

DOI:10.3969/j.issn.1674-8131.2013.05.006

# 中国内地、香港、台湾权证市场 风险监管制度比较与启示\*

胡文伟<sup>1</sup>, 殷林森<sup>2</sup>, 李 湛<sup>3</sup>

(1.香港大福证券集团有限公司 研究部,香港;2.上海金融学院 国际金融学院,上海 201209;  
3.上海交通大学 安泰经济与管理学院,上海 200052)

**摘要:**针对权证市场的潜在风险,即发行人履约风险、标的物价格异动风险、权证价格被操控风险,目前中国内地、香港和台湾分别采取了重点监管型、事前监管型和全面监控型三种监管模式来控制风险。与香港相比,台湾的监管要求比较严厉,不仅被监管的栏目较多,而且监管要求也比较详尽、具体、量化且严格;但类似的规定在早年的香港市场也曾实施过。随着权证市场的成熟与完善,香港逐渐从制度化监管转化为自律监管、市场监管和弹性监管,从全程监控转化为重在事前监控,其本质是监管重点发生转移,即在继续监控的方面加强力度、提高限制,而在放松监控的方面则以市场化手段作为替代并辅以违法严惩。目前,中国内地的权证市场还处于初级阶段,宜对各类风险实施全面监控,并对一些环节进行重点监管。

**关键词:**权证市场;发行人履约风险;标的物价格异动风险;权证价格被操控风险;风险监管制度;制度化监管;市场化监管;重点监管;事前监管;全面监控

中图分类号:F830.91 文献标志码:A 文章编号:1674-8131(2013)05-0039-09

## 一、引言

权证是发行人与持有人之间的一种契约,它是股票、债券等资本证券为基础而衍生的证券,持有人可以在约定的时间以约定的价格买入或者卖出标的资产。近十年来,作为资本市场上一种功能独特的证券衍生产品及金融创新工具,权证在全球范围内迅速发展并为广大投资者所青睐。

在权证市场飞速发展的同时,也暴露出权证市场的一些软肋,尤其是权证市场的风险,比如标的资产价格的异动导致权证投资者的损失以及权证定价效率不高的损失等。权证市场的潜在风险主要涉及发行人履约风险、标的物价格异动风险、权证价格被操控风险等。所谓发行人的履约风险是指权证发行人不能按照契约规定支付行使价值款

\* 收稿日期:2013-05-17;修回日期:2013-06-28

基金项目:国家自然科学基金青年项目(71202042)

上海市自然科学基金资助项目(11ZR1424300)

上海证券交易所高级金融专家研究计划

作者简介:胡文伟(1963—),女,上海人;高级分析师,博士,在香港大福证券集团有限公司研究部工作,主要从事金融工程、权证市场研究。

殷林森(1980—),男,湖北人;副教授,博士,在上海金融学院国际金融学院任教,主要从事风险投资、金融理财研究;E-mail:yls80@126.com。

李湛(1961—),男,江西人;教授,博士生导师,在上海交通大学安泰经济与管理学院任教。

或标的资产,从而导致权证持有人投资损失,该风险又称为发行人的信用风险。所谓标的物价格异动风险包括两个方面:一是标的资产的价格被操纵,二是发行人的避险交易影响标的资产的价格,二者皆会导致发行人或投资人的利益受损。所谓权证价格被操控风险是指虽然权证具有可量化的价值,但由于非理性投机因素的存在,不排除被操纵的可能性,尤其是权证的市值与股票相比一般较小,因此被操纵的可能性就更大。权证市场的这三种潜在风险制约、影响权证市场的发展,对这些风险进行有效控制是权证市场监管者的主要监管目标。

权证市场风险在世界各资本市场都不同程度地存在并影响着权证的发展,为此各国也制定了相应的监管制度来控制风险。全球范围内,由于各证券市场的各方面差异巨大,导致权证领域的风险监控制度也各有不同,目前大多数发达国家的成熟市场一般采用宽松模式,而大多数新兴市场往往采用严格模式。而在中国内地,金融市场的各种制度还

