

# 基金法律业务前沿

(2024年第一期，总第一百四十四期)

上海市律师协会

基金专业委员会

2024年1月31日

内部资料仅供参考

不代表正式法律意见

## 目 录

一、 基金动态 .....	3
【01】券商“白名单”评估标准更新 .....	3
【02】央行与香港金管局推出深化数字人民币跨境试点等六项政策举措 .....	6
【03】中国人民银行决定降准 0.5 个百分点 .....	7
【04】首批 10 家公募基金上报中证 A50ETF .....	8
【05】基金四季度持仓全景图出炉 电子行业持股大幅提升 .....	9
【06】四年间券结基金规模增长超 10 倍 券结模式延长券商公募业务链 .....	14
【07】180 余只公募产品变更基金经理 中小公募人事变动率居前 .....	16
【08】中基协处分 12 家私募机构 私募行业监管趋严 .....	19
【09】2024 年首家“依公告注销”私募基金现身 .....	20
【10】鸿合科技、科森科技、神驰机电等多家股东协议转让，私募“接盘”，机构人士：可能是为了减持等 .....	21
【11】证监会进一步加强融券业务监管，全面暂停限售股出借 .....	23
二、 政策、法规、通知 .....	24
【01】国务院关于经营者集中申报标准的规定 .....	24
【02】关于行业协会的反垄断指南 .....	25
【03】关于进一步促进上海股权投资行业高质量发展的若干措施 .....	32
三、 观点和争鸣 .....	38
【01】境外算法交易监管处罚案例研究（下）——违反信息披露要求 .....	38
【02】美国股票限售规则研究及启示 .....	43

## 一、基金动态

### 【01】券商“白名单”评估标准更新

监管部门近期更新了证券公司白名单评估标准，整体评估框架与此前一致，但对部分内容进行了细化要求。

根据文件可知，评估标准框架包含六大部分，分别是股权结构和经营管理、合规内控、风险控制、同业竞争、受处罚情况、其他。

此次细化要求中指出，有以下情况的券商将不予纳入白名单，或立即暂停白名单的各项监管便利。

- 1.在最近 12 个月内被证监会采取监管措施 5 次以上的，不得纳入白名单。
- 2.因涉嫌违法违规事项正在被立案调查的，不接受公司白名单申请。
- 3.白名单证券公司涉嫌违法违规被立案调查的，立即暂停白名单的各项监管便利，但在相关调查结果确定前，暂不调出。
- 4.存在以下情况不予纳入：近两月自有资金质押违约规模增量和存续两融穿仓金额占净资本比重显著高于行业正常水平的公司；公司债券自营持仓潜在信用风险和流动性风险显著高于行业正常水平。
- 5.存在以下情况不予纳入：处于重大股权变更、董事会或管理团队重大变更的过渡期，公司治理结构、经营管理可能发生重大变化；公司股东存在未整改完成的重大事项，可能影响公司经营稳定的。

#### 基本要求

首先来看基本要求。

股权结构和经营管理方面，公司股权权属清晰，不存在权属纠纷以及委托他人或者接受他人委托持有或者管理公司股权情况，法人治理结构完善，股东会、董事会、监事会正常运作。

合规内控方面，公司根据《证券公司内部控制指引》《证券公司合规管理办法》等规定建立了有关合规内控制度，合规内控不存在重大缺陷。

风险控制方面，公司已建立符合监管要求的全面风险管理体系和流动性管理制度，能够实现风险控制指标实时动态监控，风控指标最近 18 个月持续符合规

定标准。

同业竞争方面，公司不存在同业竞争、不符合“一参一控”监管要求的情况。

受处罚情况的基本要求包含两项：一、公司最近 36 个月内没有受到刑事、重大行政处罚，最近 12 个月内没有因重大违法违规事项被采取过监管措施、没有因涉嫌违法违规事项正在被立案调查。

二、公司董事、监事、高级管理人员最近 36 个月未被采取市场禁入措施，最近 36 个月未受到证监会行政处罚，最近 12 个月未受到证券交易所公开谴责，最近 24 个月内未因对公司违法违规行为负有责任被认定为不适当人员、被撤销任职资格或证券从业资格。

其他方面的基本要求则是不存在其他不适宜纳入白名单的情形。

### **细化要求明确不予纳入的“红线”**

上述六大主体部分中，除了合规内控和同业竞争两方面没有细化要求之外，其余四项内容都有多条细化要求。

股权结构和经营管理方面的细化要求从股权治理情况、持续经营情况两方面切入。股权治理情况中，存在以下情况的公司不予纳入：1.处于重大股权变更、董事会或管理团队重大变更的过渡期，公司治理结构、经营管理可能发生重大变化；2.公司股东存在未整改完成的重大事项，可能影响公司经营稳定的。持续经营情况则是要求公司应具备持续盈利能力，近三年（整年度）累计利润为正。

风险控制的细化要求包括全面风险管理系统覆盖情况和重点业务风险两方面。

一、全面风险管理系统至少能覆盖至部分子公司（子公司指财务并表子公司，包括期货类和基金类），实现对子公司风险数据的系统化自动获取及风险信息分析报告，不应采用手动导入或人工填报的方式。无并表子公司的仅需满足覆盖母公司各项业务。

二、公司应审慎开展高风险业务，风控有效执行。存在以下情况的公司不予纳入：1.融资类业务潜在风险较大。具体为近两月自有资金质押违约规模增量和存续两融穿仓金额占净资本比重显著高于行业正常水平的公司。2.公司债券自营持仓潜在信用风险和流动性风险显著高于行业正常水平。

此外，因重点业务风险未纳入白名单的公司，需连续 3 个月指标恢复正常后

才可提交纳入申请；若已在白名单的公司业务指标触及预警水平的，可给予 1 个月过渡期，期满仍未达标的调出。

受处罚情况的细化要求涉及六个方面：

1.应将子公司、分公司及营业部的受处罚情况纳入评估范围。

2.重大监管措施是指，证券公司被采取公开谴责、限制业务活动、暂不受理与行政许可有关文件等监管措施，或董事、监事、高级管理人员因对公司违法违规行为负有责任被认定为不适当人选。

3.证券公司在最近 12 个月内被证监会采取监管措施 5 次以上的，不得纳入白名单。

4.重大行政处罚是指，被证监会实施行政处罚，或被其他行政部门实施认定为重大的行政处罚。

5.刑事处罚包括：a.公司涉嫌刑事犯罪的；b.员工在业务活动中涉嫌刑事犯罪且性质恶劣的。

6.因涉嫌违法违规事项正在被立案调查的，不接受公司白名单申请；白名单证券公司涉嫌违法违规被立案调查的，立即暂停白名单的各项监管便利，但在相关调查结果确定前，暂不调出。

其他方面的细化要求还有，新设立证券公司，要求展业已满 3 年。子公司治理管控，单独设立的持牌子公司应满足与母公司一致的合规内控、风险管理受处罚情况等要求，并合并至母公司进行统一考量。子公司未达到白名单标准的，母公司不予纳入。

### **最新一期“白名单”新增 5 家券商 调出 4 家券商**

证监会明确指出，“白名单”主要供证券监管部门使用，证券公司不得将其用于广告、宣传、营销等商业目的。

最新一期“白名单”发布于 2023 年 6 月，累计包含 31 家机构。对比 2022 年 6 月的名单可知，新增了东方证券、东方财富证券、国联证券、财通证券和西部证券 5 家券商。调出东北证券、国开证券、平安证券、招商证券等 4 家券商。

2023 年 6 月公布的证券公司“白名单”如下：

1	安信证券股份有限公司	17	华西证券股份有限公司
2	北京高华证券有限责任公司	18	华鑫证券有限责任公司
3	财信证券股份有限公司	19	南京证券股份有限公司
4	财通证券股份有限公司	20	瑞银证券有限责任公司
5	东方财富证券股份有限公司	21	申万宏源证券有限公司
6	东方证券股份有限公司	22	西部证券股份有限公司
7	东吴证券股份有限公司	23	西南证券股份有限公司
8	东兴证券股份有限公司	24	兴业证券股份有限公司
9	高盛高华证券有限责任公司	25	中国国际金融股份有限公司
10	光大证券股份有限公司	26	中国银河证券股份有限公司
11	广发证券股份有限公司	27	中航证券有限公司
12	国金证券股份有限公司	28	中泰证券股份有限公司
13	国联证券股份有限公司	29	中信建投证券股份有限公司
14	国泰君安证券股份有限公司	30	中信证券股份有限公司
15	国信证券股份有限公司	31	中原证券股份有限公司
16	华泰证券股份有限公司		

（图源：证监会官网）

## 【02】央行与香港金管局推出深化数字人民币跨境试点等六项政策举措

1月24日，香港金融管理局（以下简称“香港金管局”）联同中国人民银行（以下简称“央行”）公布六项深化香港和内地金融合作的政策措施。

一是将在内地发行的国债和政策性金融债纳入香港金管局人民币流动资金安排的合资格抵押品名单。二是进一步开放境外投资者参与境内债券回购业务，支持所有已进入银行间债券市场的境外机构参与债券回购，其中包含“债券通”

投资者渠道。三是发布优化粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点的实施细则，拓展和便利大湾区个人投资渠道。四是在大湾区实施港澳居民购房支付便利化政策，更好满足港澳居民置业需求。五是推动跨境征信合作，便利企业跨境融资。六是扩大数字人民币跨境试点，为香港和内地居民企业带来更多便利。

香港金管局总裁余伟文表示，这些措施将有助推动内地金融市场开放、巩固提升香港国际金融中心及离岸人民币业务枢纽地位，并进一步加强粤港澳大湾区联通。“我们将和有关部门及业界密切合作，确保各项措施尽快顺利实施，并探讨其他进一步优化措施。”

香港特别行政区行政长官李家超指出，今天公布的六项新措施扩大内地与香港金融市场互联互通，更好地满足国际投资者对内地债券市场的流动性管理需求，有利于香港进一步发挥国际金融中心作用，为加快建设金融强国、金融高质量发展作出积极贡献。新措施亦回应了两地居民和企业对跨境金融服务的需求，为两地居民跨境零售消费提供创新的支付服务，便利香港居民在大湾区内地城市购房，并通过跨境征信合作，为两地企业跨境融资提供更便捷的服务。特区政府将继续积极巩固和提升香港国际金融中心地位，发挥好金融服务优势。

### **【03】中国人民银行决定降准 0.5 个百分点**

新华社北京 1 月 24 日电（记者 吴雨、任军）中国人民银行 24 日宣布，决定自 2024 年 2 月 5 日起下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点；自 2024 年 1 月 25 日起分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各 0.25 个百分点。

“我国目前法定存款准备金率平均水平为 7.4%，与国际上主要经济体央行相比，空间还是比较大的，这是补充银行体系中长期流动性的一个有效工具。”中国人民银行行长潘功胜在当日举行的国新办新闻发布会上表示，存款准备金率下调 0.5 个百分点，将向市场提供长期流动性约 1 万亿元。

据介绍，此次下调不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构。下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7%。

记者了解到，中国人民银行将继续运用存款准备金率、再贷款再贴现、中期借贷便利、公开市场操作等流动性投放工具，为社会融资总量及货币信贷合理增长提供有力支撑。

当日，中国人民银行还宣布，分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各 0.25 个百分点。潘功胜介绍，把提供给金融机构的支农支小再贷款、再贴现利率由 2% 下调到 1.75%，有助于推动信贷定价基准的贷款市场报价利率(LPR) 下行。

中国人民银行表示，将灵活适度、精准有效实施稳健的货币政策，加大宏观调控力度，强化逆周期和跨周期调节，保持流动性合理充裕，促进社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

## 【04】首批 10 家公募基金上报中证 A50ETF

新年伊始，又有重磅宽基 ETF 产品集中上报。根据证监会网站披露的信息，10 家基金公司集体上报了跟踪中证 A50 指数的 ETF 产品。业内人士表示，未来随着这批指数产品获批，个人和机构投资者将新增分享中国经济增长的便捷工具。A50 指数发布有利于优化股票市场的资源配置功能，也有利于提振市场的信心。同时，相关 ETF 产品的丰富也有助于投资者挖掘中国经济新的增长点，成为境内外资金配置 A 股核心资产的又一重要标的。

具体来看，易方达、华泰柏瑞、嘉实、工银瑞信、摩根 5 家基金申报的 A50ETF 将在上交所上市；富国、华宝、平安、大成、银华 5 家基金申报的产品将在深交所上市。

近年来，随着我国经济转向高质量发展阶段，经济发展动力由要素、投资驱动转向创新驱动，资本市场新经济行业数量及权重显著提升，同时涌现出一批优质大市值新经济龙头上市公司。为更全面反映各行业代表性上市公司证券的长期运行态势，中证指数公司于 2024 年 1 月 2 日推出了中证 A50 指数。

