

护盘式股份回购制度的演进及其设计^{*}

——基于证券市场异常波动应对的视角

李振涛

摘要:护盘回购作为上市公司应对证券市场异常波动路径依赖的生成,体现了证券市场参与者应对市场风险局限的内在表证,是上市公司及公共权力推动的结果。受公司资本制度进化、美国护盘回购经验等因素影响,护盘回购在不同法域呈现多样性特征。但护盘回购与操纵市场行为存在法律逻辑上的悖论。应比较借鉴域外护盘回购的法律规制技术,坚持兴利除弊的原则,完善我国的护盘回购制度,以更好地发挥其价值功能。

关键词:护盘;股份回购;信息披露;市场操纵

一、问题的提出

“护盘”是上市公司股份回购的重要理由之一。^①护盘回购的基本原理是:上市公司通过回购股份,缩减了股本总额,使股票每股盈余增加,实现了每股盈余的自展效应;向市场传递其认为自己股票被低估的信息,缓和投资者的恐慌心理,以维护股价稳定。作为一项灵活的资本运作工具,护盘回购越来越受到各国或地区证券市场的青睐。1987年美国股灾发生后,花旗银行回购25亿美元股票及其他上市公司的纷纷效仿,成功阻止了股价下跌。2001年“911”事件后,美国采取了一系列支持股份回购措施,^②增强了投资者信心,刺激了股价反弹。1997年,台湾地区宣布放松对上市公司股份回购的限制,一定程度上缓和了东南亚金融危机对股市的影响。然而,护盘回购在我国2015年证券市场异常波动期间,并未阻止股市持续下跌及“千股跌停”现象。^③其中的原因值得反思。

我国的公司、证券立法是一个借鉴、学习过程,比较研究是主要方法。但既有的关于股份回购的研究更多地是一种平面化的法条比较,缺乏对股份回购制度演变及发生机理的梳理。本文试图以上市公司护盘回购制度为分析对象,考察其演进过程及发生机理,比较借鉴其规则设计,以期该制度更好地在

作者简介:李振涛,法学博士,山东大学管理学院工商管理科研流动站博士后。

^{*} 本文系2015年国家社科基金青年项目《指导性案例在统一法律适用中的运用方法研究》(项目批准号:15CFX006)的阶段性研究成果。

^① 从域外公司和证券立法情况看,维护股价稳定仅是公司回购股份的理由之一,其他理由还有:改善财务指标,调整股权结构,公司并购需要,防御敌意收购,推行股权激励计划,买回异议股东股份等。参见李晓春《在自由和管制之间寻求利益平衡——公司取得自己股份制度研究》,法律出版社2010年版,第31-36页。

^② 这些措施包括:一是政府拨款3000亿美元,为上市公司回购股票提供直接优惠贷款;二是对于涉及国计民生的重点上市公司,无偿直接划拨资金,用于股份回购;三是临时取消了不能在交易日的最后半个小时内进行回购、回购交易量不得超过该证券前四周平均日交易量的25%等规定,鼓励上市公司进行股份回购。

^③ 面对2015年6、7月的股市异常波动,监管层开展了积极的救市活动,要求每家上市公司至少推出“5选1”方案来维护公司股价的稳定,“5选1”方案就包括了上市公司回购本公司股份。截至2015年9月10日,仅有41家上市公司提出回购股份计划,41家公司中实质开展股份回购行动的仅有18家。参见皮海洲“倡导上市公司‘破发回购’如何”,载《金融经济》2015年第10期。