不够健全,权证作为一个相对较新的金融衍生品,风险更大。因此,借鉴成熟权证市场的监管制度及风险控制经验,推动权证市场的发展,对于中国资本市场的健康发展具有重要的意义。目前,中国香港和中国台湾地区权证市场繁荣发展,较为成熟,本文则将对中国内地、香港和台湾三地的权证市场监管制度进行比较分析,寻找三者的区别,以望为中国内地权证市场监管制度改革与完善提供参考和借鉴。

## 二、中国内地、香港、台湾权证市场监管模式和制度比较

### 1. 监管模式比较

总体而言,中国内地、香港、台湾权证市场的监管模式各异,因此监管内容、监管重点也不尽相同。

中国内地权证市场采用的是“重点监管型”监管模式,根据中国权证市场存在的相应风险逐步调整监管重点,“摸着石头过河”,还没有形成比较固定的监管制度。

表 1 中国内地、香港、台湾三地权证市场的监管模式比较

被控风险	控制方式	香港 (事前监管型)	台湾 (全面监控型)	内地 (重点监管型)
发行人履约风险	资格门槛	严格**	严格**	严格**
	履约保证	—	较严*	严格**
	避险措施监控	仅原则性要求	严格**	—
	审查内部控制制度	较严*	较严*	较严*
	经验判断	有*	—	—
标的物价格异动风险	标的物限制	严格**	严格**	严格**
	发行量上限	—	较严*	—
	发行人交易约束	—	较严,持续*	较松,且并不直接针对标的资产
权证价格被操控风险	持有人分散(配售规定)	无	严格**	较严*
	单一持有人限制	—	严格**	—
	内幕人员限制	仅要求披露交易*	严格**	严格**
	交易方式	做市商制*	竞价制	竞价制
	增发	进一步发行*	—	创设(但争议大)*
	禁止操纵行为	原则性要求*	原则性要求*	原则性要求*
	对操纵的惩罚	罚款、监禁**	罚款、监禁**	罚款*

注:上标\*\*表示监控力度大/强效监管,上标\*表示监控力度较大/弱效监管,无上标则为极弱效监管或无监管。

香港权证市场采用的则“事前监管型”监管模式,其特点是权证市场监管主要体现在对发行人资

格的事先审查方面,对权证发行人后续采取的风险管控措施则规定得很少(由发行人根据市场情况自行管理),对权证上市后的持续监管也较为简单。这种监管模式适用于投资者素质较高的成熟证券市场。

台湾权证市场采用的则是“全面监控型”监管模式,不仅对权证发行人资格进行严格审查,而且要求发行人披露具体的风险管控措施,同时还赋予证券交易所对权证发行和交易进行管理的高度权限,加强权证发行后的后续监管和持续监管。这种模式适用于新兴的投机气氛较浓的权证市场。

针对发行人履约风险、标的物价格异动风险、权证价格被操控风险三种风险,中国内地、香港、台湾在控制风险的侧重点以及监管的严厉程度上都有一定的差异。总体而言,港、台两地有少部分的监管规定相同或相近,例如:两地对发行人资格都设立较严格的规定,对标的物的规模和流动性或股权分散度都设立要求以助于控制标的物的价格异动风险,对操纵行为的惩罚皆较为严厉等。但与此

同时,两地规则的差异性更占主导地位,从表1明显可见,与香港相比,台湾的监管要求比较严厉,这不仅体现于被监管的栏目较多,而且监管要求也比较详尽、具体、量化且严格。

## 2. 基于发行人履约风险的风险监管制度比较

在发行人履约风险方面,监管制度主要是针对发行人的要求做出规定,从发行人的资格门槛、担保发行时的担保条款、履约保证、有抵押发行时的抵押要求、避险措施监控、审查内部控制制度和经验判断7个方面做出规定。在发行人监管方面,香港、台湾均考虑当发行人不符合资格门槛的规定时,可以采用担保制度;而在中国内地则需全额保证金,即“全股份抵押”和“全额现金抵押”,因此也没有其它机构的担保的规定。中国内地对发行人的要求相对而言,较香港、台湾高,且缺乏变通的弹性,对权证的履约比较有保障,但同时也造成符合权证发行的机构较为有限,并且使权证发行人暴露于正股价格的异动风险中,发行成本相对较高。

