

## 谨防股份回购制度成为证券市场 利益输送和市场操纵的温床

冯 果\*

我国《公司法》已经不止一次经历“头疼医头,脚疼医脚”式的修订。《公司法》2018年的修订就是在中美贸易摩擦等极为特殊的历史背景下,为提振股市信心而作出的又一次政策性、应急性修法,其核心内容就是引进“护盘式回购”制度。无论是在国内还是在境外,“护盘式回购”都是一项颇具争议的制度,没有周密的制度安排很难做到兴利除弊。既然如此,在《公司法》2018年修正案仓促落地之后,及时完善配套机制、防止其弊害,便成为当务之急。其中,最为关键的是要谨防股份回购制度成为滋生上市公司利益输送和市场操纵的温床。

### 一、恰当界定具有安定操作性质的股份回购 与内幕交易和操纵市场的界限

护盘式股份回购制度的理论基础在于“导正市场价值理论”,即在宏观经济持续低迷以及股票价

---

\* 武汉大学法学院院长,教授,博士生导师。

格被严重低估违背公司股票真实价值的情况下,通过股份回购向市场传递公司股价被低估之信息,并使股价回升至公司真实价值,以矫正被扭曲的价值机制和被遮蔽的市场信息,借以提振市场信心,甚或挽救整个股市于崩盘。<sup>[1]</sup>但上市公司回购自身股份不仅与完全竞争的市场假设和公平交易的市场理念格格不入,也确实容易引发两个方面的问题:一是内幕交易。原因不仅在于作为最终“内部人士”的公司拥有重大信息的情况下购买自己的股票可能构成内幕交易,而且公司股份回购也有可能被内部人用作内幕交易的工具(如内部人利用他人未知的股份回购计划提前购入公司股票,以取得不正当的市场机会或利益)。二是涉嫌操纵市场。由于公司在公开市场回购股票往往会以一系列的交易来完成,而其结果又会影响股票的市场价格,因而容易陷入操纵市场之虞。发行公司利用股份回购操纵自身股价的行为在境外也时有发生,因此,股份回购历来就与内幕交易和操纵市场天然地交织在一起,而不属于内幕交易和操纵市场的当然豁免之列。相反,以美、日为代表的发达市场国家在放松公司股份回购的同时,特别注重公司法和证券法的规范联动。最著名的就是由美国证券法中的股份回购“安全港”规则(也称“避风港”规则)。

为了便于上市公司实施股份回购并尽可能小地影响股价,美国证券交易委员会(SEC)分别于1982年和2000年制定了SEC Rule 10b-18和Rule 10b5-1,确立了由时间、价格、方式、数量等条件组成的进入“安全港”的条件,为上市公司回购股份提供“避风港”,但“安全港”规则充其量是一种“受限制的安全港”,意在表明监管机构对超出“安全港”之外的护盘回购仍将秉承严格控制的态度,即只有满足规定的条件,上市公司股份回购才能进入安全港,否则仍有可能被追究操纵市场或内幕交易的责任。具体而言,在符合以下交易条件情况下,股份回购不被视为操纵市场行为:(1)每日回购只通过一个经纪人实施回购(交易方式);(2)不构成开盘交易及不在休市前的特定时间段内实施(交易时间);(3)每日回购数量不超过前一个月股票日均交易量的25%(交易数量);(4)回购价格不高于回购之前最高的独立交易报价或者

---

[1] 参见刘连煜:《公司法理论与判决研究》,法律出版社2002年版,第244页。

最后一笔独立交易的价格(以两者较高者为准)(交易价格)。根据2000年SEC Rule 10b5-1规则,公司交易数量、日期、价格等因素符合“Rule 10b5-1交易计划”的回购则不会被认定为内幕交易。当然,触及证券交易法的信息披露义务不能免除。<sup>[2]</sup>美国证券法的“安全港”规则被日本和我国台湾地区所吸纳,成为确定上市公司股份回购操纵合规与否的重要边界。

