



# 认股权证再融资

唐欲静 宋爱萍

认股权证是指以约定的价格和约定的时间购买或者出售一定标的资产的权利合约。认股权证的交易实质上属于期权的买卖。其标的资产可以是个股股票，称为“正股”，也可以是一篮子股票、股指、黄金、外汇等。目前我国推出的认股权证都是以个股股票为标的资产的。认股权证有两种不同的权利方向，一是买入权利，又叫认购权证，即权证持有人有权于约定期间以约定价格买入标的资产；一是卖出权利，又叫认沽权证，即权证持有人有权于约定期间以约定价格卖出标的资产。从理论上讲，对于认购权证，随着正股价格的无限上升其收益是无限的，但认沽权证因正股价格最多跌至于零，因而其收益是有限的。

## 一、认股权证在企业再融资中的功能和优势

当前，证券市场再融资方式主要有配股、增发和可转换债券等，而认股权证所具有的期权性质，使其在企业再融资中体现了独特的功能和优势。

1、具有价格发现功能，可以实现低成本融资。当认股权证的价格较高时，投资者通过购买认股权证行权获得股票的总成本也将相应提高，此时套利空间缩小，认股权证的价格将自动向下修正；反之，随着认股权证价格的不断下跌，投资者通过购买认股权证行权获得股票的总成本也不断下降，此时套利空间加大，认股权证价格趋于回升。认股权证具有的这种价格发现及传导功能，可以使市场本身能不断对认股权证的行权成本进行调整，最大限度地降低融资成本。

而配股、增发等再融资方式，其发行价格是事先约定的。价格的刚性使市场调节机制无法充分发挥。如果配股、增发价格定得过高，会造成大量抛售使得股价走软；价格定得过低，又会造成股价低估，丧失来之不易的机会收益。事实上，相对较低的成本应该是交易双方的均衡，融资方较低的融资成本即是投资方较低的投资成本。

2、具有高财务杠杆特性，能够提高融资效率。例如，投

资者以每份1.7元的价格购买1 000份认股权证，行权价为7元，行使比例为1:1，如果到期(或到期前某个时间)正股股价确如投资者的预期呈上升走势达到10元，投资者全部行权购入股票，如果不考虑交易佣金，投资者可获得的收益为 $(10-7-1.7) \times 1\ 000=1\ 300$ 元；反之，如果未来正股价格走势与预期走势相反，股价跌至行权价之下，投资者可以采取三种投资策略：一是放弃权利，此时损失的仅仅是支付的权利金1 700元；二是继续持有权证等待行权机会；三是在权证市场进行转让，进一步规避这种损失。

而对于增发或配股，如果投资者不认购，企业会蒙受除权后股价下跌的损失。如果投资者认购，将会面临两种可能选择：一是除权后价格继续走低，此时投资者将承担股价下跌的损失；二是除权后股价走高，此时认购新股对投资者是有利的。对于可转换债券，由于有强制转股的缺陷，因而存在与增发和配股同样的问题。相比之下，认股权证赋予了投资者自主行权的权利和风险对冲的工具，增强了新发证券对投资者的吸引力，提高了融资效率。

3、具有行权期长的特性，能够提高资金使用效率。认股权证的认股期限较长(最长可达10年)，权证一般不会在短期内全部行使，因而企业筹集资金的过程是逐步进行的，这种“渐进融资”的方式比较符合一般项目建设和资金投入时间的要求，从而提高资金的使用效率。而配股、增发等通常是在较短时间内一次性募足全部资金，容易导致部分资金闲置，同时股本的突然扩张也会给经营带来较大压力。

4、配合管理层股权激励机制，保证融资计划顺利完成。认股权证行权与否与上市公司的市场价值是密切相关的，因而企业通常将认股权证作为一种长期激励措施，通过无偿授予或奖励方式，应用于管理层的激励计划中。但管理层对认股权证的实施通常会受到一定限制，如在授予认股权证的36个月内不得行权，离任后的12个月内其所持认股权证不得上市交易，等等。将管理人的报酬与企业长期收益的不确定性

联系起来,可以促使管理人在行权期内努力提升上市公司的市场价值,维持股价的稳定,从而确保融资计划的顺利完成。

相比之下,增发或配股融资是一次性完成的,这种短期行为易造成控股股东对二级市场股价漠不关心,出现发行公司只顾圈钱,圈完钱后便万事大吉的现象。而对于可转换债券,由于我国资本市场环境的特殊性,上市公司普遍存在资金流动性不足的现象,所以一般都希望可转债持有人在债券到期前转换成普通股,如果大部分转债被投资者持有到期,不仅会影响上市公司的市场形象,而且还会提高上市公司再融资的成本。出于种种考虑,发行公司通常附有向下修正条款来调整转债的转换价格。尽管这种融资方式能够完成企业融资计划,但它不是通过提升市场价值来实现的,因而不具有公司价值最大化的激励机制。