表2 中国内地、香港、台湾三地权证市场发行人履约风险监管制度比较

控制方式	香港 (事前监管型)	台湾 (全面监控型)	内地 (重点监管型)
资格门槛	<p>净资产要求(对非抵押结构性产品发行人):最新公布的资产净值不少于20亿港元且须维持于20亿(只要发行人所发行的任意权证仍在香港交易所上市)。</p> <p>信用要求(对非抵押结构性产品的发行人):获交易所认可信用评级机构的前三最佳等级;或者,受香港金融管理局或交易所接受之海外监管机构的监管;或者,由香港证监会监管其在香港进行证券交易业务的持牌或注册者;或者是某个政府或国家,或全面获某政府或国家信誉所支持的机构。</p> <p>盈利要求:持续披露责任,向交易所提交发行人及担保人的年度报告,包括周年账目及相关的核数师报告。</p> <p>限制:不得是私人公司(按《公司条例》或注册地相等法例的定义)。</p>	<p>营业范围:同时经营证券承销、自营、经纪等三种业务者。</p> <p>净资产要求:最近财务报告披露股东权益新台币30亿元以上,若为外资机构,则总公司须符合此规定,在台分支机构净值须新台币1.5亿元以上。</p> <p>自有资本充足比率:申请日前半年自有资本充足比率应达200%以上;发行人属外国机构,则总公司有类似要求。</p> <p>信用评级:具有主管机构认可之信用评级机构给出的信用评级,达到twBB-级或其它机构的同等级别以上(相当于S&amp;P BB-级以上);并需于评级有变动时或每年接获信用评等公司评级后向交易所办理书面申报。</p> <p>盈利要求:最近财务报告无累积亏损。</p> <p>限制:申请日前3个月标的证券股价异常变动,并被交易所依规定予以处置者;无适当之风险管理措施者;申请前1个月发行人或其附属公司曾发布有关标的证券价格之相关预测或消息者;发行人或其关联人或持股10%以上大股东为标的证券的发行人或关联人或大股东(标的为指定的指数股票型基金除外);主动发布或泄露申请发行讯息者;申请前1周内媒体具体披露发行之标的证券相关讯息者。</p>	<p>权证创设人必须取得中国证券业协会创新活动试点资格,即必须满足:</p> <p>制定并严格实施符合独立存管要求的客户交易结算资金存管制度,综合类证券公司最近1年净资本不低于12亿元(有关业务清理规范完毕的可调低至8亿元,经纪类证券公司1亿元),最近1年流动资产余额不低于流动负债余额150%,最近1年对外担保及其它形式或有负债之和不高净资产10%,最近1年净资本不低于净资产70%,设立并持续经营3年以上。</p>

续表

控制方式	香港 (事前监管型)	台湾 (全面监控型)	内地 (重点监管型)
担保发行时的担保条款	若发行人不符合以上规定,可由另一符合规定之法人(一般须为最终控股公司)进行担保,对相关责任无条件及不可撤销地作出担保,担保人须如同发行人般遵守《上市规则》。	若发行人不符合以上规定(但净资产须新台币10亿元以上),可与符合条件的金融机构签定担保契约,保证金至少为该次发行数量行使价的20%。	
履约保证		发行人向交易所洽定上市事宜前,需先向交易所缴纳上市年费及履约保证金,金额按信用等级和发行规模而定,介于新台币200万~2500万元。履约保证金得以银行保证为之,但开保证银行不得为发行人之关系企业或与发行人同属一个金融控股公司。	发行权证:设立专用账户,提供并维持足够数量的标的证券或现金,提供交易所认可的机构作为履约的不可撤销的连带责任保证人。 创设权证:开设权证创设专用账户及履约担保证券专用账户(创设认购证)或履约担保现金专用账户(创设认沽证),全额存放股票或现金。
有抵押发行时的抵押要求	(1)必须使交易所确信有关的抵押安排乃为结构性产品持有人的利益,并可充分保障其利益。 (2)抵押物通常须由一符合交易所规定的独立受托人、保管人或存管人为结构性产品持有人的利益而持有。		
避险措施监控	有抵押结构性产品:无规定,由发行人自行掌握。 无抵押结构性产品:交易所将考虑发行人的风险管理系统及程序。	预定避险策略:发行人须于发行前提出可行避险策略,交易所必须进行审查。 设立避险专户:须于发行时设立避险专户。 避险工具:标的证券或同一标的证券的衍生金融产品。 避险方式:发行人就同一标的证券的结构性产品及股权衍生产品的避险部位可相互抵用,可借券卖出证券等。 逐日申报及逐日监控:发行人应逐日上网申报权证的预计避险部位及实际避险部位,若两者差异过大且欠合理,将受到处罚。 发行人可委托其它机构从事避险操作,但受委托机构同样应遵从相应规定。	
审查内部控制制度	有相关规定	交易所必须取得会计师审查发行人内部控制及内部稽核制度之审查报告及重要查核说明,以了解有无重大缺失。	有相关规定。
经验判断	适宜处理或有能力处理并且管理权证的发行及上市事宜。由交易所依据申请人过往的类似经验作出判断。		

