

股份回购新规与内部人失信防控： 问题与出路

朱 庆* 储梦乔**

我国上市公司股份回购立法随2018年10月的《公司法》修订进入了一个新阶段。本次修法极大释放了股份回购作为一种财务利器的强大功能,有望缓解眼前证券场所遭遇的困局。不过由于本次修法进度极快,^[1]立法机关对未来可能出现的问题虽有一定预判,但准备并不充分,在实践中“摸着石头过河”的过程中,需要对历史与域外经验进一步深入总结,以指导相关监管措施到位而不越位。

* 安徽大学法学院教授、博士生导师,民商法博士,哈佛大学法学院访问学者。

** 安徽大学民商法硕士研究生。

[1] 2018年9月6日,中国政府法制信息网公布《公司法修正案》草案征求意见稿,征求意见期间至2018年10月5日。2018年10月22日,证监会主席受国务院委托,向第十三届全国人大常委会第三次会议做《公司法修正案》草案的起草说明。2018年10月23日下午,全国人大常委会分组审议。2018年10月23日晚上,宪法与法律委员会审议。2018年10月26日,全国人大常委会通过修正案。全程仅一个半月,历史罕见。

一、步入 3.0 版的股份回购法律制度:机遇与风险同在

我国对股份回购的立法至今经历了三个版本,即 1993 年《公司法》、2005 年《公司法》以及 2018 年《公司法》。作为新中国的第一部《公司法》,1993 年《公司法》第 139 条对股份回购原则禁止,仅规定了合并与减资两种例外许可情形;2005 年《公司法》大修时,该条文变成了第 143 条,例外情形扩张为 4 种,新增了为公司职工持股计划与回应异议股东收购请求权两种例外情形;2018 年《公司法》修订专就本条进行,条文为第 142 条,例外情形则扩张到了 6 种,新增了将股份用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券,以及上市公司为维护公司价值及股东权益所必需两种例外情形。由此可见,我国《公司法》对股份回购的规定是一个在原则禁止的基本立场下,逐步扩张例外许可范围的渐进过程。笔者将上述三个阶段概括为股份回购立法的 1.0 版、2.0 版和 3.0 版。

值得说明的是,对股份回购的基本态度,本次中国证监会报经国务院同意发布的《中华人民共和国公司法修正案(草案征求意见稿)》,曾尝试迈出更大的步伐。该版本的立法建议首先将原条文第一款改为“公司有下列情形之一的,可以收购本公司股份”,而不再提“公司不得收购本公司股份”这一基本原则;再是新增了第(七)项“法律、行政法规规定的其他情形”这一兜底条款。不过在最终通过的修正案中,全国人大常委会并未采纳上述两点建议,而是继续保留了“公司不得收购本公司股份”提法,同时也没有采纳兜底条款。可见,全国人大常委会对股份回购扩张可能带来的各种隐患仍存有顾忌,做了一定的保留。笔者对全国人大常委会的这一谨慎态度给予肯定。毕竟股份回购是一项牵一发而动全身的制度,其改革势必涉及公司法层面的资本制度、治理分权以及证券法层面的内幕交易、操纵市场等一系列相关制度衔接问题。如果配套制度失当,立法者所期待的股份回购修法制度红利极有可能会被随之而来的各类公司财务杠杆过度利用、证券欺诈等失信行为荡涤一空,因此修法步伐较为稳健,一步一个脚印的态度更加可以