我国证券市场发挥价值功能。

二、域外证券市场护盘回购制度的演进

通常认为,根据对待股份回购的态度,关于股份回购有两种立法模式“原则许可、例外禁止”与“原则禁止、例外许可”^[1]。但无论何种立法模式,以维护股价稳定为目的的“护盘”仅是上市公司回购股份的事由之一,且是证券市场特定发展情境下“迫不得已”的产物。台湾地区为应对东南亚金融危机,让上市公司可以用公司资金回购股票,使股价止跌回升,1997年10月拟订的“证券交易法”修正草案第28-2条特别提出:因公司财务或业务以外因素,对股东权益有重大影响时,为维护公司信用及股东权益所必要者,得买回股份^{[2] (P.298)}。但该草案在多方质疑“为拯救股市的政策性、应急性修法,欠缺长远而完整的考虑”的情况下未获通过。直到2000年6月,因股市持续低迷,投资者信心明显不足,该草案再度被提出并最终在同年6月完成“三读”程序。2001年日本《商法》的修改,使自己股份取得的规制,从原来的原则性禁止的立场转向了原则性自由的立场^{[3] (P.112)}。2005年日本《公司法》第156条以限定性列举方式确定了“在与股东合意的基础上,股东大会作出有偿取得决议的情形”,将股份回购纳入股东意思自治的范围,消除了护盘回购的法律障碍。应当说,日本为应对金融自由化带来的股权结构变化,不得不放松对债权人利益的保护,转而为公司管理层提供更多的手段和更大空间,以使其具备自主调节公司股权结构、抵御资本市场压力的能力^[4]。英国为有效应对证券市场发展情势,给予公司商事经营的灵活性,其1985年《公司法》将“附属章程有许可经股东大会决议买进自己股份”作为股份回购的事由,显然将护盘回购包括在内。为克服证券市场长期低迷,法国1967年修订后的《公司法》规定,上市公司可在其股价在一定程度偏离行情时,能基于股东大会的授权经由证券交易所买入已发行股份10%以内普通股^[5]。至1981年修订后的《公司法》进一步明确“为调整股价经股东大会决议授权时”为回购股份的许可情形。为适应放宽维持市场行情和减少资本而回购股份的要求,德国早在1931年9月发布的《关于股份法、银行监督和税收减免的紧急命令》规定,股份公司为避免重大损失,可以回购股份^[5]。

上述事件引致护盘回购的产生,看起来似乎是一个“命中注定”且不可避免的过程,但探究护盘回购的源起,首先应回归到证券市场及其参与者。证券市场是一个信息场、名利场,但风险性是其主要特征。所谓“股市有风险,入市需谨慎”,即是提醒上市公司、投资者等市场参与者要关注市场风险的浅白表述。但面对股价暴跌等市场异常波动时,市场参与者更多地表现出个体能力的局限。“个人计算能力上的局限则是由处理、组织及利用信息的心智能力决定的。人的心智能力和辨识环境时的不确定性结合在一起,便演化出旨在处理过程的规则和程序,由此而形成的制度框架通过结构化人们的互动,限制了行为人的选择集合。”^{[6] (P.30)}因此,作为应对证券市场异常波动而形成的制度框架,护盘回购不仅满足了个体面对股价暴跌时亟需克服恐慌心理的主观念想,而且提供了解决这一念想的有效工具——公司自己买回股份,还向市场传递了公司认为自己股票被低估的信息。这一发生逻辑与关于股份回购的信号传递假说是相契合的。^①当然,推动护盘回购以其独特“激励”优势成为应对市场异常波动路径依赖的最大主角是那些能对植根于制度框架内的激励作出反应的“组织及其企业家”^{[6] (P.9)}。因为这种“激励”客观上达到“调整公司股价,稳定证券市场”护盘目的的同时,更有助于提升上市公司的股份溢价效应,改善市场形象,维持上市公司控股股东或实际控制人的控制权。此外,公共权力也是这一路径依赖的重要推动者。证券市场的生成和发展,无一不受到国家政策的极大影响,“政策市”并不是我国证券市场的独有特征。发展国民经济、保障投资是国家大力发展证券市场的目的。这种目的达成的前提是增强资本流动性,以提振参与者信心。因此,证券市场异常波动期间,相较于单纯的救市资金入场、僵化地限制大股东减持股份等措施,护盘回购预期实现的“激励”上市公司、加速资本流动性的“双赢”

