

“维护公司价值及股东权益所必需”而回购的法律规制

冯 辉*

内容摘要:新《公司法》第142条重构了我国的股份回购制度,以立法明确上市公司可以“为维护公司价值及股东权益所必需”而回购股份,对公司、相关利益主体和金融市场均具有重要影响,但也蕴含着巨大的风险隐患。两大证交所迅速颁布的股份回购监管新规回应了市场对法律规制的需求,但受制于鼓励公司回购等因素影响,尚存在诸多待完善之处。应从反市场操纵、相关主体的利益平衡和回购后处理等角度完善相应的实体法规制,从决议规则与备案程序、信息披露与违法责任、推进回购监管规则和股东诉权的衔接等角度完善相应的程序法规制。

关键词:上市公司 股份回购 安全港 信息披露 决议规则 股东诉权

中图分类号:DF411.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1674-4039-(2019)06-00114-123

2018年10月26日,第十三届全国人大常委会第六次会议通过《关于修改〈中华人民共和国公司法〉的决定》(以下简称《公司法》),修改《公司法》第142条重构了我国股份公司的股份回购制度。其中,上市公司“为维护公司价值及股东权益所必需”被明确为六种回购情形之一,并规定其可以依照公司章程规定或股东大会授权、经2/3以上董事出席的董事会会议决议而实施,回购股份不得超过公司已发行股份总额的10%并在3年内转让或注销,以公开集中交易(集中竞价或要约)进行并依《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)履行信息披露义务。这些原则性规定显然不能满足市场对法律规制的需求。“修改后的第142条只是开启了完善公司收购本公司股份制度的大门,为了落实该条款的规定,国务院和证监会亟待完善相关配套规则。”^[1]不过就在社会各界翘首以盼国务院和证监会颁布实施细则的当口,2019年1月11日,上交所与深交所同日发布《上市公司回购股份细则》,分别适用于两大证交所上市的公司,迅速回应了市场需求。以作为特殊法人的交易所而非作为行政机关的监管机构制定监管规则,无疑是资本市场监管体制改革的一大亮点。不过股份回购是资本市场重要的基础性制度安排,上市公司为维护公司价值及股东权益而主动回购具有突出的“双刃剑效应”。目前的监管规则过于偏重鼓励回购,对其负外部性考虑不够。此外从域外、历史及文本等角度分析,监管规则亦有若干问题亟需完善。笔者拟以上交所颁布的《上市公司回购股份细则》(以下简称《实施

*石河子大学绿洲学者讲座教授;对外经济贸易大学法学院教授、博士生导师。

本文系对外经济贸易大学“一带一路”PPP发展研究中心研究成果。

[1]叶林:《股份有限公司回购股份的规则评析》,《法律适用》2019年第1期,第56页。

细则》)为基础,^[2]从实体法和程序法等多个角度,对上市公司“为维护公司价值及股东权益所必需”而实施回购的法律规制提出具体的完善对策。

一、实体法规制之一:反市场操纵

上市公司股份回购能够在短期内集中巨量资金买入自身股票,对提升公司股价构成重大利好,一贯被视为稳定和提升个股及整个资本市场的利器,对公司本身、股东及债权人、公众投资者以及资本市场均具有突出影响。

“为维护公司价值及股东权益所必需”而回购存在的首要问题,是容易异化为市场操纵。从交易原理来看,两者确实十分相似。按照《证券市场操纵行为认定指引(试行)》(中国证监会,2007,以下简称《操纵认定指引》)第22条的规定,交易行为符合“集中资金优势、持股优势或利用信息优势联合或连续买卖证券,操纵证券交易价格或证券交易量”的,将被认定为“连续交易操纵行为”,股份回购无疑符合上述构成要件。一般认为,《操纵认定指引》第48条关于“上市公司、上市公司控股股东或其他市场参与者,依据法律、行政法规和规章的规定,进行下列市场操作的,不构成操纵行为:(一)上市公司回购股份……”的规定,通过例外制度解决了这一问题,但即使是最宽泛的文义解释,也不能认为所有的回购股份均可以构成市场操纵认定的例外。不构成市场操纵的回购应有明确的合法性判断,由于合法例外的依据是“法律、行政法规和规章的规定”,在上述法律渊源长期缺失的情况下,股份回购事实上处于“灰色地带”。这一方面导致实质上“合法”的回购不敢进行,从而造成长期以来我国上市公司回购案例数量和额度偏少;^[3]另一方面导致实践中以股份回购之名行市场操纵之实的行为时有发生,造成我国《公司法》在股份回购这一项基础性制度安排上进展缓慢。^[4]如今《实施细则》在内容上确实为股份回购创造了合法性判断,但2018年10月26日新《公司法》142条颁布后,无论是中国证监会、财政部和国资委于11月9日联合颁布的《关于支持上市公司回购股份的意见》(以下简称《意见》),还是中国证监会于11月20日颁布的《关于认真贯彻落实〈全国人民代表大会常务委员会关于修改〈中华人民共和国公司法〉的决定〉的通知》(以下简称《通知》),^[5]都没有明确授权证交所制定监管规则。《实施细则》也未明确其已获授权,这是形式法治意义上的一个不小的瑕疵,应由中国证监会以公告的形式尽快予以解决。