彰显最高权力机关的稳健作风。

股份回购立法 3.0 版的推出,被很多市场人士解读为可释放出巨大的制度红利,向 A 股释放了积极信号。^[2] 不过即便如此,本次修法可能带来的各类风险仍然值得立法与监管部门给予特别的重视并尽快配套相关制度加以防范。其实在股份回购立法 2.0 版时代,股份回购的各类“异常”现象已受到学界关注。例如,有的公司宣称因股价偏低而计划回购,实际上“只放空枪”,一股未买,其大股东则大肆减持,形成鲜明对比,令投资者无法理解公司回购的真实意图。^[3] 不过由于此间立法限制较为严格,股份回购大都在减资目的下进行,需经股东大会特别决议通过,并履行债权人保护程序,成本较高,上市公司回购的积极性并不高,上述大股东等内部人借公司回购高位减持的问题也不突出。随着回购立法进入 3.0 版,上市公司在回购方面所受限制已被大大放松。本次修法由中国证监会发起,并明确规定可为“维护公司价值”而回购,即通常所谓的“护盘型回购”。2018 年 11 月 9 日,证监会、财政部、国资委三部委联合发布《关于支持上市公司回购股份的意见》,其鼓励公司“护盘型回购”的态度更是跃然纸上。这意味着未来一段期间,上市公司主动护盘已然被官方认可甚至鼓励。这样一来,熟知公司实际情况,对公司财务及各类内部信息具有“近水楼台”优势的内部人,特别是大股东,自然也获得了更多借此牟利的机会,此类因信息不对称导致的内外部人交易不公平问题也必将进一步凸显。

股份回购就像是希腊神话里美丽的潘多拉,多才多艺,魅力无穷。截至目前,其被我们关注到的“才艺”包括而限于满足股权激励计划的股份需求、应对并购重组时异议股东的退出需求、实现公司股份分配的节税需求,以及构筑收购防御之墙,乃至护盘以维护公司信用等,实

[2] 相关评论可参见许晟、潘清:《公司法修改触发上市公司“回购潮”——释放积极信号,但仍需防“忽悠式”回购》,载新华每日电讯 6 版;http://www.xinhuanet.com/mrdx/2018-10/31/c_137570791.htm,2018 年 11 月 24 日访问;林倩、葛佳:《公司法修法获通过“护盘式回购”正名:有助于稳定股价、信心》,载澎湃新闻:https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_2557013,2018 年 11 月 24 日访问。

[3] 参见朱庆:《股份回购操纵市场“灰色地带”的形态及其法律规制》,载《法学》2011 年第 9 期。

在令人着迷。不过“潘多拉魔盒”中的风险也不容小觑,她在施展任何一项才艺的同时,也可能同时带来对公司财务健康、债权人利益以及证券交易公平的巨大冲击。^[4]如果说股份回购立法 2.0 版是将“潘多拉魔盒”戳了个针眼,让我们可做“管中窥豹”式观察的同时,与其中的“魔鬼”小小较量一番的话,现在的立法 3.0 版则是彻底掀开了魔盒的封盖,我们不得不防相关各类风险的涌出!

二、股份回购与内部人交易:不容回避的问题点

股份回购与发行公司内部人交易之间的微妙关联并非中国特色。事实上,在美国等对公司回购立法较为宽松的法域,这一问题早已被学界关注,并积累了较为丰富的实证经验。股份回购可以“维护公司价值”的理论基础在于信号理论,该理论认为发行公司作为本公司真实价值的最佳判断者,有条件选择最适当的时机——股价被低估时进行回购,因此,公司宣布回购计划意味着其发出了本公司股价偏低的信号。信号理论假说得到了很多实证研究检验并成为了股份回购的基本理论假说之一。^[5]不过信号理论也受到了一些质疑。由于公司的回购计划通常不具强制性,亦即回购计划发布后,即使符合了计划预设的回购条件,公司也并无回购义务,因此这一信号并不十分可靠,特别是当公司的内部人反而进行卖出交易时尤为如此。例如,Louis、Sun 和 White 的研究表明,在回购公告之后,存在内部人在当季度抛售大量股票的事实。进一步研究发现,部分公司内部人净减持行为与公司未来经营状况和股价表现之间存在显著的负相关关系,即内部人在股价下

[4] 关于股份回购的利弊分析以及应然的立法技术,可参见朱庆:《我国应允许概括目的下的股份回购》,载《安徽大学学报》2008年第1期。

[5] Vermaelen, T., *Common Stock Repurchases and Market Signaling*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, 1981; Vermaelen, T., *Repurchase Tender Offers, Signaling and Managerial Incentives*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 19, 1984; Dittmar, A., *Why Do Firms Repurchase Stock?* *Journal of Business*, Vol. 3, 2000; Brav, A. & Graham, J. R. & Harvey, C. R., et al., *Payout Policy in the 21st Century*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 2005.