^① 信号传递假说是20世纪70年代末80年代初学术界认同颇多的理论。该假说的重点在于,当企业股票市值被市场严重低估时,企业可通过公开市场回购一部分股票,引导市场投资者重新评估该企业。参见刘蔚“上市公司股份回购制度研究”2008年中国政法大学博士学位论文,第11页。

效果,显然更容易被公共权力接受,并将其逐步“嵌套”在公司与证券法律规则中。

当然,护盘回购成为路径依赖这一必然过程的确立,因受到诸多事件的影响,使其在进入各证券市场时,制度形态呈现多样性特征。首先,美国作为证券立法的滥觞,其护盘回购的成功经验不同程度上形塑了其他市场护盘回购的立法模式。1987年10月护盘回购成功应对美国股灾所提供的制度框架,一定程度上主导了“原则许可、例外禁止”立法模式在其他市场的扩张,特别是对新兴市场护盘回购制度的产生起到了示范效应。台湾地区2000年借鉴美国经验增加护盘回购的规定后,至2009年8月,依该规定回购股份的上市公司有479家,占上市公司总家数的64.16%,其中,护盘回购次数占总回购次数的比例为39.3%^[2](P.307)。其次,公司资本制度的进化为护盘回购扩张提供了土壤。如果说资本约束机制的变动体现了公司、股东及债权人对资本信用的内在表诠,那么,护盘回购则是这种内在表诠在证券市场异常波动情境下进一步修正的结果。公司资本制度不仅是护盘回购存在的重要基础,也是理解护盘回购立法表达方式的关键。美国是“原则许可、例外禁止”立法模式的典型代表,原因在于其制定法对股份回购的宽容态度。例如,根据1984年《标准商事公司法》第6.31节,^①公司可自由取得自己股份,对取得事由未作限制。但是,应说明的是,美国股份回购中的“例外禁止”不是“原则许可”的对立面,即它不是要对哪些禁止回购事由作出例举式描述。按照《标准商事公司法》、《特拉华州普通公司法》等制定法,“例外禁止”应理解为:公司为了正当目的,出于善意,在不侵害公司债权人利益等情况下,可以自由取得自己股份。这与“原则禁止、例外许可”立法模式演化过程中“挤牙膏”式地不断扩大股份回购情形明显不同。两者差异的根源在于公司资本制度——授权资本制与法定资本制的不同。美国授权资本制下,资本维持原则无非是保证公司与任何人的交易对价充足问题,而不是去强制禁止某种交易及其方式。交易形式在不同的目的下可以有不同的作用^[7]。因此,可以理解,在美国,护盘回购作为一种实现经济目标的合法工具在法律上加以确认,非但没有饱受争议,而且作为安定操作的工具被其他市场效仿,也就理所当然了。而在法定资本制下,损害债权人利益是反对股份回购的最主要理由。但这一主张饱受诟病,^②且不少实施法定资本制的法域,新世纪以来资本约束制度出现“软化”趋势。如日本2001年修改《商法》时实际上允许了库存股制度,并通过该制度,作为禁止自己股份取得理由而提出的问题全部得到解决^[3](P.112)。2005年公司法彻底放弃了传统大陆法系商法采用的通过确保债务人担保能力(资本金)来保护债权人的做法,改为采用通过公司财产的准确披露和确保适当资产保留在美国式的通过证券市场规制保护投资人的做法。^③日本资本约束机制的进化,催生了前述2005年公司法第156条的出现,为护盘回购提供了制度空间。第三,股份回购可能产生的弊端引导了护盘回购的规制方向。虽然以股份回购可能产生的弊端为由禁止护盘回购,未免本末倒置,^④但即使是在证券制度比较完善的美国,也明确承认护盘回购是“一种消极型操纵,因为其寻求的是阻止而不是造成积极的市场波动”,为此,国会授权证券交易委员会(SEC)“制定必要或适当的规则,以保护投资者和公众免受

^① 第6.31节规定:(a)公司可以取得自己的股票,由此获得的股票构成授权发行但尚未发行的股票;(b)如果公司章程禁止重新发行已获得的股票,则该获得的股票数额应从授权发行的股票数额中扣除。参见沈四宝编译《最新美国标准公司法》,法律出版社2006年版,第57-58页。

