

上市公司股份回购的准入标准探析^{*}

——以K公司股份回购案为中心

陆华强^{**}

摘要:股份回购具有影响股价波动、利益输送和易操控的特性,其对公开、公平、公正的《证券法》原则的贯彻构成威胁。《证券法》框架下“持续经营能力”标准的模糊性,使上市公司可以较随意地启动和实施回购。而《公司法》框架下的债权人同意程序又使“即期清偿能力”——公司以现金等资产的快速变现偿债或提供担保的能力,形成了对股份回购准入门槛的实质性规制。从长远看,双重准入标准可能导致劣币驱逐良币的效果:一股独大、存在治理缺陷的公司敢于避实就虚、铤而走险,而治理规范、财务健康的公司对回购敬而远之。对此,在《证券法》框架下合理、细致地设定回购的准入标准,是优化回购监管的突破口。

关键词: 回购 债权人 持续经营能力 即期清偿能力

* 本文讨论的股份回购专指《上市公司回购社会公众股份管理办法(试行)》框架下的股份回购,不含《公司法》第142条规定的其他回购,如对股东大会合并、分立议案持异议的股东发动的股份回购。

** 北京大学法学院博士研究生,研究方向为公司法、金融法。

一、引言

截至2014年6月14日,我国沪深两市通过首次公开发行等方式形成的上市公司达2536家。从资金流向看,首次公开发行、定向增发是上市公司实现社会资本聚合的重要通道。与之相对应,股份回购则是股份发行的反向操作。通过回购,上市公司的闲置资金得以向证券市场上其他优质股票或场外更具投资价值的项目聚集。回购与发行机制共同实现货币资金在不同的上市公司之间、场内场外之间的双向、有序流动,进而实现资本市场的价值发现功能。因而,与股票发行相匹配的股份回购机制是健全的证券市场的应有之义。

但是,相比股票发行,股份回购在我国的发展相形见绌。虽然1993年制定的《公司法》已经设定了股份回购制度,但直到2005年6月,证监会颁布《上市公司回购社会公众股份管理办法(试行)》(以下简称《管理办法》)才使股份回购真正进入上市公司财务和市值管理的工具箱。自2005年6月至2006年年底,邯郸钢铁、华海药业等10家上市公司披露、实施了股份回购。这个时期的回购主体多为国有企业,且服务于当时的股权分置改革,政治任务味道偏重。时隔七年后,2013年4月1日,新修订的《上海证券交易所上市公司以集中竞价交易方式回购股份业务指引》(以下简称《业务指引》)鼓励上市公司实施股份回购。随后,从2013年5月开始,洋河股份(股票代码002304)、桐昆股份(股票代码601233)、广州发展(股票代码600098)相继宣布并实施股份回购。新一轮股份回购出现了民企的身影,并暴露了股份回购制度存在的缺陷,提示人们及时对其进行检视。

监管层和学者多从防止市场操纵等程序性角度关注如何对股份回购实施有效的法律规制。^[1] 通过K公司回购案^[2]的分析,笔者发

[1] 这方面的研究如朱庆:“股份回购与操纵市场的关联及其规制”,载《法律科学》2012年第3期;朱庆:“股份回购操纵市场的‘灰色地带’的形态及其法律规制”,载《法学》2011年第9期。

[2] 即2013年8月开始的K集团股份有限公司以集中竞价方式回购股份的事件,详见巨潮资讯网相关披露材料,<http://www.cninfo.com.cn/>,2014年8月27日访问。

现,看似细致周密的回购程序仍无法捍卫《证券法》“三公”^[3]原则的有效贯彻。一方面,由于《证券法》框架下的股份回购准入标准——“持续经营能力”标准缺乏操作性,上市公司可以在控制股东的策划下较随意地启动和实施股份回购,造成股价波动。另一方面,鉴于我国股份回购程序涵摄的股份注销和减资程序,以负债经营为常态的上市公司可能被债权人要求提前清偿债务或提供担保。这样一来,《公司法》框架下的“即期清偿能力”构成了对股份回购的实质规制,进而在事实上成为股份回购的消极准入标准。双重准入标准,使上市公司内幕信息知情人拥有了更多通过市场操纵来谋取私利的机会,同时导致债权人对正常股份回购的不合理阻却。本文认为,从实体角度看,科学、合理设定《证券法》框架下的准入标准不但是落实和优化回购监管的基础性工作,而且也有助于缓和债权人与公司及其实际控制人在回购事项上的天然紧张关系,促成各方有效达成有关股份回购之安全边界的基本共识,实现帕累托最优。这是本文的基本结论。

在结构方面,本文第二部分总结了股份回购具有促涨股价、实施利益输送、高度可操控性的特性。对股份回购基本特性的揭示,为细致开展下文的案例讨论提供了必要的知识铺垫。第三、四部分通过K公司回购案展示股份回购在实践中发生了制度扭曲,进而从准入标准角度探讨扭曲的原因。第五部分,就如何设定合理的股份回购准入标准进行探讨。最后是简短的总结。

二、股份回购的基本特性

(一) 股份回购促成股价波动

首先,从每股收益(EPS)角度看。随着股份回购计划的推进,公司已发行股本的数量将相应缩减。在短期内,如果公司账面货币资金足够充裕,且公司生产经营和利润(earning)不至于因公司对外支付购股价款而受影响,则在公司股本收缩的前提下,公司每股收益(EPS)将得到提升。

[3] 即公开、公平、公正的证券法原则。

按照行业平均市盈率(PE)测算,公司股价[每股收益(EPS)×行业平均市盈率(PE)]自然也会相应提升。在这种情况下,市场对宣布回购的公司估值自然有上涨预期。例如,下文讨论的K公司2012年度净利润为2.57亿元,按照其9.636亿股本测算,公司每股收益(EPS)为0.27元。如果2013年的股份回购计划如期实施完毕,则公司股本将降至8.85亿元。假设公司在2013年度净利润和2012年度持平,那么公司2013年度每股收益将增至0.29元。如果根据近期K公司所属的纺织行业(中国证监会行业分类)的加权平均静态市盈率21.37倍^[4]测算,公司股价将因股份回购由5.77元飙升至6.20元,涨幅达7.45%。

