

股权衍生品权益披露研究^{*}

吴紫艳 施 睿 王楠楠 张佳峥 张橙逸^{**}

摘要:《衍生品交易监督管理办法(二次征求意见稿)》要求在履行信息披露义务或者收购时,将股票持仓和以该股票为标的的衍生品持仓合并计算,但我国境内现行信息披露规则中缺乏股权衍生品权益披露的细化要求。通过梳理对比我国香港地区和美国两个市场关于股权衍生品权益信息披露的规则和实践,发现香港地区市场披露规则更有借鉴意义。建议明确规定股权衍生品权益需与现货合并计算并适用信息披露要求,同时通过交易所规则细化具体安排。

关键词:股权衍生品 权益披露 合并计算

近年来,上市公司收购和 5% 以上的大额股份权益变动活动日趋活跃,已经成为资本市场日益普遍的证券交易行为。该类交易对投资者影响重大,既会导致上市公司实际控制人和重要股东变动,进而可能引起上市公司治理结构和生产经营发生较

^{*} 本文仅代表作者个人观点,与所任职单位无关。

^{**} 吴紫艳、施睿、王楠楠供职于中信证券股份有限公司合规部,张佳峥、张橙逸原供职于中信证券股份有限公司合规部。

大变化,对上市公司质量产生重大影响;也直接涉及上市公司二级市场股票交易,关系到投资者能否在公平透明的交易环境下进行投资决策。我国现行《证券法》《上市公司收购管理办法》《上市公司信息披露管理办法》及交易所规则中,均对投资者持有上市公司股票现货的信息披露规则作了翔实规定。但投资者通过场外期权、收益互换等场外股权衍生品间接享有上市公司股票收益等情形下如何适用权益变动信息披露规则,暂无明文规定。

为贯彻落实《期货和衍生品法》,促进衍生品市场健康发展,更好地服务实体经济,防范和化解金融风险,中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)研究起草了《衍生品交易监督管理办法(征求意见稿)》(以下简称《征求意见稿》),并于2023年3月17日向社会公开征求意见,于2023年11月17日,发布《衍生品交易监督管理办法(二次征求意见稿)》(以下简称《二次征求意见稿》),再次公开征求意见。《征求意见稿》起草说明中提道,“为防范利用衍生品交易规避场内监管,以及摸清场内场外总体风险,本办法借鉴国际经验,明确持仓合并原则:对于股票市场与衍生品市场的持仓合并,要求在履行信披义务或者收购时,将股票持仓和以该股票为标的的衍生品持仓合并计算”,这体现在《征求意见稿》和《二次征求意见稿》第14条。《征求意见稿》起草说明同时指出:“考虑到实践中关于是否持仓合并以及如何持仓合并的情况较为复杂,本办法仅原则性规定持仓合并的要求,具体合并方法按照交易场所、行业协会等相关自律组织的规定执行。”

本文在分析现行我国境内信息披露规则体系、梳理对比我国香港地区和美国两个市场相关规则和实践的基础上,对持有挂钩上市公司股票标的的场外衍生品合约如何进行权益披露进行研究分析,旨在为我国境内股权衍生品权益披露提出适宜且可行的实施建议。

一、我国境内股权衍生品权益披露现状

(一)信息披露监管规则

从我国境内证券市场信息披露整体制度框架来看,在法律层面,涉

及信息披露的有《证券法》《会计法》《公司法》《刑法》^[1]等,其中最核心的是《证券法》,其设立专章规定了信息披露相关事宜。行政法规与部门规章层面则有《股票发行与交易管理暂行条例》、《上市公司信息披露管理办法》、《上市公司证券发行管理办法》(已失效)、《上市公司收购管理办法》等,其中最核心的是《上市公司信息披露管理办法》,2021年修订版第27条明确了“涉及上市公司的收购、合并、分立、发行股份、回购股份等行为导致上市公司股本总额、股东、实际控制人等发生重大变化的,信息披露义务人应当依法履行报告、公告义务,披露权益变动情况”。在证券交易所等自律组织的行业规定层面^[2],上海、深圳、北京交易所通过上市公司自律监管指南和工作通知等形式,分别明确不同板块的发行人信息披露要求。

大额股份变动相关信息披露要求主要包括:(1)通过证券交易所的证券交易,投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的有表决权股份达到5%时,应当在该事实发生之日起3日内,向证监会、交易所作出书面报告,通知该上市公司,并予公告;(2)投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的有表决权股份达到5%后,其所持该上市公司已发行的有表决权股份比例每增加或者减少5%,应当依照前述规定进行报告和公告;(3)投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的有表决权股份达到5%后,其所持该上市公司已发行的有表决权股份比例每增加或者减少1%,应当在该事实发生的次日通知该上市公司,并予公告。

上述规则中,对权益披露的基础主要是投资者持有“有表决权”的股份。股份表决权,是指股东按其持有的股份对公司事务进行表决的权利。

2020年9月和2021年12月,中国证券业协会分别发布《证券公司

[1] 《刑法》(2023年修正)中有两项涉及证券市场的信息披露违法犯罪行为,即第160条欺诈发行证券罪及第161条违规披露、不披露重要信息罪。

[2] 2018年4月13日,沪深交易所分别发布了《上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引(征求意见稿)》,细化了权益披露的相关要求,相关精神和安排被2019年修订的《证券法》以及2020年修正的《上市公司收购管理办法》采纳吸收。

场外期权业务管理办法》和《证券公司收益互换业务管理办法》。两个办法皆规定,证券公司不得违规与上市公司及其关联方、一致行动人开展以本公司股票为标的的场外期权/收益互换。但同时,两个办法皆未明确挂钩上市公司股票的场外衍生品权益披露的规则。

在股权衍生品交易中,投资者作为衍生品交易商的交易对手方,未实际持有挂钩标的的股票现货,并非上市公司登记在册的股东。因缺乏明确的披露要求,大多数投资者认为其在衍生品合约中并未享有相关股票的表决权,无须进行权益披露。上述现状导致股权衍生品合约可能成为部分投资者隐匿身份、规避信息披露、开展违规交易的工具,不利于证券市场的公开、公正和公平。

(二) 实务案例

1. 2015 年宝能系增持万科 A 案例中的衍生品权益变动披露

2015 年,宝能系旗下的前海人寿保险(以下简称前海人寿)和深圳钜盛华股份有限公司(以下简称钜盛华)在半年内通过集中竞价交易买入、券商股票收益互换业务、融资融券买入等多种方式增持万科 A 的股份权益至总股本的 24.26%,成为万科企业股份有限公司(以下简称万科)的第一大股东。2015 年下半年宝能系增持万科 A 的信息披露情况(2015 年 7 月 10 日至 12 月 26 日)中涉及的场外衍生品信息披露相关公告信息整理如表 1 所示。

表 1 相关公告信息整理

公告日期	公告标题	公告主要内容
2015 年 8 月 4 日	钜盛华《关于〈万科企业股份有限公司简式权益变动报告书〉的补充更正公告》	截至 2015 年 7 月 24 日披露的钜盛华权益变动,部分是通过证券公司的股票收益互换业务实现:具体为钜盛华以收益互换的形式持有约 4.2 亿股万科 A 股股票收益权(占总股本的 3.81%)
2015 年 8 月 27 日	万科《关于股东权益变动的提示性公告》	截至 2015 年 8 月 26 日,钜盛华以收益互换的形式持有约 4.67 亿股万科 A 股股票收益权(占总股本的 4.23%)

