

我国权证法律规制不足之评析 PDF转换可能丢失图片或格式  
， 建议阅读原文

[https://www.100test.com/kao\\_ti2020/485/2021\\_2022\\_\\_E6\\_88\\_91\\_E5\\_9B\\_BD\\_E6\\_9D\\_83\\_E8\\_c122\\_485289.htm](https://www.100test.com/kao_ti2020/485/2021_2022__E6_88_91_E5_9B_BD_E6_9D_83_E8_c122_485289.htm)

【摘要】我国当前对权证的规制仅限于证券交易所的业务规则，其法律效力有待提高，且在发行、上市、交易、行权各环节存在着诸多的不足，这些不足主要体现在权证发行与上市核准权、股改权证与创设权证的性质认定、权证发行与上市的条件、信息披露、履约担保、权证交易的风险揭示、主交易商制度、交易的实时监控以及行权失败的救济等方面。自2005年8月18日首只权证宝钢上市开始，作为股权分置改革非流通股股东对流通股股东的补偿方式之一，权证 [1]再次现身我国证券市场 [2]。由于权证在我国为新兴事物，《公司法》和《证券法》对此都没有做出专门的规定。但《公司法》和《证券法》为公司和证券的基本法，权证必须受其调整，在没有专门规定的情况下须符合其基本的、原则性的规定。目前，直接对权证进行规制的主要是两个证券交易所于2005年7月18日颁布的《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》，以及其后的一些就权证专门事项发布的通知和证券结算公司发布的相关业务规则。 [3] 上述文件明确了权证的概念，对权证的发行、上市、交易和行权都作了相应的规定，但依然存在着诸多的不足，需要加以体系化和进一步的完善。

一、规制的法律效力问题 我国现行对认股权证的具体规制基本上集中于证券交易所的业务规则，这些业务规则只是权证业务的自律性管理规范 [4]，虽然其会员以及上市公司必须遵守，但严格地说，这些规则并不属于法的渊

源 [5]。2005 年10月27日修订的《公司法》已经不再要求公司的注册资本为一次实缴资本，为股本权证的发展扫清了最大的《公司法》上的障碍。于同日修订的《证券法》对证券衍生品种的发行和交易作了授权性的规定，使包括权证在内的衍生证券在中国市场取得了合法的准生证。但作为证券领域的基本法，《证券法》的规范主要以股票和债权为主，其许多规定权证等衍生品种无法套用，而修订后的《证券法》第2条第3款已经明确规定：“证券衍生品种发行、交易的管理办法，由国务院依照本法的原则规定。”因此，从长远来看，需要对包括权证在内的衍生品种制定单独的行政法规。

二、在发行上市方面规制的不足（一）关于发行和上市的核准权根据《权证管理暂行办法》的规定，权证的发行与上市均由交易所审核，但权证的发行需向中国证监会备案。由于目前的权证多为股改权证，是作为非流通股股东补偿流通股股东的一种对价实施的，股改方案须得到证监会的批准和股东的投票表决通过，故此规定对这些权证不具有任何实质意义。但从长远来看，该规定却存在着一定的法律问题。根据修订后的《证券法》，国务院证券监督管理机构依照法定条件负责核准股票发行申请，国务院授权的部门或者国务院证券监督管理机构负责公司债券发行申请的核准，证券上市则由证券交易所审核同意。据此，权证上市的核准权在证券交易所是毫无疑问的。问题的关键在于权证发行的核准权在哪个部门。对此，《证券法》亦未作出明确规定，需要根据立法精神和便于操作的原则进行具体剖析。由于备兑权证的发行即便以股票作为标的证券，也不涉及标的股票的股本，故将审核权下放至证券交易所并无不妥，同时也是境外普遍的做法

，但这需要法律或者行政法规的授权，而目前显然是没有这样的授权的。股本权证与备兑权证的最大不同在于它的发行会涉及到上市公司的股本变动。同时，无论是IPO权证、增发权证还是配股权证 [6]，它们的发行都会伴随着股票的发行，而股票发行的核准权在证监会，因此将审核股本权证发行的职责赋予证交所明显不妥，既有违立法精神，也给操作带来不便。

