

The Legal Issues

Relating to Risk Control

and Supervision

of Warrants

权证风险控制 与监管法律问题研究

薛 林/著

法律出版社
LAW PRESS · CHINA

权证风险控制 与监管法律问题研究

薛 林/著

法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

权证风险控制与监管法律问题研究 / 薛林著.
—北京:法律出版社,2008.9
ISBN 978-7-5036-8370-1

I. 权… II. 薛… III. ①证券投资—投资风险—风险管理—研究②证券交易—资本市场—监督管理—金融法—研究
IV. D912.280.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 046806 号
© 法律出版社·中国

权证风险控制与监管法律问题研究

薛林 著

责任编辑 孙东育 田会文
装帧设计 乔智炜

开本 A5
版本 2008 年 9 月第 1 版
出版 法律出版社
总发行 中国法律图书有限公司
印刷 北京北苑印刷有限责任公司

印张 12.25 字数 308 千
印次 2008 年 9 月第 1 次印刷
编辑统筹 法学学术出版分社
经销 新华书店
责任印制 陶松

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5036-8370-1

定价:32.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

序

权证始于 1911 年的美国,1970 年被列为纽约证券交易所的交易品种。作为最重要的衍生证券之一,权证在 30 多年时间里得到了迅猛发展,并成为继股票和债券之后全球第三大证券交易品种。作为唯一在现货市场交易的衍生品种,权证在给市场提供对冲工具的同时,也加剧了市场的风险,故对其风险进行适当地控制与监管殊为重要。由于权证产生的历史较短,国内外对权证的研究也明显少于对期货、期权等其他金融衍生工具的研究,且这些研究大都集中于金融领域,鲜有从法律的角度对其风险控制与监管的系统研究。为解决国有股配股流通问题,权证曾于 1992 年登陆我国,但由于市场过度投机,四年之后被中国证监会叫停。2005 年开始的股权分置改革使权证重现我国证券市场,至 2006 年底,我国的权证交易金额已居全球第一。然而,到目前为止,我国对权证的规范还只限于证券交易所的业务规则,其在权证的发行、上市、交易、行权各环节的制度设计上存在着诸多缺陷,这无疑不利于新兴权证市场的有序运行乃至整个证券市场的健康发展。因此,如何借鉴发达国家和地区的经验并结合我国的实际,建立一套科学完备的权证风险监管法律制度,以解决实践中遇到的诸多问题,已经成为我国立法机关和证券监管部门面临的重要课题。在这一背景下,本书就权证风险控制与监管的法律问题进行专题论述,其理论价值和现实意义是显而易见的。

本书从法学的视角,综合运用法理分析、经济分析、比较分析、历史

分析和实证分析等方法,对权证风险控制和监管的法律问题进行了全面、系统的研究,在对权证风险控制和监管制度进行国际比较的基础上,就我国在权证风险控制与监管实践中面临的主要法律问题进行深入分析,并为建立和完善我国有关立法和监管制度提出若干可行的建议。

本书在理论方面进行了大胆的尝试,并取得了一系列的创新和突破:首先,在权证的法理分析方面,本书通过缜密的分析和充分的论证,对权证的法律性质、法律特征、法律关系和法律效力进行了富有新意的全面界定;其次,在权证风险控制理论方面,本书对权证的风险控制、风险管理和风险监管进行了界定,并对它们之间的关系进行了深入剖析,指出了风险控制的关键所在,并针对不同的权证参与主体提出了不同的风险控制措施;最后,在权证风险监管制度方面,本书首次对权证风险监管的概念、特征、目标、内容、措施进行了全面概括,并借鉴对金融机构的监管理论,提出了权证产品的风险控制存在三道关口,即准入监管、持续监管和退出监管,明确了在不同的关口和环节,权证风险监管的性质、目标、原则、内容与具体措施。另外值得一提的是,在资料的运用方面,本书展示和反映了目前国内外有关权证的立法与市场交易的最新资料,其中大多数市场资料都经过了重新计算、整理和补充,便于读者对权证市场的了解,并为后来的研究提供了有益的参考。当然,本书的研究也存在着某些不足,如对权证风险控制与监管制度的动态研究以及对现货市场与衍生品市场风险监管的交叉结合的反映力度均显不够,微观的实证分析略显薄弱等。希望经过后续努力,作者能在这些方面有所进展和突破。