续表

公告日期	公告标题	公告主要内容
2015 年 10 月 22 日	钜盛华《关于回购其享有收益权的万科企业股份有限公司部分股份的公告》	2015 年 6 月 25 日至 8 月 26 日,钜盛华分别与 4 家证券公司签订了关于开展收益互换交易业务的相关协议,4 家证券公司在此期间内买入了万科 A 股约 8.89 亿股。截至 2015 年 10 月 20 日,钜盛华通过大宗交易的方式回购其享有收益权的万科 A 股股票约 3.32 亿股,转为直接持有(占总股本 3%);钜盛华以收益互换形式享有万科 A 股股票约 5.57 股收益权(占总股本 5.04%)。其持有权益的形式部分发生变化,由持有衍生品权益转化为直接持有股票现货
2015 年 11 月 20 日	万科《关于股东权益变动的提示性公告》	2015 年 10 月 27 日至 11 月 17 日,钜盛华回购其以收益互换的形式享有收益权的万科 A 股股票约 5.57 亿股(占公司总股本的 5.04%),转由钜盛华直接持有。其持有权益的形式发生变化,持有衍生品权益全部转化为直接持有股票现货

资料来源:深圳证券交易所信息披露平台, <http://www.szse.cn/disclosure/listed/notice/index.html>,2023 年 9 月 2 日访问。

上述衍生品权益变动的信息披露没有标准可供参考,因此存在以下问题:

(1)对衍生品权益的理解存在偏差。钜盛华第一次(2015 年 8 月)披露其通过收益互换持有标的股票收益权,是对其前一个月权益变动披露内容进行更正,将集中竞价买入改为了部分通过收益互换享有权益,可见,其最初未能正确认识直接持股和通过衍生品享有权益之间的差别。

(2)披露的信息较为模糊且缺乏统一标准。例如,在 2015 年 8 月 4 日的补充更正公告中,钜盛华披露了其券商开展收益互换业务的具体情况,但并未披露钜盛华与券商之间关于投票权的约定情况;在 2015 年 10 月 22 日的公告中,则笼统地披露分别与 4 家券商开展收益互换,4 家券商其间共买入万科 A 股约 8.89 亿股,但并未像前期公告一样披露各自的交易时间段和持有数据。

2. 2020 年云南白药股权激励案例中的场外衍生品权益披露

云南白药集团股份有限公司(以下简称云南白药)2020 年拟实施员工激励计划时发布公告,称“拟使用自有资金以集中竞价或法律法规允许的方式回购公司股份,用于实施员工持股计划或股权激励计划”,且“拟与中国国际金融股份有限公司(以下简称中金公司)合作,借助证券公司专业交易能力,综合运用收益互换、场外期权等工具,为公司实施本次回购提供综合服务”。

2020 年 6 月 18 日,云南白药发布《关于首次回购股份的公告》,随后于当年每个月月初(8 月 4 日、9 月 2 日、10 月 9 日、11 月 3 日和 12 月 2 日)发布《关于回购股份的进展公告》,公告内容包括截至上个月月底的回购情况以及与中金公司签署的衍生品协议获得的现金结算收益和回购的实际成本等信息。

云南白药通过场外衍生品业务,实现了对股票回购的成本控制,发行人进行的相关信息披露并非权益变动信息披露,主要是作为回购信息披露的一部分内容存在,提升了市场的透明度。作为衍生品业务的对手方,中金公司并未对相关事项进行权益披露,笔者推断主要是因为其持有的云南白药股份权益没有超过 5%(根据发行人回购安排,此次回购股份上限为 1670 万股,占总股本的 1.31%)。

综合上述案例来看,随着场外衍生品业务不断发展,以及其与场内股票市场的联动性,为维护市场公开、公平与公正,有必要进一步完善和明确股权衍生品在权益变动中的信息披露要求,包括披露场景、内容、时效、路径、计算方法等。

二、我国香港地区和美国市场权益披露的具体要求和实践

从股权衍生品的权益披露规则来看,我国香港地区和美国的要求略有不同。在我国香港地区,投资者持有期权、互换等股权衍生品,无论其结算方式为现金还是实物,均被视为持有相关股份的有投票权股份的权益,须与投资者持有的其他权益合并计算,并判断是否需要进行权益披露;同时,投资者持有的股权衍生品还需按照好仓与淡仓进行区分,分别

进行披露,不得抵消。而在美国,投资者持有的股本衍生工具,只有在符合特定条件的情况下才需要与投资者持有的其他权益合并计算以判断是否需要进行信息披露,即投资者可能通过行权、平仓等操作,在 60 天内有权获得挂钩标的股票,且相关衍生品合约的结算方式为实物结算。但是,若投资者开展股权衍生品交易的目的主要是规避信息披露的要求,则即便不满足上述条件也需要合并进行信息披露。同时,空头衍生品交易在实物结算之前不会导致衍生品的买方或卖方的受益所有权发生变化,因此,空头衍生品交易在实物结算之前不需要进行信息披露。

(一)我国香港市场

我国香港市场权益披露制度框架主要包括一部主要法律[《证券及期货条例》(第 571 章)第 XV 部权益披露]、一部概要释义[《〈证券及期货条例〉(第 571 章)第 XV 部的概要——披露权益》],以及两部除外情况的附属制度[《证券及期货(披露权益——除外情况)规例》(第 571 章,附属法例 AG)和《豁免上市法团及其他人士使其不受〈证券及期货条例〉第 XV 部(披露权益)规限的指引》]^[3]。

根据香港证券及期货事务监察委员会(以下简称香港证监会)官网介绍,香港市场权益披露制度的首要目标是及时为上市公司的投资者提供相关资料^[4],以便他们识别出控制或有能力控制上市公司的股份权益的人士,以及可能因为涉及上市公司的关联方交易而受惠的人士。为此,上市公司的内幕人士,即大股东和董事及最高行政人员(以及其一致行动人)需要分别按照要求,向香港联合交易所有限公司(以下简称香港联交所)和有关上市公司发出通知,披露相关权益和淡仓。

1. 核心要求

香港联交所上市公司的大股东(持有上市公司有投票权股份权益 5% 及以上)及其一致行动人,需要披露其对该公司有投票权股份的权益

[3] 广义上的信息披露要求还应包括香港联交所发布的主板上市规则和创业板(growth enterprise market, GEM)上市规则中的相关规定。

[4] 参见《〈证券及期货条例〉第 XV 部——披露权益》,载香港证监会网站, <https://www.sfc.hk/TC/Rules-and-standards/Securities-and-Futures-Ordinance-Part-XV--Disclosure-of-Interests>, 2023 年 9 月 2 日访问。