（二）关于发行人的条件 规范权证发行人的条件是防范发行人风险的第一道关口。而发行人具有发行权证的资格则是权证的有效性的保障和权证发行的第一步。目前上海和深圳证券交易所的业务规则中并没有关于权证发行人的条件，只是要求创设权证的证券公司须取得证券业协会的创新试点资格。目前的创设权证虽具有备兑权证的性质，但并不是典型的备兑权证。而且创新试点资格的规定具有明显的政策性和阶段性，不能作为一个恒常的标准。基于股本权证和备兑权证有着不同的发行人，在未来的规范中必须分别明确两类权证发行人的条件。 [7]

（三）关于上市的条件 在境外市场，权证的上市条件主要包括三个层次：一是权证对应的标的证券的条件；二是基于同一标的证券的权证的数量限制；三是权证自身的数量和规模要求。 [8] 《权证管理暂行办法》规定的上市条件主要是上述第三个层次的条件。同时，也对标的股票的条件作了相应规范。深交所在《关于证券公司创设权证有关事项的通知》中规定，申请创设的权证数量应当同时满足以下条件：权证首次发行量在6亿份以内的，当日可创设的权证数量不超过3亿份；权证首次发行量在6亿份以上的，当日可创设的权证数量不超过首次发行量的50%；创设在外的权证与同标的证券的同种权证之和乘以行权比例不超

过无限售条件标的证券的100%。这里涉及的是第二层次的条件。但是仅针对深交所的创设权证，不具备普遍效力。对于股本权证和一般的备兑权证并不适用。权证上市条件是权证风险管理的最重要的工具，在我国未来规范中应予以全面统一。

（四）关于标的证券的条件 权证是基于特定标的证券的衍生证券，标的证券的交易价格和市场流动性等将对权证的二级市场产生直接的影响。为控制权证交易风险，各国都对权证的标的证券予以条件限制，作为权证上市的条件之一。由于我国目前的权证的标的均为A股股票，故现行业务规则中只对标的股票提出了条件要求，而暂时将其他标的证券束之高阁。从长远的角度来看，应该针对不同证券的特点规定成为权证标的证券的不同条件。

（五）关于履约担保 《权证管理暂行办法》将履约担保作为备兑权证上市的条件之一。两个交易所关于创设权证的相关通知也要求权证的创设人须提供符合要求的履约担保。这些文件还同时对履约担保的动态条件提出了要求。但交易所关于创设权证的通知中都规定，创设人向交易所申请创设权证的，应提交中国结算公司分公司出具的已经提供行权履约担保的证明。深交所同时指出，新创设的权证在T 2日方可交易，而上交所则规定经交易所审核同意创设后，“通知中国结算上海分公司在权证创设专用账户生成次日可交易的权证”，也就意味着创设权证的交易日为T 1日 [9]。这里就存在一个问题，履约担保究竟是备兑权证上市的条件，还是发行的条件？或者这一要求是备兑权证上市的条件，却是创设权证发行的条件？这一点需要将来的规范予以明确。关于履约担保还涉及另一个问题，就是股本权证是否需要担保。当然，股本认购权证一般不存在这

样的问题，标的股票公司只是增发股票罢了。但股本认沽权证则不同，行权时标的股票公司是要以手中的现金买回投资者手中的权证的。虽然上市公司大都财大气粗，但是投资者需要的是一个能成功行权的实实在在的保障。而在我们现有的规范中并没有相应的保障措施。事实上，还有一个潜藏的履约担保的问题，就是如果履约担保仅仅为权证上市的条件，那么场外交易的权证的持有人的利益如何得以保障？当然这是以允许权证场外交易为背景的。

（六）关于信息披露 信息披露是证券监管的核心，真实、全面、充分、及时的信息披露使得证券市场成为一个公开的市场。衍生金融工具较普通金融工具的风险更大，其时效性与投机性更强，投资者对信息披露的依赖性也更大。在发行与上市的环节中，权证的信息披露应主要包含以下方面：第一，关于发行人情况的信息披露；第二，关于标的证券情况的信息披露；第三，关于权证发行与上市的情况的信息披露。根据《权证管理暂行办法》，权证发行申请经交易所核准后，发行人应在发行前2至5个工作日内将权证发行说明书刊登于至少一种指定报纸和指定网站。权证上市应向交易所提交包括上市公告书在内的文件。权证发行说明书与上市公告书的内容与格式均由交易所另行规定。由此可见，权证发行的信息披露集中于《权证发行说明书》，权证上市的信息披露则集中于《权证上市公告书》。然而当前的股改权证往往以上市公司的股权分置改革说明和股东会议表决结果公告代替了权证发行说明书。至于创设权证的信息披露，深交所要求创设人在接到同意其创设或者注销权证通知的当日，在巨潮互联网上公告其创设或者注销权证的情况，深交所自己也会于当日在同样的网站公