^② 有学者指出“法定资本制度是一个典型的‘刻舟求剑’的方式……资本规制的目的,尽管是出于对债权人的保护,但这种好意并不能被理性的债权人所接受。资本法定、维持和不变原则所确立的注册资本数额,都只能说明公司的历史投资,而不能由此得出结论,只要债权人知道了法定资本,也知道法律施加了限制,就可以高枕无忧。”参见邓峰“资本约束制度的进化和机制设计——以中美公司法的比较为核心”载《中国法学》2009年第1期。

^③ [日]武田隆二《新会计法与中小社会会计》,中央经济社2006年版,第76页。转引自徐浩“日本股份公司资本制度的演变分析——兼论我国股份公司资本制度的完善”载《日本研究》2012年第1期。

^④ 反对股份回购的理由主要有:一是违反资本维持原则;二是容易用来进行市场操作以及内部人交易;三是来自于特定股东的协商取得,可能对取得相对人进行优惠,违反股东平等原则;四是经营者利用公司资金取得自己股份,再将此转给自己阵营的人,通过此种方法有可能用公司资金维护自己的地位。参见[日]前田庸《公司法入门(第12版)》,王作全译,北京大学出版社2012年版,第110页。上述理由中,第一个理由涉及本文公司资本约束机制的讨论,其余理由则是股份回购衍生的问题,如市场操纵和内幕交易、回购方式及回购股份的处置等。

这些行为的恶劣影响”。^①为防止护盘回购弊端,域外市场更多地在证券法中加强对其事中事后规制。这些规制主要表现在回购股份的程序、方式、数量、回购股份的处理以及内幕交易、操纵市场的防范等方面。上述各个环节构成了护盘回购的“安全港”,更准确地说,是一种“受限制的安全港”^{[8] (P. 832)},意在表明对超出“安全港”之外护盘回购操作仍坚持相当严格的态度。

在上述事件影响下,护盘回购作为形塑上市公司、股东、债权人互动关系的正式约束,其多样性的重要表现是两种立法“嵌套”方式的生成。一种是在公司法中把护盘回购纳入公司意思自治的范围。除前述2005年日本《公司法》第156条的情形外,英国2006年《公司法》第690条规定了有限公司基于自治范畴购买自己股份的权力^{[9] (P. 426)}。法国2004年修订后的《商法典》第225-204条规定,公司减少资本,由特别股东大会批准或决定;特别股东大会可以将实现减少资本的全部权力授予董事会行使,或者相应情况下,授予管理委员会行使^{[10] (P. 219)}。当然,欧盟国家之所以有上述立法方式,1976年《欧盟公司法第二指令》在各国有效落实发挥了至关重要的作用。在其影响下,德国、法国均体现出董事会可决定购买一定数量的股份、回购目的或方式完全由股东大会自主决定等规定。另一种是直接明确护盘回购的立法例。如德国2013年《股份法》第71条将“为了避免公司直接的严重损失必须取得自己的股票”作为股份回购的许可情形^{[11] (P. 94)}。

三、域外护盘回购法律规制及其与我国的比较

域外护盘回购制度的演进过程表明,作为应对证券市场异常波动的路径依赖,护盘回购发生逻辑上有其必然性,表现形式上呈现多样性。“但是由于基础假定的不同,操纵市场理论与信号理论在此并不兼容,从而在逻辑上出现了悖论:即根据操纵市场理论,股份回购不论从何种角度分析,都与违法的操纵市场行为特征颇为吻合;而根据信号理论以及各国立法的实际选择,股份回购在一定意义上又应作为操纵市场的例外。”^[12]因此,各证券市场十分重视对护盘回购的法律规制技术。

