

证券高可控制度信息的相关法律问题

——以股份回购为视角

●朱 庆*

【内容摘要】 虽然股份回购等高可控制度信息在发达的证券市场上存在已久,但从可控制度视角审视并反思相关立法的工作仍处于起步阶段。在我国,证券高可控制度信息是近年来随资本市场的发展而产生的。作为一把双刃剑,高可控制度信息一方面为发行公司提供了更加广阔的资本运作空间和信息传递渠道,另一方面由于发行公司对此类信息的自主空间很大,其被滥用以配合内部人进行优势交易或操纵市场的风险尤值得重视。对证券高可控制度信息的妥善规制首先需贯彻充分披露原则,同时还需通过限制交易等法律技术尽可能减少其对证券交易公正性的冲击。

【关键词】 证券高可控制度信息 股份回购 优势交易 信息披露 交易限制

一、问题的缘起

21 世纪什么东西最贵? 答案似乎有很多版本,但对于证券市场而言,答案无疑是确定的,那就是“信息”。因为证券市场的投资者在作出任何买入或卖出决策的依据,都是“信息”。各国证券法无一例外地花大力气对“信息”进行界定,监管机关更会为其配套极为细密的披露规则。各类证券欺诈行为也大都以“信息”为媒介,虚假陈述和内幕交易自不待言,操纵市场也大都与信息的发布息息相关。经过多年的发展,各国对证券信息的立法已经颇为成熟,路径也非常清晰,即首先或概括或列举,界定证券法意义上的“信息”是指可能对证券价格产生影响的信息;其次对发行公司如何发布、信息知情人如何利用此类信息作出规定;最后对违反前述规则的行为规定罚则。这种“三步走”的规制路径简洁明了,也非常实用,由此形成的类型化体系包括用“内幕信息”与“公开信息”来区分信息的公开性,用“真实信息”与“虚假信息”来区分信息的真实性等。此外,投资者还喜欢用“利好信息”、“利空信息”来区分信息对股价的影响方向。前述类型化的方法可以解决证券市场上信息规制的绝大部分问题,但有一个重要的遗漏,即未能从可控制度对信息进行分类。根据后一分类标准,证券信息还可被分为“零可控制度信息”、“低可控制度信息”和“高可控制度信息”。这种分类方法有非常重要的意义,因为可控制度高的信息极易被发行公司滥用,造成交易不公,证券法有必要对其进行特别规制。

顾名思义,“高可控制度信息”就是发行公司对相关信息的产生及发布、内容与形式具有很高自由度的信息。与之相反,不具备任何操控空间的信息,本文称之为“零可控制度信息”;可控制度处于高可控制度信息与零可控制度信息之间的信息,还可进一步细分为“低可控制度信息”与“中可控制度信息”。以《证券法》

* 作者单位:安徽大学法学院暨经济法制研究中心。本文系国家社科基金项目《中国上市公司股份回购的实证经验与法律规制思路》(12CFX067)及教育部人文社科项目《股票市场连续交易“三个地带”的监管法制研究:操纵市场视角》(10YJC820184)的阶段性成果。

第67条、第75条规定的公司重大事件和内幕信息为例,其中可控度最低的是重大诉讼(特别是发行公司成为被告的场合),以及公司涉嫌犯罪被司法机关立案调查,公司董事、监事、高级管理人员涉嫌犯罪被司法机关采取强制措施等情形,此类事件的发生发行公司几乎没有任何选择的余地,故可纳入“零可控度信息”。可控度稍高的情形包括公司发生重大亏损或者重大损失、公司发生重大债务和未能清偿到期重大债务的违约情况等,此类事件公司的决定空间也很小,但并非完全不能影响。例如,对重大亏损或损失公告、对重大债务违约时机及公告时机的选择,发行公司仍有一定的运作空间,本文称之为“低可控度信息”。可控度更高一级的情形包括公司的董事、三分之一以上监事或者经理发生变动、公司分配股利或者增资的计划、上市公司收购的有关方案等。此类事件发行公司的选择空间较大,但其对公司的经营及长远发展会有不小的影响,因此发行公司虽然可以选择是否进行前述人事或资产安排,但仍须慎重,不能随意选择相关事件走向,且此类事件一经相关会议决议通过,便再无回旋余地,因此其可控度仍然受到不少限制。笔者称其为“中可控度信息”。“高可控度信息”在我国证券市场上并不多见,最典型的是公司从公开市场通过竞价交易买回股份(以下简称“股份回购”^①)的信息。首先,发行公司可以自由选择发布股份回购预案的时间;在回购预案发布后,是否或何时买回多少股份,公司也可在很大程度上自由决定,因为回购预案只是一个回购意向的说明和对董事会的概括授权,具体的回购操作完全交由董事会相机而行。在美国,“高可控度信息”还包括公司发行新股的消息。其与股份回购的操纵度机理一致,只是方向相反。不过在中国,上市公司发行新股需要经过较为严格的审批手续,信息可控度大打折扣。鉴于此,本文仅以股份回购为中心,探讨“证券高可控度信息”的相关法律问题。