毋庸讳言,新《公司法》第142条能够迅速而顺利地通过并且在极短时间内形成配套规则,与监管机构肩负的“救市”压力密切相关。^[6]也正因为此,更需要配套规则抑制全面放开股份回购滋生的负外部性。就反市场操纵问题而言,应引进国际通用的“安全港制度”并根据实际需要予以改良,将上市公司“为维护公司价值及股东权益所必需”回购股份限定在一定的范围之内,明确其合法性判断。“安全港制度”为美国SEC于1982年所创设(其后又经过多次修订),旨在通过技术性指标为不构成市场操纵的股份回购塑造构成要件。具体包括:方式要件(发行人只能委托一个股票经纪商代理其从事股票买回)、时间要件(最初是原则上禁止在开盘后及收盘前半小时内进行竞价回购,其后修订为根据个股

[2] 笔者的基本观点是:股份回购是所有股份公司均有权采取的金融工具,但凡是对公司、股东、债权人以及金融市场产生影响的均应受到监管;监管应当注重类型化,具体立法可以采取先个别后一般的渐进模式。

[3] 中国证监会数据显示,2014至2017年,中国大陆上市公司主动回购总金额为同期现金红利金额的1.5%,而同期美国、英国上市公司回购总金额与其同期现金红利金额的这一比例分别为43.57%、49.50%。尽管统计口径不同,但差别之巨大还是显而易见的。转引自欧阳春香:《公司法修订对回购作重要修改》,载<https://finance.sina.com.cn/stock/y/2018-10-23/doc-ifxeuwws7120813.shtml>,2019年2月10日。

[4] 参见朱庆:《论股份回购与操纵市场的关联及其规制》,《法律科学》2012年第3期,第115页。

[5] 《意见》和《通知》尽管在严格意义上不属于正式的法律渊源,但其对股份回购的说明构成了《实施细则》的核心部分和主要依据。

[6] 参见缪因知:《国家干预的法系差异——以证券市场为重心的考察》,《法商研究》2012年第1期,第63页。

的平均日交易价值量与公众浮动价值量的具体决定)、价格要件(不高于最高独立报价或最后一个独立成交价中的较高价格,具体标准因个股是否在联合系统中报价等因素而有不同)、数量要件(发行人每日买回股份的数量不超过近4周平均日交易量的25%,或每天可买回合计500股以内的股票)。^[7]“安全港制度”随后被欧盟、日本等国所仿效,^[8]也对中国证监会及证券交易所颁布的股份回购监管规则产生了重要影响,包括中国证监会2005年颁布的《上市公司回购社会公众股份管理办法(试行)》(以下简称《试行办法》)和2008年颁布的《关于上市公司以集中竞价交易方式回购股份的补充规定》(取代了前者关于集中竞价回购股份部分的规定),以及上海证交所2008年颁布、2013年修订的《上市公司以集中竞价交易方式回购股份业务指引》(已为《实施细则》所废止)。

《实施细则》构成了我国股份回购安全港制度在技术层面的雏形。从审慎、从严监管的角度出发,建议在方式要件上限定单一委托,在时间要件上逐步引入平均日交易价值量标准与公众浮动价值量作为考量要素,对于集中竞价回购的,在价格要件上从单一盯住涨停价逐步引入其他考量因素。^[9]值得专门讨论的是日回购的数量要件问题。根据《实施细则》第18条第1款的规定,对于因减资、实施员工持股计划、兑换可转债而实施回购,应遵守相应的数量限制:“每5个交易日回购股份的数量,不得超过首次回购股份事实发生之日前5个交易日该股票成交量之和的25%,但每5个交易日回购数量不超过100万股的除外(也称‘爬行规则’)。”但对于“为维护公司价值及股东权益所必需”而回购,则豁免日回购的数量限制。其中不难发现监管部门急于鼓励上市公司积极主动回购以护盘个股、稳定大盘的倾向,不过完全豁免日回购的数量要件也可能导致负外部性不可控。折中办法是放宽对“护盘回购”的数量限制(比如相比其他三种情形可以增加1倍),或比照第18条第2款对B股回购“安全港”数量要件的规定,要求公司原则上遵守日回购的数量限制,超出的应“充分披露理由及合理性”。