(一) 护盘回购的立法表达方式

域外护盘回购大多规定在公司法中,常置于标题为“公司取得自己股票”之类的章节;少数市场在证券法中就与证券交易相关的股份回购作补充规定。根据公司法和证券法的关系,主要有两种立法例。一种是证券法主要对上市公司等回购涉及的信息披露、禁止情形、违法责任等作出规定,与公司法不重合,代表为美国。与美国成文公司法仅对回购的资金来源、清偿能力等事项进行简化要求不同,1933年《证券法》、1934年《证券交易法》以及SEC为维护公共利益或保护投资者制定的规则和条例中,涉及护盘回购的内容相当具体,如回购股份的“安全港”、触及的信息披露义务、内幕交易与市场操纵的禁止等。另一种立法例为证券法与公司法对股份回购的调整内容存在重合,证券法作为特别规则为上市公司优先适用,代表为台湾地区。其“公司法”第167-1条规定,公司除法律另有规定者外,得经董事会以董事2/3以上之出席及出席董事过半数同意之决议,于不超过该公司已发行股份总数百分之五范围内,收买其股份。但其“证券交易法”第28-2条在规制上市公司买回股份时,规定“不受‘公司法’第167-1条规定之限制”,明确排除了“公司法”第167-1条的适用。此外,根据“证券交易法”第28-2条第3款的授权,2006年“上市上柜公司买回本公司股份办法”综合了“公司法”、“证券交易法”相关条款,以下位法形式针对上市公司回购股份进行了细化规定。

我国《公司法》对股份回购坚持“原则禁止、例外许可”的态度,在第142条规定了公司可以回购股份的四种情形,即减少股本、与持有公司股份的其他公司合并、股权激励、收购异议股东股份,但未明确“护盘”是否可以作为合法事由。中国证监会2005年规范性文件《上市公司回购社会公众股管理办法(试行)》以《公司法》第142条“减少股本”为上位法依据。为应对股市持续低迷,鼓励回购,2008年中

^① See Louis Loss, Joel Seligman & Troy Paredes, *Securities Regulation*, Vol. 9, Wolters Kluwer Law & Business 2006, pp. 58-59.

中国证监会《关于上市公司以集中竞价交易方式回购股份的补充规定》取消了回购的审批程序,逐步与美国股份回购的“安全港”规定接轨。值得注意的是,上海证券交易所2013年发布的自律规则《上市公司以集中竞价交易方式回购股份业务指引》首次对护盘回购进行表述。该指引第4条将“为适应证券市场变化和保护投资者合法权益的需要而认定的其他情形”作为鼓励回购的情形之一,显然回应了我国证券市场早已存在的护盘回购实践。当然,这一规定名义上的依据仍然是《公司法》第142条“减少股本”的表述。

显然,我国证券立法中关于护盘回购的规定是一种借道“减少股本”而打“擦边球”的做法。根据《公司法》第142条的立法原意,“公司成立后要减少注册资本,只能通过以公司名义购买本公司股份、再将该部分股份注销的形式,因此对于公司因减少注册资本的原因而收购本公司股份,法律是允许的”^[13] (P.224-225)。我国目前堂而皇之地将“护盘”作为股份回购的一种合法事由,其牵强的推理是“护盘”必须“减少股本”,而“减少股本”是《公司法》许可的情形,因此,“护盘”是《公司法》许可的情形。这种立法表述是迫于稳定证券市场现实而又缺乏制度供给的无奈之举,但其逻辑牵强附会,合法性存疑,亦不符合证券市场公开原则之要求。