告该情况。但并未要求在传统媒体进行公告。同时规定：“本所于每一交易日收市后在本所网站上按权证品种分别披露权证创设和注销情况……”[10]这虽然考虑到了权证创设的实时效力，但可能对不依赖网络的投资者造成不公。笔者至今未找到上交所关于创设权证信息披露的相关通知，实践中，各创设券商大都于创设权证上市和注销当日在（证券时报）发出公告。上证所则在股改权证上市前三天予以公告，同时明确告知创设权证的上市日期。然而所有的公告都为简单的情况说明，并未涉及创设人和标的股票的具体信息。股改权证上市公告书的信息披露则相对详细和具体，但（权证管理暂行办法）并未对上市公告的时间作出规定。（权证管理暂行办法）还要求发行人在权证存续期满前至少7个工作日发布终止上市提示性公告，并于权证终止上市后2个工作日内刊登权证终止上市公告[11]。但未就公告内容与格式作出统一规定。由此可见，现行的权证发行与上市的信息披露制度还需从多方面予以完善。好在（权证管理暂行办法）为此设置了一个兜底条款，在其第17条明确规定：“本所有权根据市场需要，要求发行人和相关投资者履行相关信息披露义务”，并要求发行人指定一名专职人员作为权证信息披露事务联络人。这就为后续规范的出台奠定了基础。（七）关于股改权证 股改权证的发行人是标的股票上市公司的非流通股股东（一般为拥有控股权的第一大股东），而不是上市公司，据此，股改权证就其性质而言似乎应属于备兑权证，而非股本权证。事实上，股改权证也确实不涉及股改公司的股本变动。但股改权证却不是通常意义的备兑权证，它的发行人并不是独立的第三方金融机构，而是标的股票上市公司的绝对控

股股东，因此在一定程度上又具有股本权证的特征。[12]由此，对股改权证的发行、上市、交易和行权的规范既不宜适用股本权证，也不能完全套用备兑权证。在操作中同时需要一种机制，使其发行人的行为和责任与标的股票上市公司的行为与责任得以明确区分，切实保障标的股票和权证持有人以及上市公司自身的利益。在现有的关于权证的规范中，显然并未注意到股改权证的这种特殊性，这对标的股票上市公司及其投资者都是相当不利的。（八）关于创设权证 创设，是指权证上市交易后，有资格的机构发行与原有权证条款完全一致的权证的行为。创设机制的主要目的是增加权证供应量，以平抑权证的过度需求导致的权证价格高起。创设权证是从香港市场引进的概念，其实质是权证的增发。虽然在两个交易所的《权证管理暂行办法》第29条都有“已上市交易的权证，合格机构可创设同种权证，具体要求由本所另行规定”的规定，但创设权证在上交所的推出更像是为了平抑由宝钢权证的大肆上涨引发的权证投机而推出的一项临时措施。是故上证所关于创设权证的规则都在《关于证券公司创设武钢权证有关事项的通知》中，以后的每项创设都需要发布专门的通知，并在通知中表示相关事宜均遵照创设武钢权证的通知进行。深交所继上交所创设武钢权证之后倒是制定并公布了《关于证券公司创设权证有关事项的通知》，对权证的创设作了相对系统和具体的规范，但出于各种原因的考虑，深交所至今未进行权证的创设。关于权证的创设存在着很多的问题。首先是在股改权证中引入创设的合法性的问题。当前A股市场上的权证全部是上市公司的非流通股股东支付给流通股股东以换取股份流通的对价之一，与发达国家和地区