与其他信息相比,“证券高可控度信息”具有如下特点:第一,交易行为的或然性。如前所述,发行公司对是否进行真实的股份回购操作、何时进行回购、回购的金额与价格均具有相当大的自由裁量空间,因此股份回购行为带有很大的或然性。^②正是在此意义上,成就了此类信息的高操纵度。第二,信息内涵的不定性。由于是否会发生交易行为并不确定,导致股份回购公告所能传递的信息也难以确定。更为重要的是,即使发行公司根据回购预案进行了买回交易,其真实的目的仍然难以确定。市场通常认为,股份回购是公司宣告股价被低估的方式之一,传递的是买入信号,但如果公司发布回购信息是为了大股东减持而放烟雾弹,则这一信号则为虚假信号,并不可靠。第三,股价效应的必然性。从交易行为的或然性与信息内涵的不定性来看,股份回购这类信息最多只是公司的廉价谈话(cheap talk),不应该对公司股价造成影响。但有趣的是,偏偏市场又对此行为很买账。实证研究表明,股份回购预案发布后,不论是短期还是长期,均会带来不同程度的股价上涨效应。^③为什么内涵如此不确定的信息却能产生确定的正向股价效应,这是一个很值得研究的问题。^④

“高可控度信息”与近年来逐渐引起学界重视的所谓“软信息”有一定的交叉,但又不尽一致。“软信息”一般指公司的财务预测信息。由于是对未来财务数据的预判,因此具有或然性,而且公司对此也

^① 公司从公开市场通过竞价交易买回股份只是股份回购的形态之一。从逻辑上说,股份回购还包括自公开市场要约回购、场外定向回购等。后两者受到的限制较多,可操纵度比竞价回购低。为便于行文,如无特别说明,本文中“股份回购”一词,专指公司从公开市场通过竞价交易买回股份的情形。

^② 美国实证研究表明,有30%的上市公司在宣告回购计划后4年内,从不进行股份回购操作(See Utpal Bhattacharya & Amy Dittmar, Costless vs. Costly Signaling: Theory and Evidence 2, Working Paper, December 2008)。在我国,这种情况也普遍存在。

^③ 美国对此有大量的实证研究得出了肯定结论。例如,2004年的一项研究发现,股份回购公告1年内,发行公司股票超额收益率为6.7%,4年后的超额收益率为23.6%。2009年的另一项研究采集了更大规模的样本,其算出的回购宣告4年后的超额收益率为24.25%(See Chana, K., D. Ikenberry and I. Lee, Economic Sources of Gain in Stock Repurchases, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 39, No. 3, 2004, pp. 461-479; Peyer, U. and T. Vermaelen, The Nature and Persistence of Buyback Anomalies, Review of Financial Studies, Vol. 22, No. 4, 2009, pp. 1693-1745)。我国的相关实证研究很少,根据2011年一项对1994~2010年期间我国A股市场宣告回购的61家公司的研究发现股份回购期间结束后,同样其超额收益率为正(参见刘京、陈兴:《基于GARCH模型的我国上市公司股票回购效应研究》,《西安电子科技大学学报(社会科学版)》2011年第5期)。此外,回购的短期股价效应明显,这一点从天音控股、海马股份等回购个案在回购预案发布当天,股价开盘即被钉在涨停板直至收盘的事件中可以直观地发现。

^④ 对此问题的探讨并非本文主旨所在,笔者将另行撰文分析,此处不赘。

有一定的回旋空间,从而具备一定的可控性。不过,财务预测信息的大方向与真实信息一般不会相反,例如,预测盈利的一般不会实际亏损,只是具体数据前后可能会有一些出入。由于真实的财务数据不久后即将发布,公司如果对财务预测信息大做手脚,导致预测信息与实际信息出入太大,将会蒙受声誉损失甚至行政处罚。^⑤ 因此以财务预测信息为代表的“软信息”,仍无法达到高可控制度的级别,故笔者更倾向于将其列入“中可控制度信息”。

“高可控制度信息”的存在对证券法提出了很多新问题。例如,对于此类信息是否需要设计与其他信息不同的披露规则? 此类信息极可能被内部人滥用,从而造成不公平交易,对此应该如何防范? 基于此,下文将在对此类信息正反两方面功能评介的基础上,分析其作用机理,进而对中外相关法律规定进行梳理,并提出相应的立法建议。

二、证券高可控制度信息的是非:功过参半

“高可控制度信息”是一把双刃剑。一方面,其所伴随的行为或事件通常具有经济上的合理性,否则法律也不会允许其大量存在;另一方面,“高可控制度”意味着有较大的运作空间,因此其与“操纵市场”、“内部人交易”的关系密切。因此,全面认识“高可控制度信息”的各项功能及其机理,是作出理性规制方案的前提。现以股份回购为例来论述高可控制度信息存在的合理性及其带来的负面效应。

