

A股上市公司股东减持合规启示——从数亿元高额罚单简析典型的减持违规及我们的合规建议

近期引起市场极大关注的上市公司股东减持违规被证监会调查和处罚一事，于上周五最终靴子落地，证监会作出了责令改正、警告并处罚款的正式处罚决定。我们将在本文中分析该案例的事实情况、我们对监管趋势的观察、近三年的违规减持案例分析并对减持规则进行简述。

我们认为，包括证监会在内的监管机构在适用《中华人民共和国证券法》（以下简称“《证券法》”）对与减持相关的违规行为进行处罚中表现出的决心和执行力度都是空前的。这既符合近年来国内资本市场监管规则变化的总体思路，也回应了当下市场对具体处罚严厉化的期待。我们提请我们的客户和读者重视这一变化，及时提升对减持规范的认知，落实更加审慎和严谨的减持合规措施。

一、数亿元高额罚单彰显监管从严态度

【基本事实】

2022年5月12日，某上市公司股东 SHYY 收到证监会下发的《行政处罚事先告知书》；2022年5月27日，SHYY 收到证监会下发的《行政处罚决定书》，维持《行政处罚事先告知书》中的处罚结果：因 SHYY 违反自愿性承诺，未于减持股份前及时履行信息披露义务，证监会依据《证券法》第186条和第197条之规定，择一重罚，对其处以责令改正、

给予警告并处以数亿元的罚款。

在本案中，SHYY 的具体违法事实是：SHYY 的身份为某上市公司的特定股东（即：持有上市前的股权但持股比例未达到5%），虽然没有法定的减持预披露义务，但其曾在某上市公司上市过程中自愿作出书面承诺，承诺在实施减持的15个交易日前履行公告义务。而 SHYY 锁定期届满后，在未经提前公告减持计划的情况下，直接减持某上市公司约0.6962%的股份，减持总金额28.94亿元。

2022年5月13日，证监会针对 SHYY 违规减持一事发布了答记者问。

问：近日，证监会针对某上市公司股东 SHYY 违规减持行为发出行政处罚事先告知书，系新《证券法》实施以来因违规减持被处罚的首个案例。请问释放了怎样的监管信号？

答：2021年5月，某上市公司股东 SHYY 违规减持股份，违反了《证券法》《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》（以下简称“《减持规定》”）有关规定，证监会拟依照《证券法》第186条对 SHYY 做出行政处罚。

上市公司股东、董监高违规减持股份，破坏证券市场秩序、损害投资者权益，一直以来是证监会

监管执法的重点……

《减持规定》……对事前、事中、事后信息披露做出具体、细化规定，……这是保护中小投资者权益的重要制度性安排……违反上述规定的，要承担相应的法律责任……

下一步，证监会将切实执行《证券法》和中办、国办联合发布的《关于依法从严打击证券违法活动的意见》，坚决依法查处违规减持行为，引导股东、董监高规范、理性、有序减持，维护资本市场交易秩序。

【我们的评论和观察】

首先，本案例体现了新《证券法》（于2020年3月1日实施）在减持监管规则上的从严变化。

根据旧《证券法》第38条及相应罚则第204条，仅在相关主体**违反法律规定**（未包含违反相关法规、业务规则等情形），在**限制转让期内**买卖股票（未包含除此之外的其他行为）的，才可能面临被处以最高为买卖证券等值的罚款。

而新《证券法》第36条及相应罚则第186条适用范围明显扩大，增加了对证监会、交易所的业务规则的违反，情形也从限制期内减持延伸至卖出时间、卖出数量、卖出方式、信息披露等违规情形。即，违反前述任一情形皆有可能被处以没收违法所得，并处最高等值于证券买卖金额的罚款。而本次SHYY的减持违规也正落入新《证券法》第36条扩展适用的情形范围内。

其次，本案例展现了监管在实践层面对违规减持更严监管的趋势。

尽管旧《证券法》规定，相关主体违反信息披露义务，可以处以30万元以上60万元以下罚款。但根据我们对近年处罚案例的检索，在新《证券法》出台前，因违反信息披露义务被处以罚款的减持违