从编制方案来看，中证 A50 指数从各行业龙头上市公司证券中，选取市值最大的 50 只证券作为指数样本，以反映各行业最具代表性的龙头上市公司证券的整体表现。行业分布方面，指数权重超过 10% 的有工业、可选消费、医药卫生等。据中证指数有限公司披露，中证 A50 指数十大权重股分别为贵州茅台、中国平安、宁德时代、招商银行、美的集团、长江电力、紫金矿业、恒瑞医药、中信证券、比亚迪，权重比例分别为 9.88%、6.62%、6.57%、5.25%、4.10%、



3.49%、3.13%、3.08%、3.03%、2.74%。

从指数的历史表现来看，截至 2023 年 12 月 29 日，最近 1 年、3 年年化、5 年年化收益率分别为-12.42%、-13.24%、4.60%。整个指数成分股总市值达到 12.17 万亿元，指数市值为 6.55 万亿元。从基本面来看，滚动市盈率为 14.96 倍，市净率为 2.02 倍，股息率为 2.72%。

围绕中证 A50ETF 的投资价值，大成基金表示，中证 A50 指数未来有望成为最能代表中国股票市场的漂亮 50 指数，市场容量和发展空间均值得期待。摩根资产管理也认为，指数基于中国经济发展的新阶段，引入可持续发展的新理念，从行业均衡的新视角进行编制，有望成为 A 股宽基指数的新代表。

大成基金表示，中证 A50 指数具备四大特点。一是行业分布均衡（编制规则要求各中证二级行业入选数量不少于 1 只，覆盖 30 个中证二级行业）。二是行业龙头效应明显（待选证券满足中证三级行业内过去一年日均自由流通市值排名第一，覆盖 50 个中证三级行业）。三是具备中国特色的 ESG 可持续投资要求，符合我国经济高质量发展阶段特征（剔除中证 ESG 评价结果在 C 及以下的上市公司）。四是精选优质大市值个股（待选证券满足样本空间内过去一年日均总市值排名前 300）。

值得注意的是，该指数编制方法在聚焦行业均衡同时，更引入了 ESG 可持续投资理念。指数样本整体基本面表现较为优秀，在 ESG 实践方面具有良好的资本市场示范效应，近半数公司 2022 财年净资产收益率位居同行业前 10%，超过 80%样本 ESG 评级在 A 及以上。

## 【05】基金四季度持仓全景图出炉 电子行业持股大幅提升

随着 2023 年四季报披露完毕，公募基金最新规模、持股情况以及明星基金经理的动态均已浮出水面。

2023 年，公募基金管理的规模继续走高，总规模站稳 27 万亿元，并于去年 8 月一度冲高至 28 万亿元。证券时报·数据宝统计，截至 2023 年 12 月 31 日，公募基金总规模为 27.26 万亿元，比 2022 年的 25.75 万亿元增长 5.88%。公募基金总规模多年来持续增长，最新值较 2019 年的 14.7 万亿元已近乎翻倍。

数量方面，公募基金在 2023 年突破 1.1 万只大关，最新达到 11514 只，同

比增长 9.75%；基金份额则实现 9.99%的同比增速，最新为 26.48 万亿份。

由于 2023 年市场行情整体不佳，主动权益类基金（灵活配置型、偏股混合型、平衡混合型、普通股票型）的规模大幅下降，最新规模为 3.93 万亿元，比 2022 年的 4.89 万亿元下降 19.6%，环比 2023 年三季度末的 4.26 万亿元下降 7.65%。其中，偏股混合型和灵活配置型基金管理的规模环比降幅最大，均逾 7%，最新规模分别为 2.25 万亿元和 1.06 万亿元。

### 行业持股集中度提升

数据宝统计，截至四季度末，共有 2925 只个股现身公募基金前十大重仓股名单。

分行业来看，6 个行业的基金持仓市值在千亿元以上。食品饮料行业继续领跑，持仓市值合计 3688 亿元；电子、医药生物行业持仓市值均在 3000 亿元以上；其他还有电力设备、计算机、非银金融行业持仓市值居前。

从持仓市值变化来看，9 个行业持仓市值环比增长，电子、医药生物、农林牧渔持仓市值增长居前，均超过 100 亿元。电子行业四季度持仓市值增长 358.91 亿元，持仓市值超过医药生物成为行业第二名。

在 AI 概念火热的背景下，第四季度电子行业获得公募基金青睐，中芯国际、北方华创、澜起科技等半导体个股均获得加仓。

值得注意的是，国家集成电路产业投资基金二期在第四季度频频出手，增持半导体相关企业，在 2023 年 10 月先后投资了长电科技、长鑫新桥，11 月投资士兰微，12 月入股华力微、华润微的子公司等。集成电路产业基金的持续投资，有助于行业长期发展。

7 个行业持仓市值环比下滑较多，均超过 100 亿元。其中，电力设备、食品饮料持仓市值减少居前，均超过 300 亿元。自 2022 年开始，电力设备行业指数持续回调，最新累计跌幅达到 49.61%，公募基金也进行了相应的减仓操作。值得注意的是，目前电力设备行业滚动市盈率为 15.86 倍，已处于历史低位。

与三季度相比，第四季度公募基金重仓股行业集中度有所提升。从持股市值占全部行业比例来看，四季度食品饮料、电子、医药生物三个行业合计占比为 42.13%，相较于三季度的 39.01%高出 3 个百分点，主要因为电子行业持股市值快速增长。

## 前二十大重仓股名单

从持仓市值来看，公募基金四季度重仓股中，有 44 只个股持股市值在百亿元以上，持股市值超千亿元的仅有贵州茅台一只股票。公募基金前二十大重仓股持股市值合计达到 7752 亿元，占全部重仓股持股市值比例超过 30%。

贵州茅台继续稳坐公募基金头号重仓股的宝座，一共有 1593 只基金重仓，比三季报减少 141 只。其他还有宁德时代、五粮液持股市值居前，分别为 815.33 亿元、526.92 亿元。

与三季报相比，前二十大重仓股名单新进 2 股，分别为美的集团、海康威视。美的集团四季度重仓基金数为 694 只，相较三季度末增长了 75 只，其中兴全趋势投资、交银新成长、中泰星元价值优选等在四季度新进重仓了该股。古井贡酒、比亚迪退出了前二十大重仓股名单。

公募基金前二十大重仓股中，紫金矿业、立讯精密、恒瑞医药获增持股数最多，均超过 1 亿股。10 月下旬开始，沪铜期货价格走强，多家机构认为 2024 年铜价看涨，紫金矿业铜矿产量居于世界前列，资金关注度明显上升。

## 积极调仓布局

个股调仓方面，与三季度相比，公募基金对 8 股的持股市值增长超 50 亿元，海光信息增长最多，达到 160.56 亿元。

海光信息在第四季度获得超过 100 只基金新进重仓，持股市值由 24.46 亿元增长到 185.03 亿元。公司已发布 2023 年业绩预告，预计实现归母净利润 11.8 亿元~13.2 亿元，同比增长 46.85%~64.27%。

与三季报末相比，561 股获得公募基金新进重仓，其中 25 股持股市值超亿元。海南机场、云从科技-UW、博众精工最新持股市值居前，分别为 5.66 亿元、4.98 亿元、4.65 亿元。

部分公募基金新进的重仓股在 2023 年有着不俗的业绩表现，统计显示，3 股已公布 2023 年度业绩预告，均为预增，包括大智慧、岩山科技、京仪装备。

## TOP20 基金持仓哪些股

数据宝统计，主动权益类基金中，2023 年业绩表现最佳的前 20 名基金（以下简称“TOP20 基金”），其单位净值增长率均在 25%以上（有 AC 类基金只计入 A 类）。在市场整体下行的大背景下，如此表现难能可贵，这些高增长的基

金做对了什么？

从基金主题看，在 TOP20 基金中，多达 6 只为北交所主题基金，占比三成。2023 年 10 月下旬以来，北交所个股持续活跃，10 月 24 日至 12 月 31 日，北证 50 指数累计涨幅高达 53.23%，带动多只北交所主题基金单位净值持续上涨。

以 2023 年冠军基金——华夏北交所创新中小企业精选两年定开为例，该基金最新前十大持仓清一色为北交所个股，且四季度全部实现上涨，第一大重仓股为北交所市值龙头贝特瑞，并且该基金在第四季度增持了该股；在四季度，该基金新进建邦科技和开特股份，期间两股均实现翻倍式上涨。值得一提的是，该基金在四季度将宁德时代踢出前十大重仓股之列。

其基金经理顾鑫峰表示，对于北交所的后续表现依然充满信心。一是北交所公司目前估值依然具有吸引力；二是很多北交所公司延续了较快的业绩增速；三是政策暖风对整个市场构成中长期利好；四是北交所未来新挂牌的公司会变多变好，增加优质供给是市场长期发展的基石，北交所个股未来或将呈现出多点开花、欣欣向荣的良好态势。

亚军东方区域发展则在第四季末来了一波持仓“大换血”，前十大重仓股从清一色的白酒股转变为清一色的光伏股：基金前五大重仓股由山西汾酒、古井贡酒、泸州老窖、贵州茅台和今世缘换成了隆基绿能、高测股份、宇邦新材、欧晶科技和固德威。其基金经理周思越认为，光伏行业潜在利空已经充分体现在股价上，未来随着业绩层面利空的落地，有望确认下一阶段边际改善的预期。

TOP20 基金前十大重仓股显示，持有兆威机电和长盈精密的基金数量居前，分别有 6 只和 5 只，主要为金鹰基金陈颖管理的 4 只基金所持有。另外，中邮健康文娱和宝盈基础产业 A 持有兆威机电，广发电子信息传媒产业精选 A 持有长盈精密。持有超图软件、海格通信、均胜电子等个股的持股基金均有 4 只。

### 明星基金经理管理规模缩水

管理百亿级规模的明星基金经理被认为是市场的“顶流”，其一举一动都被投资者高度关注，他们的业绩表现如何？

数据宝统计了部分明星基金经理的在管基金情况（AC 类基金分别计入）。在主动权益类基金中，管理规模最大的是中欧基金葛兰，其管理的基金最新规模达到 573.46 亿元；排在第二、第三位的分别是景顺长城基金的刘彦春和易方达

基金的张坤，规模依次为 538.57 亿元、466.49 亿元。

从规模变动来看，受去年四季度市场行情不佳影响，“顶流”们的管理规模齐齐下跌。张坤、葛兰、刘彦春、胡昕炜、萧楠管理的基金规模均下跌 50 亿元以上；以降幅来看，葛兰、傅鹏博、萧楠、胡昕炜、张坤管理的基金规模环比降幅超过 10%。

中欧基金葛兰在第四季度进行了大刀阔斧地调仓。以其管理规模最大的中欧医疗健康为例，前十大重仓股中仅加仓恒瑞医药 778.36 万股，小幅加仓迈瑞医疗和同仁堂；其余 7 股均遭减仓。其中，减仓爱尔眼科 1473.27 万股，减仓泰格医药 593.61 万股，减仓药明康德和华润三九各 280 万股以上。葛兰表示，预期医疗行业供需格局会进一步改善。在供给端，创新仍是重要驱动力；在需求端，国内乃至全球市场需求总量依然巨大，创新药及创新器械都有着广阔的成长空间。

相较于葛兰的仓位变动，景顺长城刘彦春管理的景顺长城新兴成长前十大重仓股在 2023 年四季度的变化就不那么大了。该基金增持山西汾酒 118.01 万股，小幅减持贵州茅台和五粮液，减持迈瑞医疗 144.92 万股，其余 6 股仓位未变，贵州茅台仍为其第一大重仓股。刘彦春表示，四季度组合相对稳定，商业模式、资源禀赋、发展潜力仍然是重点关注指标。

易方达基金张坤则在易方达蓝筹精选中大幅减仓招商银行 2000 万股，减仓腾讯控股 140 万股，减仓五粮液 88.07 万股，减仓贵州茅台 29 万股；同时增持药明生物 420 万股，增持洋河股份 14.46 万股。张坤表示，组合中部分优质公司竞争壁垒依然坚固，只要老百姓的生活水平能够逐年上升，中国能够成功迈入中等发达国家，这些公司的长期成长性依然具备。

### **基金经理展望 2024 年 A 股市场**

展望 2024 年 A 股市场，中欧基金葛兰表示，全球投融资环境有望在加息周期后逐步恢复，国内政策端或保持平稳，行业对合规化影响的认知会更加清晰。医药行业整体仍将保持稳健增长的趋势，优秀企业长期增长的驱动力并未出现重大变化。

中欧基金周蔚文表示，相信宏观经济持续改善的步伐不会停止，在企业家、居民预期及相关预算得到调整后，经济将可能在一段时间后企稳，已经连续调整的 A 股市场，或将出现买入有长期价值股票的良机。

