规模何其壮观。按每年上市平均速度算，在过去的 20 多年里，平均每年上市 125 家，830 家需要约 6.6 年，排到 2019 年，才能全部上市成功。

800 余家公司排队 IPO，从本质上暴露的是，我国资本市场融资渠道少、融资通道不畅等体制问题，以及资本市场深层次建设严重滞后于融资需求快速发展，股票市场、债券市场、银行贷款、民间融资、场外融资等发展失衡的问题。

目前，我国公司融资渠道，主要有直接股权融资、间接融资（银行贷款）等方式，场外融资、民间融资和债券融资发展缓慢。尽管直接股权融资与间接融资（银行贷款）的比重，跟几年前相比，直接股权融资获得较大发展，但资本市场内部层次结构建设没有跟上融资需求的发展，多样化的融资渠道和通路没能有效形成，是导致今天 800 多家公司挤 IPO“独木桥”的根本原因。

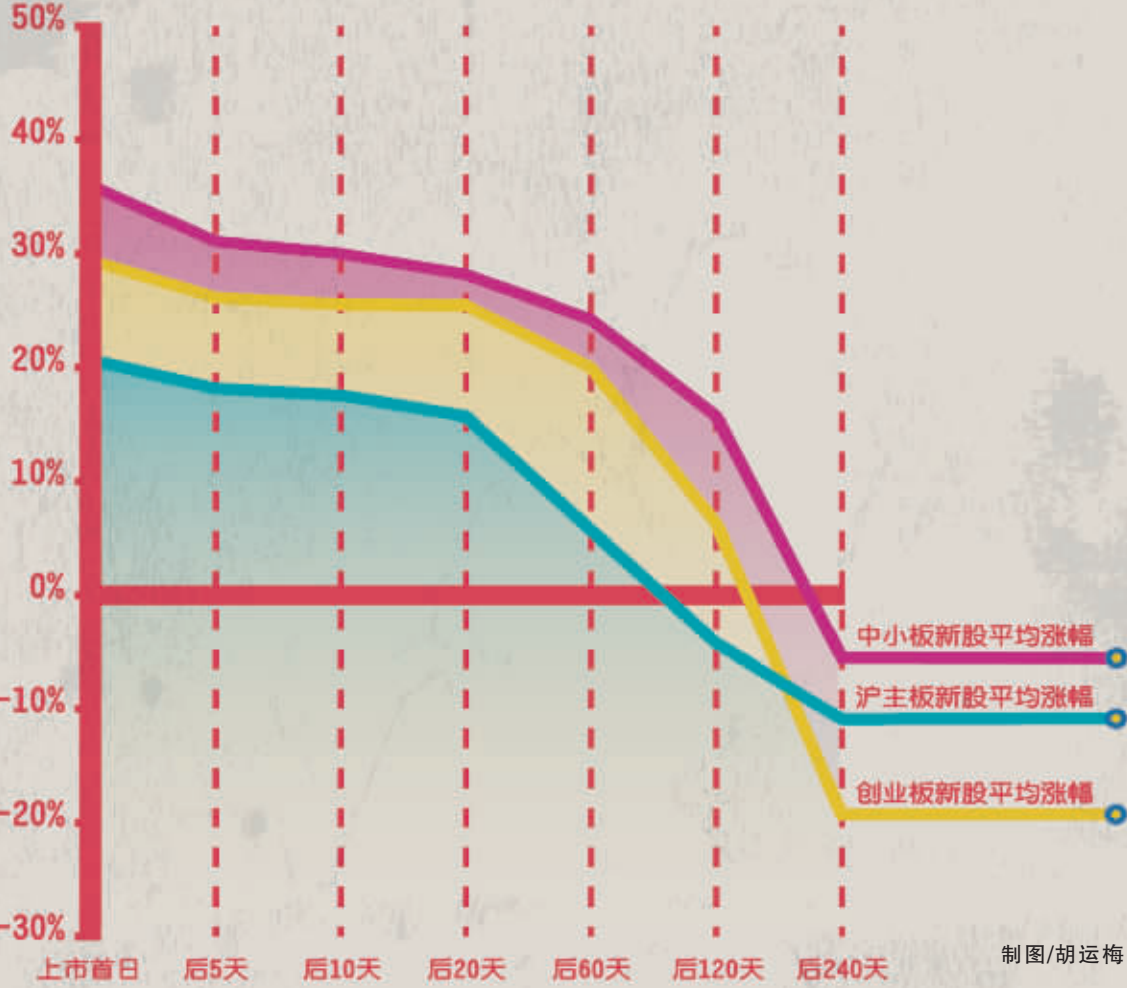
从需求与供给的角度看，800 余家公司排队 IPO，也反映融资渠道不通畅的现象。一方面，公司融资需求巨大，另一方面，受融资渠道少、管控严格所限，资金自由流动受影响，也被迫集中在狭小的市场空间里满足巨大的需求。