(一) 正面功能:财务工具、信号传递

之所以赋予发行公司对股份回购这一事件如此大的自主空间,主要是源于股份回购本身的属性。由于股份回购行为的发生相对于回购预案公告而言,是未来事件,公司在制作回购预案时,没有办法对公司在何时、以何种价格买回多少股份作出明确规定,所以只能概括授权董事会酌情操作。否则只会作茧自缚,白白浪费公司资源。此外,股份回购作为一种财务工具,对公司降低税收成本、调节财务杠杆有着很重要的经济意义。如果运用得当,还有配合职工持股计划、配合少数股东评估权的实现的作用。股份回购甚至可以作为发行公司应对股灾和收购威胁的法宝。^⑥ 例如,1987年股灾和2001年“9·11事件”发生后,美国大量上市公司均立即宣布回购计划。前述回购计划也事实上发挥了良好的救市作用。在美国20世纪80年代的收购浪潮中,股份回购的股价效应和财务效果还被很多公司用来抵御外敌侵袭,其中不乏成功的案例。^⑦ 加之当时信号理论在美国大行其道,实践与理论交相辉映,将股份回购解读为上市公司主动宣告自己股价被低估的信号逐步成为了一个市场习惯。股份回购的信号功能也得到进一步强化。总之,在前述多重原因的发酵下,令股份回购得以在信息可控制度上傲视群雄,成为其中当之无愧的王者。

鉴于股份回购的多重功效,虽然其负面效应逐步被一些敏锐的学者们发现,但不论监管当局,还是上市公司,都不愿将其打入冷宫。事实上,股份回购被上市公司的利用率一直处于上升趋势。在美国,从20世纪90年代开始的10年间,上市公司的股份回购规模从每年66亿美元上升为200亿美元,^⑧ 而到了2007年,仅标普500指数的公司,当年股份回购的金额即达到了5890亿美元,^⑨ 目前,每年有超过90%的美国公司会安排股份回购计划。^⑩ 即使是大陆法系国家,在股份回购与法定资本制还存有不小

^⑤ See Chen, L. and Y. Zheng, Regulating Forward-looking Information in Offering Prospectus and Periodic Disclosures in Chinese Securities Market - Past, Present and Future, *Capital Market Law Journal*, Vol. 9, No. 4, 2014, pp. 388 - 419.

^⑥ 关于股份回购功能的详细论述,参见朱庆:《我国应允许概括目的下的股份回购》,《安徽大学学报》2008年第1期。

^⑦ See Bradley, M. and M. Rosenzweig, Defensive Stock Repurchases, *Harvard Law Review*, Vol. 99, No. 7, 1986, pp. 1378 - 1430.

^⑧ See Grullon, G. and R. Michaely, Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis, *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 4, 2014, pp. 1649 - 1684.

^⑨ See Press Release, Standard & Poor's, S&P 500 Buybacks Set Record of \$589 Billion in 2007 (April 7, 2008), http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/index/040708_SP500_BUYBACK_PR.pdf, last visit on December 10, 2014.

^⑩ See Skinner, D. J., The Evolving Relation Between Earnings, Dividends, and Stock Repurchases, *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, No. 3, 2008, pp. 582 - 609.

冲突的背景下,为充分发挥其功能,各国也大都逐步拓宽了对股份回购的适用空间。

(二)负面效应:操纵市场、优势交易

1. 操纵市场,扭曲市场价格。前文已论及,股份回购会引发发行公司股价上涨已被实证研究多次证实,即使在回购“放空枪”的情形下亦然。那么公司宣告股份回购后,其股价应声而涨,则有两种可能:一种可能是公司股价确实被低估,回购传递的信号促成了市场的价格发现,投资者的积极买入行为推动了股价上涨。由于公司传递信号目的已经实现,股价重新回到了公司定位的标准,因此无须实际买回股份。在此情形下,即使公司一股没买,其行为也无可厚非;另一种可能是公司股价其实并未被低估,但公司出于一些特别的考虑,需要股价再涨一段,以期达成一些不可告人的目的。由于股价其实并不低,所以公司从一开始便没打算进行实际的回购交易,但投资者误信回购信息为股价低估信号而买入,从而引发股价上涨。在此情形下的发行公司便有失信之嫌。不过由于公司的真实价值见仁见智,并无统一的尺度可以衡量,加之公司宣告回购的真实目的只有自己知道,很难通过交易行为来确定,因此以上两种情形虽本质有别,但在实践中很难进行甄别,也难以对后者以操纵市场问责。

如此一来,公司仅靠发布一个廉价信息,无需动用真金白银,便可达成促使自身股价上涨之目的,而且还不必担心被认定为操纵市场。精明的公司自然会对这种操作乐此不疲,因为这种低成本的拉抬股价游戏背后,可以包含很多其他的交易机会。例如,有的公司在其回购期间成功地避免了可转债的回售风险;有的公司在回购期间结束后不久便立即启动再融资;还有的公司在回购期间一股没买,大股东却大肆减持。^①当股份回购与前述事项组合在一起,难免让人怀疑股份回购的真实目的是否带有操纵市场的性质。其实避免可转债回售也好,为再融资铺路也罢,都不算非法目的,但如果公司对此秘而不宣,非得让投资者去猜,便有失公允;而为了配合大股东减持去宣告回购,则更加挑战了投资者可以接受的底线。即使各种事实组合均不能明确得出操纵市场的结论,也会有损投资者与相关公司之间的信任关系。也许有些情况确为巧合,但股份回购可能导致股价扭曲,从而为发行公司及内部人操纵市场提供机会,也是一个事实。