二、实体法规制之二:公司、股东与债权人的利益平衡

由方式、时间、价格、数量四个要件构成的“安全港制度”偏重技术层面,这种狭义的界定在通过反市场操纵维护金融市场稳定上具有重要意义,但不能覆盖“安全港制度”应有的完整内涵。股份回购同时涉及公司、股东、债权人多方利益的平衡,因此需要单独讨论。

(一)债权人利益保护

一般认为,通过回购实现护盘和安定操作从而稳定乃至拉升股价,理论上可以保护公司和股东的利益,但对于债权人利益可能有所损害,毕竟公司支出巨量的回购资金往往有损其偿还能力。对此《公司法》要求公司应当于作出减资决议之日起10日内通知债权人,并于30日内公告;债权人于接到通知日起30日内或公告之日起45日内,有权要求公司清偿债务或提供担保。但《实施细则》第24条只规定了“上市公司回购股份后拟予以注销的,应当在股东大会作出注销回购股份的决议后,依照《公司法》的有关规定通知债权人。上市公司已发行公司债券的,还应当按照债券募集说明书履行相应的程序和义务”,并没有明确债权人已获清偿或担保(或同意放弃要求清偿或担保)是否作为回购的前提条件。实践中由于上市公司公开发行业务居多,按照《公司债券发行与交易管理办法》(证监会,2015)关于发行人减资应当召开债券持有人会议的规定,发行人会制定债券持有人同意不要求清偿或担保的方案,并提交债券持有人会议表决。但即使债券持有人不同意方案或未能形成有效决议,也

[7]转引自朱庆:《上市公司股份回购中操纵市场行为认定与豁免探讨》,《证券市场导报》2015年第4期,第64页。

[8]同上文,第66页。

[9]受制于中国A股交易日涨跌幅的限制,目前在回购价格监管上还无法直接引入美国“安全港制度”中“不高于最高独立报价或最后一个独立成交价中的较高价格”。

不构成回购的阻却事由。这种优先保障回购效率的制度安排在债权人利益保护上存在明显疏忽,也不符合《公司法》关于减资的立法理念。在立法大规模放开并鼓励股份回购的背景下,应当予以弥补。

“为维护公司价值及股东权益所必需”回购股份后有两种处理方法,注销(即减资)和转让(即减持)。根据《实施细则》规定,注销或转让必须在回购公告中明确。就此而言,第一,回购后用于减资的,无论是否能够实现护盘股价的效果,必然会削弱公司的偿债能力。^[10]因此应明确要求上市公司在呈交证监会的回购备案材料中附上法定期限内已清偿债务或已提供足额担保的证明(由独立财务顾问出具意见)。对于公开发行债券的,也应提供债券持有人会议关于同意公司不清偿债务或担保的表决案,或当债券持有人会议在法定期限内无法形成有效决议时,提交已提供足额担保的证明(由独立财务顾问出具意见)。不能满足上述条件的,证监会应以此为由提出异议,上市公司不得实施回购。此外,还应规定由全体董事对回购导致不能偿还债务承担补充责任(适用无过错责任原则,董事之间负连带责任),以此将《实施细则》第36条规定的回购方案应当包括“防范侵害债权人利益的相关安排”和第6条规定的“全体董事应当承诺回购股份不损害上市公司的债务履行能力和持续经营能力”落到实处。第二,目前《实施细则》对回购应通知债权人的约束只适用于回购后减资,这是对《公司法》减资规则的狭隘理解。债权人利益保护应构成公司行为的底线性约束,凡损害或有损债权人利益之可能的,都应设置相应的制度保障。“为维护公司价值及股东权益所必需”而回购后用于转让可能出现亏损,从而构成对债权人利益的威胁。因此,应当履行相应的通知程序,提交同等证明材料,并由全体董事承担补充责任。

(二)公司与股东权益保护

新《公司法》第142条规定护盘或安定操作应属于“为维护公司价值及股东权益所必需”,暗示着公司价值与股东权益之间可能存在冲突。第一个问题同时涉及公司、股东与债权人——回购资金的来源问题。《实施细则》第14条允许的回购资金包括自有资金和借贷资金(含金融机构借款和发行债券所募资金)。放宽财源限制与鼓励回购的立法宗旨一脉相承,但护盘操作的直接受益者是股东,而考虑到回购动用的资金规模和回购结果的不确定性,公司如果使用自有资金则导致经营能力受损,如果使用借贷资金则可能导致违约。^[11]所以,首先应当对使用借贷资金回购作出特别限制。具体而言,即使借款合同和债券发行公告中明确了资金的回购用途,除了要求公司提供清偿或提供足额担保的证明,还应限制借贷资金在收购资金中的比例(建议不得超过50%),以防止回购杠杆率过高损害债权人利益,以及危及公司的持续经营能力。