泉果基金赵诣认为，在当前阶段，机会大于风险。经济指标好转和周围的消费亮点已经逐步积累积极因素，需要给时间让市场情绪慢慢恢复，底部阶段更加需要耐心和定力。

景顺长城基金刘彦春也持有相似看法。他表示，政策重心已经向稳增长倾斜，一季度应该会看到效果。海外通胀水平持续回落，2024 年美国有望开启降息周期。财政、准财政开始发力，监管部门呵护市场态度明确，但投资人情绪低迷，对利好因素选择无视，负面信息则无限放大，当中或存在投资机会。

至于后续投资板块，赵诣表示，更加关注有“增量”的方向，一是技术进步带来需求提升的方向，包括能源和 AI 应用；二是在“国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进”定调下的国产替代、补短板的方向，尤其是以航空发动机、半导体为主的高端制造业；三是需求复苏的消费行业；四是稳健增长，高股息率的企业。

## 【06】四年间券结基金规模增长超 10 倍 券结模式延长券商公募业务链

在监管层鼓励以及公募市场快速发展的双重助推下，2020 年初至今，券结基金（通过证券公司进行资金结算的基金）存量规模从 652.92 亿元增长至 7300 亿元，四年多的时间内，规模增长超 10 倍。

“券结基金规模不断扩大，主要是政策面因素积极推动。”上海国家会计学院金融系主任叶小杰在接受《证券日报》记者采访时表示，2023 年，监管层支持券结模式的举措不断。例如，助推老产品转换为券商结算业务模式，也助推新产品采用券商结算业务模式，从而享受豁免佣金分配比例上限的政策优惠，为券结基金注入利好。

### 分佣模式改变 撑开券结底层入口

所谓券结模式，是指基金公司委托券商开设资金账户，完成基金产品的交易与清算，券商作为结算交收主体全程参与基金的交易、托管及结算过程。券结模式下，券商不再只担任通道角色，而是成为结算交收的主体，可全程参与基金的交易、托管及结算，延长业务链。

2017 年券结模式启动试点，2019 年初由试点转为常规业务，近年来，券结

基金发行不断增多。Wind 数据显示，2023 年全年共有 257 只券结模式公募基金成立，发行规模合计达 1400 亿元。

政策的完善进一步推动券结模式发展，券结模式下，券商可豁免佣金分仓比例的限额，单家券商可获得 100% 的交易佣金。2023 年 12 月 8 日，证监会发布的《关于加强公开募集证券投资基金证券交易管理的规定（征求意见稿）》中提到，一家基金管理人通过一家证券公司进行证券交易的年交易佣金总额，不得超过其当年所有基金证券交易佣金总额的 15%。股票型、混合型基金管理规模合计未达到 10 亿元人民币的基金管理人，不受前款比例限制，但通过一家证券公司进行证券交易的年交易佣金总额，不得超过其当年所有基金证券交易佣金总额的 30%。基金管理人管理的采用券商交易模式的基金，原则上不适用上述规定。

此后，券结模式的市场关注度进一步提升。国泰君安基金研究首席分析师孙雨表示：“上述规定改变了分佣模式，撑开了券结底层入口，在有限的渠道资源下，开展券结业务模式的重要性大幅提升，券结模式有望迎来业务发展的黄金期。”

当前，采用券结模式的基金公司逐步增多。近期，鹏华基金、诺德基金、诺安基金等多家基金宣布旗下基金产品由托管人结算模式转换为券结模式。方正证券首席策略分析师曹柳龙表示：“近年来，券商渠道影响力持续提升，券结基金逐步扩容。随着券结模式优化及券商渠道影响力继续强化，更多基金公司产品有望转向券结模式。”

从存量情况来看，2020 年初时，券结基金的数量与规模分别为 117 只、652.92 亿元。截至 2024 年 1 月 10 日，券结基金的数量与规模分别为 947 只和 7300 亿元，占据全部公募基金规模的比重约 2.6%。也就是说，四年多的时间里券结基金规模增幅超 10 倍。

前海开源基金首席经济学家杨德龙对《证券日报》记者表示：“券结模式对基金管理人和券商均可带来一定积极影响。对于券商而言，券结模式不受佣金分配比例的限制；对于基金管理人而言，券结模式下，券商与基金深度绑定，券商代销积极性提高，有利于做大基金产品规模。”

### **券结模式下 券商、公募实现“双赢”**

“券结模式有利于基金公司更加深度地绑定券商，而且在这种模式下，券商会加大对于券结产品的布局和资源投入，有利于提升产品的规模。对于中小型基

金公司而言，券结模式相对于银行渠道更有优势，是一个更具可行性的选择。此外，对于基金公司来说，券结模式的资金占用成本较低，具备费用上的优势，因此基金公司也有加大布局力度的动力。”叶小杰表示。

目前，布局券结基金的基金管理人以中小型机构为主，同时部分大型机构也开始有所行动。对此，易观千帆金融分析师夏雨向《证券日报》记者表示：“券结模式让券商更多参与公募基金交易的流程，得到的佣金也更高。对基金公司而言，这一模式提供了新的合作思路和更多产品销售的渠道。对于中小规模的基金与券商而言，券结模式能够更好地绑定合作关系，有利于产品的销售、管理、售后、运营；但对于大型券商、基金而言，这一模式目前还只能作为选项，要成为主流选择，还需政策和市场的进一步推动。”

中金公司非银及金融科技团队认为，基金公司层面，通过券结产品绑定重点渠道，有利于资源的有效投放、产品的长期保有和规模增长，能够更有针对性地服务与维系渠道客户；券商层面，既可通过提升基金销量并持续做大保有规模来获取佣金收入，亦可在券商财富转型背景下，通过同优质公募机构的深度合作来应对日益激烈的渠道竞争。

不过，现阶段券结模式的发展还面临诸多挑战。孙雨认为，首先，目前头部基金管理人参与度仍较低，贡献交易佣金尚有限；其次，券结产品在优选环节存在不足；另外，券结模式对券商一站式服务和资源协同提出了更高的要求，券商买方投顾的培育力度还有待进一步提升。

## **【07】180 余只公募产品变更基金经理 中小公募人事变动率居前**

新年伊始，公募基金人事变动频频。Wind 数据显示，截至《经济参考报》记者发稿，2024 年年初以来，已有 180 余只公募基金产品基金经理发生变动。其中，还有 60 多只产品在宣布基金经理卸任后，并没有新聘基金经理。此外，部分基金公司也存在人事变动，今年以来有 10 家公募共 12 名基金经理离任，有 5 家公募机构共 8 位高管发生变动。在多名受访人士看来，市场竞争日益激烈，公募基金行业人才频繁流动也将在新一年延续，更多“新生代”基金经理的出现亦成为行业的显著特征



## 基金经理变更频频

近期，嘉实基金发布公告称，嘉实中证沪港深互联网 ETF、嘉实新兴科技 100ETF 联接、嘉实中证新兴科技 100 策略 ETF 的基金经理均变更为尚可。在此之前，嘉实中证沪港深互联网 ETF 的基金经理为田光远，另外两只产品的基金经理为王紫菡。同日，嘉实基金还发布公告称，嘉实创业板增强策略 ETF 的基金经理由张钟玉变更为尚可，目前该产品的基金经为尚可和龙昌伦二人。

中欧滚钱宝也于近日对外披露了基金经理变更的公告，原先的基金经理王慧杰卸任，管志玉接替其位置，和张东波共同管理该产品。中欧货币也公告称，基金经理洪慧梅卸任，管志玉接替其位置，和张东波共同管理该产品；中欧润逸 63 个月定期开放增聘管志玉为基金经理。

Wind 数据显示，截至记者发稿，2024 年开年以来已有近 180 只公募基金产品基金经理发生变动，涉及 51 家公募机构，还包括景顺长城基金、民生加银基金、广发基金等头部公募，去年同期宣布变更基金经理的产品不到 150 只。记者注意到，基金经理变更主要包括三种情况：一是直接变更基金经理、二是增聘、三是原基金经理卸任后未新聘基金经理。大多数情况下，直接变更基金经理的情况较多。

今年以来，有 60 多只产品在宣布基金经理卸任后，并没有新聘基金经理，占比超三成。比如东方红目标优选定开，该基金成立于 2017 年 12 月，并于 2018 年 8 月上市。上市初期，其基金经理为徐觅、孔令超和饶刚三人。2021 年 3 月，饶刚卸任，只剩下徐觅和孔令超二人管理该基金，到了今年 1 月 5 日，孔令超也不再担任该产品的基金经理，该产品基金经理只剩下徐超一人。类似情况的还有鹏华尊惠 18 个月定期开放，该基金成立于 2018 年 3 月，2018 年 10 月至今年 1 月初，该产品由汤志彦和李君共同管理，1 月 9 日，李君不再担任该产品基金经理，只剩下汤志彦一人。

## 中小规模公募人事变动率居前

多家基金公司的基金经理也发生了变动。Wind 数据显示，截至记者发稿，今年以来已有 12 名基金经理离任，涉及 10 家公募机构，主要集中在中小规模的公募机构。例如中科沃土基金、恒生前海基金、金元顺安基金、江信基金等，今年以来均有基金经理离任，截至 2023 年 9 月末，其管理规模分别为 6.34 亿元、187.89 亿元、292.30 亿元和 25.10 亿元。

从近五年的基金经理离任情况来看，Wind 数据显示，2019 年至 2023 年，基金经理离任人数分别为 225 人、252 人、320 人、323 人和 320 人。从基金经理变动率来看，超过 100%（含）的分别有 10 家、18 家、20 家、24 家和 11 家，基本上都集中在中小规模基金。

在巨丰投顾高级投资顾问李名金看来，基金经理离任的原因可能有多种。其中可能包括个人原因，如个人发展、家庭等因素；也可能是公司内部调整，比如基金公司对基金经理的绩效要求或者管理层的变动等；还有可能是基金经理对自己管理的基金不太满意，或者对投资策略有不同的看法等。李名金还认为，基金经理离任是公募基金行业人才流动的正常现象，通常在市场波动较大的时间点，人事关系也会出现较大变动。

除了基金经理，今年以来已经有 5 家公募机构共 8 位高管发生变动，包括 2 位董事长、4 位副总经理和 2 位督查长。1 月 10 日，湘财基金发布公告称，自 1 月 8 日起新任蒋军为公司董事长，王小平不再担任该职。公开资料显示，蒋军曾任中国证监会湖南监管局机构处处长、中国证监会江苏监管局副局长等，后任湘财股份有限公司董事、总裁。综合来看，Wind 数据显示，2019 年至 2023 年，分别有 367 位、412 位、404 位、327 位和 369 位公募高管发生变更。

### “新生代”基金经理频繁亮相

“公募基金人事变动的原因有很多，可能是正常的人才迭代，也可能是基金业绩不佳导致的换将。纵观 2023 年二级市场普遍表现不佳，不排除有的基金公司希望岁末年尾换人来获得新的业绩增量。”浙江大学国际联合商学院数字经济与金融创新研究中心联席主任、研究员盘和林对《经济参考报》记者表示。

盘和林认为，2024 年公募行业人才流动或将持续下去，因为公募行业存在优胜劣汰，人才和人才之间存在竞争，机构和机构之间也存在竞争。简单来说就是，好的基金经理可能会被大基金公司挖走，业绩不好的基金经理会被新人替代。一旦二级市场回暖，公募基金便会招兵买马，行业人才竞争自然更加激烈。在这样的情况下，也会有越来越多的中小基金绩优基金经理跳槽到头部基金公司。

与此同时，近年来“新生代”基金经理频繁亮相。截至发稿，目前在任的

3600 多名基金经理中，任职期不超过 3 年的有 1600 多名，占比超过 4 成。2023 年以来，首度登场的基金经理超 500 人。而 2024 年开年以来，首度登场的基金经理已有 24 人。目前，“新生代”基金经理的管理规模主要集中在 10 亿元以下，管理规模在 0-10 亿元之间的有 900 多名。不过，也有一部分已经参与了超百亿规模基金的管理。Wind 数据显示，在这 1600 多名任职期不超过 3 年的基金经理中，有 187 名基金经理管理规模超过百亿元，甚至还有 10 余人的在管总规模超过千亿元。目前排名前三的分别是天弘基金的田瑶、工银瑞信基金的郝瑞和广发基金的周卓熙，最早任职期分别是 2022 年 7 月、2023 年 5 月和 2021 年 5 月。

## 【08】中基协处分 12 家私募机构 私募行业监管趋严

近日，中国证券投资基金业协会（简称“中基协”）官网对外披露了针对深圳市国财资产管理有限公司（简称“深圳国财”）的纪律处分决定书。经查，深圳国财共存在两大违规行为，一是未尽管理人谨慎勤勉义务，委托无销售资格的机构募集私募基金；二是不配合自律检查。