及淡仓；上市公司的董事和最高行政人员（包括其一致行动人），必须披露其对该公司任何股份的权益及淡仓。

大股东、董事和最高行政人员权益披露的主要区别包括两个方面：一是大股东只需要关注有投票权股份（包括已发行的有投票权股份，以及未发行股份且该等股份一旦发行，便会带有在所有情况下均可在该法团的成员大会上投票的权利^{〔5〕}）的权益，而董事和最高行政人员需要披露所有股份的权益；二是只有当持有投票权股份权益达到5%及以上时，投资者（大股东）才需要进行权益披露，而董事和最高行政人员无论持有多少比例都需要进行权益披露。

2. 股本衍生工具

（1）股本衍生工具范围及合并计算要求

在我国香港地区的权益披露制度中，股本衍生工具包括标的股票的任何权利、期权或权益，以及任何挂钩标的股票（包括其任何权利、期权或权益）的合约，且无论这些权利、期权或权益或者合约是否在场内交易，是否由发行人发行或提供，是否以支付现金、交付股份或其他方式履行^{〔6〕}。具体包括权证、牛熊证及其他结构性产品，可换股债券、可转换债券及其他股票挂钩票据（包括基金、票据等），美国存托凭证和我国香港存托凭证，场内股票期权和股票期货，以及场外远期、期权或掉期^{〔7〕}。

香港《证券及期货条例》第322条第（8）项规定：“任何股本衍生工具的持有人、卖方或发行人如凭借持有、售卖或发行（视属何情况而定）该等工具而——（a）有权要求另一人在某日期或之前或某期间内，向他交付该等工具的相关股份；（b）有义务在某日期或之前或某期间内，提取该等相关股份；（c）在该等相关股份的价格在某日期或之前或某期间内上升的情况下，有权从另一人收取一笔款项；或（d）在该等相关股份的价格在某日期或之前或某期间内上升的情况下，有权避免或减少损失，则不论上述权利或义务是否在任何情况下附有条件，他均须视为拥

〔5〕 参见香港《证券及期货条例》第308条第（1）项有投票权股份（voting shares）的定义。

〔6〕 参见香港《证券及期货条例》第308条第（1）项股本衍生工具（equity derivatives）的定义。

〔7〕 参见香港《证券及期货条例》（第571章）第XV部的概要——披露权益》第2.3.2条。

有该等相关股份的有投票权股份的权益。”根据该规定,无论是以实物结算还是以现金结算,只要投资者持有或卖出挂钩上市公司股票的股本衍生工具,即被视为持有相关股份的权益^{〔8〕},因此,在决定是否披露责任时,必须与其他权益合并计算。应注意的是,这里需要披露的是股份权益。例如,持有1张挂钩1000股标的股票的看涨期权合约若存在披露义务,则应当披露对1000股股份的持有权益,而非对1张看涨期权合约的持有权益。

(2) 股本衍生品工具的好仓与淡仓

港股中,股本衍生工具进一步可分为好仓与淡仓。好仓是指投资者有权或有责任购买相关股份,或当相关股份股价高于某水平(或低于某水平)时有权向另一方收取款项(或有责任向另一方支付款项)^{〔9〕},类似内地多头合约的概念。

淡仓通常会在与持有、出售或发行金融文书(如股本衍生品工具)的人有关联的情况下使用,如要求另一人购买相关股份、有责任交付相关股份等情况。它除了包含境内空头合约的概念,还包括根据证券借贷协议借入的股份权益^{〔10〕},考虑到证券借贷不在本文的讨论范围之内,后文提到的淡仓主要指空头头寸。

大股东、董事或者最高行政人员持有的好仓和淡仓需要分别合并计算,分别进行披露,二者不能抵消。

(3) 股本衍生工具对应的股份数量

若投资者持有、出售或发行股本衍生工具,股份数量举例如下:一是股本衍生工具对应的股份数量等于在行使有关衍生工具的权利时,投资者可能获得或需要交付的股份数量;二是股本衍生工具对应的股份数量等于在计算股本衍生工具结算款项时所参考的股份数量;三是若股本衍生工具为场内股票期货合约,则股本衍生工具对应的股份数量为合约乘数(合约乘数以股票期货合约发行文件载明为准)乘以投资者持有的合

〔8〕 同上,第2.3.4条。

〔9〕 同上,第2.4.1条。

〔10〕 参见香港《证券及期货条例》第308条第(1)项淡仓(short position)的定义,以及香港《证券及期货条例》(第571章)第XV部的概要——披露权益》第2.4.2条。

约张数^[11]。一般来说,若股本衍生工具可以选择使用现金或实物交收,应使用第一种计算方式^[12]。

3. 披露要求

(1) 好仓的披露要求

① 披露起点

好仓的披露起点是5%,持有上市公司权益首次达到5%或以上、持有5%或以上权益后下降至5%以下,应当履行披露责任。

计算投资者持有的某上市法团的股份权益百分比的计算公式为: [持有权益的股份(已发行或未发行)总数] ÷ 上市法团同一类别的已发行股份的数目 × 100%。其中,持有权益的股份总数等于拥有权益以及被当作拥有权益的有关上市法团的所有同一类别的股份相加:拥有的权益即投资者直接持有、名义持有的股份权益等,加上因持有股本衍生工具所视为的股份权益;被当作拥有的权益,即投资者的配偶、未满18岁的子女,以及其所控制的法团等一致行动人所持有的股份权益^[13]。披露案例如2023年5月31日,万科企业(股票代码:2202.HK)的股东摩根大通集团(J. P. Morgan Chase & Co.,以下简称JPMorgan)披露(序号CS20230605E00355)^[14]其通过控制的法团,通过股本衍生工具,持有万科企业的权益超过了5%(从4.43%增加至5.18%)。

同时,在进行信息披露的表格中,如果好仓或淡仓涉及股本衍生工具,则需要细化披露股本衍生工具的情况,包括上市衍生工具和非上市衍生工具,且均包括“以实物交收”“以现金交收”“可转换文书”“其他”四种类型。万科企业的股东JPMorgan的披露表格中分别披露了

[11] 参见香港《证券及期货条例》(第571章)第XV部的概要——披露权益》第2.5.1条。

[12] 同上,第2.5.2条。

[13] 参见香港《证券及期货条例》(第571章)第XV部的概要——披露权益》第2.2部分“何谓当作持有的权益?”