规案例，涉及情形基本为减持比例累计或达到5%未停止减持且未按时履行披露义务。而类似本案例的单一信息披露违法在旧《证券法》时期，一般是采取相应监管措施（例如：责令改正、监管谈话、出具警示函、责令公开说明等），而不会上升到行政处罚。

我们认为，前述案例的处罚力度、证监会为此召开新闻发布会的行动以及其在发布会中的表态，与新《证券法》修订的内在逻辑是一脉相承的。新《证券法》从规则层面对合法合规减持提出了更明确的要求，配套了更为严厉的法律后果。而在执法中，监管机构也以实际行动彰显了其严厉打击违规减持的强监管态势和决心。

二、近年来常见违规减持案件分析

我们根据证监会及交易所的公开披露信息，查询了最近三年及本年度截至本文发布之日A股上市公司大量违规减持的相关披露，经过我们的梳理，违规减持的具体类型及在新旧《证券法》时期可能面临的责任如下：

违规减持类型	违规减持后果	
	旧证券法适用	新证券法适用
违反披露义务	<ul style="list-style-type: none">减持披露义务通常包括于特定时间（减持前、减持时间过半、减持完成）、减持达到一定比例所触发的披露义务。违规案例主要包括违反集中竞价减持披露义务、被动减持披露义务、权益变动达到特定比例披露义务等	<ul style="list-style-type: none">监管措施：<ul style="list-style-type: none">30万元以上60万元以下的罚款处罚措施：<ul style="list-style-type: none">50万元以上500万元以下的罚款；或没收违法所得，并处以买卖证券等值以下的罚款
违反比例限制	<ul style="list-style-type: none">减持比例限制包括对于不同主体或者不同交易模式下的比例限制违规案例主要包括期限内集中竞价减持超过1%、大宗交易减持超过2%、董监高减持超过25%、增减持比例达到5%未停止交易、减持5%以下未停止交易等	
违反窗口期限制	<ul style="list-style-type: none">窗口期包括定期报告、重大事项、权益变动等产生的禁止减持期间违规案例主要包括减持至特定公告期内减持、重大事项、定期报告或业绩快报披露前后特定期限内减持等	<ul style="list-style-type: none">责令改正，给予警告，并处以买卖证券等值以下的罚款
违反自愿承诺	<ul style="list-style-type: none">承诺包括违反上市前承诺及公司运营过程中各主体作出的各类承诺违规案例主要包括减持数量、价格违反事先承诺等	<ul style="list-style-type: none">视是否涉及限制期内买卖股票而定同时违反信息披露义务

【我们的评论】

1、违反披露义务是最普遍的减持违规行为，占比超过50%。该违规行为占比较高的原因是许多违规行为（如超比例减持、违反自愿承诺）均与违反披露义务存在竞合。需要关注的是，违反披露义务的罚则在新《证券法》下有极大的提高。

2、超比例减持是历来的监管重点，对于持股5%

以上股东未能在累计减持达到 5%时或减持至 5%时立刻停止交易的，都是处罚的重灾区。相关主体在减持时，需要特别注意超比例减持的违规行为。

3、窗口期违规减持由于其交易的敏感性，证监会对上市公司董监高利用信息优势进行不当减持的行为一直是高度敏感和严厉打击的。我们提示，上市公司董监高不论是直接减持还是间接减持，均需要对窗口期禁止减持保持足够的警惕。

三、减持规则简析

“减持违规”频频出现与目前 A 股减持规则的复杂不无关系。

就目前 A 股减持监管体系而言，减持规则非常繁复，涉及上市公司股东、董监高的减持规则散见在超过 30 部法律、法规、部门规章、交易所指引、问答中。且，减持实操复杂、口径多变。为实现合法合规减持，上市公司股东在减持股份前需就各个维度的限制进行谨慎考量，包括但不限于能否减持、减持比例、减前/减后是否需要进行披露等等，以免“一时不慎”造成不必要的损失。