本书作者薛林是一位优秀的青年学者,具有多年从事经济法教学与实务工作的经验。她于2004年考入武汉大学法学院攻读国际法专业博士学位,我有幸成为其导师。为了更好地集中精力学习,她申请了全脱产学习,三年来一直坚守在武汉大学的校园,进行了大量的阅读与写作。她一直对证券市场以及证券法持有浓厚的兴趣,并进行了相关的研究。

其研究总是紧扣国际、国内金融市场的实际,并力求在理论上有所创新,表现出极强的务实、拓新的学风和科学探索的精神。在对金融市场和各类金融产品的研究中,她能娴熟地运用法学和经济学的理论,以跨学科的视野进行综合的分析论证,显示出了较高的理论素养和较强的科研能力。权证一经在我国证券市场重新推出,她就密切关注并跟踪研究,最终将其作为博士学位论文的选题。在前期成果《我国权证法律规制不足之评析》和《关于我国权证法律规制的初步思考》的基础之上,薛林撰写出这篇博士学位论文。可以说,《权证风险控制与监管法律问题研究》今天正式出版,在一定程度上填补了该研究领域的空白。作为薛林的指导教师,我欣然为之作序,并向理论界和实务界隆重推荐该书。

李仁真

2008年1月20日

于武汉大学国际法研究所

目 录

第一章 导论:权证的发展及其研究述评/1

第一节 权证的发展及其原因与利弊分析/1

一、权证的发展概况与特点分析/1

二、权证发展的原因分析/16

三、权证发展带来的利弊/21

第二节 权证研究述评/23

一、关于权证的总体研究偏少/23

二、关于权证风险控制与监管的研究较少/31

三、关于权证法律问题的研究更少/32

第三节 关于本书研究的几点说明/35

一、本书的研究目的/35

二、本书的研究方法/35

三、本书的研究思路与主要内容/36

四、本书的创新与不足/37

第二章 权证的经济学与法学分析/39

第一节 权证的经济学分析/39

2 权证风险控制与监管法律问题研究

一、权证的概念与性质/39

二、权的特征与功能/49

三、权的分类/52

四、权证与类似金融产品的比较/57

第二节 法学视角下的权证/69

一、权的法律性质/69

二、权的法律特征/75

三、权证合同条款/83

四、权的法律关系/91

五、权的法律效力/98

六、权证涉及的法律责任/106

本章小结/106

第三章 权证的风险控制与监管体制/108

第一节 权证的风险及其控制/108

一、权的风险/108

二、权证风险控制的关键/116

三、权证风险控制的措施/125

第二节 权证风险监管体制/136

一、权证风险监管的概念与特征/136

二、权证风险监管的基础/139

三、权证风险监管的目的与原则/141

四、权证风险监管模式与措施/147

本章小结/152

第四章 风险控制的第一道关口——准入监管/154

第一节 权证准入监管概论/154

一、权证准入监管的性质与原则/154

二、权证准入监管的模式/156

三、权证准入监管的内容与措施/162

第二节 权证发行监管与上市监管的冲突与协调/164

一、冲突的根源与协调的原则/164

二、权证发行与上市监管机构职责的冲突与协调/167

三、权证发行条件与上市条件的冲突与协调/170

第三节 权证的准入条件/177

一、权证的发行条件/177

二、权证的上市条件/200

第四节 权证准入的信息披露/213

一、权证准入信息披露概述/213

二、信息披露义务人及披露要求/216

三、信息披露的具体形式/220

本章小结/224

第五章 风险控制的第二道关口——持续监管/227

第一节 权证持续监管概论/227

一、权证持续监管的性质、目的与原则/227

二、权证持续监管的机构与内容/229

第二节 权证的交易规则/231

一、权证交易场所的确定/231

二、权证的登记存管、账户开立与交易代码/233

三、权证交易时间与交易单位的确定/236

四、权证交易方式的确定/238

五、权证交易失误/241

第三节 权证流动量的提供与监管/243

一、权证流动性监管概述/243

二、提高权证流动性的制度设置/245

第四节 权证交易的信息披露/255

一、权证交易信息披露概述/255

4 权证风险控制与监管法律问题研究

二、发行人的信息披露/258

三、流通量提供者的信息披露/264

四、交易所的信息披露/267

第五节 权证违法违规行为的认定与处理/269

一、权证违法违规行为认定与处理概述/269

二、对权证一般违规行为的认定与处理/272

三、对权证严重违法行为的认定与处理/275

本章小结/283

第六章 风险控制的第三道关口——退出监管/285