[14] 详细披露内容参见香港联交所披露易网站, [https://di.hkex.com.hk/di/NSForm2.aspx?fn=CS20230605E00355&sa2=an&sid=105293&corpn=%e8%90%ac%e7%a7%91%e4%bc%81%e6%a5%ad%e8%82%a1%e4%bb%bd%e6%9c%89%e9%99%90%e5%85%ac%e5%8f%b8+++++H%e8%82%a1&sd=18%2f06%2f2015&ed=18%2f06%2f2023&cid=2&sal=cl&scsd=18%2f06%2f2015&scsd=18%2f06%2f2023&sc=02202&src=MAIN&lang=ZH&_lang=zh-HK&](https://di.hkex.com.hk/di/NSForm2.aspx?fn=CS20230605E00355&sa2=an&sid=105293&corpn=%e8%90%ac%e7%a7%91%e4%bc%81%e6%a5%ad%e8%82%a1%e4%bb%bd%e6%9c%89%e9%99%90%e5%85%ac%e5%8f%b8+++++H%e8%82%a1&sd=18%2f06%2f2015&ed=18%2f06%2f2023&cid=2&sal=cl&scsd=18%2f06%2f2015&scsd=18%2f06%2f2023&sc=02202&src=MAIN&lang=ZH&_lang=zh-HK&2023年9月2日访问。)2023年9月2日访问。

“4102—上市衍生工具—以现金交收”的好仓和淡仓股份数目、“4105—非上市衍生工具—以实物交收”的好仓和淡仓股份数目、“4106—非上市衍生工具—以现金交收”的好仓和淡仓股份数目以及“4103—上市衍生工具—可转换文书”的好仓和淡仓股份数目。

②变动披露

投资者持有的权益百分率上升或下降导致其跨越了某个处于5%以上的百分率整数(例如,持有权益从6.9%增加至7.2%,跨越了7%;或者从10.1%降至9.9%,跨越了10%)同样需要填写披露表格并进行披露。

(2)淡仓的披露要求

①披露起点

投资者持有上市公司权益比例达到5%及以上且持有淡仓1%以上的,需要在披露好仓的同时单独就淡仓进行信息披露。如后续因权益变动,不再持有超过1%的淡仓,同样要进行信息披露。

对于持有淡仓的披露,前提是已经持有权益达到或超过5%,否则无须进行淡仓的披露。例如,持有的权益仅为2%,此时若持有的淡仓从5%上升至10%,依然是不用披露的。

②变动披露

股份权益性质发生改变,或持有的淡仓百分率上升或下降导致其跨越了某个处于1%以上的百分率整数^[15](例如,已经持有8%的权益,持有的淡仓由6.9%增加至7.2%,跨越了7%;或者由10.1%降至9.9%,跨越了10%),需要按要求进行信息披露。

2023年6月19日,万科企业的股东JPMorgan披露(序号CS20230622E00125)^[16]其通过控制的法团,通过股本衍生工具,在持有万科企业的权益超过了5%的情况下,持有的淡仓从2.02%降至1.99%。

(3)重要事项

好仓和淡仓之间不得相互抵销。好仓和淡仓的百分率数字必须分开计算,对于复杂期权同样适用。例如,结合看涨和看跌期权的马鞍式

[15] 参见香港《〈证券及期货条例〉(第571章)第XV部的概要——披露权益》第2.7.1条。

[16] 同前注[15]。

结构期权,会同时产生好仓及淡仓,须以两个独立的交易进行披露^[17]。同时,对于挂钩同一部分股份的结构股本衍生工具(一笔交易),则应当注意如果多项期权均是持有权益或淡仓(为相同方向),则仅披露一次。亦即,当一个结构挂钩 1000 股标的的股份,具体为买入看涨期权和买入看跌期权,应就 1000 股的权益和 1000 股的淡仓分别披露;但若一个结构挂钩 1000 股标的的股份,具体为买入看跌期权和卖出看涨期权,则应仅披露 1000 股(而非 2000 股)的淡仓。

4. 披露豁免

涉及股本衍生工具权益披露的主要豁免情况如下:

(1) 衍生工具挂钩一篮子股份。挂钩一篮子上市股票(上市地为香港联交所或其指定的交易所^[18])的衍生工具可以豁免,前提是该篮子中至少有 5 家上市公司的股份,且没有一只股份占整个篮子股份的价值超过 30%^[19]。

特别地,对于在香港交易所上市的交易所交易基金(exchange traded fund,ETF)(其属于受香港证监会认可的集合投资计划),根据香港《证券及期货条例》第 323 条第(1)(c)项及第(4)项的约定,投资者通过持有 ETF 而获得的对 ETF 底层股票标的的权益及淡仓,不属于应当披露的权益及淡仓,除非该投资者是该 ETF 的管理人。因此,投资者通过股本衍生工具挂钩 ETF 的,也可以豁免披露要求。

(2) 衍生工具挂钩波动率。香港证监会认为,股份权益不会因为持有、出售或发行方差衍生工具(衍生工具的价格或价值均纯粹与相关股份的波动率挂钩)而产生,因此,相关投资者无须披露挂钩上市公司股份波动率的衍生工具信息^[20]。

此外,2019 年 11 月,香港金融发展局针对香港《〈证券及期货条例〉

[17] 参见香港《〈证券及期货条例〉》(第 571 章)第 XV 部的概要——披露权益第 2.6.3.1 条。

[18] 交易所名单载香港《证券及期货条例》附表 1 第 3 部。

[19] 参见香港《证券及期货条例》第 308 条第(5)项和香港《〈证券及期货条例〉》(第 571 章)第 XV 部的概要——披露权益第 2.12.3.1 条。

[20] 参见香港《〈证券及期货条例〉》(第 571 章)第 XV 部的概要——披露权益第 2.5.5 条。

第XV部——披露权益》提出修订建议^[21],其中指出,对于结构复杂(具有多种期权策略)的衍生工具,识别相关股份或组成成分,以及确定披露好仓、淡仓抑或两边皆需披露,可否应用一篮子豁免,都存在相当的困难。需要就每个产品和每个期权进行特定的实际分析和场景分析,这对于大规模使用结构性衍生产品的公司而言,是一种负担。为此,香港金融发展局建议可考虑针对现金结算的股本衍生工具提供更多的、更细的披露权益指引或豁免。但截至笔者撰写本文,尚未看到进一步的细则。

5. 董事和最高行政人员的特殊要求

从香港市场权益披露的核心要求可以看出,由于直接、广泛地参与上市法团的公司治理,上市公司的董事和最高行政人员的权益披露要求更为严格,即其需要披露所有的权益、淡仓以及变动情况,不限于有投票权的股份权益,也没有5%或者1%的披露门槛。

6. 关于静默期的问题

从本源上来看,“静默期”的设置旨在保护中小投资者的合法权益,是为了防止在上市公司内幕信息公布前,知情人利用其进行内幕交易。因此,静默期执行和实践的总体原则和口径,应当充分考虑香港《证券及期货条例》中的内幕交易相关条文。根据该条例第291条的规定,任何人如掌握上市法团内幕消息,就不得进行该法团的上市证券或其衍生工具交易。

根据香港联交所《主板上市规则》附录C3“上市发行人董事进行证券交易的标准守则”中“绝对禁止”内容,在上市公司刊发财务业绩当天及某些期间(年度业绩刊发日期前60日内,季度及半年度业务刊发日期前30日内),其董事不得买卖其所属上市发行人的任何证券;其中“买卖”包括授予、接受、收购、出售、转让、行使或履行现在或将来的任何期权或其他权利或责任。因此,董事在静默期内不能交易挂钩其所属上市公司权益的股本衍生工具。

[21] 参见香港金融发展局网站, <https://www.fsdc.org.hk/cn/insights/revamp-of-disclosure-of-interests-regime-under-part-xv-of-the-securities-and-futures-ordinance-recommendations/>, 2023年9月2日访问。