降低间接融资成本

从融资成本考虑，股权融资成本明显

800 余家公司排队 IPO，暴露出的是融资渠道少、融资通路不畅等体制问题。酝酿中的第四次新股发行体制改革措施中，上交所起用认沽权证和债转股——投资领域内最复杂的两大金融衍生品投资工具，能解决好融资渠道少、公司质量不高等问题吗？以高风险、投机性强而臭名昭著的权证，每次都因投机太过猖獗而数度被边缘化叫停，这一次，缘何再度复出？投资者期待有效益、有质量、可持续的、实实在在没有水分的新股发行体制，有助于形成优良的协调发展的投资、融资环境。

表1：新股上市后的二级市场表现



制图/胡运梅

(数据来源：中证指数研究报告《2010-2011 年新股发行及上市情况分析》，使用前请核对)

低于债券融资和间接融资（银行贷款），因为股权融资是没有时间期限、一本万利的买卖，而债券融资和银行贷款等方式是有时间期限的，需要在规定的时间周期内，按约定的成本，偿还资金利息。

同时，在投资者回报制度不完善的前提下，股权融资成没有道德风险和社会责任的合法侵占。融资方可以无偿地占用供给方资金，最大限度地满足自身效用，同时还会做出伤害资金供给方的行为，比如不分红、不回报等。

仅仅从融资的角度讲，间接融资成本高于直接股权融资，也是导致 800 余家公司排队 IPO 的一个原因。相关统计显示，在资金紧张的 2011 年，某些中小企业主被迫接受高达 25%乃至更高的民间贷款利率，民间高利贷蔚然成风。

一个值得思考的问题是，除了融资外，还有没有其它需求或目的，促使拟上市公司排队 IPO？有关人士曾指出，多家公司排队 IPO，一定程度上，跟股市的“造富”因素有关。由于股权结构、股权成本的不合理，在三高发行制度下，一级市场和二级市场形成不同的股权成本、市场差价，发起人更能获得比中小散户较高的股票溢价，向二级市场套现财富，以获得超高收益。不可否认的是，这一点是部分公司竞相 IPO 的动因，同时也与大量私募股权投资机构(PE)在发行前突击入股的目的相吻合。

认沽权证会加速新股破发

提醒注意的是，认沽权证与债转股，是资本投资市场里最复杂的两大衍生品投资工具，对投资者的交易策略、投资技能、交易时机要求极高。认沽权证和债转股能不能达到上交所希冀的理想效果，会给市场带来什么样的不良后果，还是一个未知数。

认沽权证，是期权的一种，它赋予权证持有人，在未来某一时刻，向权证发行人卖出某只股票的权利。权证的定价过程非常复杂，常采用布莱克-斯考尔斯(BS)期权定价模型或二叉树模型定价（我国常采用的模型）。从理论上讲，认沽权证的价格与正股价格成反比，权利时间成正比，也就是说，正股价格下跌，权证价格上涨，距离行权期间越长，权证的价格越高。