与此密切相关的第二个问题,是“为维护公司价值及股东权益所必需”而回购的条件,实际上也就是以牺牲公司当下的直接利益(偿债能力和经营能力)为代价护盘股价、维护股东利益的条件。对此,《实施细则》的规定是,“股票收盘价格低于最近1期每股净资产”或“连续20个交易日内公司股票收盘价格跌幅累计达到30%”。这里的问题在于,在新《公司法》142条明确允许“为维护公司价值及股东权益所必需”而回购之前,上市公司因减资而主动回购的绝大多数案例,无疑也是以护盘和安定操作为目的。只不过因减资而回购后只能注销,不得再转让,而回购后的再转让即减持则具有极大的负外部性。对于“为维护公司价值及股东权益所必需”而回购,《实施细则》基于加大鼓励的立场实际上已经给了相当大的监管宽松,比如,没有数量限制;再比如,明确回购后注销股票的,不受回购应满足“股票上市已满一年”的限制,也不受“在上市公司定期报告或业绩快报公告前10个交易日内、自可能对股票交易价格产生重大影响的重大事项发生之日或在决策过程中至依法披露后2个交易日内、中国证监会规定的其他期间等3种情形下不得回购”的限制,但定向监管宽松要防止权利被滥用。既然立法已经为护盘设立了纯减资型回购的渠道,那么对更加宽松的“为维护公司价值及股东权益所必需”就应当设置比较严格的准入条件,在大规模放开股份回购的初期更应加强风险防控。相比每股净资产而言,收盘价

[10] 参见李振涛:《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》,《政法论坛》2016年第4期,第77页。

[11] 参见李晓春:《公司买回自己股份之财源限制——比较法考察及我国立法模式之选择》,《法商研究》2015年第4期,第182页。

跌幅对公司回购的压力更大。因此倘若维持已有的制度架构不变,就应适当提升“为维护公司价值及股东权益所必需”的条件,建议将收盘价跌幅条件改为“连续30个交易日内公司股票收盘价格跌幅累计达到30%”或“连续20个交易日内公司股票收盘价格跌幅累计达到40%”。按照“外部性程度”与“干预程度”相匹配的原理,至少对于上交所的主板上市公司,可以先行适用这种更加严格的标准。

第三个问题,是代表大股东利益的董事会与中小股东之间的冲突。回购必然会造成公司巨量现金流的支出,事实上是以公司资金补贴既有股东。这就会导致因补贴对于不同股东的差异化效应而产生不公平。尽管限定“为维护公司价值及股东权益所必需”的回购只能通过集中竞价交易或要约完成可以避免选择性补贴,但发起人持有的股票、公开发行股票前已发行的股票以及董事、监事、高管持有的股票,购买价比公开发行价以及上市后中小股东在二级市场的买入价无疑要低很多,在股价长期低迷的情况下董事会倾向于高价回购,在整体上势必有利于大股东。目前《实施细则》以涨停价限定回购最高价,虽然可以在一定程度上遏制差异化补贴效应,但也会不同程度地消减回购对股价的护盘效应。当然,持股比例及控股权变动也会构成对大股东出售股份的一定约束。以上是解决回购的差异化补贴效应问题需考量的因素。总体而言,在以市场决定资源配置的规律支配下,回购价格应由公司自主决定,回购后的价格由市场决定,监管的重点应是撤除不当干扰以及清除非法获益。为此需要对不同股东之间的权义结构作出类型化的安排,核心在于限制大股东的权利并增设相关义务。《实施细则》对此将“董监高、控股股东、实际控制人、回购股份提议人”作为利害关系人,除了规定回购中的内幕交易准用《公司法》和《证券法》规制外,还特别规定“自公司首次披露回购股份事项之日起至发布回购结果暨股份变动公告期间,不得直接或间接减持本公司股份”(第25条),以及“在公司首次披露回购股份事项之日起至发布回购结果暨股份变动公告前一日买卖本公司股票的,应当及时向公司报告买卖情况及理由,由公司在回购结果暨股份变动公告中披露”(第43条)。在内幕信息已经公开的情况下,利害关系人在回购期间不得减持主要是为了抑制公司对其利益输送,买卖信息公开则主要是为了识别其是否有内幕交易行为。不过,其一,对利害关系人的监管环节止于回购期间并不足以满足防范内幕交易的需要,应当向回购后延伸。为了防止以董事会成员为代表的利害关系人利用公司资金回购拉升股价从而在回购完成后高位套现,应当对回购完成后的利害关系人设置禁售期(建议30日至60日),从而降低董事会连续回购特别是高价回购的道德风险。毕竟护盘型回购是“为维护公司价值及股东权益所必需”,而不应成为安定股价的常规操作。其二,在回购后环节缺乏监管的情况下,回购期间绝对禁止利害关系人减持,事实上对内幕交易的打击有限,反而会因为交易对手和交易规模变少而削弱护盘和安定操作的效果。如果说基于大规模放开回购初期谨慎监管、从严监管的考虑而暂时选择如此的话,未来可以适度放开回购期间利害关系人的交易权,但对其受益权予以限制,从而在护盘效果与防范内幕交易之间形成平衡。可以选择的替代性工具包括:在《公司法》《证券法》规定和股东承诺的一般禁售期之外,设置不得从事回购交易的额外期限(比如1—3年),超过期限的可以在回购期间减持;或对其在回购交易中的获益作出最高倍数限制(比如1—5倍);或在《公司法》规定的董事、监事、高管年度转让比例不得超过自身持有股份比例的25%的基础上,进一步加强回购交易中的转让比例限制(比如不超过25%中的25%)。此外,在保留涨停价作为回购最高价限制的前提下(由于科创板涨跌幅放宽至20%,应允许该类企业回购最高价达到20%的涨停价),对于连续以涨停价回购的,应设置更严格的日购数量限制、自有收购资金的比例要求、持续经营能力的证明条件。

