

上市公司股份回购中的失信行为 及其防范

谭 婧* 徐 俊**

摘要:股份回购是上市公司回报投资者的重要方式。上市公司股份回购中可能出现一些失信行为,主要包括市场操纵、内幕交易、其他利益输送以及违约行为等形式。防范股份回购中的失信行为,应当以适当监管为原则,对上市公司董监高和大股东的交易行为予以重点关注,同时规范上市公司实施股份回购的具体操作规则。

关键词:股份回购 失信行为 防范

股份回购作为上市公司释放积极市场信号、稳定股价的重要方式,在境外成熟市场较为普遍。我国《公司法》采取“原则禁止,例外允许”的原则,规定股份公司可以在四种情形下进行股份回购。为了规范上市公司通过集中竞价系统进行以减资为目的的股份回购,证监会先后颁布了《上市公司回购社会公众股份管理办法》(以下简称《管理办

* 华东政法大学经济法专业博士研究生,现供职于上海证券交易所法律部。

** 上海证券交易所法律部员工。

法》)以及《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《补充规定》),进一步放松对股份回购的管制,并对上市公司实施股份回购的条件和程序进行了细化。但是,总体来看,我国上市公司进行股份回购的实践仍然较少。据 Bloomberg 统计,截至 2011 年年底,我国 A 股市场共发生 30 次回购,其中有 25 次是与股权分置改革有关。今年以来,随着市场调整,许多蓝筹上市公司的股价出现严重低估,一些股票甚至跌破净资产,在监管层的鼓励和推动下,股份回购重新得到 A 股市场的重视,8 月份以来,已经有宝钢股份、申能股份、江淮汽车、洋河股份提出了股份回购方案。

上市公司实施股份回购,是公司自治的体现,有利于回报投资者,形成价值投资的市场理念。按照《证券法》的一般规定,上市公司进行股份回购,应当遵循诚实信用原则,以回报投资者为宗旨,如实进行信息披露,恪守承诺。但是,由于股份回购仅由上市公司单方即可发起,其往往对公司股价构成重大利好,因此,股份回购有可能被上市公司或其他市场主体利用,作为操纵市场、内幕交易以及其他利益输送的工具。从域外市场经验和我国现有的案例来看,股份回购中的失信行为亦不少见。因此,在鼓励的同时,我们有必要对股份回购中可能出现的失信行为进行分析,并进行相应的制度设计,防范失信行为发生,保护投资者合法权益。

一、上市公司股份回购中失信行为的典型案例

虽然我国上市公司进行股份回购远没有美国、我国香港那么频繁,^①但某些典型案例中出现的失信行为仍值得我们研究。笔者挑选了两个案例,进行简要的分析。

(一) 海马股份回购

2008 年 12 月 9 日,海马股份发布回购报告书,其中明确将以不超

^① 根据 Bloomberg 统计,美国市场每年的公司回购次数平均在 580 次左右,每年平均发生回购的公司超过 400 家。香港的年平均回购次数更为频繁,接近 1400 次,每年参加的公司家数在 90 家左右。

过3.6元/股的价格回购不高于3000万股,回购资金不超过1亿元。在海马推出回购计划时,正面临8亿元债转股压力,为避免触发回售条款,海马股份连续两次下调转股价,从18.28元/股到5.03元/股再到3.6元/股。但是,海马股份在发布报告书之后,一直按兵不动,当年12月触发回购条件时也未开展回购,直至后来股价回升,离回购限价渐行渐远。至回购期间届满时,公司回购股份总数仍为0股。而与此同时,上涨的股价让海马转债触发提前赎回条款,海马转债纷纷转股,海马股份的二股东也借机大肆减持,在短短四个月之内通过集中竞价交易减持了2510万股流通股。

海马股份回购被舆论称为“空放一枪”,引起投资者的广泛质疑。一方面,海马股份选择在面临债转股压力时公布回购方案,存在利用回购抬高股价为股权融资铺路的嫌疑;另一方面,即使在触发回购条件时也并未实施回购,导致回购计划实际上的落空,损害了投资者的合法权益。此外,海马股份二股东一方面参与股东大会表决回购事宜,另一方面却利用股价上涨大肆减持套现,这里面也存在利益冲突。