具体来看，2017 年 6 月 27 日，深圳国财与深圳指航投资顾问有限公司（简称“指航投顾”）签署了《私募基金备案咨询服务合同》。根据合同约定，深圳国财委托指航投顾完成“深圳市前海鑫汇盛投资管理中心（有限合伙）”的备案，费用 13000 元。经查，指航投顾不具备基金销售业务资格，深圳国财委托指航投顾募集私募基金，违反了《私募基金监管办法》第四条、《私募投资基金募集行为管理办法》第二条的规定。同时，中基协多次与深圳国财系统内登记高管联系，均未获得有效反馈。

无独有偶，因存在间接向投资者承诺保本保收益等情况，华联汇垠股权投资基金管理（横琴）有限公司（简称“华联汇垠”）也收到了中基协发送的纪律处分决定书。经查，华联汇垠共存在六大违规事实。除了间接向投资者承诺保本保收益外，华联汇垠还未按照《基金合同》风险揭示书的约定向投资者披露运用基金财产从事重大关联交易。此外，在华联汇垠稳健 6 号私募投资基金产品不定期开放募集期间，未向投资者揭示产品底层资产存在重大风险等。

截至《经济参考报》记者发稿，今年以来中基协官网对外披露了 10 份纪律

处分决定书、1 份纪律处分事先告知书和 1 份纪律处分复核决定书，共涉及 12 家私募机构。与此同时，今年以来中基协官网披露的针对个人的纪律处分决定书超 20 份，基本上都是被处分私募机构的高管。

从这十多家私募机构的违规情况来看，多家私募曾向投资者承诺保本保收益。除了上文提到的华联汇垠外，泓泉投资管理（平潭）有限公司（简称“泓泉投资”）也存在同样的违规行为。泓泉投资的实际控制人及法定代表人张翔与泓泉投资发行产品“泓泉长风 6 号私募证券投资基金”，与部分投资者签署《借款和委托投资协议》，协议约定若该投资者资金收益不足 8%，由张翔资金无条件补足至 8%；当产品净值低于 0.96，张翔须于三个工作日内完成追加资金，使得该投资者所持份额净值不低于期初出资 1100 万元。

此外，未按照基金合同进行信息披露的违规情况也较多，涉及到的私募机构包括国度京融（深圳）投资有限公司、广州国卓资产管理有限公司等。业内人士看来，目前我国私募基金市场已进入数量与质量并重的发展阶段，监管趋严尽管加剧了私募基金行业的准入限制，但长期来看更有利于行业的规范健康发展。

早在 2023 年 9 月 1 日正式实施的《私募投资基金监督管理条例》，就重点从五个方面对私募基金行为进行了规范：一是明确了适用范围；二是明确私募基金管理人和托管人的义务要求；三是规范资金募集和投资运作；四是对创业投资基金作出特别规定，国家对创业投资基金给予政策支持，鼓励和引导其投资成长性、创新性创业企业；五是强化监督管理和法律责任。

## 【09】2024 年首家“依公告注销”私募基金现身

2024 年伊始，构建“进出有序”的私募行业生态持续推进中。私募注销方面，中基协公示信息显示，今年以来至 1 月 8 日，全市场已有 10 家私募基金管理人公示注销。

据中基协公示信息显示，1 月 7 日，石家庄城控私募股权投资基金管理有限公司依公告注销。这是 2024 年首例“依公告注销”的私募基金管理人。

私募基金管理人注销机构大致分为三类，除了“依公告注销”外，还有“主动注销”和“协会注销”两种类型。

有受访人士对记者分析称，“依公告注销”是指依据《关于进一步规范私募

基金管理人登记若干事项的公告》，私募基金管理人在办结登记手续之日起6个月内仍未备案首只私募基金产品被注销的机构，中基协将注销该私募基金管理人登记。

从2023年5月1日开始，《私募投资基金登记备案办法》对“依公告注销”重新做出规定，“登记后12个月内未备案自主发行的私募基金，或者备案的私募基金全部清算后12个月内未备案新的私募基金，协会将注销其私募管理人登记并予以公示。”因此，目前，首发基金的备案时限已经为12个月。

“需要注意的是，依据《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》注销私募基金管理人登记工作，不是对相关机构的自律处分，被注销登记的机构若有真实业务需要，还可以按照相关要求，重新申请私募基金管理人登记。”上述受访人士进一步说。

据《证券日报》记者统计，开年至今，除了上述1家“依公告注销”外，其余9家均为主动注销。

具体来看，主动注销的私募管理人包括甲信资产管理（上海）有限公司、前海太行资产管理（深圳）有限公司、北京铖沣投资管理有限责任公司、苏州涟漪天一投资管理有限公司、江苏富力投资管理有限公司、深圳市宏富资产管理有限公司、金华朗润投资管理有限公司、嘉兴银宏兆泉资产管理有限公司、深圳市鑫汇海资产管理有限公司。

近年来，全市场注销的私募管理人有所增多。2023年，有2400余家私募基金管理人注销，注销数量达到了历史新高。这一数量激增的背后，一方面是市场自然淘汰、自我净化的过程，另一方面也是顶层设计框架不断完善的结果。

北京地区一位私募基金经理在接受《证券日报》记者采访时表示：“近年来，监管层加大对行业‘扶优限劣’的力度，推动了行业规范化和透明度提升，市场竞争的加剧则促使私募机构加快夯实自身实力，为投资者提供更为可靠的投资选择。而风险机构及不良机构相继出清，有益于构建‘进出有序’的行业生态。”

## **【10】鸿合科技、科森科技、神驰机电等多家股东协议转让，私募“接盘”，机构人士：可能是为了减持等**

近几个月有鸿合科技、科森科技、神驰机电等多家上市公司发布公告，股东

拟通过协议转让方式将持股转给私募基金。

究其背后的原因，多家机构人士向记者表示，主要是股东有资金需求、为了实现减持。据了解，当前做“接盘”协议转让这类业务的私募不在少数。有人认为这是“通道”业务，也有人觉得只要合规操作无可厚非，而且对市场的冲击也相对较小。

### **股东将持股协议转让给私募基金 背后原因可能是为了减持等**

今年1月8日，神驰机电发布公告称，公司控股股东、实控人及其一致行动人拟通过协议转让方式将其持有的公司5.03%的股份，以15.29元/股的价格转让给文储1期私募证券投资基金，转让总价款为1.61亿元。

1月9日，鸿合科技发布公告称，持股5%以上的股东兼董事拟以29.55元/股的价格，合计转让5.02%股份给昊泽晨曦6号私募证券投资基金，转让总价款共计约3.5亿元。

同时，安奈儿、禾盛新材、茶花股份、帝科股份等多家上市公司近期发布了关于控股股东、实控人及一致行动人、或原持股5%以上股东，协议转让公司部分股份完成过户登记的公告。比如安奈儿控股股东此次转让了12%的股份，合计总价款约为3.6亿元，目前已完成过户登记手续，分别转让给永禧永嘉私募基金、乾集聚宝3号私募基金。

排排网财富管理合伙人夏盛尹分析，股东拟协议转让股份给私募基金产品，主要原因可能有：一是股东可能希望通过私募基金获得更多的资金支持；二是股东也可能因为个人资金需求或减持股份而选择协议转让；三是通过这种方式减持，一定程度上可以减少二级市场股价的波动。

“但无论如何，协议转让的结果是股东减持。根据监管机构的相关文件和规定，协议转让需满足相关条件，其中条件之一就是转让的股份数量不低于上市公司总股本的5%。”夏盛尹补充道。

某券商机构业务部人士告诉记者，在去年减持新规后，上市公司股东协议转让股份给私募基金明显变多，“此前监管规定竞价交易和大宗交易分别最多能减持1%、2%，有些上市公司股东急着要用资金，就会通过协议转让方式进行减持。协议转让最低的转让份额是总股本的5%，它不是通过券商的竞价交易和大宗交易系统实现，而是通过中国结算直接办理协议转让、非交易过户。”

还有一位券商营业部人士表示，现在协议转让接盘的，要么是产业资本，要

么是私募基金。他们有的是为了投资，趁着公司股价便宜买进，而且协议转让有折扣；还有就是纯通道，私募产品受让股东股份，帮忙解决股东资金需求。“因为减持新规要求大宗交易是 90 个自然日内减持不超过 2%，竞价交易是不超过 1%，总共 3%。而且，现在监管规定实控人在一些情况下不得减持。所以他们想通过协议转让的渠道，一下子就可以减持 5%以上。”

### **不少私募参与协议转让业务 但要注意合规问题**

事实上，去年下半年以来，参与“接盘”上市公司股东协议转让股份的私募基金不在少数。比如，上海阿杏投资旗下的私募产品分别受让孩子王、润欣科技股东转让的股份，浙江启厚资产的产品受让科森科技控股股东转让的股份，上海烜鼎资产旗下产品分别受让了天迈科技、禾盛新材股东转让的股份。这些协议转让的股份要到 6 个月以后，私募基金才能减持。

前述券商机构业务人士透露，他们接触的不少中小私募在参与这类资本市场业务，因为现在私募基金募资也比较困难，做此类“通道”业务不仅能给私募增收，还可以增加规模。但私募管理人需要注意合规问题。

前述券商营业部人士也称，现在做这些业务的私募很多，股票市场没有行情，有些私募愿意做通道。对于私募来说，既可以扩规模，收取管理费，以养活团队，维持公司日常开支。同时，如果投资管理做得好，到了 6 个月之后减持卖出更高的价格，还可以实现资产增值，提取后端业绩报酬，“私募帮助股东把盘活股份和增值一起做，还帮股东做了税筹。我们也会帮忙找一些不错的私募管理人，给上市公司提供差异化的服务。”

也有市场人士认为，协议转让只要信披程序到位就无可厚非。因为转让协议股份后，也是要遵守减持新规的。“协议转让本身就是减持的方式之一，需要符合减持规则的约束。相对于在二级市场直接卖出，这种方式减持对市场的直接冲击会比较小。”

## **【11】证监会进一步加强融券业务监管，全面暂停限售股出借**

为贯彻以投资者为本的监管理念，加强对限售股出借的监管，证监会经充分论证评估，进一步优化了融券机制。具体包括：一是全面暂停限售股出借；二是将转融券市场化约定申报由实时可用调整为次日可用，对融券效率进行限



制。因涉及系统调整等因素，第一项措施自 1 月 29 日起实施，第二项措施自 3 月 18 日起实施。

2023 年 10 月，证监会取消上市公司高管及核心员工通过参与战略配售设立的专项资产管理计划出借，并限制其他战略投资者在上市初期的出借方式和比例，新规实施以来，战略投资者出借余额降幅近四成，取得良好效果。

在总结前期优化融券机制安排经验的基础上，按照“稳妥推进、分步实施”的思路，此次证监会优化融券机制，主要体现以下监管意图：一是突出公平合理，降低融券效率，制约机构在信息、工具运用方面的优势，给各类投资者更充足的时间消化市场信息，营造更加公平的市场秩序。二是突出从严监管，阶段性限制所有限售股出借，进一步加强对限售股融券监管，同时，坚决打击借融券之名行绕道减持、套现之实的违法违规行为。

下一步，证监会将持续强化监管，把制度的公平性放在更加突出位置，及时总结评估运行效果，依法维护市场秩序，切实保护广大投资者的合法权益。

## 二、政策、法规、通知

### 【01】国务院关于经营者集中申报标准的规定

发布机关：国务院

发布时间：2024 年 01 月 26 日

国务院关于经营者集中申报标准的规定

中华人民共和国国务院令 第 773 号

第一条 为了明确经营者集中的申报标准，根据《中华人民共和国反垄断法》，制定本规定。

第二条 经营者集中是指下列情形：

- （一）经营者合并；
- （二）经营者通过取得股权或者资产的方式取得对其他经营者的控制权；
- （三）经营者通过合同等方式取得对其他经营者的控制权或者能够对其他经营者施加决定性影响。

第三条 经营者集中达到下列标准之一的，经营者应当事先向国务院反垄断



执法机构申报，未申报的不得实施集中：

（一）参与集中的所有经营者上一会计年度在全球范围内的营业额合计超过120 亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 8 亿元人民币；

（二）参与集中的所有经营者上一会计年度在中国境内的营业额合计超过 40 亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 8 亿元人民币。

营业额的计算，应当考虑银行、保险、证券、期货等特殊行业、领域的实际情况，具体办法由国务院反垄断执法机构会同国务院有关部门制定。

第四条 经营者集中未达到本规定第三条规定的申报标准，但有证据证明该经营者集中具有或者可能具有排除、限制竞争效果的，国务院反垄断执法机构可以要求经营者申报。

第五条 经营者未依照本规定第三条和第四条规定进行申报的，国务院反垄断执法机构应当依法进行调查。

第六条 国务院反垄断执法机构应当根据经济发展情况，对本规定确定的申报标准的实施情况进行评估。

第七条 本规定自公布之日起施行。

## 【02】关于行业协会的反垄断指南

发布机构：国务院反垄断反不正当竞争委员会

发布时间：2024 年 01 月 12 日

### 关于行业协会的反垄断指南

国务院反垄断反不正当竞争委员会发〔2024〕2 号

#### 第一条 目的和依据

为了预防和制止行业协会从事《中华人民共和国反垄断法》（以下简称《反垄断法》）禁止的行为，发挥行业协会在促进行业规范健康持续发展、维护市场竞争秩序等方面的积极作用，引导行业协会加强反垄断合规建设，根据《反垄断法》等法律规定，制定本指南。