三、实体法规制之三:回购后处理

相比与持有本公司股票的公司合并、实施员工持股计划、补偿异议股东、兑换可转债等特定用途的情形而言,减资和“为维护公司价值及股东权益所必需”无疑具有突出的护盘功能。但减资型回购必须

在回购之日起10日内注销,而新《公司法》第142条允许“为维护公司价值及股东权益所必需”回购后3年内注销或转让,“库存股”期限的大幅延长和处理方式的灵活设置,无疑极大地强化了这种回购的护盘效应,但同时也放大了其中蕴含的风险,特别是“库存股”的减持对资本市场影响巨大,需要特别规制。

《实施细则》对此规定了回购后减持的时间限制(回购完成12个月后可以减持,但不得在上市公司定期报告或业绩快报公告前10个交易日内、自可能对股票交易价格产生重大影响的重大事项发生之日或在决策过程中至依法披露后2个交易日内、中国证监会规定的其他期间3种情形下减持,且不得在开盘集合竞价、收盘前半小时及股票价格无涨跌幅限制的交易日内进行减持申报)、减持方式和减持获得资金的用途限制(只能以集中竞价方式完成,所得资金只能用于主营业务)、价格和数量限制(申报价格不得为公司股票当日交易跌幅限制的价格;每日减持的数量不得超过减持预披露日前20个交易日日均成交量的25%,但每日减持数量不超过20万股的除外,且在任意连续90日内,减持股份的总数不得超过公司股份总数的1%),以及一系列信息披露要求,包括减持预披露(要求在首次减持前15日披露全部减持计划,每次减持的时间区间不得超过6个月,以及披露董事会作出减持决议前6个月内利害关系人买卖本公司股份的情况等)和动态进展报告(首次减持后的次日公告、减持比例每增加1%的应于3日内公告、每个月前3个交易日内公告截至上月末的减持情况)。

从内容来看,目前监管的重点在于防范减持中的内幕交易和其对资本市场的干扰。但是对这两大目标的过于侧重可能有违减持本身的客观规律。如果采取纯粹看守式的理念,完全可以禁止回购后的减持,限定为减资即可。如果没有减持通道,扩大回购额度(10%)和延长处理期限(3年)对于护盘的协同效应就会被削弱。因此需要在对减持的规制和“为维护公司价值及股东权益所必需”之间权衡。其一,合理拓展减持所得资金的用途。从风险控制的角度而言,将资金用途限定为主营业务,禁止“直接或间接用于新股配售、申购,或用于股票及其衍生品种、可转换公司债券等交易”(第47条)是可以理解的。但这种禁令的出发点是减持价高于回购价即公司能够获利,如果护盘失败,减持引发公司亏损,却会进一步殃及债权人利益保护。所以,在允许公司使用金融机构借款和发行债券所募资金回购的前提下,应要求减持资金首先用于偿还股份回购使用的借贷资金,或要求减持资金的使用应保证公司的偿债能力。其二,合理增加减持的交易方式。限定以集中竞价方式减持固然有利于防范内幕交易,但在回购护盘失败或效应微弱的情况下,这样做会加剧股价下挫的风险。既然《意见》《通知》和《实施细则》等都鼓励控股股东和实际控制人增持股份或为上市公司回购股份提供资金支持,那么,在公司减持的情况下,也应该允许公司选择与利害关系人以协议转让的形式保证减持收益,这也有利于在公司、债权人和股东之间形成利益平衡。当然,应当就交易情况及理由履行严格的信息披露义务。最后一个问题是,回购后减持期间,公司能否增资扩股。《实施细则》规定上市公司在回购期间不得发行股份募集资金,但对回购完成后的减持期间能否增资扩股没有限制。这个问题的意义在于,如果回购护盘成功并推动股价上涨,支出巨量流动资金的公司在减持回收资金之余,势必会有动力高价募股,迎合并强化市场极有可能出现的不理性情绪。这种行为虽然不构成目前《公司法》和《证券法》认定的证券欺诈,但实际上却会造成“套牢”新公众股东的效果。《实施细则》既然对于公司以募股资金所得用于回购股份作出了严格限制,^[12]那么对这个问题也应作出规定,明确减持期间以及减持完成后的特定期间内不得发行股份(建议30日)。