成熟证券市场上的权证完全不同。由于权证的价格受其数量影响非常大，[13]因此流通股股东在与非流通股股东达成协议时，是将权证的数量作为影响权证价值的极为重要的因素以资参考的，权证的数量应该构成该协议条款的隐含内容。而权证的创设将直接导致权证价格的下跌，无形中减少了流通股股东从股改根据原来的协议应该获得的对价，损害了投资者的利益。这也是创设权证招致的最大诟病。[14]而要真正解决这个问题，仍需立法的进一步协调与规范。其次是创设权证与股改权证相互混淆的问题。根据两个交易所的规定，创设的权证与原上市权证的证券代码和证券简称相同。而所有允许券商创设的权证，都有多家券商创设。这就导致同一个代码和简称的权证既包含股改对价的股改权证，也包含券商创设的创设权；既包含标的股票上市公司控股股东发行的权证，也包含不同的券商发行的权证。这是任何其他证券市场都不曾出现过的复杂局面。股改权证本身的性质就模棱两可，这一来更让创设权证陷入了性质不清、地位不明、规范不易的尴尬境地。这也是关于创设权证的规范无法与《权证管理暂行办法》的相关规定以及关于权证的经典理论完全匹配的根本原因。再次是权证创设引发的问题。由于权证的创设是提高供给量，抑制市场的过度投机，因此在事实上，由于当前我国内地证券市场权证的特殊性，对香港交易所的创设制度的简单而临时的嫁接并不成功。

三、在交易行权方面规制的不足

(一) 关于风险揭示 (权证管理暂行办法) 确立了权证的风险揭示制度，这对投资者充分认识权证产品，提高风险防范意识无疑具有积极的作用。但这同时也带来了一些新的问题，主要有：

1. 关于证券公司揭示风险的义务

根据《权证管理暂行办法》，证券公司有义务为投资者揭示权证的风险。此项义务应该理解为证券交易所对其会员的操作要求还是应该将其上升为证券公司的法定义务？如果是后者，就应该在将来的立法中予以明确。但这是否与《证券法》的规定相冲突？纵观《证券法》全文，并没有任何条文规定证券公司须向证券投资者进行任何的风险揭示或者警示。如果是前者，如若证券公司没有履行该义务，投资者有何救济措施？是否可以要求证券公司承担法律责任？即便将该义务定性为法定义务，同样存在法律责任和举证责任的问题。这些问题我们都无法从现行的规范中找到答案。

## 2. 关于首次参与权证交易的投资者的认定

《权证管理暂行办法》只要求证券公司“应向首次买卖权证的投资者全面介绍相关业务规则，充分揭示可能产生的风险，并要求其签署风险揭示书”。深交所《关于权证发行上市若干问题的通知》进一步规定：“在投资者首次参与权证交易前，会员单位必须要求其签署《权证风险揭示书》，并向其解释《权证风险揭示书》的内容”。这意味着证券公司只对首次参与权证交易的投资者负有风险揭示的义务，对于非首次参与权证交易的投资者则没有义务。那么，对投资者是否属于首次参与权证交易的认定至为关键。现行业务规则没有对此做出进一步的解释。但这种认定工作并不简单，也不容易。首先，是“首次”的标准问题。该问题涉及到时间和空间领域。就时间而言，是否涵盖历史上的权证交易？也就是说，如果一个投资者参与过1992年?1996年的权证交易，现在有参与股改权证或者创设权证的交易，是否有资格认定为“首次”？就空间而言，是否涵盖所有的证券市场和同一个证券市场所有的证券公司？

前者的问题是，如果一个投资者在境外的证券市场参与过权证的交易，在我国内地再参与权证交易，其是否就此丧失“首次”性？[15]@ 后者的问题是，如果一个投资者在多家证券公司都开有账户，并在不止一家证券公司从事权证交易，是分别认定其“首次”性还是统一认定？其次，是“首次”认定的技术与程序问题。证券公司都实行电脑操作，不少投资者还进行网上交易，证券公司通过什么来确定投资者要进行“首次”权证交易？而且要赶在其交易之前进行风险揭示？

3. 关于《权证风险揭示书》两个《权证管理暂行办法》都要求证券公司与首次买卖权证的投资者签署《权证风险揭示书》，由此与投资者签署《权证风险揭示书》是证券公司的义务，构成权证风险揭示制度的最重要的内容。但这里同时也存在下述问题：第一，如果证券公司没有与投资者签署《权证风险揭示书》，投资者是否可以据此要求证券公司赔偿其权证投资损失？如果答案为“是”，法律依据何在？是否不合理地加重了证券公司的责任？如果答案为“否”，对于那些由于股改而被动持有权证，又因为不知权证的风险而导致损失的投资者是否公平？第二，如何确认投资者是否“充分理解”了权证风险？交易所要求证券公司在投资者充分理解后与投资者签署《权证风险揭示书》。在由交易所统一制定的《权证风险揭示书》中，同时有“营业部指派专人对上述内容进行了解释，本人对上述内容已经充分理解，愿意承担权证的投资风险”的投资者声明条款。那么，投资者签署揭示书的行为本身是否就表明其已经“充分理解”？原本的一项风险防范措施是否会因为一纸揭示书反而成为风险的增强剂？