#### 第二条 基本概念

本指南所称行业协会，是指由同行业经济组织和个人组成，行使行业服务和自律管理职能的社会团体法人。

行业协会主要由具有竞争关系的经营者组成，也可能包括上下游经营者，或者具有其他业务联系的经营者。

### 第三条 总体要求

行业协会应当加强行业自律，引导本行业的经营者依法竞争，合规经营，维护市场竞争秩序。

行业协会不得违反《反垄断法》的规定，从事排除、限制竞争行为。

### 第四条 禁止组织从事垄断协议的一般规定

组织本行业的经营者从事垄断协议，是行业协会违反《反垄断法》的主要表现形式。行业协会不得违反《反垄断法》第二十一条的规定，组织本行业的经营者从事垄断协议行为。

前款所称从事，包括垄断协议的达成和实施。

### 第五条 垄断协议的形式

垄断协议是指排除、限制竞争的协议、决定或者其他协同行为。

协议、决定可以是书面、口头等形式。

其他协同行为是指经营者虽未明确订立协议或者决定，但实质上存在协调一致的行为，有关经营者基于独立意思表示所作出的价格跟随等平行行为除外。

### 第六条 横向垄断协议

行业协会不得组织本行业具有竞争关系的经营者达成《反垄断法》第十七条禁止的下列垄断协议：

（一）固定或者变更商品或者服务（以下统称商品）价格。行业协会不得以价格自律、行业整顿、维护市场秩序等名义为本行业的经营者设定商品价格或者限制其自主定价权，也不得组织本行业的经营者固定或者变更价格水平、价格变动幅度、利润水平或者折扣、手续费等其他费用，约定采用据以计算价格的标准公式、算法、平台规则等。

（二）限制商品的生产数量或者销售数量。行业协会不得对本行业的经营者作出减产、停产、设定生产配额或者比例、限量供应、停止销售等关于商品生产数量或者销售数量的决定，也不得组织本行业的经营者通过限制产量、固定产量、

停止生产等方式限制商品的生产数量,通过限制商品投放量等方式限制商品的销售数量等。

(三)分割销售市场或者原材料采购市场。行业协会不得组织本行业的经营者划分商品的销售地域、销售对象、市场份额、销售收入、销售利润或者销售商品的种类、数量、时间,也不得组织本行业的经营者划分原材料的采购区域、供应商、种类、数量、时间等。

(四)限制购买新技术、新设备或者限制开发新技术、新产品。行业协会不得组织本行业的经营者限制购买、使用、租赁、投资、研发新技术、新工艺、新设备、新产品,或者拒绝使用新技术、新工艺、新设备、新产品等。

(五)联合抵制交易。行业协会不得组织本行业的经营者联合拒绝向特定经营者供应或者销售商品、联合拒绝采购或者销售特定经营者的商品,或者联合限定特定经营者不得与其具有竞争关系的经营者进行交易等。

(六)国务院反垄断执法机构认定的其他垄断协议。

#### 第七条 纵向垄断协议

行业协会不得组织本行业的经营者与交易相对人达成《反垄断法》第十八条禁止的下列垄断协议:

(一)固定向第三人转售商品的价格。行业协会不得组织本行业的经营者固定向第三人转售商品的价格水平、价格变动幅度、利润水平或者折扣、手续费等其他费用。

(二)限定向第三人转售商品的最低价格。行业协会不得组织本行业的经营者限定向第三人转售商品的最低价格,或者通过限定价格变动幅度、利润水平或者折扣、手续费等其他费用限定向第三人转售商品的最低价格等。

(三)国务院反垄断执法机构认定的其他垄断协议。

对于前款第一项和第二项规定的协议,行业协会或者经营者能够证明协议不具有排除、限制竞争效果的,不予禁止。

经营者能够证明其在相关市场的市场份额低于国务院反垄断执法机构规定的标准,并符合国务院反垄断执法机构规定的其他条件的,不予禁止。

#### 第八条 组织达成垄断协议的情形

行业协会不得通过下列行为组织本行业的经营者达成垄断协议:

（一）制定、发布含有排除、限制竞争内容的行业协会章程、规则、决定、通知、意见、标准、自律公约等；

（二）通过会议、邮件、电话、函件、即时通讯工具等，召集、组织、推动经营者以书面、口头等形式达成含有排除、限制竞争内容的协议、决议、纪要、备忘录等；

（三）通过会议、邮件、电话、函件、即时通讯工具等，召集、组织、推动经营者虽未订立协议或者决定，但达成排除、限制竞争的协调一致行为；

（四）其他组织经营者达成垄断协议的行为。

#### 第九条 组织实施垄断协议的情形

行业协会不得通过下列行为组织本行业的经营者实施垄断协议：

（一）采取设置入会要求、没收保证金、设定违约金、限制会员权益、取消会员资格、通报批评、联合抵制、暂停经营活动等惩戒措施，强迫经营者实施垄断协议；

（二）采取将垄断协议实施情况与会员奖评优先挂钩等激励措施，引导经营者实施垄断协议；

（三）行业协会自身或者通过第三方机构对经营者实施垄断协议情况进行监督监测；

（四）采取搭建平台、设立专班、建立协调机制等保障措施，为经营者实施垄断协议提供便利性条件；

（五）其他组织经营者实施垄断协议的行为。

#### 第十条 高风险行为

行业协会应当避免从事下列可能为本行业经营者达成、实施垄断协议提供便利性条件的行为：

（一）推动本行业的经营者交换、讨论竞争性敏感信息或者通报竞争性敏感信息；

（二）发布行业内指导价、基准价、参考价、推荐价、预测价等，或者制定供本行业经营者参考的价格计算公式，引导本行业的经营者协调商品价格；

（三）发布不实或者夸大的成本趋势、供求状况等市场行情信息，引导本行业的经营者协调商品价格。

前款所称竞争性敏感信息，是指商品的成本、价格、折扣、数量、质量、营业额、利润或者利润率以及经营者的研发、投资、生产、营销计划、客户名单、未来经营策略等与市场竞争密切相关的信息，但已公开披露或者可以通过公开渠道获取的信息除外。

#### 第十一条 垄断协议豁免

行业协会组织本行业的经营者达成的垄断协议，符合《反垄断法》第二十条规定的情形和条件的，不予禁止。

行业协会可以就垄断协议是否符合《反垄断法》第二十条规定的情形和条件，为本行业的经营者提供指导，并支持本行业的经营者向反垄断执法机构提出豁免申请。

#### 第十二条 行业协会的经营者身份

行业协会从事商品生产、经营或者提供服务，属于《反垄断法》第十五条规定的经营者时，不得违反《反垄断法》规定，从事垄断协议、滥用市场支配地位行为以及违法实施经营者集中。

#### 第十三条 滥用行政权力排除、限制竞争

经法律、法规授权具有管理公共事务职能的行业协会不得违反《反垄断法》第五章的规定，滥用行政权力实施限定交易、通过签订合作协议或备忘录等方式妨碍经营者进入相关市场或对经营者实行不平等待遇、妨碍商品自由流通、排除或限制经营者参加招投标等经营活动、限制或强制经营者设立分支机构、强制经营者从事垄断行为、制定含有排除限制竞争内容的规定等排除、限制竞争行为。

#### 第十四条 协助行政机关滥用行政权力排除、限制竞争

行业协会不得基于行政机关的要求、委托，或者通过与行政机关联合制定发布规定、办法、决定、公告、通知、意见、函件、会议纪要，签订合作协议、备忘录等方式，协助行政机关实施滥用行政权力排除、限制竞争行为。

#### 第十五条 公平竞争审查

经法律、法规授权具有管理公共事务职能的行业协会制定涉及经营主体经济活动的规范性文件、其他政策性文件以及“一事一议”形式的具体政策措施时，应当按照《反垄断法》及相关规定的要求进行公平竞争审查，评估对市场竞争的影响，防止排除、限制竞争。

## 第十六条 自律合规倡导

行业协会应当借助连接政府与经营主体的独特优势，发挥提供服务、反映诉求、规范行为等职能，促进行业规范健康持续发展。

鼓励和支持行业协会充分发挥自律职能，加强自身反垄断合规建设，采取行业规则、公约以及市场自治规则等方式，指导、帮助会员建立健全反垄断合规管理制度，尽早识别、防范反垄断合规风险。

## 第十七条 内部合规管理

行业协会应当加强内部合规管理，避免从事或者被会员控制利用从事违反《反垄断法》的行为，破坏市场竞争秩序。鼓励行业协会建立有效的反垄断合规管理制度，或者在现有合规管理制度中加强反垄断合规管理，采取包括但不限于以下措施：

- （一）制定反垄断合规行为准则；
- （二）建立反垄断合规承诺机制；
- （三）设置反垄断合规部门或者人员；
- （四）建立反垄断合规奖惩制度；
- （五）加强反垄断合规培训。

## 第十八条 合规风险识别与控制

行业协会可以根据法律规定、行业特征、市场情况等识别现实和潜在的反垄断合规风险，并采取相应的预防措施。

鼓励行业协会制修订行业协会章程、规则、决定、通知、意见、标准、自律公约等时，对是否涉嫌违反《反垄断法》及相关规定进行审查。涉嫌违反上述法律规定的，不予发布或者调整至符合要求后发布。

鼓励行业协会建立反垄断合规举报机制，为协会工作人员、会员等举报涉嫌违反《反垄断法》的行为提供便利，并承诺为举报人的信息保密、不因举报行为采取任何对其不利的措施。

## 第十九条 加强沟通

鼓励行业协会主动与反垄断执法机构沟通，提供行业市场竞争状况、经营者情况等材料，提出加强和改进反垄断执法的意见建议。

反垄断执法机构及其工作人员对执法过程中知悉的商业秘密、个人隐私和个

人信息，依法负有保密义务。

## 第二十条 加强合规指导

行业协会可以通过以下方式，预防和制止会员从事违反《反垄断法》的行为：

（一）指导会员加强反垄断合规管理；

（二）对会员开展反垄断合规培训，提示会员不得以行业协会为平台或者媒介从事垄断行为；

（三）发现会员涉嫌从事垄断协议等违法行为时，采取告诫、通报、取消会员资格等措施进行教育惩戒；

（四）其他指导会员加强反垄断合规的措施。

发生前款第三项情形的，鼓励行业协会及时向反垄断执法机构举报，或者指导会员尽早向反垄断执法机构报告从事垄断协议的有关情况并提供重要证据，同时提醒会员停止涉嫌违法行为并配合调查。对符合宽大适用条件的经营者，反垄断执法机构可以依法减轻或者免除处罚。

## 第二十一条 配合调查

行业协会发现自身行为涉嫌违反《反垄断法》规定的，或者已被反垄断执法机构依法立案或者启动调查程序的，应当立即停止相关行为，主动向反垄断执法机构报告有关情况，并配合反垄断执法机构的后续调查，不得拒绝、阻碍反垄断执法机构的调查。

## 第二十二条 配合约谈

行业协会及其会员涉嫌违反《反垄断法》规定的，反垄断执法机构可以对其法定代表人或者负责人进行约谈。行业协会及其会员应当按照反垄断执法机构的要求予以整改，提出消除行为后果的具体措施、履行时限等，并提交书面报告。

反垄断执法机构可以将约谈情况通报行业管理部门、社会团体登记管理机关，也可以根据需要邀请上述部门共同实施约谈。

## 第二十三条 法律责任

行业协会从事或者组织本行业的经营者从事垄断行为，行业协会和经营者应当依据《反垄断法》的规定分别承担相应的法律责任。

反垄断执法机构确定行业协会和经营者的法律责任时，应当考虑违法行为的性质、程度、持续时间、消除违法行为后果的情况、行业协会发挥的作用、经营

者发挥的作用、垄断协议实施的情况等因素。

行业协会具有主动消除或者减轻违法行为危害后果、配合反垄断执法机构查处垄断行为有立功表现等情形的，反垄断执法机构应当依法从轻或者减轻处罚。

行业协会具有胁迫会员达成垄断协议、阻止会员退出垄断协议、一年内因同一性质违法行为受过行政处罚等情形的，反垄断执法机构可以依法从重处罚。

#### 第二十四条 信用惩戒

对因违反《反垄断法》被列入活动异常名录和严重违法失信名单的行业协会，反垄断执法机构可以将其作为重点监管对象。

#### 第二十五条 加强部门协调

反垄断执法机构与社会团体登记管理机关、行业管理部门等加强沟通协调，推进竞争监管和市场准入、行业监管等更加紧密衔接，由监管执法的个案对接转向深层次制度对接，提高监管执法效能，形成协同规制合力。