其次,从信号理论视角看。在管理层等内部人持股的情况下,如果回购价格高于公司股票的真实价值,那么股份回购将使包括管理层在内的公司现有股东(未出售股份的股东)状况变差。持有股票的管理层或把持公司董事会多数席位的控制股东自然不会干出这等“损己利人”的蠢事。因此,作为内部人的控制股东或管理层策划并主导的股份回购,向市场传递的更有可能是真实股价被低估的买入信号。^[5]即使公司后来未进行实际的回购操作,单单以提振股价为目的的股份回购预案的公布,公司股票都有可能促涨。例如,下文讨论的K公司回购案中,在2013年8月16日回购预案公布当天,公司股票由5.43元涨至6.69元,涨幅达23.30%。美国的研究表明,伴随实际回购操作的回购公告和不伴随实际回购操作的回购公告在市场反应方面并无差别。^[6]因此,公司公布回购预案和实施回购计划两个市场动作都被视为股价低估的市场信号。此外,回购计划的终止或取消,也易触发股价波动。例如,在2013年10月10日,K公司回购计划因遭债权人会议否决而搁浅,公司股价应声而跌。次日及接下来一周,由6.64元跌至5.71元,跌幅14.01%。

[4] 载 <http://www.cnindex.com.cn/syl.html>, 2014年6月7日访问。

[5] Jesse M. Fried, *Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchases*, *California Law Review*, Vol. 93, No. 5 (Oct., 2005), pp. 1323-1386.

[6] Utpal Bhattacharya & Amy K. Dittmar, *Costless Versus Costly Signaling in Capital Markets: Theory and Evidence 4* (Oct. 2001) (unpublished working paper), available at <http://ssrn.com/abstract=250049>.

可见,股份回购的预披露、启动和终止所激发的公司估值看涨或看跌预期直接影响公司股价,因而股份回购与公司股价走势直接挂钩,无缓冲环节。股价波动成为股份回购的“孪生兄弟”。

(二) 股份回购导致股东之间的利益输送

根据弗里德(Fried)教授的研究,上市公司趁公司股价走低时实施股份回购,一方面将促涨股价,另一方面将使出售股份的短线股东利益转向未出售股份的长线股东。

弗里德教授设计了一个模型。^[7] 假设 ABC 公司净资产为 V , 公司有两张已发行的股票。一张由短线股东(S)持有,另外一张由长线股东(L)持有。ABC 公司在短期内以 P 美元价格回购股份,短线股东(S)出售其持有的股票。在未来,正常清算的情况下,ABC 公司净资产变现价值为 $(V - P)$ 美元。该 $(V - P)$ 美元流向长期持有公司 100% 股权的长线股东(L)。这个事件的前后关系如图 1 所示:

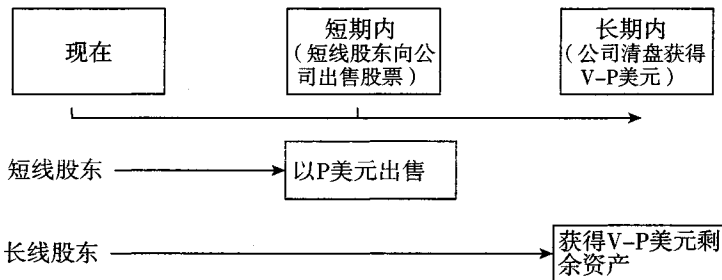


图 1 股份回购事件

虽然在长期内,由于向短线股东支付了回购对价,ABC 公司净资产变为 $(V - P)$ 美元,但是该 $(V - P)$ 美元全部属于长线股东。也就是说,在长期内, $(V - P)$ 美元的金额流向了长线股东;在短期内, P 美元的金额流向了短线股东。长线股东、短线股东之间在投资回报方面的利益关系见表 1:

[7] Fried, Jesse M., *The Uneasy Case for Favoring Long-Term Shareholders* (February 26, 2014), Forthcoming, Yale Law Journal (2014); ECGI—Law Working Paper No. 200, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2227080> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2227080>.

表1 长、短线股东的投资回报利益关系

短线股东/出售股东 投资回报	长线股东/未出售股东 投资回报	公司净资产
P 美元	(V - P) 美元	V 美元

注:不考虑货币的时间价值。

若不考虑公司净资产在长期内增减,当回购价格 P 越高,则短线股东回报越高,长线股东的回报相对减少。当回购价格 P 越低,则短线股东回报越低,长线股东回报相对增加。也就是说,公司的长线股东(往往是控制股东),得益于公司对短线股东股份的砍价回购(bargain repurchase)。

由于股份回购的发动者往往是管理层或把持董事、高管席位的控制股东,他们是公司内部人。当管理层和控制股东(往往作为长线股东)在评估以一定价格回购公众股东(短线股东)是否合算时,其相比公众股东(往往为卖方即短线股东)具有信息优势。当内部人获悉市场股价高于内在价值时,其不会启动回购;而当股价偏低时,往往会增加其发动股份回购的动力。因此,从长远角度看,以公司名义实施的砍价回购(bargain repurchase)事实上成为短线股东(公众股东)向长线股东(控制股东)进行利益输送的隧道(以下简称“S-L 利益输送模型”)。