第一节 权证退出监管概论/285

一、权证退出监管的性质与原则/285

二、权证退出监管的内容与措施/287

第二节 权证的终止与行权/288

一、权证的终止/288

二、权证的行权与结算/292

三、权证终止与行权的信息披露及风险提示/294

四、各主要交易所关于行权与结算的规定/296

第三节 权证行权失败及其救济/298

一、行权失败的概念与原因/298

二、行权失败的风险与救济/301

本章小结/309

第七章 我国权证风险监管法律制度评析及完善建议/311

第一节 我国现行权证风险监管法律制度评析/311

一、我国对权证法律规制概况/311

二、我国现行权证规制在风险监控方面的不足/318

第二节 完善我国权证风险监管法律制度的建议/336

一、权证总体风险控制的制度基础/336

二、权证具体运行环节的风险控制/339
三、贯穿于不同环节的权证风险监管/346
四、对股改权证予以特殊规范/349
本章小结/351

参考文献/353

攻读期间公开发表的论文/378

后记/379

第一章 导论：权证的发展 及其研究述评

第一节 权证的发展及其原因与利弊分析

一、权证的发展概况与特点分析

(一) 权证在全球范围的蓬勃发展

权证(warrants),也称为认股权证,在香港被俗称为窝(窝)轮,是一种衍生产品(derivatives),其持有人有权在事先约定的时间以事先约定的价格购买指定的标的资产(underlying asset)。

权证起始于 20 世纪初期的美国。一般认为,美国电灯和能源公司(American Light & Power)于 1911 年发行了全球第一张认股权证。^[1] 权证出现

[1] See Peter Tufano, "Securities Innovations: A Historical and Functional Perspective", *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 7 issue 4, Winter 1995, p. 90; 参见杨正洪:“认股权证及其在国内证券市场的应用”,载《证券市场导报》2003 年第 3 期。

虽早,但受重视较晚。20世纪60年代,许多美国公司利用股票权证从事并购其他企业的融资。当时的美国,在债券发售出现困难时,常常以赠送股票权证加以“利诱”。权证在控制风险、进行投机等方面的快速发展,则是20世纪70年代以后的事。1970年美国纽约交易所(New York Securities Exchange, NYSE)第一次将权证列为交易品种。至80年代以后,权证在全球证券市场全面活跃并开始占据重要地位。^{〔1〕}

进入20世纪90年代后期(尤其是进入21世纪)以后,权证在全球更是呈现出蓬勃发展的趋势:引入权证的国家和地区陆续增加,权证发行的数量节节攀升,交易量屡创新高,权证交易量占全球证券的比重不断上升。根据世界交易所联合会(The World Federation of Exchanges,以下简称WFE)^{〔2〕}的统计资料,在其现有的57个会员交易所中,已经有45个交易所推出了各式权证产品。仅2005年上半年在全球各成员交易所挂牌交易的权证数量即达52,130只,已经超过同期挂牌的上市公司的数量。虽然从交易金额上看,全球权证的交易金额还远远小于股票的交易金额,但是无论是挂牌数还是交易金,其增长速度都明显快于同期股票。^{〔3〕}目前,可以毫不夸张地说,权证已经成为全球交易所中仅次于股票和债券的第三种最常见的交易品种。截至2006年年底,全球在交易所挂牌交易的权证数量已经达到165,131只,全年交易量达101,213亿美元,为股票交易量的1.46%。而仅在2007年的头三个月,全球上市

〔1〕 See Donald T. Mesler, *Warrants: Analysis and Investment Strategy*, Probus Publishing Company, 1985, p. 3.

〔2〕 世界交易所联合会的前身为国际证券交易所联合会(International Federation of Stock Exchanges, FIBV), 2005年改为WFE。该组织为私人性质,是针对证券市场、衍生品市场、结算机构和清算所以及为面向资本市场的各类服务进行监管的交易组织,由世界各国和地区的各类交易所组成,目前拥有57名成员,遍布美洲、亚太、欧洲、非洲和中东地区,各成员共拥有全球股票市场超过97%资金量。See <http://www.world-exchanges.org>.