从上交所相关表述来看，无偿赠送认

沽权证，三年后行权，这样的措施对上市公司是不公平的制度安排。在目前的市场环境里，市场交易风险常常受“羊群效应”左右，与公司基本面背离的情况时有发生。投资者为了达到 3 年后行权的目的，完全可以选择卖出正股，而持有权证（因为投资者的权证是无偿赠送的，是没有成本的），这样会导致，上市公司 3 年后，不得不用大量的现金行权，极易造成上市公司破产，就算不破产，也会因为股权分布不满足多样化而退市。

中证指数公司发布的《2010-2011 年新股发行及上市情况分析》显示，新股上市后股价常常表现为级级走低趋势。在认沽权证行权的利益驱使下，有理由相信，上市公司破发的趋势将越发明显。

从总体看，上市一周后，二级市场股价较发行价的涨幅减至 28.21%，一月后减至 25.94%，三月后减至 20.71%，三月后股价跌速加快，上市满一年后股价已跌破发行价，跌幅 11.87%。其中，创业板新股跌幅最大，上市一年后较发行价下跌 19.35%，主板次之，上市一年后较发行价下跌 11.55%，而中小板则相对好些，上市一年后较发行价下跌 6.26%(见表 1)。

债转股面临制度障碍

顾名思义，债转股，即在未来某一指定时间里，按一定的转股比例，投资者将所持公司的债权转换成股权，需要明白的是，债券是一种有期限的债权，股权是一种无期限的所有权，公司倒闭清算时，债券投资者清偿顺序优先于股权投资者。

不容质疑的是，债转股的确可以满足先解决融资需求，但面临制度障碍，而且债券流通要求严格。目前法律规定，只有上市公司才能发行可转债，要进入交易所可转债竞价交易系统，公司必须满足净资产 5 亿元，公司债券评级 AA 级，三年年均可分

配利润不少于债券一年利息的 1.5 倍等条件。这样的高标准规定，会制约相当一批公司的融资需求。

在实际运用中，债转股最重要的因素有，如何确定转股时间、转股比例、票面利率、转股成本等问题。这些问题，由于专业性极强，中小投资者几乎没有自我判断的能力，只能被动接受或者盲目跟从。

而且，在转股过程中，最复杂的问题是，转股成本确定及股权成长潜力判断问题。公司债券与免费赠送的认沽权证不一样，公司债券是有成本的，而债券价格与公司股票价格常常走势相反，这也决定投资者在转股时面临机会成本选择，由于无法客观正确地评估公司未来成长潜力，投资者会难于决断。

在债转股投资策略上，国际投资机构通常采取的套利策略是，买入债券而卖出正股。一般情况下，债转股上市后，债券价格会上涨，而其正股价格会下跌，因为投资债券的收益会高于投资正股的收益。

权证成救市良药

事实上，权证在我国资本市场里曾多次抛头露面，但最终都因投机太过猖獗而被管理层叫停。由于发行量小，制度不健全，自从诞生以来，权证被投机者炒得热火朝天。无数投机者曾被权证庄家猎杀，大量财富化为泡影。权证更是被市场人士戏称为博傻工具和财富“洗劫机”而臭名昭著（我国权证发展历程见表 2）。

1992 年 6 月，飞乐股份（大飞乐）发行的配股权证可算我国资本市场上第一个正式意义的权证。同年 10 月，深宝安（中国宝安）发行 2640 万张一年期认股权证，其价格从 4 元飞涨至 20 元，但最终归零退出舞台。

1995、1996 两年间，沪市推出江苏悦

达、福州东百等股票的权证，深市则推出武汉凤凰、湘中意、厦海发、桂柳工、闽闽东等股票的权证。权证到期后，管理层为了刺激低迷市场，特批权证交易延期半年，导致市场对权证再次疯狂炒作。