(三) 股份回购属高可控度事件

现行《管理办法》从程序角度对股份回购设定了步骤,并且设定了较高的信息披露标准。^[8] 监管层的这些努力反映出股份回购属于高可控度事件,容易诱发市场操纵。

上市公司在其生产经营管理活动中,会经常性地面对和处理不同类型的事件。在信息披露规则的约束下,上市公司应当按照真实、准确、完整、及时的标准披露相关事宜。管理层如果通过虚假记载、误导性陈述和重大遗漏等方式来操控事件和左右市场舆论,往往使其陷于被动并面临极大的履职风险中。虽然管理层对已经发生的重大事件进行披露别无选择,但是对于未来发生、正在发生或即将发生的事件,仍然具有一定

[8] 例如,《管理办法》第28条规定,在回购股份期间,上市公司应当在每个月的前3个交易日内,公告截至上月末的回购进展情况,包括已回购股份总额、购买的最高价和最低价、支付的总金额。上市公司通过集中竞价交易方式回购股份占上市公司总股本的比例每增加1%的,应当自该事实发生之日起两个交易日内予以公告。

程度的操控力。例如,上市公司可以将既定的增资计划推迟或加速实施,以此来调整披露增资事件的时间,进而使公司股价变动轨迹更契合控制股东减持或增持计划。但是,一旦与投资人签署了正式的增资协议,上市公司就必须按照协议条款履行和落实,何时办理缴款、验资和工商登记,由不得公司方面随意调整。因此,上市公司的增资属于可被操控,但存在操控边界的“中可控制度事件”。再如,上市公司遭到美国的“337 调查”,公司方面往往没有机会通过斡旋、协商等方式阻止或推迟上述事件的发生。此类事件当属“零可控制度事件”。基于这种可控制度标准,参考朱民的研究,^[9]可以将我国《证券法》第 67 条和第 75 条规定的上市公司“重大事件”和“内幕信息”分为如表 2 所示的几个等级:

表 2 重大事件与内幕信息的分级

可操控程度	事件内容
零可控制度事件	重大诉讼 司法机关立案调查 董事、监事、高管被采取强制措施
低可控制度事件	重大亏损 重大损失 重大债务 未能清偿到期债务等违约事件
中可控制度事件	董事、三分之一以上监事或经理发生变动 分配股利或增资计划 公司收购
高可控制度事件	股份回购计划

股份回购为何属于高可控制度公司事件?根据《管理办法》和操作实践,中国上市公司在实施股份回购过程中,虽然回购价格区间、回购期间、回购额度、回购资金来源都需要在回购预案中提前披露,但是,对于何时启动董事会、股东大会的审议流程,以何种节奏和幅度完成回购以及是否提前终止,上市公司及其管理层都具有相当大的自由度。例如,2014 年 5 月,洋河股份仅以“宏观环境”变化和白酒行业的“系统性风

[9] 朱民:“论股份回购与操纵市场的关联及其规制”,载《法律科学》2012 年第 3 期。

险”等无关痛痒的理由,决定不再按既定计划实施回购,在回购期届满时公司仅完成回购预案规定的回购股份数量的15%。^[10]

在美国,股份回购的可操控性程度不亚于中国。美国上市公司的股份回购需要董事会的授权,但是,这仅仅是一项授权,授权对公司经理层并不产生约束力,管理层不会主动或被迫回购任何股票。^[11]有研究发现,在宣布回购的公司中,大约30%在回购公告宣布后第一个财年内一张股票都不回购,大约15%的公司在回购公告年份起四个财年内不回购任何股票。^[12]投资者往往需要等到公司回购股票数月后才知道公司最近实施了股份回购。可见,在美国资本市场,股份回购仍然体现出易操控的特性。

(四) 小结

从技术层面看,股份回购的财务后果是增厚每股收益,并向市场传递公司价值低估的信号,这些往往成为促涨股价的力量。而股份回购具备易波动、可操控的特性,且其将导致长、短线股东之间的利益输送,加之我国控制股东持股比例畸高,这些因素直接便利了控制股东借此实施市场操纵,危害市场秩序,进而扭曲证券市场的定价机制和定价效率。可见,股份回购由于存在上述特性构成了对《证券法》公开、公平、公正原则有效贯彻的巨大威胁。K公司回购案是这种扭曲和威胁的集中体现。

三、被扭曲的股份回购

通过具有一定代表性的样本模型,可以探寻现有的法律规则背后最

[10] 江苏洋河酒厂股份有限公司:“关于回购股份相关情况说明的公告”,载巨潮资讯网,<http://www.cninfo.com.cn/>,2014年8月27日访问。

[11] David L. Ikenberry & Theo Vermaelen, *The Option to Repurchase Stock*, FIN. MGMT., Winter 1996, at 9, 12. (该文解释,由于管理层声称其将依据市场情况决定是否实施回购,这就使其获得了在股价低廉时实施回购的选择权,而掩盖了其真实的意图。)

[12] Utpal Bhattacharya & Stacey Jacobsen, *The Share Repurchase Announcement Puzzle: Theory and Evidence* 3 - 4 (Nov. 2013) (unpublished manuscript), available at <http://ssrn.com/abstract=250049>.

朴素、最简洁、最真实的利益关系,进而理解法条的经济内涵与文化内涵。^[13]选择K公司作为分析样本:一是该公司为民营控股企业,相比国有控股的上市公司,其更代表着市场的力量,对其研究的参考价值相对大一些;二是虽然该公司提前终止了股份回购计划,但从披露环节上看,该公司的各项活动的展开基本做到了有始有终。这个情况保证了该案例作为研究样本的完整性,有助于完整观察各利益主体之间的紧张关系以及他们之间此消彼长的利益冲突,进而生动地展示股份回购的制度价值在实践中是如何被扭曲的。

(一) 回购事件概要^[14]

2013年8月16日,K公司发布《关于以集中竞价交易方式回购股份的预案》,决定以不超过每股人民币7元的价格,以集中竞价方式回购社会公众股份,回购资金不超过人民币5.5亿元资金,回购股份约为7857万股(占公司股本总额的8.15%)。回购预案公布当日,公司股票由5.43元涨至6.69元,涨幅达23.30%。2013年9月3日,公司召开股东大会,审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购股份的议案》。自2013年9月13日开始,公司正式实施股份回购。截至2013年9月30日,公司累计回购股份4,329,293股,占公司总股本的0.45%,回购的最高价为6.48元/股,最低价为6.30元/股,支付总金额约为2761.49万元(含佣金)。