〔3〕 参见宋劭杰、曾祥文著:《权证理论与套利策略》,广东经济出版社2005年版,第25页。

权证数目已达 205,010 只,成交金额 4005 亿美元,为股票交易量的 1.82%。与其他的权益类衍生产品(equity derivatives)^[1]相比较,权证所处的分量虽小,但其增长速度较快,地位日益重要。权证发展的具体情况详见下述表格:

表 1.1 2002~2007 年(1~3 月)全球权证发展情况一览表^[2]

年份	上市权证数量	权证交易金额 (亿美元)	股票交易金额 (亿美元)	权证交易金额与股票 交易金额的比例(%)
2002	38,242	971.19	331,171.86	0.29
2003	38,468	1,286.17	333,297.02	0.39
2004	48,824	1,922.48	421,215.77	0.46
2005	54,195	3,580.69	510,522.38	0.70
2006	165,153	10,212.97	698,328.51	1.46
2007	205,010	4,005.37	220,601.57	1.82

表 1.2 权证交易在全球权益类衍生产品中的地位(单位:亿美元,%)^[3]

年份 产品	2003		2004		2005		2006	
	交易 金额	年增 长率	交易 金额	年增 长率	交易 金额	年增 长率	交易 金额	年增 长率
权证	1286	32.03	1922	49.40	3581	86.32	10,213	185.2
股票期货	2572	149.22	4594	85.63	6770	47.37	12,570	85.72
股票期权	28,506	9.64	39,404	43.76	21,148	-46.33	29,342	38.75

[1] 权益类衍生产品是一种金融交易工具,其价值取决于一只或一组股票(即基础证券),see A Euromoney Publication, *Asian Equity Derivatives Handbook*, p.2. 简单而言,权益类衍生品就是基础资产为股权的衍生产品。国际上的权益类衍生产品包括五大类:权证、股票期权、股票期货、股指期货、股指期货。

[2] 该表格是本书作者根据 WFE 联合会各年的统计资料自行计算和制定。由于 WFE 的统计资料未将我国深圳证券交易所的信息纳入,因此根据深圳交易所的情况进行了适当调整。

[3] 该表格是本书作者根据 WFE 联合会 2002~2006 年的统计资料自行计算和制定。

续表

产品 \ 年份	2003		2004		2005		2006	
	交易金额	年增长率	交易金额	年增长率	交易金额	年增长率	交易金额	年增长率
股指期货	320,215	24.92	405,995	26.79	507,706	25.05	741,037	45.96
股指期权	338,494	22.46	436,948	29.09	593,847	35.9	666,346	12.21

目前,根据成交金额,国际上已形成德国证券交易所、香港交易所、上海证券交易所、意大利证券交易所、韩国交易所五大权证市场;而根据上市权证的数目,全球五大权证交易所则分别为:德国证券交易所、瑞士交易所、意大利证券交易所、卢森堡证券交易所和维也纳证券交易所。^[1] 详细情况见下述两个表格:

表 1.3 2006 年全年备兑权证交易量前五名的交易所^[2]

名次	交易所	2006 年交易量 (10 亿美元)	2005 年交易量 (10 亿美元)	变化幅度 (%)
1	德国证券交易所	285.9	59.4	381.3
2	香港交易所	230.3	110.2	109.0
3	上海证券交易所	188.1	21.8	762.8
4	意大利证券交易所	91.2	61.8	47.6
5	韩国交易所	48.4	41.5	16.6

[1] 2005 年根据交易金额的五大权证市场为德国证券交易所、香港交易所、意大利证券交易所、瑞士交易所和上海证券交易所,而在 2004 年以及 2005 年前六个月的统计位序则是:香港交易所、德国证券交易所、意大利证券交易所、瑞士交易所和我国台湾地区交易所。2005 年根据上市权证数目的五大权证市场前四位与 2006 年相同,第五位则为澳大利亚,直至 2006 年 11 月,维也纳证券交易所的数量首次超过澳大利亚。在 2005 年前六个月的统计中,泛欧交易所的权证数量曾位居第二,后未见有该所的统计数据。上述位序均为作者根据 WFE 网站上公布的相关统计数据比较得出。

[2] See “World Federation of Exchanges 2006 Market Highlights” (19 Jan, 2007) p. 9, <http://www.world-exchanges.org/publications/WFE%20Market%20Highlights%202006.pdf>.

