从“有法可依”到“有尺可量” 违规减持精准执法更进一步

证券时报记者 范璐媛

监管再出重拳,为违规减持治理补上“定罚则”关键一角。

10月19日,证监会发布《违规转让证券案件行政处罚实施规则》,共十八条,自2026年12月1日起施行。从2024年5月《上市公司股东减持股份管理暂行办法》落地,到此次专门出台处罚裁量规则,A股减持监管完成了从“有法可依”到“有尺可量”的关键一跃。

受访专家认为,新规体现了监管思路从“粗放威慑”转向“过罚相当”的结构化威慑。罚款不再是一把钝刀,而是按危害性精确配重的标尺,穿透式认定则使规避策略失去隔离效果。标尺既立,但随着违规减持手法隐蔽化、复杂化,如何读准尺、用好尺,仍是对执法实践的现实考验。

> 新规体现了监管思路从“粗放威慑”转向“过罚相当”的结构化威慑。罚款不再是一把钝刀,而是按危害性精确配重的标尺,穿透式认定则使规避策略失去隔离效果。但如何读准尺、用好尺,仍是对执法实践的现实考验。



图片来源:AI生成

1 封堵隐性违规减持

近年来,监管对于违规减持的治理力度持续加码。2024年5月证监会发布《上市公司股东减持股份管理暂行办法》,被市场称为“最严减持新规”,明确控股股东、实控人在破发、破净、分红不达标等情形下不得减持,全面封堵各类绕道减持行为,并新增“责令购回违规减持股份、上缴价差”的行政监管措施。

此后监管链条不断延伸,2026年3月《关于短线交易监管的若干规定》落地,要求大股东持股比例按境内外已发行股份合并计算,其配偶、父母、子女及利用他人账户持有的证券一并纳入监管。今年4月,违规转让证券处罚规则公开征求意见,10月正式发布。

红线画下,近几年上市公司违规减持开始呈现新特征。“近几年被行政处罚的案件中,主观恶性较大的清仓式减持已较少见,主观恶性较小的违规减持增多,如‘未按期限披露’或规则理解错误、数据计算失误等技术性原因导致的违规减持。此外,个案处罚力度明显提升,千万级甚至亿元级罚单屡见不鲜。”德恒上海律师事务所合伙人陈波说。

南开大学金融学教授田利辉表示,2024年最严减持新规以来,最显著的变化是违规形态从“显性越线”转向“隐性规避”。新规封堵了直接超比例、限售期内减持的通道后,实践中的违规更多以“形式合规、实质规避”的面目出现。

从近两年监管开出的罚单中,可窥见这些隐蔽手段的具体操作,包括借道家族信托隐瞒持股后减持、利用一致行动人违规减持、持股降至5%以下后继续减持却不履行披露义务,违反预披露承诺抢先卖出、利用大宗交易受让后6个月内转卖过桥减持,利用质押违约减持等。

今年8月,重庆证监局对天域生物实控人开出3560万元的罚单,直指其“借道减持”的隐蔽手法。该实控人将所持股份先行转入私募基金“马甲”,再通过把基金份额转让给他人实现变相减持,整笔交易缺乏商业实质。

2025年2月,新易盛实控人因借道家族信托违规减持并涉持股信息披露违法,被罚没3150万元;今年1月,宝新能源实控人被罚没3754万元,涉及股权代持未如实披露及违规减持事项;今年4月,洲际油气股东海口东铎因违规减持被警告并罚款100万元,事由为与一致行动人合计持股6.55%,降至5%时未公告及暂停交易,且在限制转让期内继续减持。

“这是‘规则密度上升—规避策略升级’的典型博弈:当直接违规的成本被抬高,违法者便转向利用主体隔离、账户嵌套和信息差来制造‘合规外观’。监管的回应因此不能停留在行为形式的审查,而必须转向对实质控制关系的穿透。”田利辉说。

2 精细化“梯度裁量”

根据河北证监局披露的数据,2021年至2025年证监会系统年均处置违规减持180起以上,从类别上看,违规减持呈现“千减千面”的复杂态势。以河北证监局为例,其近两年查出的案件存在违规主体多样、违规情形多样、涉及违反多项法律法规等特征。

《证券法》对违规转让证券的罚款笼统规定为“买卖证券等值以下”,而过往对“等值以下”的判断却有较大弹性空间,容易导致自由裁量权过大、处罚尺度不一、滑向下限处罚等问题。业内人士认为,新规最大的亮点是将《证券法》“等值以下”的宽泛罚则刻度化为可操作的梯度体系,是落实精细执法、科学执法的要求。