（二）关于信息披露 证券交易的信息披露向来是至

关重要的，这既是投资者进行交易操作的重要参考依据，也是防范内幕交易、市场操纵、交易欺诈等行为的主要手段。为此，在《权证管理暂行办法》中，两个交易所都规定：“本所在每日开盘前公布每只权证可流通数量、持有权证数量达到或超过可流通数量5%的持有人名单”。[16]深交所还在《关于证券公司创设权证有关事项的通知》中进一步明确：“本所于每一交易日收市后在本所网站上按权证品种分别披露权证创设和注销情况、交易情况以及次一交易日可创设的权证数量。本所视市场情况，可以增加披露次数”。[17]这是权证交易的特殊性对交易所提出的基本的信息披露要求。然而上述规定并未涉及权证发行人和标的证券上市公司的义务。纵观当前对于权证的业务规则中，除了创设权证的注销与终止公告以及备兑权证（包括创设权证）中途的履约担保瑕疵的披露之外（这些公告被放至权证发行与上市的环节），并没有其他关于发行人在权证交易和行权的过程中信息披露的规定，这应该是一大遗憾。事实上，仅仅是交易所做出上述的信息披露是远远不够的，很多投资者应该了解的信息，如权证交易异常波动、权证达一定持有比例的投资者的情况、发行人其他可导致财务与信用状况发生重大变动的信息等等。虽然继《权证管理暂行办法》之后，深交所在《关于权证发行上市若干问题的通知》增加了交易所披露的信息：每日分别公布权证的买入、卖出金额最大五家会员营业部或席位的名称及各自的买入、卖出金额；在证券行情系统中实时公布权证溢价率；当权证交易严重异常或发生涉嫌违规交易行为时，视情况公布相关权证托管数据，证券账户代码、买入数量、卖出数量、持有份额等信息。但这些信息依然不

能代替发行人和权证持有人自身的信息披露。尤其是考虑到将来备兑权证的进一步发展，发行人担保方式的多样化，规范和加强发行人的相关信息披露尤为重要。（三）关于主交易商制度 深交所在《关于权证发行上市若干问题的通知》中确立了主交易商制度。[18]规定权证发行人应至少选定一家经深交所认可的证券公司担任权证主交易商，与其签订权证主交易商服务协议，并报深交所备案。权证主交易商应当对相关权证履行双向报价义务，应指定其已向深交所报备的自营账户和自营席位作为履行双向报价义务的专用账户和专用席位。权证发行人应敦促权证主交易商严格履行双向报价义务。主交易商在权证交易期间，不认真履行双向报价义务或经营状况恶化不再适合担任主交易商的，权证发行人应及时更换主交易商并公告。深交所有权对权证主交易商双向报价义务的履行情况进行监督和评价。将深交所的权证主交易商制度与LOF主交易商的制度进行对比，其最大的差异是LOF主交易商承担的是“持续报价”义务，而权证主交易商则为“双向报价义务”。而所谓“持续报价义务”，根据《深圳证券交易所上市开放式基金主交易商业务指引》的定义，指的是“主交易商根据其与管理人签订的《上市开放式基金主交易商服务协议》，在约定的情况下以约定范围内的价格申报买入基金份额”。而当时深交所推出LOF主交易商制度时就被认为是做市商制度”[19]的预演，那么在权证做市商中引入“双向报价”，是否意味着做市商制度的正式登台？采用双向报价进行交易，只要经过证监会的批准，[21]并不会违反《证券法》的规定。[20]但由于主交易商的双向报价是纳入现行竞价交易系统的，由此需要有相应的措施来保障