在复杂的规则体系下，我们理解合规减持的本质涉及如下几个问题：

1、谁需要遵守减持规则？

答：对于拟进行减持的股东，其首先要明晰的问题即是自身的身份，而不同的身份在 A 股减持中受限规则有很大的不同。目前，受限的主体主要包括：上市公司 5%以上股东【注 1】、特定股东【注 2】、董监高及其配偶以及科创板上市公司核心技术人员。

【注 1】在减持相关的法律规则中，一般称为“大股东”，指上市公司控股股东、实际控制人及其他持股 5%以上股东的合称，本文着重分析上市公司控股股东、实际控制人之外的其他 5%以上股东。

【注 2】指 5%以上股东以外的股东，减持所持有的公司首次公开发行前股份、上市公司非公开发行股份；本文所述“特定股东”着重指持有首次公开发行前股份的股东。

尽管受限主体看似范围清晰明确，但由于规则的繁复、交叉，如对于不同受限主体的不同限制、相同受限主体在不同板块之间规则的不同，以及实践中可能出现的各方面影响因素，导致在适用规则时，仍存在许多值得进一步关注的问题。举例而言，

如股东在公司上市前持有公司股份超过 5%，但在公司上市后，该股东持有股份被稀释至 5%以下，该股东是否还需遵守 5%以上股东相关减持规则？特别地，在通过集中竞价减持时，是否仍需进行减持计划、进展的披露？

目前相关规则对此未有明确的规定，结合股东前期公开作出的承诺以及谨慎起见，一般需披露减持计划，但对于减持进展和减持结果的披露口径，实践中存在不同的理解和处理方式。如，虹软科技（688088）的公告中，其股东 TND 就减持计划、减持过程（减持数量过半或时间过半）及减持结果均进行了披露，但沃尔德（688028）的公告中，其股东达晨亿就其减持计划及减持结果进行了披露，未就减持过程进行披露。

2、股东什么时候不能减持？

答：可能会因为锁定期、敏感期及因违法违规限制交易、禁止短线交易规则等原因不能减持。

禁止减持期间	适用对象	限制减持具体内容
锁定期	5%以上股东及特定股东	<ul style="list-style-type: none"> 公司公开发行股份前已发行的股份，上市交易之日起一年内不得转让（控股股东及其一致行动人等需锁定36个月）； 子公司上市、重组等阶段公开作出的不减持承诺中载明的时间。
	董监高	<ul style="list-style-type: none"> 公司公开发行股份前已发行的股份，上市交易之日起一年内不得转让； 离职后半年内，不得转让其所持有的公司股份； 其他依招股书作出的承诺或公司章程的规定的禁止减持期间。
敏感期	董监高、知情股东	<ul style="list-style-type: none"> 针对非科创板公司，董监高应于上市公司年度报告、半年度报告前30日、季度报告、业绩预告、业绩快报前10日、重大事件发生之日或决策过程中至依法披露之日不得减持；
		<ul style="list-style-type: none"> 针对科创板公司，董监高应于季度报告公告前30日内不得减持，且仍需遵守依法披露之日后2个交易日不得减持的规定； 知情股东应于重大事件筹划期间不得减持。
违法/违规不得减持	5%以上股东、董监高	<ul style="list-style-type: none"> 因涉嫌证券期货违法犯罪，在被中国证监会立案调查或者被司法机关立案侦查期间，以及在行政处罚决定、刑事判决作出之后未满6个月； 因违反证券交易所规则，被证券交易所公开谴责未满3个月。
禁止短线交易	5%以上股东、董监高及其配偶、父母、子女	<ul style="list-style-type: none"> 不得将其持有的公司股票或者其他具有股权性质的证券在买入后六个月内卖出

* 减持的规则较为复杂，以上仅列示最主要的类型，由

于篇幅有限，部分规则（如科创板上市公司关于未盈利企业的特别限制、控股股东/实际控制人的特别限制）并未列示。

3、股东可以减持时，能减持多少数量/比例？

答：需要结合减持股东的身份以及减持的具体方式来综合判断减持数量的限制。具体而言：

就持有公司上市前股份的股东而言，一般来说，连续 90 个自然日内，通过集中竞价方式减持的，减持股份总数不得超过公司股份总数的 1%；通过大宗交易方式减持的，减持股份总数不得超过公司股份总数的 2%；通过协议转让方式减持的，单个受让方受让比例不低于 5%。尽管如此，创投基金符合减持优惠政策以及通过其他方式减持会构成前述一般原则的例外。