2. 优势交易,不当利益流转。股份回购为发行公司及其内部人带来的机会,除操纵市场外,还有“优势交易”。在此,本文特地使用“优势交易”一词以区分“内幕交易”。公司股份回购的消息在公布前属内幕信息,因其同时具备“重大性”和“非公开性”两个特征。《上市公司回购社会公众股份管理办法(试行)》(以下简称《回购办法》)第5条也进一步明确了公司对股份回购负有信息披露义务,明确了其内幕信息的属性。那么,公司及其内部知情人在股份回购消息产生后、发布前先行买入或卖出本公司股票,可以构成内幕交易自不待言。不过,在回购消息发布后,内部人对本公司股票的交易行为便不归内幕交易规则管辖。当然,短线交易规则仍然对内部人继续适用,亦即如果相关内部人在半年内有买入或卖出本公司股票的行为,那么即使股份回购消息已经发布,其仍然不可以卖出或买入本公司的股票。

那么,遵守了内幕交易和短线交易禁令后的内部人交易,即回购消息发布后的内部人的非短线交易行为就一定公平吗?答案仍然是否定的。对此,哈佛法学院的 Jesse M. Fried 教授专门构建了一个模型来说明此类内部人交易的不公平性。^②由于内部人借助股份回购进行不公平交易系凭借其优势地位,而此类交易又不宜列入内幕交易范畴,故本文称之为“优势交易”。

根据 Jesse M. Fried 教授的模型,公司内部人对公司的真实价值非常清楚,而且有畅通的渠道安排公司股份回购事项,包括是否、何时买回多少股份等。如此,当发行公司的股价被高估时,内部人可以利用股份回购进一步拉抬公司股价,自己借机减持获利;当发行公司的股价被低估时,公司内部人可以买

^① 我国上市公司对前述各类可疑操作均有实践。相关案例及分析,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》,《法学》2011年第9期。

^② See Fried, J. M., Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading Through Pretrading Disclosure, Southern California Law Review, Vol. 71, No. 5, 1998, pp. 305-394.

人公司股份,降低持股的成本。在美国,公司内部人还持有本公司相当大比例的股权,^⑬因此在公司股价被低估的场合,即使内部人自己不做任何交易,仅安排公司大笔买回股份,也可以实现利益从卖出股东向公司及买入股东的流转,而且对于流转回公司的利益,内部人这个群体仍然可以获得其中不小比例的分成。^⑭ 总之,无论公司的股价被高估还是低估,公司内部人都可以通过股份回购获利,当然其代价是其他股东要为此买单,这显然对处于不对称信息弱势一方的股东是不公平的。对股份回购的多项实证研究进一步证明了前述观点。例如,2013年的一项研究证明,在公司股份回购期间,如果内部人的总交易额为净买入,则公司股票在宣告回购后的一个季度乃至3年内均有正向超额收益。相反,在内部人净卖出的场合,仅1年后,其股票便会出现负的超额收益。^⑮ 显然,内部人利用回购的减持行为对公司的总价值产生了负面影响。2014年的一项最新研究也表明,当内部人卖出股票时,发行公司的回购频率大大减低;发行公司和内部人对自身股票的交易时机均有精准的判断力且配合默契。^⑯ 这种你唱我和的游戏自然会令其他外部股东无法判断公司回购的真实背景,更加难以作出正确的投资决策。

三、证券高可控制度信息的直接规制:信息披露规则

为了尽可能地减小股份回购等“高可控制度信息”对证券交易公平性带来的冲击,必须加强对此类信息的法律规制。由于证券“高可控制度信息”首先表现为一种可能引发股价变动的信息,其规制方案也自然首选完善信息披露制度。是否以及在多大程度上要求上市公司对相关信息进行披露,各国法律均有一个发展演变的过程,立法技术上至今仍存在一些悬而未决的问题。美国的经验对我国相关信息披露规则的建立与完善具有启发作用。

(一)美国的经验

美国对不同的股份回购方式与回购时机分别设计了不同的信息披露规则,表现出非常明显的类型化规定的特点。总体而言,对要约回购较竞价回购的披露规则更为严格;单就竞价回购而言,当公司面临敌意要约收购威胁时的披露规则较其他时段规则更加严格。