## 二、认股权证融资策略与风险防范

1、在融资方式的选择上,可以采取债权与股权相结合的融资方式。目前,“认股权和债券分离交易的可转换公司债券”的法律地位已经确立,这种发行方式能为公司带来两方面益处:一是降低了公司债券的融资成本。例如,某公司欲发行面值为1 000元的10年期债券,公司预计这批债券的利率达到10%才能卖出,但如改用每购一张债券附送20股普通股认股权,那么利率可以降为8%。由于附送认股权证的公司债券增加了对投资者的吸引力,因而利率的下降不会影响债券的融资效果,债券较易按面值卖出。二是由于公司债券和认股权证是在分别符合上市条件时分别上市交易的,因而形成了两种分离的交易品种和两个不同的交易市场(权证市场和股票现货市场),可以满足不同投资者的偏好,同时投资者可以获得债券利息和股票上涨的双重收益,进而提高公司债券的吸引力。

但是,这种融资方式对发行公司有较高的现金流和还本付息要求。除具备可转债发行的条件以外,还要求“发行公司最近一期未经审计的净资产不低于人民币15亿元”、“最近三个会计年度经营活动产生的现金流量净额平均不少于本次发行的公司债券一年的利息”。对于现金流不稳定、未来还本付息能力不确定的公司,发行附认股权证的公司债会对其造成流动性不足的巨大风险。因此,这种融资方式一般适用于高成长性、现金流充裕的上市公司。

2、在发行时机的选择上,应将公司业绩与大盘走势相联系。一般而言,认股权证的投资价值与公司业绩正相关,未来成长前景较好、业绩较佳的公司,其认股权证的溢价水平也较高,对投资人的吸引力也越大。但是,认股权证的价值不仅与公司业绩有关,还受大盘走势的影响,因此,企业在发行认股权证时,还应关注未来大盘的走势。如果大盘长期处于调整时期,公司股价不仅没有高出行权价,反而跌至行权价之下,会导致权证持有人放弃认购权利,公司也就达

不到预期的筹资目的。

在当前股权分置改革的背景下,为保证认股权证的顺利行权,大多数上市公司在股改方案中设置了严密的股价支持与保护措施。例如,长江电力股份公司在发行长电认购权证时,其大股东三峡总公司承诺以一定代价参与配股,此举为认股权证的实施起到了股价支撑作用。

3、在行权方式的安排上,相机推出美式权证或欧式权证。认股权证的行权方式有欧式权证和美式权证两种。欧式权证的行权方式是所有权证在到期日当天行使,公司可在短期内迅速筹集资金,满足一次性募足资金的需求,但公司在短时间内送出大量股票,可能造成股价的剧烈波动。而美式权证允许权证持有人在到期前的任意时刻行使换购股票的权利,公司的筹资是逐步进行的。但在行权期较长的情况下,公司自身业绩和控制权的变化以及外部市场的变动都会增加行权的不确定性,因此,发行公司需对自身的资金需求、内部业绩和控制权的变化以及未来市场走势做出预先判断,相机安排合适的行权方式。例如,武钢股份公司最初推出了美式权证,后来又变更了股改方案,由美式权证改为欧式权证,这与公司调整筹资计划不无关系。另外,武钢公司还创造性地同时发行认购权证和认沽权证(发行人为大股东),以避免股价的剧烈波动。

4、在股份来源的安排上,考虑对每股收益可能产生的稀释效果。为满足认股权证转股的需求,在股份来源安排上,一般有三种方式:一是由原股东出让其股权。在我国一般由非流通股股东出让股权;二是由公司增发新股;三是公司通过二级市场回购股票来支付认股权证的需求。我国新《公司法》第143条中只允许四种情形下收购本公司的股票,因此第三种方式所适用的范围十分有限。第一和第三种方式一般不会导致股本的扩大,不会对每股收益产生影响,但随着股权分置问题逐步得到解决,由原有股东出让股权的做法将逐渐淡出,取而代之的是公司增发新股来满足大量认股权证的转股需求。而增发新股则会导致股本的扩张,造成每股收益的稀释。因此,为了维护投资人的利益,公司增发新股还应与未来业绩的增长保持同步。否则不仅会削弱股东信心,影响二级市场的股价,还会使上市公司的市场形象受损。

此外,认股权证具有市值较小、高杠杆性、价格涨跌跟随标的股票价格等特点,并且在现阶段缺乏合理的定价机制,因此容易成为操纵对象,导致权证价格大幅度偏离合理区间。特别是对于美式权证,随着投资者在存续期内陆续转股,权证的流通数量和流动性将不断降低,价格扭曲和价格操纵的可能性会进一步增大。因此,发行公司应密切注意行权期内股价的变化,如果股价变动过于剧烈,可以采取公告或暂停交易的方式进行风险规避。

(作者单位:北京工商大学会计学院 天津保护风貌办公室)

责任编辑 闫秀丽