2013年10月10日,由于股份回购涉及公司减资,按照《公司法》的减资程序,公司债权人——“12K公司债”债券持有人在45日公告期届满后召开债权人会议,审议《关于不要求公司提前清偿债务及提供担保的议案》。由于未能获得代表本期未偿还债券本金总额50%以上表决权的债券持有人的同意,该议案未能通过。股份回购计划由此搁浅。次日及接下来的一周,公司股价由6.64元跌至5.71元,跌幅14.01%。2013年12月2日,公司决定终止回购且不对已回购的4,329,293股股份注销及对公司实施减资。2014年2月17日,公司将前述回购所得股

[13] 参见邱海洋:《公司利润分配法律制度研究》,中国政法大学出版社2004年版,前言第8页。

[14] 除特别说明外,本案相关信息和数据均来自巨潮资讯网相关披露材料,<http://www.cninfo.com.cn/>,2014年8月27日最后访问。

份以“限制性股票授予”的方式并以高于市价的价格授予公司9名董事、高级管理人员。由此,股份回购闹剧尘埃落定。

2014年1月9日,就公司在回购并减资事项的相关公告中,未对因实施回购并减资方案可能引起的相关风险作出充分的揭示和披露,上海证券交易所对公司、董事长陈S及12名董事高管予以通报批评。

(二) 决策流程和实施后果

从回购流程上看,首先是公司内部管理层的内部酝酿、论证。正式启动阶段,董事会在独立董事发表意见的基础上审议,进而由公司股东大会审议批准。考虑到董事会、股东大会提前10天、15天通知的要求,走完这个内部决策流程至少需要25天。此外,股份回购还需获得公司债权人的同意——公司需要就提前清偿有关债务或为其提供担保事宜获得债权人的豁免。这个流程在股东大会决议后进行。上市公司需要在股东大会决议之“次一交易日”公告回购减资事项,公告期为45日。在公告通知债权人的同时,上市公司还需要在股东大会审议通过决议的“次一交易日”向证券交易所及中国证监会进行备案。考虑内部决策和债权人公告期间,回购事项的全部决策流程前后超过70天。^[15]从披露材料看,K公司基本走完了上述规定的流程(详见图2)。

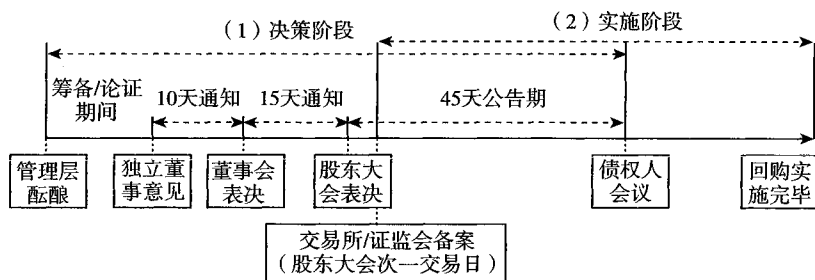


图2 回购流程

不难看出,《管理办法》设定了长达70多天的公司决策流程,其目的无外乎试图确保公司能以公开、公正、公平的方式实施股份回购。下文

[15] 由于在公告债权人的45天内,公司可以同时完成证监会备案程序,因此在计算决策流程的时间时不需要单列证监会备案流程所耗费的时间。

的分析表明,看似详备、周密的程序性安排并未起到控制、阻却控制股东等内幕人进行市场操纵的规制效果。公众股东利益和市场的交易秩序依然受到了威胁和损害。

首先,K公司的回购预案说明了公司实施股份回购的目的是“维护广大股东利益”。这个说法经不起推敲。根据公司2012年年报,股份回购实施前,K公司实际控制人陈S除了直接持有公司7.62%的股份外,还通过浙江K控股集团有限公司持有上市公司37.62%的股份,陈S总计控制了公司45.24%的股份。根据上文介绍的S-L利益输送模型,在砍价回购(bargain repurchase),即回购价格低于股票真实价值的情况下,利益将由出售股东向未出售的股东(主要为大股东)输送。与此同时,按照弗里德教授的回购三步骤分析模型,^[16]K公司的回购计划实质上可以被分解为这样一个利益输送结构:

第一步:公众投资者(出售股东,占股本的8.15%)向陈S、摩根基金、嘉兴盛隆等三家机构投资者等以低价(不超过7元每股)转让股票,交易总额为5.5亿元。这样,公司股本因出售股东减持或出局而缩减,陈S等未出售股东的持股比例相应上升。

第二步:公司向陈S等未出售股东派发5.5亿元股利。

结果:在陈S等未出售股东方面,其应付股款与应收股利正好相抵。

陈S等未出售股东不费一枪一炮就收编了出售股东的股票,令人瞠目结舌。这样,公司100%的净资产和未来经营收益将由未出售股东享有,而该等股东回购前仅持有公司91.85%的股份。

其次,股份回购促涨股价,控制股东直接受惠于股份回购计划导致的股价上涨。K公司回购案中,实际控制人陈S总计持有公司45.24%的股份。K公司的回购计划若如期实施完毕,按照EPS的技术角度测算,公司股价将由5.77元飙升至6.20元。这样实际控制人陈S个人控制的公司股票有可能6个月内增值1.88亿元。事实上,在2013年8月16日K公司回购预案公布当日,公司股价就由5.43元飙升至6.69元,

[16] See Jesse M. Fried, *Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchases*, *California Law Review*, Vol. 93, No. 5 (Oct., 2005), pp. 1323 - 1386.