对于公司竞价回购股份计划,若与敌意收购的防御策略无关,其信息披露义务较为宽松。在2003年以前,法律并不要求与防御敌意式要约收购策略无关的竞价回购进行信息披露,公司也无需向美国证券交易委员会(SEC)申报。^⑰ 但SEC注意到投资者对上市公司及其高管回购本公司股份的事实非常关心,而且上市公司经常会利用宣告回购计划但不购回任何自己股份来获取市场利益。没有相应的信息披露规则的话,投资者将无法获知公司股份回购计划的执行情况。因此SEC于2003年增订证券交易法“条例S-K之703条款”(Item 703 of Regulation S-K,以下简称“703条款”),以令投资者知悉公司是否以及在何种条件下买回了自己股份,同时也便于SEC对股份回购的监控。^⑱ 根据703条款及其所涉的报表10-Q和报表10-K(Form10-Q and Form10-K)的要求,上市公司必须在定期报告中以表格的形式对公司本期的回购情况逐月进行披露,包括:(1)买回的全部股份。(2)支付的每股平均价格。

^⑬ 根据2009年一项对随机抽取的美国375家上市公司的实证研究发现其内部人的持股比例大约在24%~32%之间。虽然市值很大的公司这一数据会略低,但内部人持有较高比例的本公司股份也是事实。See Holderness, C. G., The Myth of Diffuse Ownership in the United States, *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 4, pp. 1377-1408.

^⑭ 这一论点在我国同样适用,因为我国上市公司大股东持股比例高是一个不争的事实。

^⑮ See Bonaimé, A. A. and M. D. Ryngaert, Insider Trading and Share Repurchases: Do Insiders and Firms Trade in the Same Direction? *Journal of Corporate Finance*, Vol. 22, 2013, pp. 35-53.

^⑯ See Dittmar, Amy K. and Field, Laura Casares, Can Managers Time the Market? Evidence Using Repurchase Price Data (May 7, 2014), *Journal of Financial Economics (JFE)*, Forthcoming; Ross School of Business Paper No. 1234, <http://ssrn.com/abstract=2423344> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2423344>, last visit on December 11, 2014.

^⑰ Kim, J., R. Schremper and N. P. Varaiya, Survey on Open Market Repurchase Regulations: Cross-country Examination, *Corporate Finance Review*, 2005, Vol. 9, pp. 29-38.

^⑱ See Gardella M. J., New SEC Rules for Stock Repurchases, <http://www.eapdlaw.com/newsstand/detail.aspx?news=5,2004-01-01/20090506>, last visit on December 11, 2014.

(3)根据公告的回购计划已买回的全部股份。(4)根据公告的回购计划尚可买回的股份上限(或大约金额)。除此之外,公司还须在报告脚注中注明:(1)回购计划最初的公告日期。(2)计划买回的股份总量或金额。(3)回购计划的终止日。(4)本期已经过期的回购计划。(5)本期公司决定终止的回购计划或不再具有回购意向的计划。如果公司此间有非依据事先公告的回购计划而买回股份的情形,如要约回购或根据公司义务实现期权等也要在脚注中予以说明。

当公司面临敌意收购威胁时,股份回购行为在客观上会有反收购的效果,从而会对收购战产生非常复杂的影响。为使市场知悉目标公司的应对行为,SEC专门制定了“规则13e-1”,以规范公司在外部人要约收购期间进行竞价回购的信息披露义务。^⑩根据“规则13e-1”之规定,目标公司在收到敌意式要约收购通知后,于公开市场买回自己股份前,应先向SEC申报并披露如下相关资料:(1)预定买回自己股份的种类、数量、购买对象的名称,以及进行买回自己股份的市场或交易所。(2)买回自己股份的目的,以及买回自己的股份是否要进行注销,或保留为库藏股,或作其他处分。(3)买回自己股份的金额及资金来源,如资金系借贷所得,还应披露贷款合同的内容及对方的身份。此规范课以发行公司与要约收购者同样的信息披露义务,以实现收购方与目标公司地位之对等。值得说明的是,“规则13e-1”并不适用于目标公司为配合职工持股计划或其他类似计划进行的周期性回购行为,即只要买回自己股份是公司平常的例行行为,而不是为防御敌意收购而为,即不适用“规则13e-1”,无需申报与披露。

美国上市公司计划要约回购自己股份,则应遵守SEC于1979年所制定的“规则13e-4”(Rule13e-4)。“规则13e-4”规定公司要约回购股份之前,应先向SEC申报“计划表13E-4”(Schedule13E-4)所指定的信息,并对股东至少告知其中的摘要信息。而且,之后有任何重要变更,公司亦应立即申报修正的“计划表13E-4”。要约回购期间结束后,发行公司还应于10日内向SEC申报最后修正的“计划表13E-4”,报告要约回购的结果。“计划表13E-4”所需披露的信息与前述“规则13e-1”的要求大体相同,只是相对更为复杂一些。

综上所述,美国对于股份回购的信息披露规则大致可分为两种情形、三套规则。第一种情形是非敌意收购背景下,此时要约回购计划适用“规则13e-4”,而竞价回购计划则并无初始信息披露义务;在回购计划进行中,两者均同样负担703条款要求的持续信息披露义务;第二种情形是当公司面临敌意收购时,要约回购披露规则不变,仍适用“规则13e-4”的披露规则,竞价回购则须较平时额外根据“规则13e-1”进行事先披露。