但笔者认为,海马股份的此次回购虽然饱受质疑,在一定程度上可能构成失信行为,但在法律上却难以认定其存在违法违规或违反承诺的行为。一方面,海马股份在回购中并不存在对敲、洗售等违规情形,虽然其存在利用回购为股权融资铺路的嫌疑,但由于并未具体实施回购,因此也不符合连续交易型市场操纵、蛊惑交易操纵、虚假申报等认定标准,按照《证券法》及《证券市场操纵行为认定指引(试行)》的相关规定,其并无明显的市场操纵行为。另一方面,对于海马股份在触发回购条件时并未实施回购的情形,由于其回购方案中对回购数量的描述是“不超过”3000万股,因此海马股份未实施回购也并未违反该方案。

(二) 健康元股份回购

2011年1月18日,健康元宣布股份回购计划并发布回购预案及董事会决议公告。回购预案详细内容为:公司将以每股不超过12元/股的价格,动用不超过3亿元的资金,预计回购不超过2500万股。2月15日,公司股东大会审议通过了回购事项,并于次日公告。此后,健康元股价一直高于回购价格上限,直至4月1日,股价跌破12元,进入回

购价格区间。然而,就在市场认为公司股价会受到回购操作支撑的时候,健康元于4月7日发布大股东减持公告,公司控股股东于4月6日以大宗交易系统方式减持2000万股,成交价格为11.96元/股,共套现2.39亿元。4月8日,健康元发布公告,称已于2011年4月7日启动首次回购方案,首次回购股份数量为29.4万股,购买的最高价为10.98元/股,最低价为10.7元/股。此后,健康元又分8次发布回购进展公告,其间,股价一路下行,11月2日收盘于7.51元/股。2011年11月30日,健康元发布公告,截至11月28日,公司回购股份共支付2.999亿元,已达到3亿元人民币上限,公司回购方案实施完毕。

在整个回购过程中,健康元完全按照相关规则进行操作,但却受到了投资者和媒体的广泛质疑,其焦点便是大股东2.39亿元的股票减持与上市公司3亿元股票回购行为在时间上的重合,引发利益输送的嫌疑。一方面,上市公司实际控制人同时又是其控股股东的实际控制人,也就是说,它既能够了解甚至控制上市公司的回购操作,又能够决定控股股东的减持行为,在同一时间窗口上的两种方向相反的交易由同一人控制,存在明显的利益冲突。另一方面,虽然控股股东的减持行为是依据《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》的规定,通过大宗交易系统完成,表面上看是合法合规的。但根据事后的调查和分析,大宗交易的接盘方实际上是控股股东的一致行动人,接盘方在完成大宗交易后,又陆续以亏损价将股票全部卖出,并且其大额卖出行为与上市公司的大额回购行为在时间和数量上基本匹配。可见,从实际效果上看,控股股东仍然是通过集中竞价系统实现大额减持,其减持一方面利用了股份回购抬高股价的良好时机,另一方面又对股价产生负面冲击,中小投资者不仅没有因为股份回购获得好处,反而遭受巨大损失。

健康元回购案例说明,股份回购有可能成为利益输送的通道和工具,并且随着证券市场法治化水平的提高,利益输送往往披上合法的外衣,手段更为隐蔽。因此,应当重在事前防范,对某些重要的股份回购操作细节进行规范,减少回购行为的任意性,保障中小投资者的合理预期和合法权益。

二、上市公司股份回购中失信行为的主要类型及分析

(一) 市场操纵

海马股份引发市场质疑的一个重要原因就是面临债转股压力时公布回购方案,因此存在操纵市场的可能性。股份回购作为上市公司主动参与证券交易的形式,确实与连续交易型市场操纵行为之间存在较为紧密的关系,二者之间的界限较为模糊。从行为效果上看,上市公司进行股份回购,实际上也是一种人为影响证券交易价格和交易量的行为;从具体形态上看,上市公司通过证券交易所以集中竞价交易方式回购股份,符合连续交易型操纵市场“集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖”的行为特点。唯一存在区别的是,证券法规制的市场操纵行为强调行为的“不正当性”,但对于何为“正当”,无疑是一个主观判断的问题。