### 3.基于标的物价格异动风险的监管制度比较

在标的物价格异动风险方面,监管制度主要针对标的物的要求做出规定,从标的物限制、发行量限制、到期日限制、最低发行价、行使价限制和发

行人交易约束6个方面做出规定。在标的物监管方面,香港的规定相对较为宽松,而台湾的规定则较为严厉。比如香港对发行量上限没有限制,而台湾则有较为固定的上限,中国内地也有上限规定。

表3 中国内地、香港、台湾三地权证市场标的物价格异动风险监管制度比较

控制方式	香港 (事前监管型)	台湾 (全面监控型)	内地 (重点监管型)
标的物限制	流动性好的证券。单一类股份的公众持股市值至少40亿港元,一篮子股份内个股的公众持股市值至少10亿港元。交易所约每季公布一次合资格发行结构性产品的交易所上市股份名单“合资格股份列表”。	市值新台币100亿元以上、股权足够分散、最近3个月成交量占已发行股份总数20%以上或月均1亿股以上,最近财务报告无亏损或无累计亏损。	流通股本至少3亿股,最近20个交易日流通股市值至少30亿元,最近60个交易日累计换手率25%以上。
发行量限制	无上限(但有下限,见表4“持有人分散”一栏)。2002年前:限额制,已发行股份的20%或公众持有量的30%(取低者);2002年改革:废除限额制度,不限定最高发行量。	权证总量上限:同一标的的证券的国内可发行备兑证的总量上限为标的证券已流通股份总数的22%,海外总量上限为3%。 权证市值上限:发行市价总额不得超过发行人合格自有资本净额10%~60%。 发行单位下限:见表4“持有人分散”一栏。	权证创设:每日申请创设或注销均不得超过1次,每次的数量均不低于100万份(见表4“持有人分散”一栏)。
到期日限制	标的物相同的权证尽量不让同一时期到期(但仿效发行与受伤发行的到期日可相隔不多于5个营业日)。衍生权证:一般6月-5年(从上市日期起计)。仿效发行:一般不得少于3个月。认股权证:1-5年(由发行或授予日期起计)。	6月-2年(自上市之日起)	6月-2年(自上市之日起)
最低发行价	最低发行价每份0.25港元,但不适用于“进一步发行”和“仿效发行”(最低发行价0.15港元)。		
行使价限制	仿效发行与受伤发行的行使价可相差不多于相关证券的一个价位(若相关资产是在任意交易所上市的证券)或相差不多于0.5%(在其它情况下)。		
发行人交易约束		发行人就发行权证之标的证券的自营交易及避险买卖不得影响市场价格的公平性及损及投资人权益,并应配合订定及执行有效的内部控制制度。具体规定:发行人应于每月5日前将前月份自营交易相关数据函报交易所,发行人自营部门与避险专户部位之同一标的的证券一般不得办理相互转拨,受委托的避险机构同样受此约束。	自营证券业务规模不得超过净资产的一定比例。

#### 4.基于权证价格被操控风险的监管制度比较

在权证价格被操控风险方面,监管制度主要针对持有人的要求做出规定,从持有人分散、单一持

有人限制、内幕人员限制、禁止操纵行为、操纵惩罚、做市商制度、增发和其它限制 8 个方面做出规定。在持有人以及内幕交易方面,香港的监管也较宽松,而中国内地和台湾的监管则较为严格。