四、“维护公司价值及股东权益所必需”而回购的程序法规制

反市场操纵、相关主体利益平衡与回购后处理,构成了“维护公司价值及股东权益所必需”而回

[12]根据《实施细则》第14条,募股后用于回购的资金限于“发行优先股所募资金”“发行普通股取得的超募资金、募投项目节余资金和已依法变更为永久补充流动资金的募集资金”。

购的实体法规制的三大主要内容,最后讨论一些相对而言属于程序法规制的重要内容。

(一)决议规则与备案程序

“为维护公司价值及股东权益所必需”实施回购的决议规则遵循了“简政放权”“效率优先”的理念,规定回购决议可以由股东大会或董事会决议通过。由股东大会决议的,未限定表决规则;由董事会决议的,经2/3以上董事出席的董事会会议决议(第33条)。回购完成后决定减持的,也由董事会决议通过(第48条)。其一,“为维护公司价值及股东权益所必需”回购后注销即减资的,应由股东大会决议。因为,回购方案中必须明确回购后的处理方法,回购后减资的当然不适用简化了的决议规则。这一点《实施细则》未予涉及,应该是默认循此办理,建议予以明确。其二,董事会决议的回购方案,只对出席人数作了限制,未规定表示同意的人数。按照《公司法》第111条的规定:“董事会会议应有过半数的董事出席方可举行。董事会作出决议,必须经全体董事的过半数通过。”这就意味着在表决生效规则上仍然适用“全体过半数同意生效”。基于谨慎监管、从严监管的角度考虑,在简化决议主体的前提下,不宜再简化决议规则(包括回购方案和回购后减持方案),建议适用全体董事2/3以上同意生效,也即在董事会的股份回购决议上适用“双重绝对多数规则”。最后,在《公司法》第121条规定“上市公司在一年内购买、出售重大资产或担保金额超过公司资产总额百分之三十的,应当由股东大会作出决议,并经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过”的限制下,新《公司法》142条及《实施细则》对决议规则的规定相当于构成了第121条的例外。无论将回购股份和减持是否视为购买资产和出售公司资产,两者的效应却有相通之处。简化决议规则有利于鼓励回购,尽管有“合计持有的本公司股份数不得超过本公司已发行股份总额的10%”作为约束,但决议规则环节的风险控制也不可或缺。两相权衡,建议规定单次回购或减持比例超过5%的应由股东大会表决,以此抑制董事会在回购及减持决议上的道德风险及负外部性。

与此相关的是回购的备案程序。《试行办法》规定:“中国证监会自受理上市公司回购股份备案材料之日起10个工作日内未提出异议的,上市公司可以实施回购方案。”但《实施细则》未予涉及。中国证监会制定的《试行办法》在效力位阶上相当于旧的上位法,且只适用于减资型回购;交易所制定的《实施细则》在效力位阶上相当于新的下位法,适用于减资、实施员工持股计划、兑换可转债和“为维护公司价值及股东权益所必需”4种回购情形。在中国证监会没有变更《试行办法》效力、《实施细则》也没有明确规定例外的情况下,应理解为回购股份应自动适用《试行办法》规定的备案程序,而不应认为构成备案的自动豁免。^[13]因此,回购方案及回购后的减持方案均应当适用备案程序。“未异议即生效”不同于行政许可和一般性的工商登记备案,以“宽进严管”的理念放弃事前审批、将监管重心转移至日常动态监测,体现出资市场监管的进步,但也对后续的信息披露监管和违法责任追究提出了更高的要求。^[14]不过,在大规模放开股份回购且事实上已经授权交易所负责回购日常监管的背景下,备案异议权可以一并授权交易所执行,充实交易所的监管能力。