双向报价的顺利实施，其中最重要的措施有：第一，赋予主交易商融资融券的权利，以保证其有足够的资金和权证。第二，豁免主交易商部分实时信息披露义务，以保证其能迅速进入市场。由于当前权证的交易信息披露义务更多地交易所，所以主交易商在信息披露方面甚至不需要豁免。根据《证券法》的规定，证券公司在经纪业务中可以为客户提供融资融券服务《须符合国务院的规定并经证监会批准》，但并未明确自营业务可以融资融券，只是规定“证券公司的自营业务必须使用自有资金和依法筹集的资金。” [22]据此，券商的融资是没有法律障碍的，只要该资金是依法筹集的即可。至于融券，虽然没有法律授权，但是根据“私权法无限制即有权”的基本法理，应该不属于违反《证券法》的行为。但这些都需要在权证的相关法规中予以明确。做市商制度对市场环境提出更高要求的同时，也对证券监管水平发出了挑战。如何针对其特点加强监管，确保做市商制度成为风险的“减压阀”而非“助推器”，是摆在监管部门面前的严峻的问题，在对权证进行法律规范时必须进行合理设计。（四）关于交易场所两个《权证管理暂行办法》都只是规定“权证在本所发行、上市、交易、行权，适用本办法”，而没有《当然也无权》明确权证的发行与交易是否可以在证券交易所之外的场所进行。事实上，证券的发行只涉及地域，却是与场所无关的。 [23]场所的问题应该只存在于证券的上市交易。上市只是针对证券交易所而言，当然只能在证券交易所，只是在哪个证券交易所的问题。而交易却是可以在证券交易所或者别的场所的，即场内交易或者场外交易。我国在证券交易所建立之前的证券交易都是场外交易，证券交易所建立

后各地也存在一些柜台市场，但在1998年前后均已关闭。国家也曾利用STAQ和NET两个场外交易系统解决一些法人股的流通交易问题，但这两个系统在1999年9月9日停止了交易。1998年底出台的《证券法》对场外交易叫了停。但为了解决一些特殊问题，我国证券公司大都存在一些柜台交易，依法为STAQ和NET遗留股份、未上市的内部职工股、退市公司股份提供服务。2002年银行间国债市场也引进了柜台交易。据悉，深交所正在积极准备申请率先成立由券商主导的柜台交易市场。[24]2005年修正的《证券法》，证券除了在依法设立的证券交易所上市交易，还可以在经国务院批准的其他证券交易场所转让[25]，为场外交易预留了空间。作为首先引入的衍生证券，又率先实行主交易商的双向报价，权证是否也将在场外交易方面有所突破？无论如何，这都需要由有权机关在未来制定的关于权证的统一规范中予以明确。

（五）关于实时监控《证券法》明确规定证券交易所对证券交易实行实时监控，并对异常交易情况向证监会提出报告。还可以对出现重大异常状况的证券账户限制交易。[26]《权证管理暂行办法》以及深交所《关于权证发行上市若干问题的通知》则对此作了进一步的明确，后者还规定可视情况对权证交易实施停牌。实践中，我国的第一只上市的权证宝钢JTB1就由于其异常的交易而导致了上交所的调查和处罚。但调查和处罚并未达到预期的效果，反而在一定程度上加速了其炒作的疯狂[27]。这在一定程度上是由权证交易的特征决定的。由于权证本质上是一种期权，其交易具有明显的期货与期权共有的特征，在不进行对冲操作的情况下，绝大多数投资者的目的都不是到期行权，而是通过交易获取差价。而价格

波动越大，投资者赚钱的机会也就越大，因此，这些金融品种的投机性远较股票为强。交易所的监控措施和处罚恰恰为其创造了更大的波动空间，反而容易助长投机。这确实是衍生证券监管中的一大困惑。成熟市场往往用“持续发行”（即创设）和做市商制度来提高供应量，以充裕的供给降低需求来压制投机。然而如前所述，我们为此临时推出的权证创设存在诸多问题，深交所的双向报价机制也许需要试验和完善。实时监控绝对是必需的，实时监控发现问题后采取哪些更为有效的措施则需要进一步的研究。这一些都需要在未来的权证立法中予以完善。

（六）关于行权与行权失败 当前的权证业务规则，只有上交所和中国证券登记结算公司针对机场权证行权于3月13日发布的《关于认沽权证行权等有关事项的通知》就行权的具体程序和行权失败作了明确规定。但该规定显然不能普遍适用于认购权证。因此需要制定普遍适用的规范。行权失败与履约担保紧密相关。因此，防范行权失败的风险主要在于规范履约担保，尤其是持续担保。关于履约担保的问题前面已有论述，此处不赘。此外，涉及的是行权失败的权证持有人的救济途径的问题。虽然上述通知中有“权证行权不提供交收担保，履约担保不足导致行权失败的，发行人或创设人应承担相关法律责任”的表述，但这并不必然导致交易所和登记结算公司的免责。如果交易所或者登记结算公司并未要求发行人或创设人提供足够的担保或者怠于行使监督权纠正已出现的担保瑕疵，权证持有人依然可以要求其承担相应的责任。因此，类似的规范并无实质意义。