表 1.4 2006 年年底上市备兑权证数量前五名的交易所^{〔1〕}

名次	交易所	2006 年年底数量	2005 年年底数量	变化幅度(%)
1	德国证券交易所	129,954	34,263	279.28
2	瑞士交易所	10,369	6,246	66.01
3	意大利证券交易所	4,647	4,076	14.01
4	卢森堡证券交易所	4,056	2,821	43.78
5	维也纳证券交易所	3,363	1,563	115.16

(二) 权证发展地域的不平衡性

权证在全球虽然蓬勃发展,但其发展在区域之间存在着不平衡,概括而言就是:欧洲持续领先、亚太快速增长、美洲有所萎缩。

1. 欧洲持续领先

欧洲的证券市场引入权证较早。欧洲最早的权证于 1970 年在英国发行,英国还于 1984 年发行了第一只附认股权证公司债。1984 年德国、瑞士与荷兰也相继发行了权证。^{〔2〕}当时的权证都是股本权证,而 1987 年,德国 AGAG 公司的大股东德众银行(Deutsche Genossenschafts Bank)为该公司发行的备兑权证是在德国发行的第一只备兑权证,同时也是备兑权证成为全球产品的开始。^{〔3〕}之后,备兑权证陆续在欧洲的各大证券市场问世。一直以来,无论是在上市权证的数量上还是在交易金额上,欧洲都处于全球领先地位。在 2000 年以前,瑞士曾多次成为全球权证成交金额最高的市场,但自 2000 年起,头把交椅即被德国夺得,而其在交易额大幅下降的同时,上市的权证数量却大幅上升。自 2000 年起,除了 2004 年

〔1〕 该表是作者根据 WFE 网站公布的数据制定并计算,2005 年与 2006 年的原始数据分别取自 <http://www.world-exchanges.org/publications/publications/EQU1605.xls> 和 <http://www.world-exchanges.org/publications/publications/EQU1606.xls>,为其中 12 月份的数据。

〔2〕 参见于延超:《海外主要备兑权证市场比较研究及借鉴》(深圳证券交易所报告 2006 年 3 月 17 日深证综研字第 0127 号),第 11 页。

〔3〕 参见盛希泰主编:《权证全攻略》,广东经济出版社 2005 年版,第 52 页。

与2005年一度被香港超过以外,德国权证的交易金额均为全球第一,而其数量上的优势则自2002年起就从来没有丧失过。^[1] 备兑权证在1998年6月之后方在意大利上市交易,但其发展非常迅猛,从1999年开始即跻身于全球五强。泛欧交易所(Euronext)^[2]在权证发行与上市交易方面亦相当成功,权证数量和交易金额均在全球交易所的前列。

欧洲的不少证券交易所都同时为权证以及其他结构性产品开通了大堂交易和电子交易平台。在这些平台进行交易的权证品种很多,既有股本权证也有备兑权证,其标的资产也涵盖了众多的金融与非金融产品,包括股票、债券、指数、期权与期货、货币(包括外汇)、投资基金、黄金以及其他商品。欧洲市场上相当数量的权证是外国发行人发行的,瑞士在这方面的表现尤为突出:近年来,在瑞士交易所上市交易的权证中,一般都有接近1/3(甚至四成)权证的发行人为外国公司,例如,根据该所网站公布的数据,2007年3月8日仍在该所挂牌交易的权证中,瑞士权证为5,411只,外国权证共计2,373只,而在林林总总的指数和债券权证中,作为标的资产的指数和债券则绝大多数都为外国产品。^[3] 而且在欧洲参与权证交易的多为专业的机构投资者。

[1] 德国证券交易所集团(Gruppe Deutsche Börse)由德国的8个证券交易所构成,其权证市场包括法兰克福证券交易所(德语Frankfurter Wertpapierbörse,简称FWB)、斯图亚特证券交易所(Börse Stuttgart)和欧洲权证交易所(EUWAX)。由于EUWAX归属于Gruppe Börse Stuttgart,故后者的统计资料包含了前者。

[2] 泛欧交易所集团(Euronext N. V.)于2000年9月由阿姆斯特丹(荷兰)、布鲁塞尔(比利时)、巴黎(法国)三家交易所联合而成,并于2002年收购了伦敦国际期货与期权交易所(London International Financial Futures and Options Exchange, LIFFE),兼并了葡萄牙交易所(Bolsa de Valores de Lisboa e Porto, BVLP),涵盖上述国家所有现货与衍生品场内和场外交易与结算,是当前欧洲最大的交易所,受德国法律统辖。详细介绍参见<http://www.euronext.com/editorial/wide/editorial-1994-EN.html>。

[3] 数据为本书作者根据瑞士交易所网站的公开数据计算得出,原始数据出处:http://www.swx.com/market/derivatives/quotes/derivatives/calls_indices/CH0009980894/table_en.html。