(二)信息披露与法律责任

新《公司法》第142条规定“为维护公司价值及股东权益所必需”实施回购应按照《证券法》履行信息披露义务,《实施细则》以《试行办法》为基础设置了详细的信息披露义务。以回购实施程序为依托,除了前述已经提及的内容外,主要包括:(1)回购事实(收盘价低于最近1期每股净资产,或连续20个交易日内跌幅累计达到30%)发生之日起10个交易日内,或收到该情形回购股份提议之日起10个交易日内,召开董事会审议回购方案,并公告回购提议方案(享有董事会、股东大会提案权的提议人有权向董

[13]《实施细则》多处提及回购应遵守“证监会的有关规定”或“证监会和本所的有关规定”,说明了《试行办法》与《实施规则》之间的适用关系。当然,从科学、便利的角度出发,建议《实施细则》增加备案程序明确规定。这一问题从侧面也说明了证监会在向交易所放权的同时,应加强回购监管规则的立法整合,避免对市场形成干扰。

[14]参见刘云亮:《上市公司股权转让诚实信用原则扩张适用研究——以上市公司股权转让信息披露为视角》,《东方法学》2018年第6期,第143页。

事会提议回购股份,提议方案中应包括提议人在提议前6个月内买卖本公司股份的情况,以及在回购期间是否存在增减持计划的说明)及董事会决议。(2)回购方案审议通过后公告回购方案(包括董监高、控股股东、实际控制人在董事会作出回购股份决议前6个月内买卖本公司股份的情况,以及在回购期间是否存在增减持计划的说明)、董事会决议、独立董事意见和其他相关材料。(3)在披露回购股份方案后5个交易日内,披露董事会公告回购股份决议的前一个交易日登记在册的前十大股东和前十大无限售条件股东的名称及持股数量、比例;回购方案需经股东大会决议的,应当在股东大会召开前3日,披露股东大会的股权登记日登记在册的前十大股东和前十大无限售条件股东的名称及持股数量、比例。(4)董事会或股东大会审议通过最终回购股份方案后,按照中国证监会和上交所的规定及时披露回购报告书。(5)回购期间应当按照要求在法定的时间节点及时发布回购进展情况公告,并在定期报告中公告回购进展情况。(6)回购实施期限过半仍未实施回购的,董事会应公告原因和后续安排。回购方案确需变更或终止的,应及时披露原因和变更内容,并提交董事会或股东大会审议。(7)回购期限届满或回购方案已实施完毕的,应停止回购行为并在2个交易日内发布回购结果暨股份变动公告。无论是证监会还是交易所,对上市公司信息披露的监管已经具有多年经验,当务之急除了在立法上应尽快整合《试行办法》和《实施细则》关于信息披露的规定外,核心是要完善违反信息披露义务的法律责任制,并鼓励和支持股东、债权人及公众通过举报、诉讼等形式监督公司履行信息披露义务。

从违法行为的类型来看,与资本市场的其他领域相似,股份回购中的违法行为基本也可以界定为市场操纵、内幕交易和证券欺诈三类。对此,可以适用《证券法》《操纵认定指引》和《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》等证监会颁布的一系列规范性文件。《实施细则》按照监管需要向交易所释放日常监管权,是值得肯定的进步。^[15]目前主要问题在于,从《试行办法》到《实施细则》,对于违法回购责任的设置重点都在于行政责任(以及刑事责任),对于民事赔偿责任则重视不够,这也是我国资本市场监管固有的症结。在资本市场投资者构成日益多元化的背景下,维护资本市场秩序与加强投资者权益保护应并驾齐驱,而及时、有效的民事赔偿则成为后者的核心。此外,从法律责任对于当事人的规制作用来看,尽管行政责任及刑事责任的威慑性更强,但是在覆盖面、识别违法行为的效率等问题上,民事赔偿责任机制通过私人实施更能提高规制效率。从经验来看,在这个问题上再诉诸立法的可能性不大、必要性也不强,应加强司法层面的改革。比如,最高人民法院2015年公布的《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》规定,“因虚假陈述、内幕交易和市场操纵行为引发的民事赔偿案件,立案受理时不再以监管部门的行政处罚和生效的刑事判决认定为前置条件”,就显著减轻了投资者/消费者提起证券民事诉讼的负担。股份回购的大幅度放开无疑也会造成新型违法行为的出现,建议证监会以此为契机,推动最高人民法院加快完善证券民事诉讼制度,尤其是在诉讼主体资格、地域管辖、举证责任、和解制度、判决执行等方面作出实质性推进。

(三)推动监管规则与股东诉权的衔接

民事赔偿责任的生成需要股东提起民事诉讼,但即使不涉及赔偿,通过股东诉讼阻却回购决议的效力,对于避免公司及股东利益损失也具有重要的规制功能。这就要利用《公司法》及其司法解释,推进监管规则与股东诉权的衔接。因回购中的市场操纵、内幕交易和证券欺诈而受到损失的股东,可以根据《证券法》第69条^[16]和《公司法》第152条^[17]的规定提起股东直接诉讼,要求上市公司和董监高、控股股东、实际控制人等相关主体赔偿。对于董事会违反法律、法规、章程关于回购的规定而损害公司利益的行为,应鼓励股东按照《公司法》第151条的规定提起股东代表诉讼。2017年最高人民法院