涨幅达 23.30%。这意味着陈 S 个人财富在一天内增值超 5 亿元。

再次,回购计划的推出时间也从侧面彰显了实际控制人操控市场的痕迹。《管理办法》及《业务指引》规定,股份回购计划一般不超过 6 个月,实践中回购期间一般设定为 6 个月。K 公司正式启动股份回购计划是在 2013 年 8 月,考虑到回购启动前所需近 70 天的流程时间,正式启动回购的时间应为 2013 年 10 月。这个时间安排与公司实际控制人陈 S(控股比例 45.44%)的股份锁定期将于 2014 年 5 月届满的情况难逃干系。

最后,从公众股东角度看,公司在 2013 年 8 月 16 日宣布回购总计 8.15% 的股份,这个消息当属重大“题材”,市场对公司股价的看涨预期自然走强。在 2013 年 8 月 16 日当日,公司股价涨幅就达 23.30%。相应地,公众股东或市场人士很有可能因此延迟股票的卖出计划或增加买盘申报以增大公司股票持仓量。但是,不到两个月,10 月 10 日,这个原本大手笔的回购计划就遭“12K 公司债”的债权人会议否决。次日及接下来的一周,公司股价由 6.64 元跌至 5.71 元,跌幅 14.01%。持仓的公众股东股票大幅度缩水,损失惨重。12 月 2 日,公司董事会正式决议终止回购股份。K 公司来了这一次“说走就走”、“说停就停”的回购之旅,对公众股东和市场投资者传递了误导性的市场信息,扭曲了市场对公司股价未来走势的正常预期,股票交易秩序被明显扰乱。

四、股份回购的双重准入标准

K 公司的股份回购计划被以债权人代表的市场力量直接叫停。这说明,至少在当前法律体制下,K 公司并不属于适格的可从事股份回购的上市公司。但是,面对不适格的上市公司,公司的董事会、股东大会毫无悬念地通过了相关议案,外部独立董事、财务顾问、法律顾问对其一路绿灯。^[17] 笔者认为,在《管理办法》、《业务指引》等程序性规定相对

[17] 例如,公司四名外部独立董事都以书面方式出具了“本次回购方案是可行的”的独立意见。北京竞天公诚律师事务所也就公司股东大会审议股份回购事项出具了《法律意见书》,确认该次股东大会召集、召开程序符合法律规定,表决程序、表决结果方面合法有效。

细致、周密的情况下,董事会、股东大会、独立董事和财务顾问之所以能够从各自角度煞有介事地论证实施股份回购的必要性、可行性并堂而皇之地出具相应的法律文件,最重要的原因在于股份回购的准入标准出了问题。

(一) 持续经营能力:《证券法》框架下的积极准入标准

就股份回购的准入标准,《管理办法》除了设定股票上市“已满一年”、最近一年“无重大违法行为”的法律性标准外,还设定了财务性标准,即要求股份回购有利于上市公司的“可持续发展”,回购后公司仍具备“持续经营能力”。法律性标准容易达到,也易于证明,财务性标准由于未设定操作性指标,^[18]实施起来容易出现分歧。

财务性标准的模糊性导致实践层面对其本旨的背离。例如,K公司在论证其在回购完成后仍具备持续经营能力时,将“持续经营能力”标准直接转换为是否有闲置的“自有资金”。^[19]在K公司回购案披露的材料中,包括公司独立董事在内的公司决策人员试图依凭公司回购资金来源为“自有资金”来确认公司具备“持续经营能力”。K公司在2012年年末账面货币资金、交易性金融资产等项目金额总计为768,531,717.02元。公司及独立董事似乎都基于上述财务数据而自信地认为,用于回购5.5亿元的资金来源为公司“自有资金”,本次回购不会对公司的经营、财务和未来发展产生重大影响,回购预案是“可行”的。

但是,稍有企业财务经验的人都明白,资产负债表上账面的货币资金并不代表公司可以随意动用的资金——公司需要预留足够的资金以满足日常经营所需的流动周转资金。而且,考虑到K公司属于纺织制造业,存货周转速度并不高,这对流动资金的配置提出了更高的要求。当然,此次回购不是一次性完成,而是在6个月内分阶段实施的。也就是说,公司未来的净现金流入中的部分现金也可以用于股份回购。但是,翻阅K公司《现金流量表》可以发现,公司2012年度经营活动现金

[18] 操作性指标是衡量公司是否具备一定能力的具体要求。例如,首次公开发行制度中,发行人必须在股本、营业收入、净利润等财务指标方面达标。这些财务指标成为首次公开发行的准入门槛或准入标准。

[19] 这种将自有资金状况替代持续经营能力的做法是否符合中国证监会监管实践中的“窗口指导”原则,笔者目前不得而知。

及现金等价物净增加额为负值(-1,060,769,290.91元)、投资活动产生现金流量净额也为负值(-2,428,049,705.34元)。因此,即使考虑到从2013年9月开始的未来6个月内(股份回购期间)可能发生的经营性、投资性现金净流入(筹资活动产生的现金流入不属于“自有资金”),公司极有可能无法凭借账面和未来流入的“自有资金”满足股份回购价款(5.5亿元)和生产经营所需的流动资金。由此看来,K公司管理层通过“自有资金”来论证公司能够保持“持续经营能力”存在逻辑漏洞。