长期处于法定资本制影响之下的中国公司法,一直以来采取的是“原则禁止,例外允许”的股份回购原则,作为股份公司的上市公司回购自身股份也同样受到严格限制。正是基于此,股份回购作为内幕交易和操纵市场的例外情形得到了学界和官方的普遍支持和认可,我国现行的《证券市场操纵行为认定指引(试行)》及《证券市场上内幕交易行为认定指引(试行)》就分别将股份回购作为操纵市场和内幕交易的例外情形予以排除。<sup>[3]</sup>在《公司法》新修订后,在“维护公司价值及股东权益所必需”的这一内涵模糊、界定宽泛的“正当目的”之下,发行公司主动回购股份便极易引发内幕交易和市场操纵,将股份回购简单排除在内幕交易和操纵市场行为之外显然不合时宜。相反,在由发行公司主动回购股份并影响自身股价的行为中,哪些属于合法的安定操作、哪些属于必须予以否定性评价的内幕交易行为和操纵市场行为,则是立法和司法必须予以正视的问题。为此,笔者建议适当借鉴域外股份回购的“安全港”制度,从时间、价格、方式、数量等维度明确股份回购的合法空间。需要提醒的是,作为世界各国股份回购“安全港”制度鼻祖的美国安全港制度在近年来面临诸多质疑,其国内要求限制股份回购、修改SEC规则10b-18的动议持续增强。我国不应盲目照搬美国的规则设计,而应根据我国证券市场实际特点制定适合中国国情的上市公司股份回购避风港规则,完善操纵市场和内幕交易认定的认定标准。

---

[2] 参见张巍:《上市公司股份回购的功能考察与制度反思——以美国经验为核心的研究》,载《证券法苑》(第22卷),法律出版社2017年版,第88~89页。

[3] 详见《证券市场操纵行为认定指引》第48条及《证券市场上内幕交易行为认定指引(试行)》第19条。

## 二、强化股份回购的程序规制,保障股份回购合规有序开展

为防止股份回购制度滥用,避免利益输送及内幕交易和操纵市场,必须强化股份回购操作的程序规制。通过《证券法》的修订完善上市公司股份回购制度无疑是最为理想的方案。鉴于《证券法》修订条件尚不成熟,当务之急是修订《上市公司收购社会公众股管理办法》。笔者认为,应着重从明确护盘式回购触发条件、简化决策程序、完善回购后果要求、引入一致行动人制度及强化信息披露等方面对上市公司股份回购规则加以修改和完善。

第一,明确护盘式股份回购的触发条件。护盘式股份回购制度的理论基础在于导正市场价值,而非扰乱市场,因此必须有严格的适用条件,而目前我国对于在护盘回购的触发条件并不明晰,极易导致制度滥用。为此,在《公司法》作出新的修订后,有必要在现有规定中增加护盘回购的触发条件,如“上市公司股票价格低于每股净资产,公司股票的市盈率、市净率低于同行业上市公司平均水平达到预设幅度”等情形。

第二,完善程序简化后的约束与制衡机制。首先,《公司法》修正案有条件地赋予了董事会决定权。为避免程序简化导致董事会借机回购满足私人利益,应明确授权董事会公司股份回购进行议决的股东大会决议为公司股东大会特别决议事项,即坚持“决议应经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过”的做法。其次,应该明确章程或股东大会关于股份回购的授权期限不超过3年,防止无限授权。此外,细化授权应当明确的内容,减少董事会在执行决议时的随意性。同时,股份回购制度还应当明确等比回购以落实平等原则,避免回购特定股东持有的股份构成对特定股东的出资返还,防止违反股东平等原则。

第三,细化回购资金来源限制及股份回购后果要求。修订案关于取消股份回购资金来源的做法,是一种有违资本充实原则的极为草率的做法,也是在修订过程中争议最大之处。要求股份回购的资金来源于税后利润是国际上比较通行的做法,而这次修订步伐之大超乎想象。