新规按“比例+金额”双指标精准划分,设置从轻、一般、从重三阶裁量档位。违规转让比例占总股本5%以上,且金额在5亿元以上,适用从重处罚。不足2%或金额不足4000万元的,适用从轻处罚。

在此基础上,新规对四类行为的罚款比例差异化设置,原始股违规处罚最重,从轻处罚按违规转让金额30%以下,一般档30%至50%,从重档50%至1倍。期限违规次之,信息披露违规再次,收购中违规单独适用倍数罚。

新规另一重要亮点,是对绕道减持明确“实质重于形式”原则,一致行动人、“马甲”账户可被认定为共同违法主体。

知名经济学者盘和林评价,新规在法定幅度内建立了可预期、可复核的量化裁量坐标。处罚通过科学分类,梯度分级,绕道从严,穿透到人的总体原则,让减持处罚能够落到实处。

盘和林表示,新规进一步明确了三条监管思路:一是实质重于形式的穿透性监管,更能够穿透减持的底层逻辑;二是过罚匹配,裁量分类分级,有法可依;三是压缩自由裁量空间,提高透明度。这与近两年执法中“小违规处罚减轻、大违规处罚加重”的分化趋势一脉相承。

3 “怎么读尺”仍是考题

梯度化裁量标准为违规减持执法建立了标尺,但违规减持方式日渐隐蔽、“千减千面”,业内人士认为,在有尺后,怎么读准尺仍存在实操难点。

“首先是主体穿透,跨境壳公司、离岸信托、代持关系下,证明‘实际控制’需构建资金流、决策链、受益归属的完整证据链,当事人常以‘独立决策’‘单纯代持’抗辩,取证周期长、跨境协作更难。”田利辉指出,“另外,在性质界定上,四类行为的边界并非总是泾渭分明,同一减持可能同时触及期限、数量与披露义务,归类选择直接影响罚款基数与比例;在裁量情节量化上,‘主动购回’‘配合调查’等从轻情节虽已列举,但幅度仍依赖执法判断,类案之间的细微差异可能被放大。”

盘和林从执法程序链条举例,在认证环节,违规减持存在行为交叉,提高了认证难度,对于非交易减持,比如质押违约减持的界定依然存在难点,对一致行动人的过错认定缺乏依据。在举证环节,穿透取证成本高,归因难、定性难,违法所得计算口径不统一。在量罚环节,存在从重从轻情节重叠时候的判定难点,责令购回的执行短板,刑法与民法衔接不畅等问题。

陈波认为,违规减持的违规之处,主要是在时间、数量两个方面,都是量化的信息,因此,违规与否的事实认定不难。减轻从轻乃至从重情节的认定和适用、违法所得的计算细节等处罚裁量细节,会是当事人申辩的重点。

标尺既定,如何让“尺子”真正读得准、用得好?田利辉从五个方面提出建议:

一是从事后惩戒向前端拦截延伸,将减持的数量、时点、信披等合规条件嵌入登记结算与交易系统的硬约束,让多数技术性违规在下单环节即被阻断,降低对事后执法的依赖。

二是完善免责与抗辩机制,明确无过错情形、券商执行指令的注意义务边界以及合规自查的容错空间,避免“一刀切”误伤正常的股权流通、创投退出与并购重组积极性。

三是动态更新绕道情形的列举清单,覆盖收益互换、场外衍生品、信托持股、司法划转、离婚析产等新型违规场景,保持规则的敏捷性。

四是强化投资者直接救济的衔接,购回价差归入上市公司并不等同于填补了二级市场投资者的损失,需与代表人诉讼、先行赔付机制形成救济闭环。

五是推进裁量说理公开与类案指引,让“一把尺子”既统一又不僵化,真正实现过罚相当、不枉不纵。

烧碱期货年内跌超三成 产业链上下游冷暖不一

证券时报记者 黄翔 胡华雄

烧碱俗称火碱,是国民经济基础性化工原材料,与纯碱同为工业“三酸两碱”中的两碱。

近期烧碱价格“跌跌不休”,烧碱期价首次跌破1700元/吨,引起市场关注,产业链公司影响不一,上游企业利润承压,下游企业利润则有望边际修复。

烧碱价格的下跌受行业供需矛盾影响。受访业内人士认为,短期1—2个月内,烧碱供需宽松格局难发生实质性扭转。

烧碱期价跌破1700元/吨

10月21日,国内烧碱期货主力合约进一步下行,收盘跌逾2%,盘中跌破1700元/吨,创出该合约品种挂牌以来新低。

实际上,受到供需等因素影响,烧碱近几年整体处于跌势,今年以来跌势有进一步加速迹象。行情数据显示,国内烧碱主连合约年内累计跌幅已超过30%。

卓创资讯烧碱分析师杨林林在接受证券时报记者采访时认为,烧碱价格下跌受到宏观和微观两个方面的因素驱动。

宏观方面,地产、制造业复苏不及预期,终端需求偏弱;海外氯碱供给有所恢复,出口支撑减弱;工业品整体风险偏好偏低,悲观预期压制盘面。

微观方面,氯碱联产模式下,液氯尚有收益,维持“以氯保碱”,主动减产意愿弱,新增产能持续投放;氧化铝刚需平淡,粘胶、造纸等下游无明显增量;厂库及异地库存同比偏高。

对于目前烧碱的基本面,国贸期货认为,10月秋季检修进入高潮,供应会有阶段性收缩,10月下旬,检修进入中后期,产能会逐步回归,四季度仍有新增产能待投放,供应开工预计先收缩然后逐步回升;高库存叠加累库,压制价格反弹;氯碱综合利润处于盈亏平衡线附近,只有液氯价格大幅坍塌才会倒逼企业降负荷,单纯烧碱跌价难以驱动大规模减产;需求端氧化铝行业开工平稳但耗碱强度下降,粘胶短纤、造纸印染等非铝下游没有明显增量;出口增幅有限,无法消化国内过剩货源。

上游企业利润承压

烧碱因优良的化学性能,具备多样的应用场景,涉及冶金、化工、纸浆和造纸、化纤、洗涤、环保乃至锂电新能源等多个领域,其价格下行对产业链相关公司的经营和股价产生不同影响。值得注意的是,烧碱常与液氯进行联产,烧碱与液氯产出比例为1:0.886,二者属于标准的伴生品组合,这使得烧碱价格波动对相关企业的影响更为复杂。

对于产业上游,“氯碱企业综合利润不断压缩,一体化龙头抗风险能力更强;开工高位对原盐、用电形成刚需托底,若持续亏损后续存降负可能。”杨林林认为。

烧碱价格的下跌对于产业下游的影响则又有不同。杨林林表示,对于下游而言,氧化铝、粘胶、纸浆、锂盐原料成本回落,利润边际修复,但终端需求受限,难以主动提产、大量补库;贸易商随采随用,囤货意愿差。

“出口方面,低价提升报价竞争力,但仅争夺存量订单,难形成持续增量。”杨林林称。

面对不断下行的烧碱价格,部分企业已提前感受到压力。数据显示,在申万行业分类下的氯碱行业14家A股上市公司中,有7家企业2026年上半年营业收入同比下滑,占比达一半;净利润方面,上述14家企业中,有6家企业2026年上半年归属于上市公司股东的净利润同比下滑,占比超过四成。

从一些企业透露的前三季度情况来看,相关业务经营情况仍不太乐观。

三友化工表示,2026年前三季度,公司纯碱、氯碱板块受市场环境影响,产品价格回落,盈利水平同比有所下滑。

面对行业低谷,一些公司也提到应对之策。中盐化工表示,公司深挖产业链降本空间,发挥盐煤一体化循环产业优势,优化装置运行负荷,纯碱、糊树脂、烧碱等主要产品单位成本实现不同程度下降。

供需宽松格局或难扭转

“短期1—2个月内,烧碱供需宽松格局难实质性扭转,行情以弱底震荡为主。”杨林林认为,价格靠近行业成本线后继续深跌空间收窄,但缺乏强需求驱动,阶段性反弹多为检修、降负带来的脉冲行情,持续性偏弱,反弹高度受限。

上市企业滨化股份方面对记者表示,烧碱行业并非单纯“内卷”主导,核心矛盾仍在供需结构及与下游景气联动:过去受产业政策约束总体紧平衡,2021—2022年前后接近景气高点;当前虽转向过剩,但开工率仍维持在80%以上、接近90%,过剩程度不算极端。

压力主要来自两方面:一是政策门槛放松后新产能布局带来悲观预期;二是氧化铝、造纸等下游自身扩张并陷入价格竞争,对烧碱降本高度敏感。其判断行业更像处于底部抬升、上下反复化解矛盾的区间,而非快速市场化出清;叠加化工与石化安全环保标准趋严、新建项目明显放缓,成本支撑逐步增强。