(二) 护盘回购的过程规制

虽然域外市场对护盘回购过程规制的具体做法有所差异,但纵向比较其演进过程,总体呈现以下特点:一是决策程序趋于放松。域外关于护盘回购的决策程序大体可分为董事会决议、股东会决议并授权董事会具体实施两种方式。台湾地区是完全由董事会决议的代表,其“证券交易法”第28-2条规定了护盘回购的决策程序为“董事会2/3以上董事出席及出席董事超过1/2同意”。英国、法国、德国的决策程序相对保守,可概括为“在股东会决议的基础上,授权董事会具体实施”。此外,为提高效率,解决会议“召集不易”等问题,部分市场采取了灵活变通的决策方式。例如,日本《公司法》第165条第2款规定,通过市场交易取得自己股份,可依据章程规定通过董事会决议取得^[3] (P.115)。二是数量限制逐步取消。作为股份回购自由型立法的代表,美国对回购数量不设限制。日本2001年《商法》修订时取消了回购股份的数量限制。2006年欧盟通过的贯彻简化资本维持原则的规定,取消了10%的回购数量限制^[14] (P.86-87)。但大陆法系国家或地区对数量限制较为严格,德国、法国均设置了回购股份的票面总额不超过公司股本10%的限制。三是财源规制成为保护债权人利益的重要方式。回购资金来源在持“原则许可、例外禁止”态度的市场显得更加重要,原因在于这些市场放开回购事由的限制后,资金来源成为防止回购制度滥用、恣意侵害债权人利益的平衡措施。如美国《标准商事公司法》采用了偿债能力标准,其第6.40节规定了不得回购股份的两种情形:公司将无法偿还经营过程中的到期债务,或者公司总资产少于其总负债与公司所需金额之和^[15] (P.58-59)。日本《公司法》将股份回购作为对股东进行的金钱等交付行为与盈余金分配等一起进行了列举,并规定该金钱等的账簿价额总额不得超过该行为生效日的可分配额^[3] (P.118)。四是公开市场买回成为主要的实践方式。美国关于股份回购的方式比较成熟,并为日本、台湾等市场所效仿。在美国,数十年来实务上演进出公开市场买回、自我要约收购、协议买回等方法。其中,公开市场买回是最常见的方法,超过90%的股份回购是通过此种方式实现的^[14] (P.98)。五是信息披露要求更加严格。护盘回购是与股份收购紧密相连的环节,因涉及股份权益变动从而影响其他股东及债权人利益,故域外大都规定了特别的信息披露义务。美国《证券交易法》关于回购信息披露的总要求是第13(e)(1)条,即“发行人违反SEC的定义欺诈、欺骗或操纵性行为 and 做法的规则和条例,或规定旨在防止该行为或做法的合理方法的规则和条例,购买本身发行的证券,均属违法。”第13(e)(2)条还特别对关联人回购作出规定,即“发行人或控制发行人、被发行人控制或与发行人一起受共同控制的任何人本身进行的购买或为其进行的购买,均应当被视为是由发行人进行的购买。”日本在放

开回购事由的同时规定,公司取得自己股份的情况属于对有价值证券的投资判断有重大影响的公司的业务、经营或业绩的信息,应当适时披露^[14](P.104)。

可以看出,域外关于护盘回购的决策程序、数量、财源等一般规定在公司法中,证券法重点对护盘回购的信息披露作出规定。此种规范方式不仅可以确保法律体系的完整和理论的一致性,为实务解释和适用提供有效的指导,还可避免不同法律相互冲突的现象,造成社会公众无所适从的结果^[16]。反观我国对护盘回购的过程规制,则过于凌乱、简略,甚至存在法律漏洞。例如,《上市公司回购社会公众股管理办法(试行)》确定的实质由股东会主导的回购决策程序,对护盘回购这种应急性的资本运作,显得捉襟见肘。再如《公司法》第142条只规定了为股权激励而回购的数量及财源限制,未提及“护盘”所依据的“减少股本”情形,这不能不说是一个法律漏洞。更重要的是,《公司法》完全未提及信息披露事项,作为证券监管规则的《上市公司回购社会公众股管理办法(试行)》及其补充规定则设定了较高的信息披露标准,上下位法律渊源之间存在明显冲突。这一方面反映出护盘回购属于高可控制度事件,容易诱发市场操纵^[17](P.177);另一方面也揭露出我国证券立法缺少护盘回购与股份收购、内幕交易、操纵市场的衔接性规定,法律规制技术有待提高。