#### 第二十六条 指南的解释

本指南由国务院反垄断反不正当竞争委员会办公室解释，自发布之日起施行。

## 【03】关于进一步促进上海股权投资行业高质量发展的若干措施

发布单位：上海市人民政府办公厅

发布时间：2024 年 1 月 10 日

### 关于进一步促进上海股权投资行业高质量发展的若干措施

沪府办规〔2023〕29 号

为贯彻落实《私募投资基金监督管理条例》（以下简称《条例》），发挥股权投资在服务实体经济、促进科技创新等方面的功能作用，推动上海国际金融中心和国际科技创新中心联动发展，现就进一步促进上海股权投资行业高质量发展提出若干措施如下：

#### 一、优化股权投资机构设立服务和行业管理

（一）推动股权投资要素集聚。按照上海国际金融中心建设“十四五”规划，进一步优化本市股权投资机构空间布局，对专业剪务能力强、政策扶持力度大、



行业管理水平高的区和临港新片区等支持打造成股权投资集聚区，推动新设（迁入）股权投资机构集聚。

（二）鼓励股权投资集聚区新设（迁入）股权投资机构。股权投资集聚区的金融工作部门作为股权投资机构新设（迁入）的一口服务部门，公布办理渠道，指定专人负责，对申请人申报材料等准备事项开展对接辅导。对符合《条例》和中国证券投资基金业协会（以下简称“中基协”）要求的新设（迁入）申请，应在申报材料齐备后 7 个工作日内完成办理流程。相关市级部门跨前服务，与股权投资集聚区的金融工作部门并行办理，对经确认无异议的，在收到股权投资集聚区报送材料后，及时向市市场监管部门出具函件。

（三）建立股权投资基金设立快速通道机制。对股权投资基金管理人新设股权投资基金，股权投资集聚区直接向市市场监管部门出具函件，无需向相关市级部门报送。申报材料齐备的，股权投资集聚区应在 5 个工作日内出具函件。纳入快速通道机制的股权投资基金管理人需符合以下条件：在中基协完成登记备案，在国家企业信用信息公示系统无负面记录，在中基协分类查询公示页面无提示信息、无负面诚信信息，未被列入股权投资机构风险台账。

（四）完善股权投资行业管理。建立属地区政府、市地方金融监管局、市市场监管局、上海证监局、金融监管总局上海监管局、中基协等部门、单位间的信息共享机制，夯实管理人、托管机构、中介机构等的主体责任，加强风险早期通报和处置协作，促进行业规范健康发展。

（五）开展契约型私募基金登记试点。按照《条例》有关规定，开展契约型私募基金投资企业的市场主体登记试点，股权投资基金管理人运用契约型股权投资基金财产进行投资的，在以股权投资基金管理人名义开立账户、列入所投资企业股东名册或者持有其他股权投资基金财产时，注明该契约型股权投资基金名称。

## **二、引导投早投小投科技**

（六）完善政府引导基金体系。研究设立上海市科技创新引导基金，重点投资早期科创领域。有序扩大市创业投资引导基金、市天使投资引导基金规模，发挥好财政资金的杠杆放大作用。完善政府引导基金让利机制，根据《上海市创业投资引导基金管理办法》《上海市天使投资引导基金管理实施细则》等，按照市场化原则逐步建立份额转让的估值、谈判、定价等工作流程。加强市、区两级政

府引导基金联动，强化对投早投小投科技的引导支持。

（七）搭建天使投资专业化服务平台。支持专业团队设立天使投资行业组织，搭建集聚天使投资人、科技成果转化项目及种子期、初创期科技型企业的投融资专业化服务平台，联合开展尽调、估值、投资等，强化对优质早期科创项目的发现和投资培育；建立天使投资数据库，对天使投资管理人及核心团队开展跟踪统计和筛选评估，加强评估结果在政府引导基金投资、扶持政策申请等事项中的参考运用。

（八）制订投早投小投科技奖励政策。股权投资集聚区应制订投资奖励政策，对经认定的投资区内种子期、初创期科技型企业 2 年以上的股权投资基金管理人及业务团队予以奖励，引导社会资本投早投小投科技。种子期、初创期科技型企业参照《财政部税务总局关于延续执行创业投资企业和天使投资个人投资初创科技型企业有关政策条件的公告》等有关规定予以认定。

### 三、支持企业风险投资发展

（九）支持产业链链主企业开展企业风险投资（CVC）。按照本市现代化产业体系布局，推动链主企业围绕本产业链关键环节开展股权投资，参与上下游协同创新，加快核心技术研发突破和产业转化。对于链主企业设立的 CVC 机构，可比照股权投资机构给予相关专项政策扶持。

（十）吸引 CVC 基金在沪发展。支持链主企业设立独立管理人开展专业化运作，其发起设立 CVC 基金适用股权投资基金快速通道机制。推动政府引导基金、母基金、市属国资等加大对 CVC 基金的出资力度，股权投资集聚区为 CVC 基金展业提供支撑。推动本市各类产业园区与 CVC 基金加强合作联动，形成产业链上下游企业集聚效应，构建产业链新优势。

### 四、培育长期资本、耐心资本

（十一）做好国家级基金在沪投资服务。加强对全国社保基金长三角科技创新专项基金落地服务，依托长三角科技创新共同体机制为专项基金推荐优质项目，推出“服务包”加强对被投企业服务，支持专项基金拓展投资领域、创新投资模式，发挥长期资金活跃资本市场的作用。推动全国社保基金加大对本市优质股权投资基金和科技项目的投资布局。做好国家级母基金、中央企业基金等的对接服务，为重大股权融资项目落地做好配套保障。

（十二）提升保险资金投资积极性。依托上海科创金融改革试验区建设，引导保险资金加强机制创新、产品创新，采取逐步扩大投资比例等方式与本市优质股权投资机构合作，加大对本市重点产业和硬科技领域投资力度。研究提高保险资金所投创业投资基金对单一创业企业的出资比例上限。

（十三）支持银行理财资金灵活运用。落实《关于进一步加快推进上海国际金融中心建设和金融支持长三角一体化发展的意见》，推动符合条件的商业银行理财子公司，按照商业自愿原则在上海设立专业子公司，建立与银行理财资金对接渠道，投资临港新片区和长三角未上市企业和股权投资基金。

（十四）发挥企业年金和养老金支持作用。根据国家相关部署安排，支持企业年金、养老金等长期资金按照商业化原则投资股权投资基金。

## **五、畅通股权投资退出渠道**

（十五）提升并购重组退出效率。根据本市重点产业转型升级需求，推动本市相关企业集团开展产业并购投资。引导本市标志性产业链链主企业发起设立产业并购基金。支持本市银行业金融机构开展控股型并购贷款业务，研究开展参股型并购贷款创新试点。

（十六）畅通企业境内外上市通道。将符合条件的被投企业纳入“浦江之光”科创企业库，形成分层分类分梯队的上市资源。加强股权投资机构与政府部门、监管机构、交易所间的信息对接，强化对被投企业培育、辅导、申报和政策咨询等服务。上海股权托管交易中心建设专精特新专板，与股权投资机构建立合作渠道，对符合挂牌要求的被投企业进行规范培育。

（十七）完善股权投资基金份额转让平台功能。上海股权托管交易中心丰富股权投资基金份额转让平台功能，在确保数据安全的前提下，有效利用被投企业的登记、税收、发明专利、社保公积金等信息，提升股权投资基金份额估值定价透明性、公允性。本市国资管理部门加强政策供给，采信股权投资基金份额转让平台估值定价，建立完善通过股权投资基金份额转让平台转让市属国资基金份额的标准化、规范化程序，集聚更多市场参与者，活跃市场交易。

（十八）大力推动二级市场基金（S基金）发展。支持各类主体在沪发起设立S基金，股权投资集聚区对S基金新设（迁入）建立绿色通道，对S基金落地运营给予配套政策支持。推动银行理财、保险资金、信托资金、国资母基金等

加大对 S 基金的投资布局。鼓励 S 基金管理人、政府引导基金、母基金、金融机构、中介服务机构等加入上海 S 基金联盟，开展 S 基金运作模式创新，做大份额转让型交易，拓展接续型、重组型等交易模式，逐步形成行业标准。

（十九）试点开展股权投资基金实物分配股票。将股权投资基金持有的符合条件的上市公司首次公开发行前的股份通过非交易过户方式向基金投资者进行分配，有序扩大试点覆盖范围。

## **六、落实财税优惠政策**

（二十）推进创业投资行业税收优惠政策落地。对接落实合伙型创业投资企业单一投资基金核算税收优惠政策，对选择单一投资基金核算的创业投资企业个人合伙人股权转让所得和股息红利所得，按照 20% 税率计算缴纳个人所得税。创业投资企业和天使投资个人采取股权投资方式直接投资于种子期、初创期科技型企业满 2 年的，可按照投资额的 70% 抵扣应纳税所得额。鼓励股权投资集聚区对经认定的股权投资基金投资种子期、初创期科技型企业的，结合股权投资基金投资期限和退出后再投资情况，给予其个人合伙人阶梯绩效奖补等政策支持。

（二十一）开展浦东新区特定区域公司型创业投资企业所得税优惠政策试点。对转让持有 3 年以上股权的所得占年度股权转让所得总额的比例超过 50% 的，按照年末个人股东持股比例减半征收当年企业所得税；对转让持有 5 年以上股权的所得占年度股权转让所得总额的比例超过 50% 的，按照年末个人股东持股比例免征当年企业所得税。鼓励股权投资集聚区对经认定的公司型创业投资企业，结合其投资期限和退出后再投资情况，给予阶梯绩效奖补等政策支持。

（二十二）提升税收优惠政策便利度。加大对创业投资行业税收优惠政策的宣传力度，建立完善证监、发展改革部门创业投资企业登记备案信息与税务部门的共享机制，做好政策精准推送，简化申请程序，协助创业投资企业完成行业主管部门备案和税务主管部门核算方式备案，扩大税收优惠政策覆盖面。

## **七、推动行业联动创新发展**

（二十三）支持股权投资基金管理人上市。依托实施全面注册制及境外上市备案新规，支持符合条件的在沪股权投资基金管理人通过首次公开发行股票、并购重组等方式在境内外资本市场上市挂牌。

（二十四）支持股权投资机构发债。支持合格股权投资机构发行 5—10 年中

长期创新创业公司债券。推动科创票据等债务融资工具创新，为股权投资基金管理人募资提供支持，拓展中长期资金来源。

（二十五）开展投贷联动业务创新。支持本市银行业金融机构围绕股权投资机构募资、投资，开发相适应的服务和产品。推动开展投贷联动，加大对种子期、初创期科技型企业综合金融支持力度。依托上海股权托管交易中心认股权试点，建设确权、登记、托管、结算、估值、转让、行权等综合服务平台。

（二十六）深化合格境外有限合伙人（QFLP）试点。参与 QFLP 试点的管理人，其控股股东、实际控制人、普通合伙人三者之一满足经营、管理或从事资产管理、投资、相关产业 5 年经验等条件的，支持其在中基协登记。推动 QFLP 试点创新，拓展投资领域和投资方式，优化试点申请和变更流程，便利主权基金、养老基金、捐赠基金、大学基金等机构投资者通过 QFLP 试点投资实体企业。

## **八、高质量建设股权投资集聚区**

（二十七）加强股权投资集聚区综合服务。股权投资集聚区设立不低于 100 亿元的区级政府引导基金，搭建综合服务等功能性平台，加强对股权投资机构租房、被投项目落地、人才集聚等方面的综合服务保障。

（二十八）支持股权投资基金管理人提高专业能力。股权投资集聚区协同监管部门、行业协会、高等院校、第三方服务机构等，提供财务、法律、风控、上市、技术等专业培训服务，提高股权投资基金管理人在投资退出、合规运作、企业培育等方面的专业能力。

（二十九）强化行业发展统筹协调。市地方金融监管局会同市发展改革委、市经济信息化委、市科委、市财政局、市国资委、上海证监局等部门建立本市股权投资发展统筹协调机制。对股权投资行业发展中面临的系统性、跨部门问题加强协调支持和服务供给，对股权投资集聚区招商引资、综合服务、政策配套、风险防范等开展动态跟踪和综合评价。建立完善季度分析报告制度，定期根据市场数据、行业诉求、产业动向等进行研判分析。

（三十）加强重点机构和专业人才服务。对国内外头部股权投资机构，建立市区联动、部门协同的“一对一”服务机制，加大定向服务力度。按照《关于服务具有全球影响力的科技创新中心建设实施更加开放的国内人才引进政策的实施办法》等文件规定，充分运用本市梯度化引进人才政策对符合条件的股权投资