表 4 中国内地、香港、台湾三地权证市场权证价格被操控风险监管制度比较

控制方式	香港 (事前监管型)	台湾 (全面监控型)	内地 (重点监管型)
持有人分散(配售规定)	无直接要求(因已规定发行人必须提供流通量),但每次发行的结构性产品一般预期至少有 1 000 万港元的市值。 2002 年前:有配售规定,发行时须最少 50 人获配售,每人最少 10 万港元;或最少 100 人获配售,最少已配售发行量的 85%。 2002 年改革:撤销配售规定,发行人可保留 100%(可零街货发行)。	持有人必须 100 人以上,持有 1k-50k 单位的持有人不少于 80 人,且其所持有单位合计超过上市单位 20%。 发行单位下限:2 000 万个单位以上(每单位代表一股份或其组合),或发行 1 000 万单位以上且发行价格总值新台币 2 亿元以上。	权证数量不低于 5 000 万份的持有者至少 100 人;对于权证创设,每日申请创设或注销均不得超过 1 次,每次的数量均不低于 100 万份。
单一持有人限制		一般持有人:持有量上限 10%。	
内幕人员限制	持续披露责任:发行人及其关联者以本身名义买卖其发行之结构性产品必须在规定时间内向交易所报告。	发行人:持有量上限 30%。 受委托避险的机构:限制持有。 发行人及其关系人和受雇人:持有量上限 35%。 标的证券公司(指数股票型基金除外)的主要管理人员以及持股 10% 以上大股东:持有权证对应之基础证券不得超过其本身持有的该标的证券的数量。	权证发行人和标的证券发行人不得买卖对应的权证,禁止内幕信息知情人员利用内幕信息进行交易获取不正当利益。
禁止操纵行为	有相关规定。	有相关规定。	禁止直接操纵权证价格,禁止通过操纵标的证券价格影响对应权证的价格,禁止通过操纵权证价格影响对应标的证券的价格。
操纵惩罚	罚金 5 万元以下+监禁 2 年以下+损害赔偿金,暂停港交所上市相关证券交易,暂停会员资格注册等纪律处分。	监禁 7 年以下,或罚金 25 万元以下。	没收违法所得+罚款 1~5 倍;违法所得 0~30 万元罚 30 万~300 万元;单位操纵的,还应对主管负责人及直接责任人警告处分+10 万~60 万元罚款;调查时可限制被调查事件当事人证券买卖 30 个交易日以下。

续表

控制方式	香港 (事前监管型)	台湾 (全面监控型)	内地 (重点监管型)
做市商制度	发行人必须提供流通量。 2002年前:无此规定;2002年改革:发行人引导定价并提供流通量。		
增发	街货量 50%或以上可以进行“进一步发行”即增发;增发时最多可保留发行量的 100%;发行与现有权证完全或大致相同的权证时,可放宽最低发行价及到期期限的限制。 2002年前:街货量 100%时才可增发,同一权证系列所有增发总值不得超 5 000 万港元,到期前 6 个月内不得增发;2002 年改革:利便增发,街货量 80%或以上可以增发,撤销增发总值限制、撤销增发时剩余有效期的限制。		创设(但争议大)
其它限制	发行人不得直接或间接就其已发行结构性产品提供佣金回扣或其它优惠计划。 发行计划内容须包括:发行价格计算之说明,并与一年来上市的同一标的权证列表比较;发行人不得主动转换为存续期间长于该权证之另一权证或其它证券之条款;未来 3 个月内是否对同一标的证券反向发行权证;说明已选择之标的证券发行权证的原因。		

### 三、香港和台湾权证市场监管制度的差异及其对中国内地权证市场监管制度改革的启示

#### 1. 港、台权证市场监管制度的差异

香港和台湾权证市场监管制度的差异性主要体现在相当一部分监管规定在台湾有而香港无,其中包括监控发行人的避险策略和避险交易、要求缴纳履约保证金、设定权证发行量上限(限额制)、监控发行人就标的证券进行的自营交易及避险买卖、要求持有人分散(配售规定)及限制单一个体的持有量等。