按照修改后的规定,借贷资金也可参与股份回购,这无疑为借贷资金入场打开了制度闸门,“潘多拉盒子”一旦打开,后果不堪设想。一方面,上市公司如若利用借贷资金进行回购,肯定会加大金融杠杆,诱发资本进一步脱实向虚;另一方面,充足的资金支持给利用股份回购操纵市场提供了便捷条件,更易冲击证券市场的平稳有序运行,更遑论债权人利益的维护。为此,笔者认为,即便是法律取消了股份回购资金来源,为了市场稳健和债权人利益保护的需要,作为监管机构仍然可以在行政法规中对资金来源做出规定,要求上市公司在净资产范围内回购自身股份,最起码将回购股份的资金来源限于公司自有资金,禁止上市公司利用借贷资金收购自身股份应是规则必须坚守的底线。退一步说,即便对回购资金来源不作限制,美国《标准商事公司法》关于股份回购后“须具有持续经营能力并不得损害股东和债权人利益”的回购后果的要求仍可以加以借鉴。

第四,改进和完善信息披露规则。首先,完善信息披露规则是防止利益输送避免内幕交易和操纵市场的关键。尽管我国《证券法》和《上市公司信息披露管理办法》对公司重要信息的披露已经作了相当详细的规定,但由于股份回购的公司法修正案出台在后,上述规定均未将公司回购以及库藏股的处置事项作为公司应披露的重大事件而明确加以规范。因此,有必要将股份回购事项作为公司重大事件列入内幕信息的范畴。其次,从完善内幕交易的规制出发,应扩大《证券法》第74条关于内幕信息知情人范围的规定,将其扩大至公司本身。同时,应明确有关股份回购以及库藏股处置的董事会决议尚未公开前,知悉该信息的公司内部人等,不得买卖该公司股份并禁止相关的短线交易行为。此外,引入“一致行动人”概念,将上市公司及其关联人护盘回购的股份数量合并计算,以避免公司及其关联人通过分散回购以逃避信息披露监管的行为。最后,详尽的信息披露程序性要求是信息披露规则完善的重点,可以要求公司在实际回购前公告回购股票的具体数量(或上限)、回购的价格、回购的期限、回购资金来源以及回购目的等。这些信息有助于市场辨析回购背后的真实用意,作出更加准确的价格反应,同时有助于防范“暗箱操作”所带来的道德风险。

### 三、完善董事会相应责任承担制度以衡平股份回购权力下放产生的相应风险

公司股份回购本身就伴随着自利性带来的道德风险,结合我国上市公司的董事普遍持股等现状,将股份回购决定权下放至董事会将使得该道德风险进一步集中暴露。董事很有可能基于自身利益而非公司利益作出回购决定。同时,我国上市公司内部治理不尽完善,监事制度难以发挥其应有作用,这更容易使股份回购成为董事会操纵市场的工具,进一步加剧市场混乱。因此,对于不当回购的董事责任亦应规范设计,应考虑到董事因不当回购而致公司遭受损失以及利用股份回购进行内幕交易和操纵市场时的董事责任,使其行为目的与公司利益相挂钩,同时设置高昂的违法成本,避免其利用股份回购从事利益输送,损害股东及债权人的利益。在公司董事会对股份回购进行决议时,董事应秉承忠实和注意义务,对于违规回购股份的公司,给公司、股东和债权人造成损失的,其董事个人要向公司、股东和债权人承担赔偿责任;对于利用重大内幕信息实施回购者及进行操纵市场者应依法追究其内幕交易和操纵市场之责。

### 四、简短的结论

2018年《公司法》修正案对股份回购制度所作出的修订,其目的在于充分利用上市公司股份回购制度,以提振市场信心,规范公司反收购措施,降低公司融资成本,助力公司实施股权激励计划,但股份回购制度牵一发而动全身,涉及各方利益平衡和证券市场稳定等问题,需要《公司法》的系统性修改及《证券法》的配套联动,而此次修法的政策性和应急性导向过于明显,理论准备显然不足。在修正案已经落地的情况下,唯有加强研究,尽快完善相关配套制度,才能避免上市公司股份回购制度演化为权力滥用和滋生利益输送和内幕交易及操纵市场的温床。