对于前述规则,美国学界存在一些质疑的声音,即认为美国现行法对竞价回购场合下的发行公司的信息披露义务规定得过于宽松,以至于内部人可以非常便利地借助公司回购行为进行“优势交易”,从而导致大量的不公平利益流转。为减小内部人从事优势交易的空间,应当要求发行公司在决定下单买回公司股份前一周内,披露其拟买回股份的数量和价格,而且一旦进行了这样的披露,便产生到期下单的义务。至于能否成交,在所不论。^⑪这种设计的好处是,可以让股份回购所传递的信息更加可靠,同时给投资者更多的机会和时间去分析相关信息的内涵。不过这无疑会大大降低公司内部人这一强势主体的获利空间,故其面临的阻力可想而知,因此至今未获监管部门的采纳。

(二)我国的实践

我国对股份回购的信息披露规则集中规定在《回购办法》及2008年10月发布的《关于上市公司以集中竞价交易方式回购股份的补充规定》(以下简称《回购办法补充规定》)两个规章中。

《回购办法》重点规定了以要约或竞价回购社会公众股的信息披露规则。两者同中有异,即对于两种回购方式都要求上市公司制作并公告“回购报告书”,其内容包括:(1)《回购办法》第13条关于回购

^⑩ 同前注⑦,Bradley, M. and M. Rosenzweig 文。

^⑪ 同前注⑫,Fried, J. M. 文,第303~392页。

股份预案所列的事项。^② (2)上市公司董事、监事、高级管理人员在股东大会回购决议公告前6个月是否存在买卖上市公司股票的行为,是否存在单独或者与他人联合进行内幕交易及市场操纵的说明。(3)独立财务顾问就本次回购股份出具的结论性意见。(4)律师事务所就本次回购股份出具的结论性意见。(5)其他应说明的事项。以要约方式回购股份的,还应当披露股东预受要约的方式和程序、股东撤回预受要约的方式和程序,以及股东委托办理要约回购中相关股份预受、撤回、结算、过户登记等事宜的证券公司名称及其通讯方式。而对于竞价回购,不但回购议案要公告,回购过程中还要进行持续信息披露。《回购办法补充规定》第6条规定,上市公司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3日内予以公告;上市公司在回购期间应当在定期报告中公告回购进展情况,包括已回购股份的数量和比例、购买的最高价和最低价、支付的总金额;回购期届满或者回购方案已实施完毕的,上市公司应当停止回购行为,并在3日内公告回购股份情况以及公司股份变动报告,包括已回购股份总额、购买的最高价和最低价以及支付的总金额等内容。

与美国立法相比,我国的相关披露规则更为严格和细密。例如,我国对竞价回购和要约回购均要求事前披露预案,而且还要求发行公司提供独立财务顾问报告。对于竞价回购的持续信息披露,我国不但与美国一样要求发行公司在定期报告中披露回购进展情况,还进一步规定公司回购股份占上市公司总股本的比例每增加1%的,产生临时报告义务。这样,无论是竞价回购还是要约回购,无论是否存在敌意收购背景,我国上市公司对股份回购的信息披露义务都处在一个较高的水准上,因此也没有必要像美国那样区分类型,分别设计披露规则,徒增立法成本。本文对此持肯定态度。

不过,我国对股份回购的信息披露立法也仍有不尽如人意之处。具体表现为以下几个方面:

第一,留有立法漏洞。《回购办法》及其补充规定仅针对减资目的下的股份回购情形适用。如果说《回购办法》2005年6月发布时,《公司法》尚未对股份回购的例外情形作出修订,证监会不得已而只能就减资目的下的回购行为披露规则作出规定的話,那么2008年《回购办法补充规定》仍仅就减资目的下的股份回购适用,而对2005年修订后的《公司法》所增加规定的为配合职工持股计划而进行的回购行为披露规则保持缄默,就只能用“立法漏洞”来形容了。因为公司为配合职工持股目的而进行回购,其数量可以达到公司已发行股份的5%,显然足以造成对公司股价的影响,如果不作出信息披露之要求,实有被公司利用以操纵市场之虞。对这一漏洞,有解释论与立法论两种解决方案。

从解释论出发,“当法律就某一类案件类型予以规定,而就另一类——评价上应认为相同之——案件类型却未赋予相应的规则时”,^②则可采类推的方法弥补漏洞。具体而言,可对《回购办法》第2条作目的性扩张解释,认为其立法目的包含了包括配合职工持股等其他股份回购情形下的行为规则,只是当时局限于《公司法》尚未修订,未能将适用范围扩张至其他情形,因此对于职工持股目的等其他目的下的股份回购也应类推适用《回购办法》及其补充规定。前述解释论虽可暂解燃眉之急,但一则《回购办法》及其补充规定是针对减资回购制定的规则,所有回购股份都须注销;而职工持股目的下的回购则可作为库藏股保有一段时期,其后既可转让,也可注销。《回购办法》显然无法涵盖库藏股处分的问题;二则为配合职工持股计划而回购,除公司相机而动、自由选择回购时机外,还有定期回购的做法,后者的信息披露义务比前者要轻得多,也有必要在立法中作出区分。可见解释论的路径走起来并不顺畅。因此本文主张立法论的思路,即全面修订《回购办法》及其补充规定。这样不仅可以免去解释论的诸多障碍,而且更可在弥补漏洞的同时,一并完善信息披露规则,细化和调整若干不合时宜的技术规定,彻底解决问题。