(1)最重要的区别是,台湾对发行人的避险交易进行监控,发行人必须于发行前提出可行避险策略、于发行时设立避险专户、于发行后逐日申报而交易所进行逐日监控,一旦避险不符要求,还将受到处罚,规则可谓相当具体而详尽。而在香港市场,则只有一个原则性要求,即交易所会考虑衍生

权证发行人的风险管理系统及程序,除此之外并无具体的规定。

(2)台湾对履约保证有要求,发行人必须缴纳履约保证金。而香港无此规定,交易所不要求发行人提供履约担保,发行人只是以自己的信用进行担保,交易所也采纳这种信用担保。

(3)在控制标的资产价格异动及控制权证价格操纵方面,台湾对权证总量最高值进行限制(香港在 2002 年改革时废除了限额制度),规定同一标的证券的国内可发行备兑证的总量不得超过标的证券已流通股份总数的 22%、海外总量不得超过 3%、权证发行市价总额不得超过发行人合格自有资本净额的 10%~60%(视发行金额及发行人信用等级而作具体规定);台湾还对发行人就发行权证之标的证券的自营交易及避险买卖进行制约,规定发行人须于每月 5 日前将前月份自营交易相关数据函报交易所,同时发行人自营部门与避险专户部位之同

一标的证券一般不得办理相互转拨,目的是制约发行人的自营交易或避险交易对市场价格公平性的影响或对投资人权益的损害。

(4)台湾对权证持有人足够分散以及限制特殊人员持有量方面有较严格的规定(香港在2002年改革时撤销了配售规定,改为做市商制度),要求持有人必须达到100人以上,持有1k~50k单位的持有人不少于80人,且其所持有单位合计超过上市单位20%;对单个持有人,规定其持有量不得超过10%;对特殊人员或内幕人员,则规定发行人的持有量不得超过30%、受委托避险机构限制持有、发行人及其关系人和受雇人的持有量不得超过35%、标的证券公司(指数股票型基金除外)的主要管理人员及持股10%以上大股东的持有量对应之基础证券不得超过其本身持有的该标的证券的数量等。

但其实,上述这部分台湾目前正在实施的规定在早年的香港市场也曾实施过,只是这些制度化监管措施目前在香港已被改革为市场化调控措施,例如:香港2002年取消了配售制(即可零街货发行),但代之以做市商制(规定发行人必须提供流通量);同时取消了限额制并允许发行人进一步增发,以双管齐下抑制供需不平衡导致的权证价格异动或价格被操纵之风险。不过,在对标的资产价格异动风险监管方面,香港在取消限额制之后却未有其它市场手段作为替代,目前仅留存对标的资产的规模和流动性设立要求。

从表面上看,香港确有不少规定比台湾宽松,但实质情况是:第一,香港监管的宽松是建立在以前的严格监管以及跟随市场发展进行同步改革的基础之上,例如香港以前也实行限额制和配售制等,但香港目前已经从昔日“幼年期”侧重强制型的制度化监管转化为今日“成年期”的自律监管、市场监管和弹性监管。第二,香港监管制度也并非单纯的放松,其进化的本质是监管重点发生转移,从全程监控转化为重在事前监控(即重在控制发行人资格),从面面俱到转化为有的放矢、有抓有放。而且,在继续监控的方面加强力度、提高限制,例如:提高发行人信用等级的门槛限制;而在放松监控的方面则以市场化手段作为替代并辅以违法严惩,例如:对发行人其它资格门槛的限制,对发行人履约风险、标的物价格异动风险、权证价格操纵风险的监控等。

除上述规定外,另外有一部分规定虽然在港台两地都有,但两地的侧重点有所不同。台湾规则显得涉及面广、详尽、具体,而香港规则显得面窄但力度大。例如:对发行人资格的限制,虽然两地都对发行人的净资产和信用等级有规定,但在盈利方面,香港只要求进行持续披露,而台湾则要求最近财务报告无累积亏损,而且台湾对营业范围、自有资本充足比率等其它方面也有要求,而香港则没有。但是,虽然香港对发行人资格门槛的规定在条目数量上比台湾少,但对发行人信用等级的要求却比台湾高得多,香港规定必须取得前三个最佳等级,而台湾仅要求twBB-以上,即相当于S&P的AAA、AA、A、BBB、BB、BB-,台湾的要求显然比香港低。此外,香港对发行人资格门槛的规定还增加了颇具弹性调控风格的一条,即可由交易所依据申请人过往的类似经验判断其是否适宜处理或有能力处理并且管理权证的发行及上市事宜。