这样看来,以自有资金来解析持续经营能力的路径是行不通的。持续经营能力的标准依然存在可执行性的问题。

(二) 即期清偿能力:《公司法》框架下的消极准入标准

“持续经营能力”在实践中并未起到筛选合格的公司开展股份回购的效果。在K公司回购案中,对公司回购形成真实约束力的是“即期清偿能力”——以货币资金或准现金类资产快速清偿公司未到期债务或提供相应担保的能力。这个即期清偿能力肇端于公司的中长期偿债能力。对未到期债权之权利人而言,公司的中长期偿债能力是其合理关注点。但是,在股份回购场合,《公司法》第177条赋予了债权人有权要求即期清偿或提供担保的权利,这便使中长期偿债能力因债权人对其债权的担忧而被强行地“折现”为即期清偿能力。债权人启动的这个“折现”程序,使捉摸不定的未来偿债能力转换为当下便能直接感知和判断的即期清偿能力。K公司“12K公司债”的债权人否决了《关于不要求公司提前清偿债务及提供担保的议案》,实际上形成了一次对公司有无足够的“即期清偿能力”的最直观的“压力测试”。相对确定、刚性的“即期清偿能力”一方面是我国公司法所秉承的“资本维持原则”在股份回购环节的重要表现,另一方面也在事实上成为上市公司股份回购的准入标准。

“即期清偿能力”属于《公司法》框架下从债权人保护出发设定的标准。以这个《公司法》系统下的标准来规制《证券法》框架下的股份回购是否妥当,令人担心。与美国现行《标准商业公司法》采用的有关实施分配(distribution)(含回购)^[20]的“破产测试标准”比一比,可以发现即

[20] 美国《标准商业公司法》将公司实施的股利分配和回购(sell back)统一作为分红(distribution)事项予以规制。

期清偿能力标准的特点。《标准商业公司法》规定,只要不存在“无法偿还通常经营过程中的到期债务”就能分配。^[21] 第一,破产测试标准并不拘泥于资产负债表测试法^[22]下的相关会计科目显示的静态数据,而是以该资产相对应的公允价值作为替代来评估当时公司的清偿能力。与相对宽松的破产测试标准相比,“即期清偿能力”标准显得苛刻无比。这个标准由于其即期性,不能涵盖固定资产、长期股权投资等不易迅速变现的资产的公允价值。即期清偿能力所指向的公司资产外延局限于现金、银行存款、应收票据、可交易性金融资产等会计科目下的资产。第二,破产测试标准是事后评估层面上的问责标准,仅仅事关管理层在公司分配(distribution)事项上的履职行为是否勤勉、尽责,不影响公司的实际行动计划;即期清偿能力标准是“过关”性质的压力测试标准,直接影响公司行动计划的未来走向。第三,破产测试标准一般由独立第三方根据会计准则进行专业认定,相对客观、公允;即期清偿能力则是在管理层与相关债权人对公司中长期偿债能力无法形成共识的前提下,债权人向公司和管理层“翻脸”状态的标准,有一些“乘人之危”的成分。第四,破产测试标准对管理层的威慑是确定而持续的,管理层必须时刻提防公众股东或其他利害关系人日后开展对其的调查和诉讼。而在即期清偿能力框架下,债权人只是“有权”要求提前清偿或提供担保。也就是说,部分或者全体债权人仍有可能豁免公司提前清偿或提供担保。“即期清偿能力”是否适用,取决于公司和管理层与债权人能否开展有效的沟通并就公司中长期偿债能力形成基本共识。这种或然性标准,便利了控制股东在股份回购是否适格问题上避实就虚,中饱私囊。

(三) 双重准入标准导致的后果

综观我国股份回购决策流程,在公司内部决议阶段,适用的是“持续经营能力”的积极准入标准;在债权人介入时适用的是“即期清偿能力”的消极准入标准——用于否定回购合法性的标准。双重准入标准导致

[21] 沈四宝:《最新美国标准公司法》,法律出版社2006年版,第58页。

[22] 按照Franklin A. Gevurtz的理解,这种测试也可以称为资本减损测试(impairment of capital test),参见Franklin A. Gevurtz, Corporation Law, Second Edition, West, 2000, p. 157。

了股份回购操作中的一系列问题。

1. “持续经营能力”标准的模糊性使股份回购可能被随意启动

当前,技术进步日新月异,经济革命如火如荼,金融危机此伏彼起,来自企业内外的不确定因素自然增多。加之公司所处行业及其自身周期迥异,这使持续经营能力概念本身具有不确定性。^[23] 在公司财务报表中,并没有哪个会计科目(甚至货币资金、银行存款)或财务比例可以直接拿来用于测算、评估公司的持续经营能力。这种局面下,上市公司是否真正符合股份回购的准入标准的问题容易被不同利益群体作出不同的解释。特别是上市公司控制股东、高管等内幕知情人,他们在参与酝酿、决策股份回购时,容易在夹带私人偏好的基础上就公司是否具备“持续经营能力”作出个性化的、缺乏逻辑的解释。

例如 K 公司。虽然 2012 年年末账面货币资金、交易性金融资产等项目金额总计为 7.7 亿元,但其拟实施的股份回购所需资金达 5.5 亿元。加之,K 公司属于纺织制造业,存货周转速度较慢,这意味着,为实现业务的持续经营,公司需要配备更多流动资金以满足日常生产经营之需。此外,该公司在回购前还发行了总额为 13 亿元、期限为 5 年的无担保公司债。这样,公司必须维持足够的流动资金以保证其具备与融资规模相匹配的偿债能力,避免因不能清偿到期债务,发生流动性危机。因此,从“持续经营能力”通常理解的角度看,K 公司并不适合实施额度高达 5.5 亿元的股份回购计划。但是,公司股份回购计划在启动上却一路绿灯。在决策和启动阶段,上市公司的独立董事违心地发表了回购方案“可行”的独立意见,而公司董事会、股东大会更是毫无悬念地依次通过决议同意回购。信用评级有限公司采取“选择性”评估的策略并出具了明显迎合实际控制人旨意的债券评级报告。最后,在回购终止、股票无法如期注销的情况下,实际控制人又丢卒保车,安排公司 9 名董事、高管“赴汤蹈火”地高价购入股票(人均支付现金近 300 万元)。