^② 回购股份预案至少应当包括以下内容:(1)回购股份的目的。(2)回购股份的方式。(3)回购股份的价格或价格区间、定价原则。(4)拟回购股份的种类、数量及占总股本的比例。(5)拟用于回购的资金总额及资金来源。(6)回购股份的期限。(7)预计回购后公司股权结构的变动情况。(8)管理层对本次回购股份对公司经营、财务及未来发展影响的分析。

^② [德]卡尔·拉伦茨:《法学方法论》,陈爱娥译,商务印书馆2003年版,第276页。

第二,尚存技术缺陷。前文已论及,我国对竞价回购的持续信息披露义务除要求在定期报告中体现外,还额外地规定了回购每达到总股本1%的临时披露义务。这种设计比美国的模式更加周全,但在我国相当部分非流通股仍未上市流通的背景下,总股本1%的比例于很多上市公司的流通股而言,已是非常大的比例,这一公告触发点的设计在技术上是否适当亦值得反思。尽管A股的股权分置改革最终将彻底解决非流通股不能上市流通的问题,但在现阶段,对一些公司而言,1%的总股本仍会占流通股相当高的比例。^②用总股本作为回购股份比例的分母,以防止公司回购操作对股价产生较大影响,显然不如以流通股总量作为分母好。此外,我国台湾地区还将回购金额也考虑进来,具有一定的合理性。^③因为对于市值较大的公司而言,即使回购不到1%的股份,其对流动资金的要求也很高,对公司财务状况会产生较大的影响,实有披露之必要。^④对此笔者建议,修订《回购办法补充规定》第6条,将持续性信息披露义务的触发比例改为“流通股”而非“总股本”的1%;同时增加规定,回购总金额超过一定数量,也会产生同样的信息披露义务(比如1亿元人民币)。

此外,我国现行法对股份回购信息披露规则的设计同样无法解决内部人“优势交易”的问题。考虑到我国证券市场尚处于起步阶段,市场主体的诚信度堪忧,加之违法成本较小,自2006年以来,证券市场背信逐利的案例就一直居高不下。^⑤当由于技术原因,对“高可控制度信息”相关交易的运作甚至不会带来法律责任时,上市公司及其内部人利用此类信息进行优势交易或操纵市场的激励必然进一步加大。对此,笔者建议采纳Jesse M. Fried教授的建议,要求发行公司及其内部人在股份回购期间,就任何一笔拟对本公司股票的交易行为,提前一周进行披露,并产生到期下单的义务。不仅如此,还应当对此期间的内部人(在我国为《证券法》第74条所指的“内幕消息知情人”)交易本公司股票的行为做出同样的要求,以便投资者综合判断。惟其如此,才可以在相当程度上降低发行公司及其内部人对股份回购这一“高可控制度信息”的操纵空间,防止其被过度滥用。这种申报制度的建立,除了对“高可控制度信息”的规制,对短线交易的规制也是很好的一种替代机制。^⑥如能在正在进行的证券法修订中系统、全面地引入此项制度,无疑是一大进步。

四、证券高可控制度信息的间接规制:交易限制规则

“高可控制度信息”之所以会产生负面效应,是由于其通常与发行公司或内部人的行为密切相关。那么,是否以及在多大程度上限制相关公司及其人员的交易行为,也是一个值得探讨的问题。以下仍以股份回购为例作一分析。

在美国,虽然学界对股份回购相关信息应披露到何种程度存有分歧,但主流观点似乎都秉承“披露、披露、再披露”之思路,除披露规则外,很少对相关交易行为的本身作出限制性立法。唯一可以算上“交易限制”的规定,就是证券交易法的“规则10b-18”,该规则对竞价回购的方式、时间、价格和数量等四个方面作出了较为详尽的规定。^⑦不过,本规定在性质上只是一个“安全港”性质的规则,即发行公

^② 以浙能电力(600023,SH)为例,其总股本为118.4亿股,但截止到2014年3月31日,其上市流通A股只有7.91亿股,仅占总股本的6.68%。即使其仅回购占总股本0.5%的流通股,也会占其流通股的近7.5%,这显然早已对公司股价产生了巨大影响。此类公司在A股市场并不少见。

^③ 我国台湾地区“上市上柜公司买回本公司股份办法”第3条规定:“公司买回股份之数量每累积达公司已发行股份总数百分之二或金额达新台币三亿元以上者,应于二日内将买回之日期、数量、种类及价格公告并向金融监督管理委员会申报。”

^④ 仍以浙能电力为例,其总股本为118.4亿股,即使其以每股5元的价格回购总股本0.5%的股份,也需动用近3亿元的资金。而该股的每股现金流为0.2元,这意味着需要动用超过10%的现金流用于回购,这无疑会对公司财务带来很大的影响。对于市值很大的公司,尤其是金融企业,这种影响将会更大。

^⑤ 参见陈冲:《从证券法治的诚信发展史寻我国“乱市治理”之良方》,《证券法苑》2012年第2期。

^⑥ 参见汤欣:《法律移植视角下的短线交易归入权制度》,《清华法学》2014年第3期。

^⑦ See SEC, Release No. 8335: Purchases of Certain Equity Securities by the Issuer and Others, 2003, <http://www.sec.gov/rules/final/33-8335.htm>, last visit on December 12, 2014.

