

特定短线交易的“前世今生”

作者：毛慧 | 唐晓诚¹

中国证券监督管理委员会（“中国证监会”）于2023年7月21日发布公告，就《关于完善特定短线交易监管的若干规定（征求意见稿）》（“《特定短线交易规定》”或“征求意见稿”）向社会公开征求意见。本文拟梳理特定短线交易适用的变迁，并着眼于境内公募基金产品、境内资管产品、私募基金及境外公募基金产品等特定主体，解析特定短线交易规则的具体适用及关注要点，供行业参考。

一、特定短线交易规则的变迁

自1993年发布《股票发行与交易管理暂行条例》引入特定短线交易制度以来，我国特定短线交易制度不断完善。早期的短线交易规定源于1993年由国务院发布的《股票发行与交易管理暂行条例》的第38条，这一规定后来被1998年《中华人民共和国证券法》（“《证券法》”）的第42条所继承。

2005年修订后的《证券法》第47条将短线交易条款的适用范围从原先的仅限于“持有上市公司股份超过百分之五的股东”扩大至“上市公司的董事、监事、高级管理人员”。

2019年修订后的《证券法》第44条再次对短线交易条款进行了调整，主要修改包括以下四个方面：（1）将“新三板”公司纳入了标的范围；（2）借鉴了美国法中的“受益所有人”概念，在原来仅适用于“持有股份超过百分之五的股东、董事、监事、高级管理人员”的基础上，扩大适用范围至前述人员的“配偶、父母、子女”以及其他可能被用于持股的人；（3）“股票”的概念被拓宽为“股权性质的证券”；（4）增设了中国证监会豁免的条款，以防止误伤做市商、机构投资者等市场参与主体。此外，新《证券法》第36条为公司内部人员股票交易限制设定了总则性规定，第189条则将违法进行短线交易的行政罚款额度提升至人民币10万元 - 100万元的范围。

2020年实施的新《证券法》授权中国证监会规定特定短线交易制度例外情形。2022年10月，中国证监会表示拟制定外资适用特定短线交易制度的两项政策，即允许符合条件的境外公募基金参照境内公募基金按产品计算持有证券数量，豁免香港中央结算有限公司适用特定短线交易制度，条件成熟时将依法公布实施。2023年7月21日，中国证监会发布了《特定短线交易规定》，并向社会公开征求意见。

¹ 实习生张一明、左昭阳对本文的写作亦有贡献。

二、境内公募基金产品适用规则

公募基金作为重要的机构投资者，对我国资本市场的稳定发展起到不可替代的作用。《特定短线交易规定》延续了《证券法》第 44 条的规定，明确短线交易适用标准，并结合市场发展需要对特定短线交易制度的例外情形作出了规定。

《特定短线交易规定》明确了特定短线交易行为的适用范围，即特定身份投资者在六个月内买入后卖出或者卖出后买入同一上市公司、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（新三板挂牌公司）的特定证券的行为。其中，特定身份投资者指持有百分之五以上股份的股东及该公司的董事、监事、高级管理人员；特定证券指股票以及其他具有股权性质的证券，包括但不限于股票、存托凭证、可交换公司债券、可转换公司债券等。

同时，《特定短线交易规定》对公募基金的适用重申了差异化安排，即以单个产品为主体计算其持有特定证券的数量。此前，上海证券交易所《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）》第 4 条规定，投资者在一个上市公司中拥有的权益，包括登记在其名下的股份和虽未登记在其名下但该投资者可以实际支配表决权的股份。投资者及其一致行动人在一个上市公司中拥有的权益应当合并计算。社保基金、养老保险基金、企业年金、**公募基金**持有同一上市公司的股份数量不合并计算。相应地，《特定短线交易规定》第 6 条明确，依照《中华人民共和国证券投资基金法》等法律法规设立的公开募集证券投资基金按产品或者组合单独计算持有特定证券数量。