此外，适用于科创板的询价转让及配售也有单独的减持条件和数量要求，因篇幅有限，在此不进行详细说明；对董监高（就科创板上市公司而言，还包括核心技术人员），其减持比例也有特殊限制和规定，我们也不在此展开。

4、什么时间和场景下触发股东的披露义务？

答：披露规则主要分为三大类：

披露规则	内容
权益变动5%或变动至5%	持股5%以上的股东每减少5%持股比例，应当在该事实发生之日起3日内编制权益变动报告书，向中国证监会、证券交易所提交书面报告，通知上市公司，并予公告；且在公告期间及公告后3日不得进行交易。
权益变动1%	持股5%以上的股东持股比例减少至达到5%时，应当在该事实发生之日起3日内编制权益变动报告书，向中国证监会、证券交易所提交书面报告，通知上市公司，并予公告；在上述期限内，不得再行买卖该上市公司的股票。
减持计划披露及进展、结果披露	集中竞价：持股5%以上的股东首次卖出的15个交易日前向证券交易所报告并预先披露减持计划，由证券交易所予以备案，并于减持数量过半或时间过半时披露减持进展，且减持计划实施完毕或达到计划减持数量后的2个交易日进行公告。

【注】：篇幅所限，前述规则总结尚未包含科创板上市公司股东以询价转让及配售方式减持规则。

尽管有前述披露规则的规定，我们也注意到实

操中仍存在较多事项需与上市公司监管人员具体确认。例如，

持股 5%以上 10%以下的股东，当累计减持 5%后（此时股东持股比例低于 5%）再继续减持的，是否还需披露减持累计 5%的变动公告？

目前法规未就此明确约定。依照我们经验，部分上市公司确认无须履行。但实践中，履行披露义务的亦不在少数，如游族网络（002174）、抚顺特钢（60399）、科锐国际（300662）等，持股比例减持至 5%以下股东，在累计变动达 5%后皆进行了公告。

四、减持规则简析

如前所述，最新的高额罚单案例向公众释放了证券监管部门“坚决依法查处违规减持行为”的监管信号。为市场参与者能够从容应对减持违规风险，我们建议市场参与者从以下两个方面入手，构建高效、有序的合规减持体系：

一方面，减持规则体系纷繁复杂，且部分实践操作模式并未在规则中完全体现，市场参与者及其业务人员需重视对不断更新的减持规则及监管案例进行归纳、总结和学习，强化合规意识，并切实地要求内部参与减持的相关工作人员夯实减持知识体系。

另一方面，考虑到各市场参与主体的实际情况不尽相同，建议市场参与主体建立严格的减持内控体系，从制度层面把控减持风险。可通过聘请专业减持合规顾问，就减持计划、减持进展、减持结果及相关信息披露进行全程监控，并委派专人负责协调券商、业务人员及外部顾问，以确保顺利、合规地完成减持工作。

王 毅	合伙人	电话: 86 21 2208 6282	邮箱地址: wangyi@junhe.com
陈 燕	合伙人	电话: 86 21 2208 6255	邮箱地址: chenyan_bella@junhe.com
王 婷	律 师	电话: 86 21 2208 6337	邮箱地址: wangting@junhe.com
王沪宁	律 师	电话: 86 21 2208 6143	邮箱地址: wanghn@junhe.com
肖 娴	律 师	电话: 86 21 2283 8288	邮箱地址: xiaoxian@junhe.com
王 莹	律 师	电话: 86 21 2283 8257	邮箱地址: wangying_Cindy@junhe.com
黄雅芳		电话: 86 21 2283 8349	邮箱地址: huangyf@junhe.com
王文睿		电话: 86 21 2208 6157	邮箱地址: wangwr@junhe.com
朱璐璐		电话: 86 21 2208 6196	邮箱地址: zhull@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。