【注释】 作者简介：武汉大学法学院博士研究生。 [1] 权证由英文warrants汉译而来，也有译为认股权证的，它是一种

权利契约，其持有人（end user）有权以约定的时间（行权期间）和价格（行权价）购入或者卖出标的资产（股票、债券、指、黄金、外汇等）。其中有权卖出的为认沽权证（put warrants），有权买入的为认购权证（callwarrants）。根据发行人的不同，权证可以分为股本权证（equity warrants）和备兑权证（covered warrants）。股本权证也称为公司权证（company warrants），是上市公司发行的以本公司的股票为标的的权证，这类权证通常在上市公司发行新股、增发或者实行配股时发行，会影响到上市公司的总股本。备兑权证也称为衍生权证（derivative warrants），是指由标的资产以外的第三人（通常为证券公司或投资银行）发行的认股权证。备兑权证的发行与交易，不影响标的证券公司的股本。权证持有者根据权证的约定购买或者出售标的资产的行为称为行权。根据行权的时间的不同，权证还可以划分为欧式权证（European Warrants）和美式权证（American Warrants）。欧式权证须在到期日方能行权，美式权证则可在到期日前任何日期行权。在当前的国际证券市场中，数量最多的为欧式认购备兑权证。[2] 为解决国有股的配股流通的问题，从1992年6月起，我国大陆先后推出了13只配股权证，但由于我国的证券市场建立不久，投资者对权证及其风险缺乏认识，加上权证产品本身设计上的缺陷和监管的欠缺，导致权证市场投机过度，权证价格与正股价格远远背离，最后于1996年6月底被中国证监会叫停。[3] 它们是上海证券交易所的：《关于加强会员权证经纪业务风险管理的通知》（2005?11?08）、《于证券公司创设武钢权证有关事项的通知》（2005? 11?21）；深圳证券交易所的：《于权证发行上市的有关通知》

(2005?11?30)、《关于证券公司创设权证有关事项的通知》(2005?12?02);中国证券登记结算有限责任公司的:《中国证券登记结算有限责任公司关于上海证券交易所上市权证登记结算业务实施细则》(2005?08?17)、《中国证券登记结算有限责任公司关于深圳证券交易所上市权证登记结算业务实施细则》(2005?08?17);上海证券交易所和中国证券登记结算有限责任公司联合发布的《关于认沽权证行权等有关事项的通知》(2006?03?13)。与权证相关的法规还有财政部下发的《证券公司创设权证业务会计处理暂行规定》(2006?01?17)。

[4]《证券法》第102条对证券交易所下的定义就是“证券交易所是为证券集中交易提供场所和设施,组织和监督证券交易,实行自律管理的法人”,据此,其制定业务规则的行为应视为一种依法自律管理的行为,其制定的业务规则依法应为自律规范。

[5]两个交易所的《权证管理暂行办法》虽然经过证监会的批准,但这并不能改变其自律性质,而成为具有法律渊源意义的法律规范。

[6]这是股本权证的三种类型,反映了股本权证的三种发行方式,分别是在发行新股、增发股票、实行配股时发行权证。IPO是英文Initial Public Offering的简称,指首次公开发行。

[7]当然,对于股本权证而言,对标的股票的要求其实也是间接对发行该股票的上市公司的要求,但这种要求并不能视为对发行人的要求。

[8]权证法律问题课题组.我国权证法框架及制度设计构想[N].中国证券报,2005-07-13(A14)

[9]在实践中,沪市的创设权证确实也是在创设后的第二天方能上市交易的,意即符合其T1的规定。某些证券业人士所指责的T0并不存在。至于T1和T2的规定是否合理,则另当别论,