总之,控制股东存在通过股份回购实施市场操控的天然倾向,股份回购的易操控性迎合了控制股东的操控欲望。持续经营能力标准因其

[23] 开家将、余晓晖:“消除不确定性因素,提高持续经营能力”,载《华东经济管理》2002 年 10 月第 16 卷第 5 期。

缺乏实际约束力,更使控制股东在股份回购事项上如脱缰之马。控制股东基于其在公司中的强势话语权,翻手为云,覆手为雨,上市公司董事会、股东大会成为控制股东策划、操纵股份回购的橡皮图章。

2.“即期清偿能力”的高规格性,使债权人不合理地压制了正常的股份回购

不难理解,公司财务报表上的资产信息是公司持续经营的会计假设的基础上,按照历史成本方法和谨慎性原则进行的会计揭示。对债权人而言,公司资产的清算价值和司法变现价值,相比账面价值更有实际意义。而清算价值、司法变现价值也不为会计报表所直接揭示。对此,债权人只能以财务报表为基础进行主观考量。K公司回购案中,“12K公司债”的债权人的合理关注点应该是“12K公司债”债务到期时公司能否足额清偿,即公司的长期偿债能力。长期偿债能力针对剩余期限超过3年的公司债务,并不直接受制于公司当前自有资金或可迅速变现资产,即“即期清偿能力”大小。举例来说,通过生产设备转让、无形资产出售和房产拍卖等方式实现的公司非流动性资产的变现价值,虽然不属于“即期清偿能力”范畴,但这些非流动性资产的变现价值仍可以作为实现和保障债权人利益的物质基础,这些公司资产的司法变现价值对债权人利益的满足而言仍然具有实际意义。

这样看来,“即期清偿能力”标准并不是衡量上市公司真实偿债能力的相对客观、公允的标准。K公司因无法通过“即期清偿能力”的压力测试而被叫停着实有些冤枉。即期清偿能力无视土地、设备、无形资产等非流动资产对债权人利益保障的贡献,仅仅着眼于公司货币资金、交易型金融资产、应收票据等容易快速变现的流动资产的多寡。这个指向债权人利益的超级“高规格”的保护标准可能使正常且并不威胁债权人利益的股份回购计划因无法通过即期清偿的“压力测试”而被债权人叫停。在这种格局下,上市公司在筹划股份回购时,《公司法》第177条成为悬置于管理层头顶的一把“达摩克利斯之剑”。这是因为从理论上讲,K公司以及任何一家拟从事股份回购的上市公司,都存在被所有债权人要求提前清偿或提供担保的可能性。而作为负债经营的现代公司,其正常生产经营产生的债务(如应付账款、应付工资、应交税金)以及外部融资而产生的债务(银行借款、信托投资、公司债券)规模往往远超公

司账面货币资金或股本。近期实施回购操作的各家公司都是这个情况（详见表3）。

表3 几家上市公司回购资金情况

上市公司	桐昆股份 (股票代码 601233)	洋河股份 (股票代码 002304)	广州发展 (股票代码 600098)
回购资金来源	自有资金	自有资金	自有资金
账面货币资金	7.7 亿元	76.6 亿元	48.5 亿元
拟用收购资金	5.5 亿元	10 亿元	9.8 亿元
负债总额	59.6 亿元	89.5 亿元	170 亿元
股本总额	9.6 亿元	10.8 亿元	27.4 亿元

由表3可见,即使像洋河股份、广州发展这样存在天量闲置资金的公司,也无法以其账面资金有效击破即期清偿能力标准对股份回购的阻却。《公司法》第177条事实上构成了对上市公司正常实施股份回购的不合理压制。

3. 两种准入标准之间的互动关系

我国上市公司控制股东持股比例畸高,这直接决定了上市公司的董事、经理等管理层人员仅仅是控制股东的手在上市公司内部的延伸,控制股东是公司“会议室后面的力量”。而《证券法》框架下的持续经营能力的积极准入标准的孱弱,使股份回购成为控制股东操纵市场、掏空上市公司的新型财务工具。对此,债权人揭竿而起。K公司回购案表明,《公司法》框架下即期清偿能力的消极准入标准在事实上成为决定股份回购计划最终走向的“一线标准”。在这个过程中,《公司法》规则在《证券法》领域产生了溢出效应。这种溢出效应捍卫了债权人利益,并使公众股东利益免受控制股东的进一步侵蚀,这自然值得肯定。但是,这种溢出效应还形成了对上市公司正常股份回购的不合理压制和阻却,使股份回购的证券交易机制的既定制度功能难以发挥。这个现象提示我们,解铃还须系铃人——对股份回购合理规制不能长搭《公司法》规则的“便车”,《证券法》必须有所作为。

五、改进我国股份回购的准入标准

(一)从债权人角度,正视其与上市公司之间可能存在的共生共荣关系,消除“即期清偿能力”标准对股份回购计划的不合理阻却

《公司法》第177条所涵摄的“即期清偿能力”标准,容易造成债权人与公司之间关系的紧张,进而将债权人置于与公司对立的境地。

事实上,负债经营是现代公司运作的常态,债权人其实是伴随现代公司左右的长期伙伴。公司的供应商、劳动者通过建立与公司的合作和业务往来关系,使其拥有的原材料、劳动力等生产要素在公司中实现了其使用价值,该等机构和人士由此成为公司的债权人。作为债权人,他们自然关心公司对其货款、工资能否按时支付。与此同时,与公司确立了中长期债权债务关系的债权人(如银行、信托公司、证券投资基金)与上市公司是共生共荣的关系。债务的提前偿付和债权债务关系的终结事实上断了它们与上市公司的业务合作关系。自然,它们不期待其债权即刻、尽早甚至提前获得偿付。如果说供应商、劳动者、税务局属于公司被动型的债权人,银行、信托公司、证券投资基金则属于公司主动型的债权人。银行、信托公司、证券投资基金等除了关心其本金的安全性外,还关注债务到期时的预期收益,即其既定的债权孳息能否如期实现,其自身资产配置计划是否因提前清偿而被打乱。银行等主动型债权人并不希望随时动用“即期清偿能力”的大棒对公司进行压力测试,以此造成与公司关系的紧张。理性、专业、富有经验的主动型债权人往往代表并引领着公司各种债权人整体的倾向和行动。