从实践案例来看,香港市场失当行为审裁处^[22]曾就新怡环球(Sunny Global Holding Ltd., 证券代码:1094. HK)员工的市场失当行为进行过处罚^[23]。2003年6月,新怡环球全资子公司的雇员孔某、陈某、蔡某,在公司即将发表中期业绩时,要求行使其持有的股票期权。香港市场失当行为审裁处认为:“他们同一天行使期权不是巧合……本审裁处裁定他们知道事情很急,因为他们从工作中知悉即将发表的中期业绩的内容的性质,而这些内容他们知道是‘有关消息’,而此有关消息会告诉市场2003年3月31日为止的过去半年新怡环球的业绩大跌,尤其是利润下降,这样一来他们手中的股票期权有可能会变得一文不值。”审裁处裁定前述三人相关行为属于内幕交易,违反了香港《证券及期货条例》第270条的规定。

(二) 美国市场

美国信息披露要求主要体现在美国《1934年证券交易法》第13(d)条和第13(g)条及美国证券交易委员会出台的Rule 13(d)等相关细化规则中,要求获得在美上市公司5%以上受益所有权的人进行信息披露,旨在向上市公司、股东以及全市场提供有关大股东权益变动、可能影响发行人状况的信息。

1. 信息披露的基本要求

根据《1934年证券交易法》的规定,需进行信息披露的主体为持有5%以上有表决权股票的受益所有权的人。根据该法第13(d)-3条的规定,拥有受益所有权,指直接或间接拥有投票权(有权投票或对投票行为有支配权)或投资权(对证券进行处置或指导处置的权利)或两者兼有。

第13(d)条适用于根据《1934年证券交易法》第12条注册的、有表决权的证券。根据美国目前的监管要求,所有在美国的全国性证券交易

[22] 香港市场失当行为审裁处于2003年根据香港《证券及期货条例》成立,香港证监会如觉得曾发生或可能曾发生市场失当行为,或者根据香港《证券及期货条例》第XIVA部提出的违反披露规定事宜,均可提请审裁处进行研讯。

[23] 参见《香港市场失当行为审裁处报告书》,载香港市场失当行为审裁处网站,https://www.mmt.gov.hk/files/Sunny_Global_Holdings_Limited_Report_CHT.pdf,2023年9月2日访问。

所上市的股票都必须注册。在某些情况下,非上市证券也可能根据第12条进行注册。此外,存托凭证的受益所有人被视为凭证所代表的同等数量股份的受益所有人。

(1)基本规则。美国信息披露规则要求受益所有人在拥有的受益所有权超过5%时进行初次披露,并在此后发生重大变化时进行更新。

(2)披露主体。获得在美上市公司5%以上受益所有权的受益所有人需进行信息披露。同一股票可以有多个受益所有人,每个受益所有人有单独的报告义务。

2. 股本衍生工具的受益所有权判断标准

根据美国信息披露规则,确定是否有申报义务的关键是报告人是否对该证券有受益所有权。受益所有权并不与是否享有经济利益相挂钩,而是取决于是否有投票权或投资权。具体有以下标准:

(1)60天规则。如果报告人在60天内有权获得某证券,则为该证券的受益所有人。常见的由于有权获得证券而被认定为受益所有人的情形有:行使期权、认股权证或权利;证券的转换;撤销或自动终止信托、全权委托账户或类似安排的权利等。

对于证券类衍生品,需针对不同的种类和具体情形,根据是否能够于60天内对标的证券拥有投票权或投资权,分别判断是否拥有受益所有权。

例如,2023年2月17日,大卫·J. 马丁(David J. Matlin)先生更新13D表格,披露其持有的、独立拥有表决权的制药公司Clene Inc.股份数为5,451,862股。该表格附注(1)中的持股总数包括通过期权持有的158,178股,这些期权目前已经可以行权或在60天内可以行权,行权后将获得对应的普通股股份。^[24]

再如,美国巧克力巨头好时公司(Hershey Co.)在2017年年末以16亿美元收购健康零食制造商Amplify Snack Brands,2017年12月27日,好时公司提交了13D表格。根据表格附注(1)可知,好时公司拥有Amplify Snack Brands公司42,567,047股普通股,其中不包括在2018年

[24] 参见美国证券交易委员会网, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/897069/000089706923000136/clene-schedule13da21822.htm>, 2023年9月2日访问。

2月25日(60天之后)之后才可行权的期权所对应的股份。^[25]

特别地,对于挂钩ETF标的的衍生品合约而言,需要结合具体情况进行判断。在实际结算时,投资者在大多数情况下并不会直接获得ETF追踪的指数底层股票的投票权或投资权,因此,并不对底层股票拥有受益所有权。

(2)经济利益是否分离。如果衍生品交易所产生的经济利益已与该交易所涉及的证券的投票权或投资权适当分离,仅拥有经济利益的一方不应被视为拥有受益所有权。

美国信息披露规则将衍生品分为以现金结算的衍生品和以实物结算的衍生品。现金结算的衍生品包括现金结算的股指期货、股指期货和单一股票互换、股指期货、价差合约等。对于以现金结算的衍生品,美国监管机构认为,衍生品持有人对标的证券不享有投票权和控制权,虽然享有经济利益,但不会被视为拥有受益所有权。以实物结算的衍生品,需逐案判断60天内是否会获得投票权或投资权。

(3)持有衍生品合约的目的。如果持有衍生品的目的是规避信息披露要求,则衍生品持有人会被认定为挂钩股票的受益所有人。根据《1934年证券交易法》第13(d)-3条(b)款,如果通过直接或间接的方式,建立或使用信托、代理、授权、合伙安排或任何其他合同及协议,剥离受益所有权,以逃避第13(d)条或第13(g)条的报告义务,则应被视为受益所有人。

2008年8月的CSX公司诉儿童投资基金管理公司案明确了该观点。^[26] 该案中,原告CSX公司为一家在纽约证券交易所上市的铁路公司,被告The Children's Investment Fund Management (UK) LLP(以下简称TCI)和3G Fund L.P.(以下简称3G)为两家对冲基金公司。TCI在2006年、2007年大量买入挂钩CSX股票的总收益互换(total return

[25] 参见美国证券交易委员会网, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/47111/000119312517380140/d515093dsc13d.htm>, 2023年9月2日访问。

[26] 案件详细情况参见 <https://caselaw.findlaw.com/court/us-2nd-circuit/1574479.html>, 2023年9月2日访问。

swap, TRS)^[27], 在 2007 年 12 月才提交 13D 表格, 2008 年 TCI 和 3G 试图提名 CSX 公司的董事会人选并修改其公司章程, 故 CSX 公司起诉 TCI 和 3G, 指控它们未能及时提交 13D 表格, 并要求禁止其行使投票权。TCI 和 3G 辩称它们通过 TRS 持有 CSX 公司的头寸, 仅享有经济利益而没有投票权, 因此无须提交 13D 表格。

法院认为, 证据表明 TCI 确有争夺 CSX 公司控制权的目的, 并且有意规避信息披露。①TCI 分散了它的 TRS 持仓, 使其在每一个交易对手的 TRS 持仓, 都不足以使交易对手因对冲买入股票而需要披露; ②TCI 曾与多家银行、对冲基金、CSX 公司管理层沟通杠杆收购 CSX 的可能性; ③TCI 提名董事, 并提案修改 CSX 公司章程。