司根据该条款所进行的回购操作,可以豁免操纵市场的责任。即使公司在“安全港”之外进行回购操作,其行为也并不当然违法,而是需要进行个案审查。事实上,美国公司不乏越过“安全港”进行股票回购的操作,但因此而被问责的极为少见。^②所以说,美国的股份回购“安全港”规则与其说是对回购行为的限制,不如说是一种“指引性规定”,并不具有强制性。

不过,在借鉴美国立法时,有的国家作了一些调整。例如,日本2001年根据《证券交易法》第162条之二授权内阁府令规定的回购股份时应遵守的要件及程序,其内容与美国的相关规定大同小异,但对违反上述回购限制的,要处30万日元以下罚款。至于是否认定有操纵市场的罪嫌,仍应就个案的主客观要件综合判断。^③在此意义上,日本将股份回购“安全港”升级为强制性规则,比美国更为严苛。

我国仅在《回购办法补充规定》中对竞价回购配置了价格限制与时间限制,对回购方式和数量则没有作具体要求。此外,上市公司未依相关规定进行的竞价回购操作是否一定构成违法的操纵市场行为?严格依相关规定进行的竞价回购是否一定可以豁免操纵市场责任,即目前的限制规定是否已经构成了一个竞价回购的“安全港”?从相关规章的规定中也难以得出明确的结论。比较而言,美国股份回购“安全港”规则设计的四方面要件更为全面细致,而且其明确规定在“安全港”内进行的股份回购将被豁免操纵市场责任,具有合理性。笔者认为对其适当改造后可在我国全面引入,明确规定股份回购的“安全港”规则及其实现条件。至于是否将该规则上升为强制性规定,笔者更倾向于日本的模式。因为这种模式虽然对公司的交易自由构成一定的限制,但可以大大降低监管成本。更为重要的是,鉴于股份回购的高可控制度,限制严一些与此类事件的性质也更加匹配。

为了降低股份回购的可控制度,还有必要考虑限制公司及其内部人的其他交易行为。例如,回购期间及其后很短时间内,是否限制其发行新股,是否限制大股东等内部人减持行为等。我国已在《回购办法补充规定》第9条和第10条中配置了股份回购与发行新股等敏感事件的隔离期。^④不过,从加强对高可控制度行为的限制原则着眼,现有规定还远远不够。笔者建议在我国立法中补充大股东、内部人减持隔离期,区分股份回购与债转股回售及转股的隔离期,以进一步减少股份回购可能引起的不公正交易。^⑤

五、结语

以股份回购为代表的证券高可控制度信息问题在美国已有数十年历史,从早年的任由公司安排,到专设信息披露规则与安全港规则;从不要披露实际交易情况,到要求逐月披露,其立法总体表现为由放而收的趋势。在学界更有敦促公司提前披露交易委托的呼声。我国的情况有所不同,因为我们对此类信息及行为的立法呈现出的一种由收而放的路径。从禁止公司通过回购影响股价,到2005年和2008年两个证监会的回购规章默许甚至鼓励公司宣告回购以实现护盘目的,我国对股份回购这一舶来的资本工具一直秉持逐步放开的态度。不过,在摸着石头过河的改革逐步走向深水区、证券高可控制度信息的负面效应逐步暴露的背景下,未来对此类信息的规制应当向左走还是向右走,仍值得学界和实务界进一步探讨和研究。笔者认为,随着公司资本制度逐步放宽,股份回购等高可控制度行为也一定会逐步活化。与此同时,加强对相关行为直接与间接规制,亦即引入提前披露机制,并在一定程度上限制相关交易,也是证券法修订时必须要认真思考的问题。

(责任编辑:谢青)

^② Fried, J. M., *Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchases*, *California Law Review*, Vol. 93, No. 4, 2005, pp. 1323-1386.

^③ 参见邱秋芳:《股份有限公司买回自己股份法律问题之研究》,台北大学2004年博士学位论文,第308页。

^④ 根据上述规定,我国上市公司在定期报告或业绩快报公告前10个交易日内、自可能对本公司股票交易价格产生重大影响的重大的事项发生之日或者在决策过程中,至依法披露后2个交易日内以及中国证监会规定的其他情形下,不得回购股份。此外,上市公司在回购股份期间不得发行股份募集资金。

^⑤ 关于补充大股东、内部人减持隔离期,区分股份回购与债转股回售及转股的隔离期等问题的讨论,参见前注①,朱庆文。