关于该问题，目前行业实践对于一家基金管理公司管理下的几只公募基金持有某一上市公司的股份累计达到 5%的，是否披露，由基金管理公司自己选择；鉴于基金管理公司没有要约收购的功能，在当前市场环境下，基金管理公司进行此类披露并不被鼓励。同时，要防止基金管理公司通过披露集中持股的行为引导市场操作股票。而对于一家基金管理公司管理下的一只公募基金持有某一上市公司的股份累计达到 5%的，需要依法披露，并应遵守适用特定短线交易的相关规定。

三、境内资管产品及私募基金适用规则

《特定短线交易规定》就境内组织持股的计算作出规定，其中，对于证券投资基金经营机构管理的集合私募资管产品（“**资管产品**”），按产品单独计算持有特定证券数量。而对于境内私募基金，考虑到私募证券投资基金管理人内部控制规范、治理结构完善、投资管理模式与公募基金管理人基本一致的情形，在特定短线交易认定时，其可以向中国证券投资基金业协会（“**基金业协会**”）申请按产品计算持有特定证券数量。

据此，针对资管产品，根据《特定短线交易规定》，如果资产管理公司管理下的一只资管产品持有某一上市公司的股份累计达到 5%的，需进行披露并履行相应短线交易的要求。而对于同一资产管理公司旗下多只资管产品持有某一上市公司的股份总数累计超过 5%的，根据中国证监会的相关答复口径，“其应否合计计算持股数量，并在持股总数超过 5%时遵守‘18 号文’的限售规定，取决于其是否构成一致行动人。对此，基金管理公司可根据《上市公司收购管理办法》第 83 条的规定，自行对照、证明。”

同时我们也关注到，根据《深圳证券交易所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）》第 6 条，投资者通过不同证券账户、不同方式在同一上市公司中分别拥有的可以实际支配表决权的权益原则上应当合并计算，并遵循以下合并计算原则：通过私募基金、信托计划、QFII 和 RQFII 管理的私募产品、其他资产管理产品等拥有上市公司权益的，如无相反证据，应当按照管理人或者受托人合并计算。管理人或者受托人不是实际支配表决权的主体的，该管理人或者受托人应当提供表决权实际归属方的情况。社会保险基金、养老保险基金、企业年金等为资产保值增值目的而拥有上市公司权益，且不以共同收购上市公

司、共同谋求对上市公司的经营管理权等为目的且无此实际效果的，不适用前述合并原则。

对于境内私募基金，根据《特定短线交易规定》，境内法人、非法人组织涉及特定短线交易行为的，应当合并计算其名下账户以及利用他人账户持有的特定证券数量。又根据中国证监会相关答复，“根据《证券法》第 86 条、《上市公司收购管理办法》第 12 条和第 83 条等有关规定，为确保股份权益变动的透明度，除非有关当事人提出相反证据予以充分证明，否则，同一管理人担任投资顾问的多只阳光私募基金产品应当合并计算持股数量并相应履行信息披露义务”。而在满足“内部控制规范、治理结构完善、投资管理模式与公募基金管理人基本一致”的条件下，私募证券投资基金管理人可向基金业协会申请按产品计算持有特定证券数量。

四、境外公募基金产品适用规则

2022 年 10 月，中国证监会曾表示为进一步提高外资投资 A 股的便利性，正在研究制定外资适用特定短线交易制度的政策，包括允许符合条件的境外公募基金参照境内公募基金按产品计算持有证券数量。相关思路和措施已基本明确，正在履行相关程序，条件成熟时将依法公布实施。