国贸期货研究观点认为,市场供强需弱格局延续,但检修会带来阶段性机会,后市判断为底部偏弱震荡,反弹多为脉冲行情,上方空间有限,下方受成本约束深跌空间有限。

上海大陆期货分析认为,当前烧碱高库存、弱需求的格局短期难以明显改善,氯碱综合利润仍对开工形成支撑,供应收缩缺乏自发动力。宏观回暖信号、氧化铝利润修复、液氯价格大跌倒逼装置降负,才是烧碱行情反转的关键信号。短期烧碱期货大概率维持偏弱震荡,反弹高度受限。

股价跌超10% 宁德时代盘中回购约8亿元股份

证券时报记者 张一帆

10月21日,宁德时代(300750)披露三季度业绩报告后,当日股价大跌12%。针对市场关切的盈利能力下滑压力,公司高管在业绩沟通会上回应称,一方面正与客户协商税费成本分担事宜,另一方面加快新技术、新产品落地,以此对冲利润压力。

21日晚间公告显示,宁德时代在当日实施了股份回购,共计回购348.86万股,按229.32元/股的回购价格测算,单日回购金额约8亿元。宁德时代此前宣布,拟斥资200亿元至400亿元回购股份,用于注销并减少公司注册资本。

近期,消费税和出口退税政策的变化引起市场对宁德时代盈利能力的担忧。“我们正积极与客户沟通,一起来分担相关影响,同时积极推动新技术和新产品的落地,降低对盈利能力的影响。”宁德时代高管在10月20日晚举行的业绩说明会上表示。10月21日,宁德时代股价大跌,最新收盘价227.90元/股,较今年5月高点下跌已超过50%。

2026年第三季度,宁德时代实现收入1652.2亿元,同比增长58.6%;归属于上市公司股东的净利润212.5亿元,同比增长14.5%。利润增速大幅低于收入增速的财务数据结构,暗示了公司利润率走低。Wind统计,2026年第三季度宁德时代整体净利润率为13.6%,是2024年一季度以来的最低。

在业绩说明会上,宁德时代将盈利能力走低归因于产品结构的变化以及消费税、出口退税的影响。

财政部、海关总署、税务总局2026年第20号公告明确,自2026年9月1日起对锂离子蓄电池等五类电池恢复征收消费税,过渡期税率为2%,自2027年9月1日起税率提升至4%。财政部、税务总局公告2026年第2号则明确,自2026年4月1日起至2026年12月31日,将电池产品的增值税出口退税率由9%下调至6%;2027年1月1日起,取消电池产品增值税出口退税。

消费税新增成本的影响已经开始显现在财报之中,在利润指标之外,宁德时代前三季度“税金及附加”项目发生金额35.39亿元,较上年同期的18.43亿元大幅增长92%。在上半年这一项目的发生金额为13.25亿元,同比增幅仅为6%。宁德时代在四季度盈利能力能否回升,或将核心取决于客户税费分担协商的落地进度。

另一项明显作用在财报的宏观变化,是行业内压降供应商账期的呼声。前三季度宁德时代经营活动现金流下降达23%,与净利润的正增长趋势不一。宁德时代高管解读称,公司从第三季度开始,主动对供应商付款进行了调整,优先支持有研发能力、创新精神、积极配合公司扩产的合作伙伴,包括缩短账期、支付预付款、研发资金支持等组合拳。

“公司采取的支持供应链企业的措施可能会持续一段时间,是为了推动产业链更健康、可持续的发展。经营性现金流可能会有阶段性影响,但从长远来讲,不会影响公司现金盈利能力,未来会回到相对健康的水平。”前述高管强调。

在财报披露当日,宁德时代披露正式推出天行Ⅱ“电电增程”换电新方案。宁德时代方面表示,公司正加快换电站建设,乘用车方面巧克力换电站全年预计会建成超3000座。在三季报中,宁德时代不仅固定资产环比增加147亿元,在建工程也增加了百亿元规模,除了常规新建电芯产线外,这可能与换电站资产的加速建设有关。

展望行业后续需求,宁德时代在会上主要强调乘用车在国内市场电动化率、单车带电量提升的趋势,在欧洲市场电驱新车的推陈出新,全球储能市场保持增速等积极因素。“全球动力及储能电池的市场需求可能没有市场预期的那么悲观,仍有不错的增长潜力。”宁德时代高管总结。

公司 egsea.com 上市公司资讯第一平台