(三) 护盘回购股份的处置

域外关于回购股份的处置通常有三种方法:一是库存待发,即作为库存股处理;二是当然消除;三是构成授权发行但尚未发行的股份。上述处置方法的不同源于公司资本制度的差异。法定资本制下更多采用前两种方法,而授权资本制下多采用第三种方法,如前述美国《标准商事公司法》第6.31节(a)的规定。日本、台湾地区的做法较为折中,且两者具有一定的相通性,即两者都承认库存股的存在,但日本完全取消了持有期限的限制,台湾地区则要求护盘回购的股份应在6个月内办理变更登记消除股份。

在回购股份的处置方面,我国与域外市场最大的区别在于库存股制度。我国《公司法》不允许库存股的存在,对因“减少股本”而回购的股份,规定在收购之日起10日内注销。因此,上市公司对护盘回购的股份将履行减资程序,一定程度上抑制了公司利用这一资本运作工具的积极性。在我们放宽股份回购事由的同时,对公司持有自己股份也应放开,以满足公司的实际需要,如库存股作为股权转换之用时,不但机动灵活,还避免了股份增发带来的时间成本和股份膨胀引发的不利后果^[14](P.178)。

四、完善我国的护盘回购制度

2013年12月,《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》(俗称“小国九条”)提出“完善股份回购制度,引导上市公司承诺在出现股价低于每股净资产等情形时回购股份”,这表明护盘回购的制度功能已经引起国家层面的重视,并将其与“保护投资者合法权益”的证券立法目相关联。当然,我们也要看到,作为一种稳定股价的资本运作工具,护盘回购不仅具有目的向好的特点,也具有手段易滥用的弊端,特别是在我国证券市场处于“新兴加转轨”的阶段,其产生的羊群效更加明显,发生利益输送的可能性更大,必然为市场关注焦点。完善我国的护盘回购制度,应当在比较借鉴域外经验的基础上,坚持兴利除弊的原则。

以上下相协调的法律规定,改变护盘回购事由制度供给不足、法律规制不完善的窘境。为明确上市公司、股东及债权人对护盘回购的预期,可借鉴台湾地区、德国的立法例,在我国《公司法》增加“法律规定的其他情形”作为允许护盘回购的兜底条款;在《证券法》增加“为维护公司信用和股东权利”作为护盘回购的原则性规定;将《上市公司回购社会公众股管理办法(试行)》的效力层级提升至部门规章,并在该办法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。同时,细化护盘回购与其可能引发的内幕交易、操纵市场、股份收购、信息披露等衔接规定。应当指出的是,护盘回购本质上属于公司自治的范

畴,是否回购、回购方案设计应当首先尊重公司的自主决策和市场自身规律,根据公司自身的财务状况和业务发展的需要决定^{[18] (P.439)}。因此,对护盘回购的启动,应尽量通过任意性规范进行引导,减少强制性规范的使用。比如,可在须由股东会通过的《上市公司章程指引》中明确护盘回购的触发条件,或通过公开承诺等方式增强上市公司启动护盘回购的积极性。

完善证券立法对护盘回购的过程规制,保障护盘回购合规、有效开展。重点修改《上市公司回购社会公众股管理办法(试行)》的如下内容:一是简化护盘回购程序。考虑到护盘回购对时效性要求更高,有必要给予董事会快速反应的权力。因此,建议增加“上市公司股东会可以授权董事会决定在有关情形时回购本公司股份”的规定。此做法也是采用股东会决议这一立法例证券市场的普遍做法。同时,为避免程序简化导致董事会借机回购满足私人利益,保护债权人利益,应当坚持现行“股份回购的决议应当经出席会议股东所持表决权的2/3以上通过”的做法;明确股东会关于股份回购的授权有效期不得超过3年,防止无限期授权;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。二是放松护盘回购的数量限制。因上市公司股份数量众多,《公司法》的一般规定可能无法满足护盘的需要,建议明确“上市公司回购股份不得超过公司已发行股份总数的10%”,这也是法国、德国及台湾地区的普遍做法。三是限定回购资金来源。建议参照美国《标准商事公司法》的规定,从资金来源及回购后果两方面进行规定。资金来源方面,维持我国《公司法》的要求,回购资金仍应来自税后利润。回购后果方面,要求公司回购后具备持续经营能力,并不得损害股东和债权人的合法权益。四是以信息披露制度保障护盘回购的公开透明。为防范借护盘回购进行内幕交易、市场操纵,建议对护盘回购的各主要节点,如股东会作出授权决议、董事会作出具体决议等,均原则性地明确相关披露义务。同时,引入“一致行动人”概念,并将上市公司及其关联人护盘回购的股份数量合并计算,避免分散回购以逃避信息披露义务的行为。