[15]《实施细则》第55条规定:“上市公司未按照本细则及其他相关规定披露回购股份信息的,本所可以要求其补充披露相关信息、暂停或终止回购股份活动。”

[16]根据《证券法》第69条,上市公司公告的信息披露资料有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏致使投资者损失的,上市公司应承担赔偿责任;董事、监事、高管和其他直接责任人员以及保荐人、承销商,应承担连带赔偿责任,但能够证明自己没有过错的除外;控股股东、实际控制人有过错的,应承担连带赔偿责任。

[17]根据《公司法》第152条,董事、高管违反法律、法规或章程规定损害股东利益的,股东可以向法院提起诉讼。

通过颁布《关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定(四)》(以下简称《公司法解释四》)对股东代表诉讼的具体适用作出了细化,尤其是关于股东“诉讼请求部分或全部得到人民法院支持的,公司应当承担股东因参加诉讼支付的合理费用”对股东代表诉讼有很好的促进功能,建议中国证监会协同最高人民法院推进各级各地司法机关在股份回购类案件审判中加以应用和鼓励。以上两种股东诉权均旨在解决回购决议引起公司及股东损失的事后赔偿,而股东提起回购决议无效、不成立或可撤销之诉,旨在阻却违反法律、法规或违反章程的回购决议生效。《公司法解释四》对此也作出了详细规定,各级司法机关应在审判实践中积极适用。需要解决的问题是,尽管《试行办法》和《实施规则》均依据《公司法》而制定,但前者只具有部门规章效力,后者严格说来不能算作正式的法律渊源,故而在形式上均不能构成股东诉权的请求权基础,这一点也应在相关司法解释中对两者的效力予以明确。最后一个问题是关于因违法(违反法律、行政法规,含《实行办法》和《实施细则》,下同)和违反章程回购及减持的效力认定问题。违法或违反章程回购及减持,因股东起诉而被认定为决议无效、不成立或撤销的,按照《民法总则》及《合同法》的规定,应认定为无效取得、恢复原状。但是《公司法解释四》第6条规定,“股东会或股东大会、董事会决议被人民法院判决确认无效或撤销的,公司依据该决议与善意相对人形成的民事法律关系不受影响”,这就涉及善意取得问题。对此问题存在争议。^[18]应当看到,股份回购和减持对资本市场影响重大,远远超过了一般情况下公司利益与第三人利益的平衡问题。此外,回购监管规则也具有较强的公示性。因此,违法回购或减持取得的股票应为无效取得、应恢复原状,因此受到损失的股东应当向公司及相关主体求偿,不适用善意取得。但仅仅违反公司章程而导致回购或减持决议被撤销的,则需要区分情况。在回购交易中,公司与已有股东构成交易对手,公司章程自动适用于所有股东,决议事项也已多次披露。因此,在违反章程的回购中,股东不得主张善意而拒绝恢复原状。但在减持交易中,由于交易方式限于集中竞价,公司的交易对手可能涉及新股东,章程对这一类投资者没有事先约束力。在同时满足已支付对价、已完成登记等条件时,其可以主张善意取得。公司因此遭受损失应向作出决议或提出方案的董事会追偿。

Abstract: The Article 142 of the new Company Law reorganizes Chinese share repurchase system by allowing the listed companies to repurchase shares of their own for the purpose of maintaining companies' value and shareholders' interests. It brings many important impacts on the listed companies, related stakeholders and financial markets, while it also contains huge risks. The new rules quickly issued by Shanghai and Shengzhen Stock Exchanges are in response to market needs for legal regulation, but there are still many aspects needed to be improved owing to the motivation behind the rules, aiming at encourage companies to repurchase shares. The corresponding substantive legal system should be improved from the perspectives of anti-market manipulation, interest balance of related subjects and post-repurchase reprocessing. The corresponding procedural regulations should be improved from the perspectives of company resolution rules and filing rules, information disclosure rules and liability rules, and coordinating the repurchase supervision rules with the shareholders' procedural rights.

Key words: listed companies share repurchase; safe harbor; information disclosure; company resolution rules; shareholders' procedural rights

[18]有无效说、相对无效说、有效说、可取消行为说等。参见刘俊海:《股份有限公司股东权的保护》,法律出版社2004年版,第328页。

转引自张骏:《论上市公司股份回购法律制度的完善》,《公司法律评论(2009年卷)》,上海人民出版社2010年版,第82—83页。