跌之前利用私人渠道获取的信息提前抛售了股票。虽然并非所有的公司都出现了上述情况,但不可否认,股份回购确实给内部人进行内幕交易提供了方便之门。^[6] Konan 等学者则撰文指出,虽然股份回购通常被认为是股票价格被低估的市场表现之一,但回购计划自愿实施,实践中常见内部人怀着强烈的获利动机提供“虚假信号”——宣布一个实际上并无实施打算的回购计划,刺激股价上升,随后逢高抛售,以牺牲社会公众股东的利益为代价使自己从中渔利。^[7] 笔者对我国 2005 ~ 2018 年 A 股上市公司在回购期间大股东增减持行为的实证研究也发现,大股东净增持的公司回购期间平均超额收益率为正,净减持的公司则为负。这与境外公司回购股价效应与大股东增减持有正负向关联的研究结论一致。^[8]

当然,上市公司为“维护公司价值”而进行回购,只是诸多回购的目的之一。在西方经管理论关于股份回购动因的诸多假说中,信号理论也只是其中之一。因此,公司计划回购股份并不当然意味着其股价被低估;另外,以公司大股东为代表的内部人减持股份,也并不当然意味着公司股价处于高位,内部人减持股份也完全有可能是因为自身融资或其他战略安排之需。不过,鉴于大量发达市场的实证研究均发现了两者之间的微妙关联极有可能导致投资者之间的不公,我国此前也的确发生过不止一件令人怀疑的个案,对发行公司股份回购期间大股东减持当如何规制,在立法层面不容回避。^[9] 在股份回购立法进入 3.0 版,股份回购越来越成为常态后,这一问题的及时应对也显得更为紧迫。

[6] Henock Louis & Amy X. Sun & Hal White, *Insider Trading after Repurchase Tender Offer Announcements: Timing versus Informed Trading*, *Financial Management*, Vol. 1, 2010.

[7] Konan Chan et al., *Share Repurchases as a Potential Tool to Mislead Investors*, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 2, 2010.

[8] 研究的实证样本为 2005 年 1 月 1 日至 2018 年 6 月 30 日我国 A 股市场实施回购且明确在公告中表明“稳定投资者信心”“股价与公司内在价值不符”等宣示股价被低估的上市公司。篇幅所限,对此将另文详述,在此仅报告结论。

[9] 参见朱庆:《证券高可控制度信息的法律问题——以股份回购为中心》,载《法学》2015 第 1 期。

三、回购期间的大股东等内部人失信防控:披露+禁令

对股份回购期间的内部人失信问题,一个耐人寻味的现象是,股份回购的发源地美国并未在立法层面给予特别关注。这一现象的深层原因尚有待深入挖掘。不过,在美国已有学者多次建议增设相关规则予以应对。例如,哈佛大学 Jesse M. Fried 教授曾建议增设回购前预披露规则。具体而言,回购前预披露规则要求公司在回购实施的前几日,向市场详细披露回购的细节。而且前置披露的内容应具有强制性,如果公司实际执行与其公告内容存有巨大差异,将可能导致罚款。^[10] 不过 Fried 教授的这一建议并未获得美国证监会(SEC)采纳。作为退而求其次的方案,其转而建议设置公司增减持信息的“2日规则”。因为美国1934年《证券交易法》仅要求内部人增减持本公司股份的行为在2个交易日内披露,而发行公司的股份回购却只需要公司在季度末时简单披露,这给发行公司利用内部信息交易留下了很大的缺口。Fried 教授建议“2日规则”应对发行公司的回购行为同样适用。^[11] 不过即使后一建议,至今也未得到 SEC 的采纳。概而言之,美国尚无对股份回购期间内部人交易的限制性立法,而在理论层面,学者更倾向于通过加强信息披露的方式来解决内部人交易问题。

相较美国,我国对发行公司与大股东等内部人增减持本公司股份的信息披露规则设计较为严密,与 Fried 教授的建议思路颇为吻合。早在2005年的《上市公司回购社会公众股份管理办法(试行)》中,已对发行公司的回购预案与回购进展报告的披露规则作了较为详尽的规定。而根据2017年证监会颁布实施的《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》,公司内部人的减持行为信息披露规则更为缜密。不过即便如此,我国相关信息披露规则较 Fried 教授设计的“理想状态”

[10] Jesse M. Fried, *Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchases*, California Law Review, Vol. 5, 2005.