如前所述,《公司法》仅规定,债权人可以要求公司清偿债务或提供担保。换言之,债权人也可以不要求清偿或提供担保。银行、信托机构、证券投资基金等主动型债权人属于机构投资者,它们是其背后投资人的利益代表。在上市公司实施股份回购时,这些机构是否要求提前清偿或提供担保,也事关其背后的投资人对其专业能力和职业操守的判断。如果上市公司设定了科学、合理且为股东、管理层、债权人等利益相关方普遍接受的准入标准,就可以令债权人有更多的可信赖的理由来评估、判

断其债权利益是否受到来自于股份回购的威胁,进而作出相对理性的选择。在准入标准明晰的情况下,一方面,公司控制股东或管理层管住了自己的手,他们难以随意启动回购计划;另一方面,科学、合理的准入标准的存在,为公司和债权人就公司偿债能力维持问题设定了谈判和磋商的框架。基于这种框架,双方更容易在公司股份回购事项上达成市场共识或理性谅解。这种共识和谅解将阻却《公司法》第177条标准的不合理适用。从长远看,债权人将因合理的准入标准的存在而减少与公司之间的信息不对称,进而慎用、少用即期清偿能力标准,这必将缓解债权人与公司在回购事项上的天然紧张关系。

(二)从管理层角度,推行明晰、确定的股份回购准入标准,为管理层设定股份回购的安全港

现行的《管理办法》设定的“持续经营能力”标准更容易被理解为,管理层被要求在对公司人财物、产供销等方面情况进行整体把握的基础上,理性地拟定和实施回购计划。因此,在股份回购决策过程中,公司管理层能否提前识别并注意到“持续经营能力”可能因股份回购造成的影响,当属管理层在勤勉和尽责等履职事项上是否合格的重要考核指标。但是这个指标由于其指向内容的不确定性,难以成为追究董事、高管责任的依据。因此,持续经营能力仅仅是对董事会、管理层履职行为的原则性指引,而非其必须遵守的刚性规则。

我国的股份回购监管,需要从实体角度尽快细化、明确“持续经营能力”标准的操作性指标。清晰、合理、细致、确定且为上市公司相关利益方广为接受的准入标准一方面可以使上市公司董事、监事、高管管住自己的手,难以随意启动回购计划;另一方面又使外部独立董事、财务顾问难以在公司财务状况是否符合股份回购的法定标准问题上继续含糊其辞,各方在回购问题上将更加尽责归位。而财务不达标、治理不规范的上市公司将难以继续招摇过市。与此同时,准入标准的明晰、透明可以使财务达标、治理规范的上市公司的债权人有更多的理由确信,公司实施股份回购不触及及其债权资产的安全边界,便于其更加放心地豁免公司进行提前清偿或担保。明细、确定的回购准入标准将使适格的上市公司管理层获得股份回购安全港的庇护,从而使其在参与公司决策时更加注重方案的科学性而不在其自身履职风险方面患得患失、裹足不前、贻误

商机。

(三) 具体建议

1. 以章程指引方式推行准入标准

在准入标准的设定方式上,笔者不建议在《公司法》或《证券法》中直接规定上市公司实施股份回购应具备的财务状况。不顾公司所处行业、发展阶段的“一刀切”的刚性法律标准可能损及公司自治。笔者认为,可以考虑在我国《上市公司章程指引》中规定上市公司进行股份回购的准入标准及其测算方式。上市公司在拟定及修改其公司章程时,可以《上市公司章程指引》为基础并结合公司所处行业、领域的具体情况来合理设定符合公司战略发展需要的准入标准。通过章程设定的准入标准充分尊重各方意志,有助于外部人在与公司发生交易时就已知悉和认可公司未来实施股份回购的准入标准。

2. 近期的“权宜之计”

由于准入标准的设定牵涉度深、波及面大,因而是一个不短的周期。从近期看,可以将现行通知债权人的时间由当前的股东大会决议后,^[24]提前至董事会通过股份回购预案后。与此同时,将公司正式实施股份回购的时间确定为股东大会决议通过并且债权人通知或公告期限届满后。在股东大会决议内容方面,需要特别体现该股份回购的决议为附条件生效的议案,即回购计划自债权人公告期届满且债权人豁免公司提前清偿或提供担保后正式生效并实施。上述安排可由证监会通过修改《管理办法》的相关条款予以落实,相对便捷。

六、结论

通过 K 公司回购案的剖析,不难发现,《管理办法》设定的“持续经营能力”的准入标准,并未起到筛选出合格上市公司的效果。证监会在股份回购准入标准上的“失声”,反而使衍生自《公司法》第 177 条的“即期清偿能力”形成了对股份回购的实质规制,进而在事实上成为股份回

[24] 《上市公司回购社会公众股份管理办法(试行)》第 18 条。

购的准入标准。《公司法》框架下的债权人保护条款被用来规制《证券法》框架下的股份回购,彰显了《证券法》有效制度供给之不足。

与此同时,从长远看,当前双重准入标准的状况还有可能在实践中导致劣币驱逐良币的效果:一股独大、存在公司治理缺陷的上市公司敢于铤而走险,而治理规范、财务健康的上市公司对股份回购敬而远之,股份回购的既定制度功能难以发挥。笔者认为,应当在充分认识股份回购特性的基础上,通过《上市公司章程指引》等设定明晰、确定的积极准入标准。《证券法》框架下的准入标准的设定和推广,将逐步消解当前《公司法》第 177 条对股份回购的不合理阻却,进而使股份回购的准入规制重新回到《证券法》的框架下来。