法院指出, TCI 能够显著影响 (significantly influenced) 其互换交易对手方买入或卖出 CSX 股票: ①交易商的业务开展模式是达成 TRS 交易的同时对冲其敞口; ②TCI 能够指导或至少影响其交易对手方对所持有的用于对冲的股票的投票。法院认为有充分理由认为 TCI 是 TRS 所挂钩股票的受益所有人, TCI 的确违反了《1934 年证券交易法》第 13(d) 条的规定。

法院裁定, 根据第 13(d) - 3 条(b) 款的规定, TCI 作为现金结算 TRS 的持有人, 以规避信息披露规则为目的签订了 TRS 合同, 应被视为“受益所有人”。另外, 法院驳回了禁止 TCI 行使投票权的诉讼请求。

本案说明, 虽然现金结算的 TRS 通常不会产生披露义务, 但为了逃避信息披露而签订此类衍生品合约的人将被视为受益所有人, 并有义务进行信息披露。

值得注意的是, 美国证券交易委员会在 2022 年 2 月发布关于受益所有人认定的修正案提案并征求意见, 2023 年 4 月重启了对该修正案提案的征求意见程序。修正案提案中, 美国证券交易委员会拟在第 13(d) - 3 条中加入(e) 条, 规定如果现金结算的衍生品持有人的目的是改变或

[27] 总收益互换是指一份合约。在该合约中, 一方支付约定金额(可能固定也可能浮动), 另一方支付根据标的资产收益决定的浮动金额。在典型的 TRS 中, 多头仅获得经济利益, 空头保留因对冲持有股票的投票权。

影响该权益类证券发行人的控制权,或参与具有此类目的的交易,则该持有人也将被视为衍生品标的资产的受益所有人。衍生品持有人持有标的资产的数量为以下两者取大者:① 衍生品挂钩股数乘以衍生品 δ ; ② 衍生品名义本金除以挂钩标的证券最新收盘价乘以衍生品 δ 。2023 年 10 月 10 日,美国证券交易委员会发布最终修订后的第 13(d) 条款,未采纳前述将现金结算的衍生品交易纳入受益所有权的提案;但本次最终修订案明确,获得超过 5% 受益所有权的主体在填写 13D 表格中的第 6 项时,需同时填写其持有的挂钩该标的的场外衍生品合约(含现金结算的场外衍生品合约)的情况。^[28]

3. 披露方式:13D 表格、13F 表格、13G 表格

(1) 13D 表格

当投资者获得超过 5% 受益所有权时,应当提交 13D 表格履行披露义务。披露内容包括受益所有人的身份、交易目的、标的证券相关的合同或安排、资金来源、证明材料。披露时间为可披露事件发生后的第十个自然日 17:30(华盛顿时间)之前,交易日后的第一个自然日为第一天。当受益所有权增加或减少超过 1% 时,应当在下一个交易日报告变动情况。受益所有人在填写 13D 表格中的第 7~11 项时,需考虑其衍生品持仓情况,并在附注中详细说明持股数量中通过衍生品合约受益拥有的数量。

(2) 13G 表格

对于非美国机构,如果是在正常经营中取得证券、目的不是影响或改变控制权、受到与美国证券交易委员会监管框架相当的制度监管且应美国证券交易委员会需求可提交 13D 表格的,可提交简短版本的 13G 表格,披露内容仅包括受益所有人的身份和持有的股份数量,无须披露交易目的、资金来源等内容。如果受益所有人在过去 12 个月(滚动计算)内获得的证券比例低于 2%,即使此人持有的证券总数已超过 5%,也无须提交 13D 表格,只需在每个自然年结束后 45 天内提交 13G 表格。

[28] 参见美国证券交易委员会网, <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-219>, 2024 年 4 月 25 日访问。

受益所有人在填写 13G 表格中的第 5~9 项时,需考虑其衍生品持仓情况,并在附注中详细说明持股数量中通过衍生品合约受益拥有的数量。

(3) 13F 表格

《1934 年证券交易法》第 13(f) 条要求,管理 1 亿美元及以上的在美上市股权资产的机构投资管理人(institutional investment managers)每个季度需提交 13F 表格,披露持股情况。机构投资管理人包括:①管理自己投资组合的实体,如银行、保险公司、经纪人或交易商;②管理第三方账户的自然人或实体,如共同基金管理人或养老金管理人;③信托受托人。

需要注意的是,管理自己账户的自然人不是机构投资管理人。对于非美国实体和自然人,如果参与了美国的证券交易所交易,并且管理 1 亿美元及以上的在美上市股权资产,也需提交 13F 表格。

13F 表格中必须披露的信息包括:①所持股类证券的类别,包括在交易所上市的用有 CUSIP 编码的期权;②所持仓的股份数量;③证券公允价值。

(4) 实物结算的看涨期权的披露方式

对于实物结算的看涨期权买方,如果期权可在 60 天内行权,则看涨期权买方签订期权合约时获得标的证券的受益所有权,此时发生受益所有权变更,需进行报告,报告的数量为预期在行权时可以取得的股份数量。行权时,受益所有权不发生变更,且受益所有权已经实质报告过,故无须修改已提交的表格。期权结算时,受益所有权不发生变更,且受益所有权已经实质报告过,故无须修改已提交的表格。

对于期权卖方,签订期权合约时,期权卖方持有对冲证券,期权卖方保留受益所有权。行权时,期权卖方仍拥有受益所有权,无须变更报送表格。期权结算时,期权卖方不再拥有受益所有权,如果行权后出售股票将导致受益所有权与当前备案相比减少超过 1%,则需要立即修改先前提交的 13D 表格。

以约翰·威廉姆·肖恩在 2023 年 3 月 29 日作出的披露为例,报告人记录的拥有受益所有权的股票数量包括期权合约中可执行的股票数量。如表 2 所示,报告人披露了期权合约的买卖方向,以及合约所对应

的股票的买卖方向及数量。

表 2 13D 表格中期权的披露方式

交易性质	买卖日期	买卖股票数量/只	每股交易价格/美元
卖出期权合约	2023 年 1 月 26 日	(200) *	0.100
买入期权合约	2023 年 1 月 27 日	6	1.600

* 以括号形式表示相对应的股票数量为可卖出数量。

4. 内部人的信息披露要求

根据《1934 年证券交易法》第 16(a) 条的规定,董事、高级管理人员以及主要股东(10% 以上受益所有人)为内部人(insider)。初次满足内部人条件时,应提交表格 3(Form 3),内部人的受益所有权变更时应提交表格 4(Form 4)。内部人还应提交年度报告表格 5(Form 5),报告本财年内未在表格 3 和表格 4 中报告的交易。

内部人需在这三张表格中披露其受益所有的证券情况。披露内容分为两部分:栏目 1(Table I)披露非衍生股权资产持仓,如普通股和优先股;栏目 2(Table II)披露衍生类证券持仓,如期权和可转债。在栏目 2 中,内部人需披露衍生品合约的类型、行权日、到期日、可转换的股票数量及类型、行权价以及是否直接持有该衍生品。判断是否披露衍生品合约的标准为是否“受益所有”对应的证券,故需考虑到期日是否不足 60 天、经济利益是否分离以及持有衍生品合约的目的。