[11] Jesse M. Fried, *Insider Trading via the Corporation*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 4, 2014.

仍有一定距离。例如,目前规则中尚缺乏实际回购与回购预告出现重大差异的罚则(或至少应有说明义务),也缺乏将发行公司与内部人同等对待的“2日规则”。而在笔者看来,单纯的强化披露理念在我国作为防控大股东等内部人不公正交易问题上,仍有不足。因为完全依靠信息披露加强透明度来实现交易公平的前提是市场足够有效,信息的产生、传递与解读机制健全,投资者足够理性,而我国以散户为主的证券市场尚不具备上述条件。根据通说,我国证券市场仍处于“弱势有效市场”。在此阶段,信息披露规则固然极为重要,不可或缺,但通过嵌入禁令以缓和因信息不对称而导致的交易不公,亦不容忽视。

对此,我国台湾地区则选择了更为“干净利落”的方案——禁止内部人在公司回购期间减持。台湾地区“证券交易法”规定,在公司回购期间,董监事、经理人及其配偶、未成年子女或利用他人名义持有者,不能卖出持股。这一规定于2018年5月8日作了修订,增列10%以上的大股东也受此卖出禁令约束。其理由在于,“考虑股权分散的上市柜公司,持有公司股份超过股份总额10%的大股东,对公司经营通常具有相当的影响力,为强化交易市场的管理,增订大股东在公司买回库藏股期间,也不得卖出其持股”。^[12]显然这一立法技术可以彻底解决股份回购期间,大股东等内部人交易的不公局面。不过如前文所述,股份回购并非全部是为了护盘目的,而是非常复杂。既然回购行为并非当然构成公司股价低估之信号,因回购而禁止内部人卖出股份,在法理上并不周延。此外,这一禁令过于严苛,对公司内部当权的内部人课以如此限制,极有可能导致内部人为自己的交易自由反而在公司应当回购之时放弃这一选择,反而导致诸多回购功能无法达成。如此“因噎废食”,笔者亦不赞同。

《上海证券交易所上市公司回购股份实施细则》(以下简称《回购细则》)采取了一个折中方案,即规定“上市公司为维护公司价值及股东权益所必需回购股份的,控股股东及其一致行动人、实际控制人和董

[12] 叶忆如、邱金兰:《公司实施库藏股,大股东禁止出货》,载《经济日报》网站:<https://money.udn.com/money/story/11178/3131410?from=popinpc2>,2018年11月24日访问。

监高在回购期间不得减持股份。”《回购细则》还明确了上市公司相关股东、董监高在上市公司回购股份期间减持股份的,应当符合中国证监会和本所关于股份减持的相关规定。此外,该细则还在要求股份回购信息披露具备明确预期、强化信息披露的刚性约束、控制股份回购的实施节奏、明确界定内幕信息知情人范围等方面形成了较为严密的制度体系。^[13]无疑这是迄今关于股份回购具体操作规则中最为详尽和完备的立法设计了。尽管“道高一尺,魔高一丈”,在公司内部人与监管规则的“猫鼠游戏”过程中,其具体效果仍有待实证检验,从逻辑上讲,相信股份回购期间的大股东等内部人交易的公平性问题有望获得相当程度的解决。笔者在此仅就未来规则解释方法上提出一点建议,即应对“维护公司价值及股东权益”目的下的回购做扩张解释,认为其包括而不仅限于宣称“公司股价不能正确反映公司价值”“公司股价不能合理体现公司的实际经营状况”“稳定投资者对公司股票长期价值的预期”“使股价与公司价值匹配”“维护广大股东利益,增强投资者信心”的,均受此限,以防流弊。

[13] 参见《上交所就发布〈回购细则(征求意见稿)〉答记者问》,载 http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20181123_4681526.shtml, 2018年11月25日访问。