## 2.对中国内地权证市场监管制度改革的启示

尽管在1992年至1996年中国内地的权证市场曾经运行过,但由于制度原因终止了,直到2005年中国内地权证市场才重新启动。中国内地的权证市场还处于起步阶段,权证的运行机制、监管制度都还不健全,是一个不成熟的市场。在当前阶段,权证的发行人、投资者在交易的各个环节都不够成熟,市场机制的不成熟使得内地权证市场存在过度投机。而香港、台湾的权证市场相对中国内地而言,其发达程度要成熟一些,尤其是香港的权证市场。

在当前中国内地权证市场还处于初级阶段的情况下,不可能直接效仿香港的监管制度而采取事前监管模式,比较可行的还是要在事前和事后都要监管,即比较接近于台湾的全面监控模式。当然,也不宜完全模仿台湾的模式,可以在全面监控模式的基础上,结合国内的实际情况实施重点监控。也就是说,应对发行人履约风险、标的物价格异动风险、权证价格被操控风险进行全面监控,并结合中国内地权证市场的特点对一些环节进行重点监控。总之,应通过制度建设促进中国内地权证市场的健康发展,并随着市场的逐步成熟,逐步由制度化监管转向市场化监管,进而采用类似香港的事前监管模式,实现用市场手段来更为有效地监管权证市场。

参考文献:

- 台湾证券交易所.台湾证券交易所股份有限公司认购(售)权证上市审查准则[Z].
- 台湾证券交易所.台湾证券交易所股份有限公司审查认购(售)权证上市作业程序[Z].
- 上海证券交易所研究中心.在约束与开放并举中稳健发展中国的权证市场[R].上海证券交易所高级金融专家研究计划.
- 上海证券交易所.上海证券交易所权证管理暂行办法[Z].
- 深圳证券交易所.深圳证券交易所权证管理暂行办法[Z].
- 香港联合交易所.香港联合交易所有限公司证券上市规则[Z].
- 香港证券及期货条例[Z].
- 中国证券业协会.关于从事相关创新活动证券公司评审暂行办法(修订稿)[Z].

## Comparison of Securities Market Risk Supervision System in Mainland China, Hong Kong and Taiwan and Its Inspiration

HU Wen-wei<sup>1</sup>, YIN Lin-sen<sup>2</sup>, LI Zhan<sup>3</sup>

(1. *Research Department, Hong Kong Dafu Securities Group Co., Ltd, Hong Kong, China;*

2. *School of International Finance, Shanghai Finance College, Shanghai 201209, China;*

3. *Antai School of Economics and Management, Shanghai Jiaotong University, Shanghai 200052, China)*

**Abstract:** According to potential risk in securities market, such as issuer performance risk, underlying price change risk and the risk for securities price being manipulated, currently mainland China, Hong Kong and Taiwan respectively use emphatically supervising type, in advance supervising type and overall supervising type to control the risk, Taiwan's supervision is much stricter than Hong Kong, the items which are supervised are more and the requirement for the supervision is detailed, practical and quantitative, however, the similar rules were implemented in Hong Kong years ago. With the perfecting of securities market, Hong Kong gradually changes the supervision from institutionalized supervision to self-discipline supervision, market-oriented supervision and elasticity supervision, from overall process supervision to in advance supervision, whose essence is that supervising items change, in other words, strengthening supervision and strict restriction in the items which should be continuously supervised, however, market-oriented supervision and legal enforcement for the items which should not be strictly supervised should be used. Presently, securities market of mainland China is at initial stage, China should overall supervise all kinds of items and emphatically monitor some important steps.

**Key words:** securities market; issuer performance risk; underlying price change risk; risk for securities price being manipulated; risk supervision system; institutionalized supervision; marketability supervision; supervision on important items; in advance supervision; overall supervision

**CLC number:**F830.91      **Document code:**A      **Article ID:**1674-8131(2013)05-0039-09

(编辑:夏 冬)