典型的案例是，正股价为 7 元左右悦达股份，权证价格竟高达 15 元，并出现过一天涨 637%的奇观。市场对废纸的投机热情，让管理层不得不在 1996 年 6 月终止权证交易。

时隔 9 年之后，2005 年 8 月 23 日，为了顺利完成股改，宝钢权证，这种新博傻工具再次登陆我国资本市场。此后，据统计，沪市的宝钢、武钢、招行、南航等 17 家上市公司，共计发行 21 只权证产品。

投机的疯狂程度让人发指。据上交所统计，上交所共实施权证临时停牌 16 次；异常交易调查 217 起，涉及近 48 家营业部；发出警示函、监管问询函、监管关注函 90 份；先后有 223 个异常交易账户被限制交易。

2011 年 8 月 11 日，四川长虹权证到期后停止交易，再次宣告权证完成股改任务后，暂别我国资本市场。今年 12 月，据报道，为了新股发行体制改革，上交所再次起用权证。尽管权证对资本市场的负面伤害一目了然，但管理层仍然希望，权证能够再次完成新股发行体制改革的重任。

某券商一位不愿具名的人士坦言，用权证的投机性来刺激低迷市况是不可取的，冀望用复杂的投机工具来解决融资的深层造假问题，无异饮鸩止渴。

渴望有质量的发行改革措施

11 月 30 日，中共中央总书记习近平，在中南海召开党外人士座谈会上强调，经济增长必须是实实在在和没有水分的增长，必须是有效益、有质量、可持续的增长。同样的，新股发行体制改革同样需要有效益、有质量、可持续的改革措施。

从有关媒体报道时援引相关人士的表述看，引入认沽权证和债转股的目的，是为了使得未来上市的新股质量有保证，先满足融资需求后择机上市，同时通过各种方式解决目前 800 余家排队 IPO 问题。

在新股 IPO 中，最让投资者诟病的非财务造假莫属。财务造假的相关公司上市后，很快就会露出业绩真面目。公开数据显示，截至今年半年报，有 51 家今年新上市的公司利润总额比去年同期下跌，其中，19 家公司净利润下滑超过 20%，超过 50%的有 6 家，到了三季度，净利润下滑超过 20%的公司增加到 32 家，超过 50%的有 7 家。

应该指出的是，财务造假是上市公司、保荐人、审计机构沆瀣一气的结果，如果单单要解决财务造假，只需要提高相关责任人的违法成本即可，而不用引入投机性强、风险大的权证衍生品。

同样的，如果仅仅是为了满足公司的融资需求，只需要大力发展银行间债券市场、民间融资市场即可，而不用引入债转股。因为债转股最终的目的仍然是上市，客观上仍然会增加股票市场的供给。

由此观之，上交所引入认沽权证和债转股金融衍生工具，到底能不能解决新股发行体制客观存在的问题，值得怀疑，其目的更多的还是侧重在缓解 IPO 排队压力，做大市值规模。资本市场需要一个实实在在没有水分的新股发行体制，以形成各个方面协调发展的投资、融资环境。

一位接受记者采访的人士以为，令投资者迷惑的是，新股发行体制改革的目的到底是为了融资，还是为了提高公司质量，仅从这两个衍生金融工具的选择上看，管理层改革的出发点还是好的，希望两全其美，但鱼熊不能兼得，又让管理层在措施的选择上越来越为难。

表 2：我国权证发展历程

发展阶段	推出目的	代表品种	叫停原因
1992 年 6 月-1996 年 6 月	配股、刺激低迷市况	深宝安、悦达	投机猖獗
2005 年 8 月-2011 年 8 月	股改、刺激低迷市况	宝钢、南航、钾肥	投机猖獗
2012 年 12 月-?（酝酿中）	新股发行改革、刺激低迷市况	未知	未知