5. 衍生品与短线交易

根据《1934 年证券交易法》第 16(b) 条的规定,如果内部人在 6 个月内既有买入行为又有卖出行为,无论是何种顺序或组合方式,都将被视为短线交易。尽管短线交易未被完全禁止,但上市公司有权起诉作出短线交易的内部人,追缴其在短线交易中获得的利润。第 16b-6(a) 条和第 16b-6(b) 条说明了衍生品交易中的建仓平仓如何适用短线交易规则。

根据第 16b-6(a) 条的规定,建仓看涨等效头寸和平仓看跌等效头寸应当被视为“买入”标的资产,建仓看跌等效头寸和平仓看涨等效头寸应当被视为“卖出”标的资产,建仓或平仓衍生品的日期即“买入”或“卖出”的日期。

根据《1934 年证券交易法》第 16b-6(b) 条的规定,如果行权价格已经事先确定,则对实值期权及平值期权行权造成的平仓不视为短线交易。如果行权事先确定行权价的看涨头寸而获得标的证券,则不视为短线交易中的“买入”;如果行权事先确定行权价的看跌头寸行权而处置标的证券,则不视为短线交易中的“卖出”。然而,对虚值期权行权将被视为短线交易,该例外情况仅有一种豁免情形:美国《税法典》(Internal Revenue Code)关于期权行权税收处理的规定使期权持有人行权能享受更优惠的税收政策。

6. 空头持仓披露的最新要求

2023 年 10 月,美国证券交易委员会发布《1934 年证券交易法》Rule13f-2,对大额空头持仓提出披露要求:机构投资管理人持有美国上市公司及其他符合该法规要求的权益类证券标的的空头持仓,当市值超过特定标准时,须在该自然月后的 14 个自然日内填写 SHO 表格(Form SHO),向美国证券交易委员会报告其空头持仓情况。其中,特定标准是指:(1)若对应的标的为根据《1934 年证券交易法》需要报告的发行人,月均空头持仓金额超过 1000 万美元,或超过该发行人份额比例的 2.5%;(2)若对应的标的不是根据《1934 年证券交易法》需要报告的发行人,某自然月内任一交易日日终空头持仓规模超过 50 万美元。该法规于 2025 年 1 月正式生效。^[29]

三、对我国境内股权衍生品权益信息披露的建议

从我国香港市场及美国市场的信息披露规则来看,是否将投资者通过股权衍生品合约而持有的头寸与其现货头寸合并计算并履行信息披露义务,存在明显的区别。对于我国香港市场来说,只要通过衍生品合约享有权益,就需要纳入合并范围,除非有豁免情形。而对于美国市场来说,其更注重判断衍生品合约持有者一定期间内是否真实持有对应的

[29] 参见 <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-240/subpart-A/subject-group-ECFR7ce825ff9acfl40/section-240.13f-2>,2024 年 12 月 25 日访问。

头寸或者是否拥有投票权或投资权。

《二次征求意见稿》第14条规定：“在履行信息披露义务或者收购等活动中，应当按照证券交易场所的规定，将衍生品经营机构、交易者^[30]持有的以上市公司或者股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司的有表决权股票（以下简称标的股票）为标的物的衍生品合约与其直接和间接持有的标的股票合并计算。”

笔者认为，该处表述主要是与《证券法》第63条第4款中“有表决权的股份”等表述保持一致。根据我国学者解读，“没有表决权的股份主要包括优先股、放弃表决权的股份、已经委托他人行使表决权的股份以及法律上不得行使表决权的股份等”。^[31]结合该解读，笔者理解，“有表决权”的主要含义是：（1）该类股份属于可以行使表决权的股份，而非优先股这一类没有表决权或者表决权受限于特定事项的股份类型。（2）该部分股份的表决权没有因为法律原因而丧失或者受限。对于“已经委托他人行使表决权”是否属于“没有表决权”，笔者认为情形相对复杂，需要结合实际案例进行分析，如已委托他人行使表决权，但仍然代表本人意愿，则不应该理解为没有表决权。

在衍生品合约中，交易者与交易商约定其不享有表决权，并不意味着该部分股份本身的表决权被放弃，因此不能简单地认定为属于没有表决权的股份。尽管双方约定交易者仅享有股权衍生品合约相关的经济权益，但交易者可能依然有权与交易商进行现货结算而直接持有股份，也可能通过交易商间接参与表决行为。若交易者通过与多家交易商开展挂钩同一股票的股权衍生品交易，还有可能达到规避信息披露的效果。另外，如果交易者身份为上市公司持股5%以上的股东，其可能通过与交易商开展股权衍生品交易而达到变相增持或减持的经济效果，也存在利用内幕信息或非公开信息开展衍生品交易获利的风险，不利于市场的公平、公正与公开。

鉴于目前我国境内场外衍生品市场发展尚不规范，结合《征求意见

[30] 《期货和衍生品法》使用了“交易者”的概念，因此本文第三部分衍生品合约相关内容使用了“交易者”的表述，与前文的“投资者”语义相同，并无矛盾。

[31] 郭锋等：《中华人民共和国证券法制度精义与条文评注》，中国法制出版社2020年版，第338页。

稿》起草说明中提到的“为防范利用衍生品交易规避场内监管,以及摸清场内场外总体风险”,笔者认为,我国香港市场的股权衍生品权益披露规则更有借鉴意义,即对于特定交易者通过股权衍生品享有权益的,应当进行必要的信息披露,而不考虑其在衍生品合约中约定有无投票权。

结合上述分析,笔者对我国境内股权衍生品权益信息披露规则提出以下建议:

1. 明确股权衍生品权益披露的原则——与现货合并计算并适用基础信息披露要求。

《二次征求意见稿》提出了合并持仓的基本原则,即要求在履行信息披露义务或者收购时,将股票持仓和以该股票为标的的衍生品持仓合并计算,笔者认为应当予以支持,并且在《上市公司收购管理办法》等相关规则修订时,也应采纳该原则。同时,在实务操作中,考虑到股权衍生品结构的复杂多样性,需要交易所的信息披露规则中进一步细化股权衍生品信息披露的具体要求,建议参考融资融券业务实践,由交易所单独出具股权衍生品信息披露指南,明确股权衍生品信息披露的一般要求、计算规则及豁免情形。

2. 细化对衍生品交易的信息披露安排。

(1) 多头合约与现货权益合并计算。

交易者持有股权衍生品的多头头寸,则意味着在期权到期时交易者有权以确定的价格购买相关股票(若为实物交割的期权),或当相关股票的价格上涨时,交易者能够从其持有的股权衍生品合约中获得对应的经济利益。此种情形下,交易者持有的多头头寸应当与其现货端持有的股票数量合并计算并适用基础信息披露要求。

在确定多头衍生品合约对应的股份数量时,除了数值期权等特殊结构的期权,还应将衍生品合约中约定的名义数量视为交易者持有的股份数量。因为该等名义数量即到期交割时交易者有权购买的股份数量(若为实物交割的期权),或用于计算交易者衍生品收益的股份数量。同一股票、同一交易者及其一致行动人与多家场外衍生品交易商同时开展挂钩该股票的多头衍生品交易的,应当合并计算并适用基础信息披露要求。