(三) 扩展护盘回购股份处置方式的种类,降低公司融资成本。鉴于要求公司购回的股份直接全部注销的规定过于严苛,我国不存在美国式“已经授权但尚待发行股票”的资本制度基础等现实情况,建议允许上市公司在直接注销股份的传统做法外,可以进行限期转让,使公司护盘回购后能在一定期限内持有库存股。比如,可以规定“上市公司回购的股份,应当在12个月内转让或注销”。

参考文献:

- [1] 华国庆“股份回购若干问题探析”,载《政法论坛》2001年第4期。
- [2] 赖英照《股市游戏规则——最新证券交易法解析》,元照出版社2009年版。
- [3] [日]前田庸《公司法入门(第12版)》,王作全译,北京大学出版社2012年版。
- [4] 平力群“日本公司法修订及其对公司治理制度演化的影响——以种类股制度和股份回购制度为例”,载《日本学刊》2010年第5期。
- [5] 林丽香“企业取回自己股份之法律问题”,载《台大法学论丛》2001年第48期。
- [6] [美]道格拉斯·C. 诺斯《制度、制度变迁与经济绩效》,杭行译,韦森译审,上海人民出版社2014年版。
- [7] 邓峰“资本约束制度的进化和机制设计——以中美公司法的比较为核心”,载《中国法学》2009年第1期。
- [8] 张路等译《美国证券监管法基础》,法律出版社2008年版。
- [9] 葛军伟译《英国2006年公司法》,法律出版社2008年版。
- [10] 罗结珍译《法国公司法典(上)》,中国法制出版社2007年版。
- [11] 胡晓静、杨代雄译《德国商事公司法》,法律出版社2014年版。
- [12] 朱庆“上市公司股份回购中操纵市场行为认定与豁免探讨”,载《证券市场导报》2015年4月号。
- [13] 安建主编《中华人民共和国公司法释义》,法律出版社2013年版。
- [14] 李晓春《在自由和管制之间寻求利益平衡——公司取得自己股份制度研究》,法律出版社2010年版。

- [15] 沈四宝 编译《最新美国标准公司法》,法律出版社 2006 年版。
- [16] 黄铭杰 “自己股份买回与公司法——财政部‘库藏股’制度草案的问题点与盲点”,载《台大法学论丛》1998 年第 1 期。
- [17] 陆华强 “上市公司股份回购的准入标准探析”,载《证券法苑》(第 14 卷)。
- [18] 谭婧、徐俊 “上市公司股份回购中的失信行为及其规范”,载《证券法苑》(第 7 卷)。

The Evolution and Mechanism on Share Repurchase for Stabilization of the Listed Companies: From the Perspective of the Solution to Abnormal Volatility in Securities Market

Li Zhentao

Abstract: The development of share repurchase for stabilization ,which acted as the path dependence of the solution to abnormal volatility in securities market ,reveals internal representation of participants’ limit of responding to crisis ,and is the result of promotion from the listed companies and public power. Share repurchase for stabilization nested in different legal regimes represents diversities ,which is caused by a few factors , such as the evolution of corporate capital institution , and influence from U. S experience. However ,it is conflicting in legal logic between share repurchase for stabilization and manipulation. China should improve the current regulation of share repurchase for stabilization based on utilizing foreign experience and deterring the risks of this tool. 1.

KeyWords: Stabilization; Share Repurchase; Information Disclosure; Manipulation

(责任编辑 鄢梦萱)