专业人才申办本市常住户口、办理居住证等予以支持。

### 九、加强行业社会组织建设

（三十一）发挥社会团体功能作用。推动上海市基金同业公会、上海股权投资协会、上海市国际股权投资基金协会、上海市创业投资行业协会等，深化业界交流，强化行业自律，加强人才培养，积极开展与地方政府、监管部门等的沟通。支持社会团体在沪举办高级别对话、品牌化论坛、专题研讨沙龙等活动。

（三十二）加强社会团体专业委员会建设。对投早投小投科技、税收和长期资金、S基金、母基金等领域开展专项研究，推动行业发展。

本文件所称股权投资机构，是指应在中基协登记备案的私募股权、创业投资基金管理人和私募股权基金、创业投资基金。股权投资机构的名称、经营范围应当符合《条例》等法律法规的规定。

本文件自2024年2月1日起施行，有效期至2029年1月31日。具体政策措施明确执行期限的，从其规定。

## 三、观点和争鸣

### 【01】境外算法交易监管处罚案例研究（下）——违反信息披露要求

来源：中国证券投资基金业协会

【编者按】国内算法交易起步较晚，相对于境外成熟体系，算法交易监管体系及风险管理和内控机制仍在持续探索和完善过程中。境外主要金融市场算法交易发展时间较早，关于算法交易的运行体系和监管要求已经较为成熟，从监管落脚点看，除了落实证券经纪商的责任外，同时将算法交易服务提供者纳入规则体系，为算法交易的平稳有效运行提供指导。

为指导广大私募基金管理人合规展业、稳健经营，中国证券投资基金业协会组织行业力量，梳理了境外市场在市场准入、信息系统安全、算法研发与升级、交易行为监控等方面的监管要点以及部分违规案例，以期国内量化投资市场体系的持续完善及长远健康发展提供有益借鉴。本篇为违反信息披露要求篇。

## 一、境内信息披露要求概述

基金信息披露是保护基金投资者知情权，维护投资者权益的重要方式之一。

《中华人民共和国证券投资基金法》（2015 修订）第七十四条对基金管理人信息披露作出了“真实、准确、完整”的原则性要求，《私募投资基金监督管理暂行办法》第二十四条进一步细化，要求“私募基金管理人、私募基金托管人应当按照合同约定，如实向投资者披露基金投资、资产负债、投资收益分配、基金承担的费用和业绩报酬、可能存在的利益冲突情况以及可能影响投资者合法权益的其他重大信息，不得隐瞒或者提供虚假信息”。充分的信息披露有利于投资者作出准确的投资选择、有利于防止利益冲突与利益输送、有效防止信息滥用和增加基金运作透明度。

## 二、美国市场关于信息披露要求

在美国市场中，算法交易作为提供投资顾问服务的方式之一，受投资顾问业务的统一规制。美国《1940 年投资顾问法》第 206 条规定，禁止投资顾问从事任何构成对客户或潜在客户进行欺诈或欺骗交易、行为或业务流程，美国证监会（以下简称 SEC）依据该法制定的规则第 206（4）-8 条进一步明确违规行为包括向集合投资工具的投资者就重大事实作出不实陈述，或未能就重大事实作出必要陈述而误导投资者。该规定要求投资顾问全面公开地披露全部重要事项。SEC 规则第 206（4）-7（a）款还要求投资顾问制定并实施合理设计的书面政策和程序，以防止投资顾问及受其监督的工作人员违反上述规则。

## 三、境外算法交易违反信息披露要求典型案例

### （一）Transamerica 集团模型错误信息披露违规案

2018 年 9 月，SEC 指控 Transamerica 集团对模型错误、“关键人物风险”、产品历史业绩的信息披露违规行为，并处罚金及赔偿金 9,760 万美元。

Transamerica 集团涉案 4 家关联机构，分别为负责策略开发的投资顾问 AEGON USA Investment Management LLC（以下简称 AUIM）、负责产品发行的投资顾问 Transamerica Asset Management Inc.（以下简称 TAM）、投资顾问兼经纪商 Transamerica Financial Advisors Inc.（以下简称 TFA）、经纪商 Transamerica Capital Inc.（以下简称 TCI，上述机构统称为当事人）。

### 1.模型错误并停用模型等重要信息未披露

2011 年 7 月到 2015 年 6 月期间，当事人在 15 个产品的营销过程中宣传“使用专有的量化模型进行管理”，并强调“不受情绪干扰”“模型驱动”“模型支持”，然而当事人没有对模型准确性进行事先验证，也没有披露任何与使用模型相关的风险。作为投资顾问的 TFA 在选用 AUIM 开发的策略之前，曾通过邮件方式讨论过模型架构完全依赖于缺乏实操经验的初级分析员存在风险，但 TFA 从未向客户披露这些风险。

2013 年夏，AUIM 发现 TAM 发行的其中一条产品线 TTI Fund 存在 50 多个“逻辑、方法、数学上的错误”，例如不正确的计算、不一致的公式、分配权重加总未达到 100%等，得出了模型“不适合投资目的”的结论。AUIM 于 2013 年 9 月起停用其中至少一个模型。但在 2014 年春续签投资顾问协议时，AUIM 和 TAM 没有向基金委员会、上层产品投资者的决策机构信托委员会以及投资者披露模型错误和决定停用模型等信息。相反，2014 年 3 月，TAM 修改了产品说明书为“可能”使用量化模型；TCI 认为营销材料“没有准确反映目前用于管理这些基金的过程”，直接停用营销材料；AUIM 则指示 TFA 修改营销材料，将“使用定量模型”改为“定性和定量因素相结合”。

## **2.涉及产品的“关键人物风险”的信息披露不实**

负责部分产品日常管理的是一位缺乏经验的初级研究分析员，但 TAM 和 AUIM 在 2011 年 5 月至 2012 年 3 月期间的产品募集说明书和路演材料中并未披露该人员，而是将一位对产品了解和参与有限的人员作为唯一的投资组合经理进行披露，但该人员并不知悉此项任命。该人员曾要求基金所有信息披露和路演材料中删去他的名字，但被 AUIM 首席投资官拒绝。后 TAM 虽增加披露了前述实际负责产品管理的分析员及其他两名人员为投资组合经理，但仍与产品实际情况不符。

事实上，该名初级分析员负责开发了交易决策模型和投资配置模型等量化模型，并从 2011 年 5 月至 2013 年 8 月期间一直负责这些产品的日常管理。在后续的内部审计中，内部审计部门将“关键人物风险”指向这名分析员，指出：该分析员没有遵循任何正式程序来确认其工作的准确性，公司也未能为他提供行之有效的指导、培训及监督，以确保模型能如期运行。该名分析员所带来的“关键人物风险”也未在产品信披材料中及时、准确、完整地向投资者披露。



### 3.产品历史业绩的信息披露不实

TFA 聘用独立投资顾问 F-Squared Investments Inc. (以下简称 F-Squared) 为其管理专户策略, 并利用互联网方式进行营销。F-Squared 在为 TFA 定制的网页上包含大量夸大的、假设的、回测的历史业绩。其中关于 F-Squared 在 2001 年 4 月到 2008 年 9 月期间的业绩, TFA 的尽职调查引用了第三方计算的历史收益率, 但该第三方所用的原始数据来自于 F-Squared, TFA 未予进一步核实。

2014 年春, 投资公司协会发表了一篇文章, 称 F-Squared 在其营销材料中“明显夸大”了历史业绩。作为回应, TFA 要求 F-Squared 提供更正后的 2001 年 4 月到 2008 年 9 月期间的月度收益率, 却被 F-Squared 以“2003 年 1 月 1 日是我们拥有计算收益率所需数据的首日”为由拒绝。

基于上述事实, SEC 指控当事人存在信息披露不当的行为, 具体包括:

AUIM、TAM 和 TFA 故意违反《1940 年投资顾问法》第 206 (2) 条的反欺诈规定, 即禁止从事对客户或潜在客户构成欺诈或欺骗的交易、行为或业务流程的行为; 同时违反了 SEC 规则第 206(4)-7 条制定和实施合理设计的书面政策和程序来防止欺诈或欺骗的行为发生。

AUIM 和 TAM 未向投资者披露模型错误、修改产品说明书, 构成《1940 年投资顾问法》第 206 (4) 条[1]及 SEC 规则第 206 (4) -8 条禁止的“遗漏陈述必要的重大事实”及“对重大事实的不实陈述”; 续签投资顾问协议时未披露模型错误, 还违反《1940 年投资公司法》第 15 (c) 款“提供评估合同条款的合理必要信息”。

AUIM 指示 TFA 修改营销材料, 二者构成违反《1940 年投资顾问法》第 206 (4) 条及 SEC 规则第 206 (4) -1 (a) (5) 项[2]禁止的“不实或误导性的广告”; 同时, TFA 未保存 2001 年 4 月至 2002 年 12 月的业绩, 违反了《1940 年投资顾问法》第 204 (a) 款和 204-2 (a) (16) 项[3]投资顾问应制作并保存 SEC 为保护投资者利益所要求的必要记录。

AUIM 和经纪商 TCI 因未披露错误、直接停用营销材料, 构成《1933 年证券法》第 17 (a) (2) 项禁止的“对重大事实的不真实陈述”及“导致误导性的遗漏陈述”。

#### (二) 美国前对冲基金 BlueCrest 运用算法交易信息披露不充分案

2020 年 12 月，美国前对冲基金 BlueCrest Capital Management Limited（以下简称 BlueCrest）因信息披露不真实和重大遗漏，被美国 SEC 公开谴责并罚款，主要事实与查处情况如下：

BlueCrest 于 2000 年 12 月募集设立了 BlueCrest Capital International（以下简称 BCI）基金产品。产品推介资料显示该产品为主动管理基金，交易员个人投资能力为产品主要卖点。2011 年 10 月，BlueCrest 将近一半原 BCI 交易员调整分配至一个新基金，同时推出一款名为“RMT”的半自动化算法交易程序用以替代交易员功能。BlueCrest 曾测算并意识到前述调整会对 BCI 业绩造成负面影响，但并未停止实施。在 2013 年 6 月，RMT 算法给 BCI 产品造成高达 1.37 亿美元单月损失。但 BlueCrest 未纠正交易员分配，而是继续向 RMT 分配交易金额，直到 RMT 成为 BCI 产品交易占比最高的策略来源。

BlueCrest 未向投资者披露交易员的调整事项，以及 RMT 算法的业绩数据，致使投资者误认为造成巨额损失的是交易员原因，而非 RMT 算法交易原因。直至 2013 年 9 月，BlueCrest 在向 BCI 投资者披露的“交易员分配”Q&A 文件中，首次将有关 RMT 的信息纳入。

2014 年 1 月，BlueCrest 在与一位尽职调查顾问的讨论中透露了 RMT。在此之前，BlueCrest 对外出具的尽调材料仅很有限地提到量化策略，未完整披露 BCI 采用了 RMT 半自动化算法交易策略。该顾问随后出具了降低信息披露等级的报告，引发彭博社、纽约时报等媒体关注。BlueCrest 在 2014 年 4 月准备了一份摘要文件作为回应，但该文件未提供关于 BCI 充分信息，并坚称该信息仅在客户要求时定向披露。

SEC 认为 BlueCrest 的行为违反了《1933 年证券法》第 17（a）（2）和（3）项禁止对重大事实的不实陈述、重大遗漏、误导性陈述的相关规定；违反《1940 年投资顾问法》第 206（2）条和第 206（4）条、SEC 规则第 206（4）-8 条的反欺诈规定；违反 SEC 规则第 206（4）-7 条关于制定和实施合理设计的书面政策和程序来防止欺诈的相关规定。据此 SEC 决定对 BlueCrest 公开谴责，并处以 1.7 亿美元的罚金，包括 1.07 亿美元非法所得、2,515 万美元判决前利息和 3,728 万美元民事赔偿。

## 【02】美国股票限售规则研究及启示

作者：殷浩

来源：清华金融评论

近期股票市场持续不振，IPO 数量居高不下，股票减持的问题再次成为热点。2023 年 8 月 27 日证监会出台《证监会进一步规范股份减持行为》，规定上市公司存在“破发”“破净”情形，或者最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润 30%的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持本公司股份。

多年来，我国股市已经建立了一整套限售法律法规，包括《公司法》《证券法》、“上市规则”、《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》等。股份限售的规定涉及公司成立、IPO、再融资、重组、收购、股权激励等诸多事项。在股市疲软问题集中爆发的时期，我们更需要理智地分析，避免病急乱投医。大股东减持股票的问题并非我国独有。鉴于此，本文主要对美国股票市场中股东减持股票的相关问题进行了研究，以资参考。

### 基本概念的介绍

我们需要对几个基本概念进行介绍和辨析，以熟悉美国证券市场，并明确与我国证券市场的差异。

美国公众公司（public company）和非公众公司（private company）。根据《1934 年证券交易法》12（g）的规定，公众公司一般指公司资产达到 1000 万美元的公司，股东人数超过 500 人的公司。股东人数的要求还要根据股东性质有所变动。公众公司需要定期向美国证券交易委员会提交财务报告及其他披露文件，因此又叫作报告公司或申报公司（reporting company）。而不满足上述条件的则被称为非公众公司，或者非报告公司（non-reporting company）。