[10]参见深交所《关于证券

公司创设权证有关事项的通知》第9、11、12条。[11]参见两所的《权证管理暂行办法》第15、16条。[12]正是因为这一点，当前充斥证券市场的的主流观点是认为股改权证是股本权证。包括最初提出用权证作为股改对加的一种方式的海生均持此观点。但笔者以为这一观点不可取，因为股改权证并不符合股本权证最基本的两个特征：发行人为标的股票上市公司；涉及公司股本变动。而且一旦在法律上将股改权证认定为股本权证，极易混淆上市公司与其大股东的义务和责任，会给公司其他的股东带来不公，不利于对投资者的保护。[13]这也是创设权证成为抑制权证价格高涨的重要工具的根本原因。这一点从首份创设权证武钢权证在创设部分上市交易前后截然不同的走势可见一斑：4.74亿份武钢JTP1和武钢JTB1于2005年11月23日在上海证券交易所上市，分别由首日开盘的1.160元（涨停价）和0.820元（涨停价）涨至27日最高时的1.860元和1.84元，但受11.27亿份认沽和1.57亿份认购创设权证于11月29日上市的影响，两只权证自11月28日开始下跌，至12月15日已分别跌至0.930元和0.920元。跌幅巨大，其中创设数量较少的认购权证受的影响相对较大，武钢权证的下跌同时带动了宝钢权证的下跌。该数据为作者从两只权证的日k线圈获知。[14]如复旦大学教授谢百三、和讯首席分析师文国庆以及其他的一些人士都曾撰文指出这一点。与此同时，又有不少经济轮子界与法律界的人士通过各种途径论证其并不违法的。上海证券交易所相关人士也曾公开辩护，但笔者以为，其以“《权证交易管理暂行办法》允许创设，而该办法是经证监会批准的”来论证权证创设合法性是不够的。[15]如QFII（合格境外投资者，英文Qualified Foreign

Institution Investor的简称)。当前有不少(1F11已通过股改对价或者从二级市场购人的方式成为我国内地权证的持有者。再如一些有在境外投资经历的个人投资者。[16]参见两所的《权证管理暂行办法》第24条。[17]参见深交所《关于证券公司创设权证有关事项的通知》第12条。[18]这是深交所继2004年年底推出LOF主交易商制度之后对主交易商制度的又一次尝试。LOF,指的是上市开放式基金,为英文List OpenFunds的缩写。[19]做市商(Market Maker)制度是交易报价制度的一种,与竞价(auction)制度相对应。传统的竞价制度也称为委托驱动(Order-driven)交易制度,由买方与卖方各自经由经纪人提交买卖委托,经过交易中心对委托价格汇总撮合后完成交易。做市商制度却是报价驱动(Quote-driven)交易制度,证券交易的买卖价格均由券商(即做市商)给出,投资者按照做市商报出的买卖价格和数量作出自己的买卖决定。在这种制度下,做市商须进行双向报价,市场上的买方与卖方并不直接配对成交,而是与做市商进行交易,做市商则通过不断的买卖来维持市场的流动性,满足投资者的交易需求。根据同一证券允许做市商数目的不同,做市商制度可分为多元做市商制(如美国纳斯达克NASDAQ)和特需交易商制(Specialist System,如纽约证券交易所NYSE)。上述解释为作者在参考了众多相关论著的基础上综合作出。我国外汇场已然先行引入做市商制度,具体规定见国家外汇管理局于2005年11月24日发布的《银行间外汇市场做市商指引(暂行)的通知》。[20]《证券法》第40条规定:“证券在证券交易所上市交易,应当采用公开的集中交易方式或者国务院证券监督管理机构批准的其他方式。

” [21]参见《证券法》第142条。 [22]参见《证券法》第137条。 [23]当然，不少证券的发行是直奔上市，这些证券在发行就已经纳入了上市的计划，定下了上市的场所。 [24]上述我国场外交易情况，为作者根据相关资料汇总整理得出。 [25]参见《证券法》第39条。 [26]参见《证券法》第115条。 [27]宝钢权证于2005年8月22日上市后，在短短三个月连坐了两趟“过山车”，于8月22日开盘的26元（已涨停）涨至8月25日的最高价2.09元，而后一路下行至10月26日的最低价0.62元，再上摸至11月24日的最高价2.11元。10月31日，在实时监控中上证所监察系统锁定了涉嫌操纵价格的异常交易账户，并开始对相关营业部进行调查。11月2日上证所以对宝钢JTB1停牌半小时以警示风险。11月8日晚上证所公布了宝钢权证异常交易的调查结果及处罚决定。但交易所的措施并未阻止宝钢权证的疯狂，仅在11月1日和2日两日略作调整，处罚结果出来后，也仅仅于11月9日大跌了一天，跌幅为29.59%，而后又一路飙升，到11月24日达到顶峰时，已经是11月10日的最低价1.03元的翻倍还多了。这是笔者根据宝钢JTB1的日K线图综合上证所相关报道所截取和计算得出的数据。舆论普遍认为，这直接导致了其后的武钢权证的推迟上市和创设权证的推出。100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 [www.100test.com](http://www.100test.com)