(2) 空头合约单独披露,不得与多头合约抵销。

交易者持有股权衍生品的空头头寸,则意味着在期权到期时交易者有权或有责任以确定的价格卖出相关股票(若为实物交割的期权),或当相关股票的价格下跌时,交易者能够从其持有的股权衍生品合约中获得经济利益。在持有空头头寸的情况下,交易者通过股权衍生品获益的股份数量,不能简单将交易者通过现货持有的股份数量以及其通过股权衍生品多头合约持有的股份数量抵销后披露股份数量净值,而应当将其作为与多头数量并列的项单独披露。例如,上市公司某股东持有6%的股份,但其与场外衍生品交易商开展了期权空头交易,期权合约的名义数量为上市公司股份总数的2%。这说明该股东对期权合约到期日(若为欧式期权)或期权合约存续期间(若为美式期权)的上市公司股价持看跌的观点,该信息应当与交易者持有6%的多头股份这一事实共同披露,而不能简单将6%与2%轧差后进行披露。这样才能更加充分地解释大股东的权益状态,避免混淆。

(3) 期权合约信息披露规则。

① 期权合约对应的持股数量计算。

对于线性结构的收益互换合约而言,交易者持有互换多头或空头即意味着就合约名义数量的标的股票而言,交易者能够从标的股票的上涨或下跌中获得相对应的收益,因此,合约名义数量即视为交易者开展收益互换合约的名义股份数量。

对于香草结构期权而言,交易者可以通过期权合约而获得的有表决权股票数量,应当以期权合约中约定的名义数量为准(需要考虑参与率),该名义数量即为期权持有者可能获得或需要交付的股份数量。若合约中未约定名义数量,则可以通过名义本金额除以标的期初价格确定。

② 特殊结构期权单独披露。

特别地,对于数值期权、雪球期权等最高收益有封顶的期权结构而言,即使标的股票大幅上涨,交易者仅能获得固定收益,而并非获得与合约约定的名义数量对应的标的股票的上涨幅度一致的收益,若仍然使用合约约定的名义数量作为交易者应当进行信息披露的股份数量,则可能

给市场其他投资者带来错误信息。因此,对于该类期权结构,建议单独进行信息披露。例如,单独披露数值期权的名义数量,但不与其他多头头寸合并计算统计是否达到信息披露要求;对于雪球期权等带有敲入结构的期权,由于敲入前后期权的收益结构特征可能发生显著变化,可考虑在交易者达成期权、期权敲入后适用不同的信息披露规则。

(4) 现货权益和衍生品权益相互转化时的披露。

对于现金结算的股权衍生品交易,若交易者在达成相关衍生品交易时已经进行了信息披露,在平仓或行权衍生品交易、完成现金结算时,原披露的多头或空头头寸已经不复存在,此时应当披露通过衍生品取得的权益已经消灭的事实。对于以实物结算的股权衍生品多头交易,由于交易者取得衍生品权益已经进行了信息披露,在进行实物结算时交易者持有的多头头寸数量并未发生变化,仅持有权益的形式发生了变化,可以要求简化披露其持有权益发生变化的事实。对于实物结算的股权衍生品空头交易,虽然在达成衍生品交易时交易者已经披露了通过衍生品持有空头头寸的事实,但在进行实物结算时交易者的现货持仓头寸会发生真实减少,此时则需要按照基本披露规则进行信息披露。

3. 限制性条件。

(1) 遵守静默期规则。

根据现行沪深交易所相关规则,在上市公司定期报告公告前 30 天内,以及上市公司业绩预告、业绩快报公告前 10 天内(以下简称敏感时期),上市公司董事、监事和高级管理人员不得买卖本公司股票。上市公司的董事、监事和高级管理人员作为法定的内幕信息知情人,在上述敏感时期内知道关于上市公司业绩表现的内幕信息,因此,现行法律法规禁止该类人员在敏感时期内进行本公司股票的交易。然而,其同样可以通过开展挂钩本公司股票的股权衍生品交易达到为自己获利的目的。因此,出于禁止内幕交易的考虑,对于该类人员在敏感时期内开展的挂钩本公司股票的股权衍生品交易行为,无论是多头交易还是空头交易,无论是以现金结算还是以实物结算,均应予以禁止。

(2) 限制短线交易。

根据《证券法》第 44 条第 1 款的规定,上市公司持有 5% 以上股份

的股东、董事、监事、高级管理人员,将其持有的该公司的股票或者其他具有股权性质的证券在买入后6个月内卖出,或者在卖出后6个月内又买入,由此所得收益归该公司所有,公司董事会应当收回其所得收益。现行规则并未明确该等主体在6个月内开展股权衍生品交易的行为是否同样受短线交易规则的约束。

《二次征求意见稿》第16条规定:“禁止通过衍生品交易实施《证券法》第四十四条规定的短线交易行为。”因此,笔者建议将通过股权衍生品合约开展的交易同样纳入短线交易规则范畴。例如,上市公司董事在买入本公司股票后,6个月内又建仓空头衍生品合约的,则构成短线交易;反之亦然。

(3) 禁止内幕交易与操纵市场。

如前所述,将股权衍生品交易纳入现货权益信息披露的一个出发点是,堵住持股5%以上的股东通过开展股权衍生品交易而规避信息披露要求、开展内幕交易和操纵市场行为的漏洞。因此,笔者建议,内幕信息知情人利用内幕信息开展相关标的的证券的股权衍生品交易及投资者操纵股权衍生品市场的,应当参照适用《证券法》《期货和衍生品法》《刑法》等法律法规中关于内幕交易及操纵市场的相关规则及罚则,并与现货端的市场不当行为合并计算,确定处罚标准。

4. 豁免情形。

在明确股权衍生品权益披露应当合并计算并适用基础信息披露要求的基础上,基于特殊类型股权衍生品合约的交易结构特征,在实践中可以考虑豁免该类型衍生品合约的信息披露要求。

(1) 挂钩足够分散的一篮子标的的衍生品合约。投资者开展的股权衍生品交易的挂钩标的为一篮子标的,其损益取决于该一篮子标的中表现最好(或最差)的标的的涨跌幅,或者取决于该一篮子标的的涨跌幅的平均值。在该一篮子标的的数量足够多(如超过20只标的)、标的足够分散(如每只标的在该篮子中的权重不超过5%)的情况下,可以认定投资者开展该类衍生品合约交易的目的不是谋求该篮子中特定一只或数只标的的权益,从而豁免穿透合并结算。

(2) 挂钩交易所交易基金的衍生品合约。交易者或者交易商本身

均不会因为持有交易所交易基金而享有底层追踪的一篮子股票的权益,笔者建议豁免挂钩交易所交易基金的衍生品合约穿透至股票进行合并权益计算。但如果后续将交易所交易基金换成一篮子股票并进行挂钩,则应当根据前文相关论述判断是否符合豁免规则。

(编辑:朱锡俊 宋 澜)