公众公司与上市公司的区别。由美国法规可知，公众公司并非是上市公司。公众公司在满足了股东人数和资产金额的要求而负有相应的信息报送责任，并不一定经过 IPO；上市公司则经过 IPO，股票经过交易所批准而上市公开交易。上市公司一定是公众公司。

理解美国证券法规对限售规定的基础。美国证券法律及规则在股份限售贵的

指定上主要以公众公司还是非公众公司为考虑依据，而不是以上市公司还是非上市公司来考虑。

美国公众公司与我国的不同。依据《非上市公众公司监督管理办法》，我国的非上市公众公司是指股东人数超过 200 人，并且股票进行公开转让的公司。因此大多数属于“新三板”的挂牌公司。我们的公众公司并不包括那些股东人数众多，但并不公开转让股份的公司。大多数情况下，我们习惯将公众公司与上市公司画等号。我们更关注的是针对上市公司的限售规则。

### **美国股票市场对股票限售的主要规定**

如前面所述，美国法律法规对股份限售的规定是以公众公司还是非公众公司为衡量标准的。针对不同类型的公司分别设定不同的期限限制，当非公众公司成为公众公司，限售期限会进行调整，但限售的起始日期仍然是股东获得股份的日期。公司上市之时，如果不是由非公众公司成为公众公司的话，并不会有所区别；如果上市时由非公众公司成为公众公司，那么股份限售以法规对公众公司的要求进行。美国对公众公司股票限售要求，依据股票种类以及持有人的不同，从限售期和可出售股票的数量两方面对受限证券进行了限制。根据《1933 年证券法》，受限证券是指在未注册的私人交易中从受美国证券交易委员会报告要求约束的发行人处获得的股票或其他证券。

限售期的规定有以下几种。1 年持有期：对于公众公司发行的受限证券，持有人必须持有这些受限证券至少 1 年，才能将其转售给公众。1 年期从发行人或其关联方取得证券的时间开始计算。2 年持有期限限制：适用于非公众公司的受限证券。对于这些私人公司发行的限制性证券，持有期为 2 年，然后才可以转售给公众。6 个月持有期：非公众公司发行的受限证券，如果公司后来成为公众公司，则持有期缩短为 6 个月。

此外还有针对特定情况的限售的规则，如发行人的关联方（董事、高管、大股东）持有非限制性证券限售期是 1 年；非关联方持有的补偿性股票期权有 6 个月限售期，私募持有的证券有 1 年的限售期，内部人必须在获得股权补偿后至少持有 6 个月才能出售。IPO 的锁定期：IPO 通常有 180 天的锁定期，IPO 前的股东不得出售其股份。

可出售股票数量限制。对于关联方，包括高管、董事和大股东（10%以上的

所有权），出售的数量不得超过同类已发行股票的 1%，或过去 4 周的平均周交易量，以较大者为准；非关联方则没有出售股票的数量限制。这也是针对公众公司股份的转让。

### 美国股票限售的规则体系

包含上述股票限售要点的规则体系由美国的法律法规、交易所规则、公司章程，以及 IPO 公司与承销人之间的协议四个层面的体系构成。

法律法规。关于股份限售的规定可以追溯到 1933 年制定的证券法，而此后经过不断的补充和修改，经过了 80 年时间的检验。主要的法律、法规有如下几部：《1933 年证券法》（**Securities Act of 1933**）第 5 条确定了受限证券的概念，所有向公众出售的证券都必须在美国证券交易委员会注册，或符合豁免条件。在私人发行中获得的证券不予注册，因此成为“受限证券”。美国证券交易委员会第 144 条规则规定了受限证券减持的要求，如持有期、数量限制、销售方式和披露备案。《1934 年证券交易法》（**Securities Exchange Act of 1934**）也涉及限制性股票，主要有 16(b)条款要求董、监、高及其他内部人员在 6 个月内交出买卖短线利润。2010 年的《多德—弗兰克法案》规定第 144 条安全港并非转售受限或控制证券的唯一手段。2012 年 JOBS 法案将非报告公司的受限证券的第 144 条持有期要求从 1 年缩短为 6 个月。

纳斯达克的规定。纳斯达克并没有针对公司上市后持股期限限制的规则，除其他法律法规的规定外，股东可以自由买卖股票。承销商与拟上市公司的协议：公开发售（IPO）锁定期（**Lock-Up Period**）很常见，通常是承销商与发行公司之间承销协议的一部分，而不是交易所的强制规定。锁定期适用于公司大股东、公司高管、董事、其他在公开上市前获得股份的员工和首次公开发行前投资者。这样做的目的是限制潜在的抛售压力，稳定上市初期的股价。锁定期一般为 180 天，但也长短不一。锁定期短的有 90 天或更短的，也可能长达 12 个月。纳斯达克和纽交所虽无强制规定的锁定期，但它们会监督锁定期到期的信息披露。

上市公司的规定。公司通常会设立内部交易限制，除了遵守美国证券交易委员会和纳斯达克的规则外，有些公司还会设定更严格的禁售期或交易限制。

### 制定规则的目的

上述法律法规制定的目的，在美国法律法规的主要文件中都有说明，主要有：

保护投资者，促进市场公平。防止内部人从非公开信息中获利或通过交易操纵股价。提高信息透明度。通过要求内部人报告持股和交易情况并限制交易窗口，使潜在的利益冲突一目了然。维护市场诚信。在关键事件前后限制内部人交易，有助于维护市场诚信和投资者信心。调整内部人激励机制。设定限售期以鼓励内部人关注公司的长期业绩，而不是短期的股票走势。控制供应量。限制内部人销售数量和交易时间窗口的规则可防止市场泛滥和股价突然下跌。执行披露要求。持有期规则确保在内幕交易前完成披露申报。促进交易合规。界定的交易窗口和禁售期简化了内幕人士的合规程序。

总的来看，这些规则旨在通过规范内幕股票交易的时间和数量，为投资者提供公平的竞争环境，提高透明度，维护市场诚信。这有助于建立投资者对公开市场的信任和信心。

### **美国证券交易委员会的关注重点**

美国证券交易委员会要求及时公开披露内幕股票交易，包括控股股东的股票交易，以提高透明度，让所有投资者都知道。它同时关注是否会不适当地限制控股股东管理其持股的权利。另外，美国证券交易委员会认可控股股东确实有出售股票的正当理由，如投资组合再平衡和筹集现金等。美国证券交易委员会制定限售规则的主要目的是强制执行控股股东交易的适当及时披露，而不是限制合理交易。这样处理更多是为了维护所有投资者的公平性和透明度。控股股东出售股票是一个重要的监督问题，美国证券交易委员会会根据具体情况权衡各种因素，以确定是否存在不当行为。

### **关注股东减持对公司生产经营的影响**

除了维护公平的竞争环境，提高透明度，维护市场诚信以外，美国监管机构还很重视控股股东减持对公司生产经营的影响。控股股东在大幅出售股权后可能影响上市公司的生产经营。一方面，控股股东更倾向牺牲公司和小股东利益来攫取自己的利益。例如，在公司的重大决策上，更倾向符合控制人的利益的公司决策。另一方面，上市公司的公司治理受到挑战。控股股东的影响力下降，造成公司管理层受到的限制下降，股东与管理者之间的激励一致性可能会降低。他们的利益可能会与其他股东产生分歧，代理人问题导致股东承担的风险可能性增加。因此，美国证券交易委员会和纳斯达克也制定了相应的规则，并采取了一些措施。

美国证券交易委员会对控股股东减持后违反证券法进行自我交易的行为采取了执法行动。例如，继续从公司领取过高的薪酬、奖金或其他福利；批准有利于控制人的利益冲突交易、咨询交易或顾问安排；推动分红、股票回购或资本结构调整，使控制人的剩余股份优先于公众股东的股份等等。

纳斯达克则制定了关于关联方交易的第 5630 规则，作为纳斯达克上市公司公司治理标准的一部分，旨在解决关联方交易中的利益冲突问题。公司的审计委员会或董事会的另一独立机构对所有关联方交易进行适当的审查和监督，以发现潜在的利益冲突。例如，要求由独立董事组成的审计委员会必须审查和批准任何价值超过 12 万美元的关联方交易等，重大关联方交易的细节也必须向股东披露。

美国证券交易委员会的股东提案规则允许少数投资者提出提案，要求对控股股东提出最低所有权要求或投票权限制。当控股股东影响高管薪酬决策但所持股权减少时，应加强“薪酬讨论与分析”的披露规则。

纳斯达克公司治理标准要求独立董事占多数，并要求执行会议等程序不包括控制人。此外还有中介机构为投资者提供服务，以帮助投资者防范大股东减持相关风险。机构投资者委员会（CII）已发布政策，倡导控股股东即使在减持后也要保留最低数量的股票。这促进了持续一致。投资者责任研究中心研究所建立了一个框架，随着控制人持股比例的下降，对公司的治理风险进行评级。这突出了需要改进的公司。激进投资者推动控制人持股比例下降的公司增加独立董事、取消双重股份或进行公司治理改革。

总而言之，各种市场参与者、监管机构、证券交易所和投资团体采取了针对性的行动，在出现抛售时对控制人进行约束，并通过改善公司治理防止对公司生产经营产生的不良影响。

### **对我国资本市场的启示**

明确立法目的并加以贯彻。美国法规条文中会有一个部分对制定法规的目的进行详尽的说明，例如 144 规则的概述部分，就讲到“修订案将增加证券的流动性，降低所有发行人的资本成本，同时又不损害对投资者的保护”。通过股份限售相关的相关法律法规的说明，我们发现它们有一个共同目的，那就是为投资者提供公平的竞争环境，提高透明度，维护市场诚信，以帮助建立投资者对公开市场的信任和信心。不仅如此，这一目的始终贯穿不同时代所制定的法律、法规的

制定和修订中，从而使法律法规协调起来，并不断根据时代的变化加以完善。

统筹考虑。在美国的法律法规中，股东限售的规则与信息披露、公司治理、投资者保护、内幕交易、操纵市场等事项的规则相互交织在一起。在限售规则的制定上将相关事项一并纳入考虑范围，从而能更好地达到为投资者提供公平的竞争环境，提高透明度，维护市场诚信的目的。

权衡权利义务。美国监管当局在股份限售的问题上并非片面强调对其他投资者的保护，也明确应充分考虑大股东有正当减持的权利。在规则制定中，美国监管者既对大股东与小股东利益进行权衡，也对大股东所享有的股票出售的权利与其负有的信息披露、规范履行公司治理的责任进行权衡。这类权衡最终以“为投资者提供公平的竞争环境，提高透明度，维护市场诚信”为度。

充分发挥公司治理的作用。在监管方面，除了外部监管，美国监管者还依靠公司治理来发挥监管作用。例如，对双重股权结构的限制和落日条款的设定，对董事会中独立董事的数量和占比的要求，对董事会下辖专业委员会对相关事项负有的职责的要求，公司基于自身规章对股份限售的管理等。监管机构重视、鼓励股东通过有效内部公司治理去保护其正当的权益。

第三方机构的参与。在前文中提到的机构投资者委员会、投资者责任研究中心研究所这两家机构在推动公司治理、维护股东权益方面发挥了重要的作用。此外，还有 ISS 和 Glass Lewis 等代理咨询公司针对与控制人有关联的董事在没有明确理由的情况下出售大量股份，提出投票建议。这类第三方机构，以其丰富的数据和专业能力，基于规范公司治理和保护投资者的目的，为机构投资者、其他中小投资者提供建议，成为市场中制衡大股东的一方，并且促进了全市场公司治理的提高。

充分披露信息。在限售股票的同时，美国监管机构制定了《公平披露条例》（Reg FD），旨在解决上市公司选择性披露信息的问题，涵盖了内部人买卖本公司股票，控股股东的股票交易的信息。

充分考虑中美两国资本市场的差异。我国股票限售涉及的事项、持股人身份种类、限售期的长期等要求要比美国规则严格。作为较为成熟的资本市场，美国资本市场有很多先进且经过实践检验的做法可供我们借鉴，但也须考虑我国资本市场的特点加以消化吸收。社会公众对股东减持的担心反映在股指和股票价格上，



对股东减持套现的意见时常见诸报端。这也正反映了中国资本市场的特色。从本文所述美国资本市场的规则与实践来看，广大投资者的疑虑虽然集中在股东减持上，但仅以股东减持的规定难以彻底解决，而需要从其他层面，与减持规则相互配合，系统性调整，方可解除投资者担心，为我国资本市场崭换新面貌。

若您对本资料有任何意见或建议，请联系：jijinwei\_shlx@163.com