目前来看，上述政策已在《特定短线交易规定》中体现。《特定短线交易规定》按照“内外一致”原则，规定境外公募基金管理机构参与境内证券交易，符合以下要求的，在特定短线交易认定时，可以向中国证监会申请按产品计算持有特定证券数量，具体包括：（1）基金管理机构治理结构完善，建立与关联机构之间的业务和客户关键信息隔离制度，关联机构不得违反章程或合伙协议等直接干预基金管理机构的运营管理、基金的投资运作，确保独立、规范运作；（2）基金管理机构对所管理的不同基金分别设置账户，分别管理，分别记账，确保基金财产的完整和独立，且已实行独立托管；（3）基金管理机构建立不同基金的投资管理人员之间、投资管理人员与投资决策机构之间的隔离机制，确保相关人员独立、客观开展投资，并建立相应的内部合规监控体系；（4）在合格境外投资者渠道单独开立“合格境外投资者+基金名称账户”，且未通过其他合格境外投资者账户开展投资；（5）承诺按照中国证监会要求，披露基金通过战略投资者、内地和香港股票市场交易互联互通机制投资的情况，以及投资同一公司境外上市外资股的情况。且该公募基金不存在单一投资者持有份额超过总份额 50% 的情形；（6）基金管理机构按照境内信息披露规则履行信息披露义务，在机构和一致行动人层面对各个开放渠道的投资实施合并持股监控，并依据《证券法》等法律法规要求进行信息披露；（7）中国证监会提出的其他要求。

五、几项值得关注的问题

本次征求意见稿的主旨是规定和限制特定身份投资者的短线交易行为，以期防止大股东、控股股东、实际控制人等特定身份投资者利用信息优势进行短线交易，以此来达到维护市场公平性和保护普通投资者的权益。本次征求意见稿对特定短线交易行为进行了明确的规定，尤其在投资者身份界定、交易行为、豁免情形、持股计算方式以及法律后果等方面进行了详细的阐述。当然，实际执行过程中，以下细节值得我们关注和思考。

首先是特定短线交易买卖行为界定。《特定短线交易规定》明确只有支付对价，导致持有证券数量增减的行为，才被认定为特定短线交易买卖行为，并规定买入、卖出时点的具体标准。此外，买入时不具备特定身份，但卖出时具备的，应当遵守关于特定短线交易行为的规定。因此，资产管理公司在交易前需进行特定身份的评估，对于买入时不具备特定身份，但卖出时具备的情况，需严格遵守关于特定短线交易行为的规定。

其次是特定短线交易不跨品种计算问题。对于特定短线交易适用的证券范围，《特定短线交易规定》规

定特定身份投资者涉及特定短线交易行为的，应按照股票、存托凭证、可交换公司债券、可转换公司债券等证券品种持有数量分别予以认定。对于特定短线交易不跨品种计算的规定，相关市场参与主体在制定投资策略时，应将各类证券品种进行区分处理，确保对每种证券品种的持有数量进行独立计算。在投资多种证券品种时，需要注意控制每种证券的持股数量和买卖频率，避免触碰特定短线交易的阈值。

再有值得关注的问题是规定中的豁免情形。经《证券法》授权，中国证监会结合监管实践，在《特定短线交易规定》中规定了特定短线交易的豁免情形，资产管理公司在进行投资决策时，应充分考虑这些豁免条款，合理规避特定短线交易的限制。在特定短线交易的豁免情况下，公司可以适当增加交易频率和持股数量，但必须在确保自身行为符合豁免条件的前提下进行。

综合来看，本次征求意见稿对特定短线交易行为进行了全面规范，从投资者身份界定、交易行为、豁免情形、持股计算方式以及法律后果等各个方面对特定短线交易行为进行了针对性覆盖，虽然一定程度上规制了投资者的交易自由，但无疑对维护市场稳定性，防止市场操纵行为等方面起到了积极作用。同时，市场参与者也需要增强合规意识，密切关注后续正式出台的法规规定，按要求进行交易，并厘清各项操作标准和交易细节。我们也将持续关注行业实践，提供更多有益的建议。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

毛慧

电话： +86 21 6080 0506

Email: ellen.mao@hankunlaw.com