实际上,“操纵市场”虽在我国证券法上已被明确使用,但对于其内涵和外延,学界一直存在争议,特别是对于连续交易型市场操纵,其与普通交易行为之间的唯一区别就在于主观意图不同,而主观意图往往又很难判断和证明。有学者在评价我国《证券法》第77条第一项关于连续交易型操纵市场条款时就曾指出,这是《证券法》上最令人困惑的条款之一。^②

可见,对于“正当性”的判断,成为区别股份回购与连续交易型市场操纵的关键。按照传统证券法理论,公司股票价格的上升,其原因是股票的供需关系出现变化,而投资者买入股票应当是基于对公司未来价值的认可,以期通过持有股票分享公司未来的发展成果。但在市场操纵行为中,行为人并非基于价值投资的理念买入股票,而是利用自身优势(资金优势、持股优势或信息优势)制造了虚假的价格信号和供需关系,引起其他投资者对市场形势做出误判,扰乱了正常的市场秩序,因此,需要法律进行规制。

^② 彭冰:《中国证券法学》(第2版),高等教育出版社2007年版。

主观意图的区分标准一方面增加了执法机构认定和查处市场操纵行为的难度,另一方面也不利于上市公司在实施股份回购时形成稳定的行为预期,一定程度影响了上市公司的积极性。实践中认定这种主观意图,可采用“客观印证主观”的方法,通过市场的异动判断操纵行为的存在,进而通过操纵行为来推定嫌疑人的主观故意。这种推理方法的关键在于证明行为人的行为“异于常人”,如频繁、大量高买低卖,冲洗交易,拉尾盘,影响开盘价,频繁报撤单等,结合当时股价的异动,从而推定投资人进行的不是正常的交易行为,有操纵市场的主观故意。这种方法的实质在于将“主观归罪”标准转化为“客观验证”标准,降低了举证难度。^③

对于股份回购与市场操纵的区分,一些国家在立法中也体现了“客观印证主观”的立法技术。美国 SEC 于 1982 年首创了“10b-18”规则,确立了美国竞价回购的“安全港规则”(safe harbor rule),只要上市公司在符合“安全港规则”的条件下进行股份回购,就不会被认定为操纵市场。“安全港规则”的要点主要有四项:(1)在交易方式上,如果回购是由发行人主动提起的,则回购只能通过一个交易商或经纪商进行;(2)在回购时间上,基于开盘和收盘时阶段的交易对股价走势的重要影响,回购不能在交易日的开盘阶段和收盘前的半个小时内进行;(3)回购价格限制,回购价格不超过当前的最高独立买价及本交易日最高独立买价(按孰高原则),避免回购交易报价影响市场独立定价;(4)在交易量上,股票回购每日交易量不超过该股票前四周日平均交易量的 25%。这四个要点体现了美国对回购交易监管规则的核心思想,是确保公司股价的独立定价机制,降低股份回购对公司股价的意外冲击。

对于发行人在安全港之外的回购操作,也并不当然就认定为市场操纵,而是要根据发行人是否依规进行信息披露,是否在事实上产生操纵市场的效果等因素进行个案判断。美国的“安全港规则”被实践证明效果良好,后为多国借鉴和效仿。欧盟 2003 年《关于回购计划豁免

^③ 蔡奕:“我国台湾地区对证券市场操纵行为的法律界定与规制”,载《证券法苑》2010 年第 2 卷,第 359 页。

及金融工具稳定性的规定》^④几乎完全借鉴了该规则,日本2001年《证券交易法》中关于回购应满足的要件和遵守的程序也与美国的“安全港规则”大致相同。^⑤美国的“安全港规则”对于我国明确股份回购的相关规则具有借鉴意义。

我国目前尚未确立“安全港规则”。证监会《证券市场操纵行为认定指引(试行)》明确规定,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,进行股份回购,不构成操纵行为。但这并不意味着对股份回购的绝对豁免,如果上市公司实施股份回购并非为了回报投资者、提振市场信心,而是借机为上市公司或其他市场主体谋取利益,则依然不能免除操纵市场的嫌疑。

值得注意的是,连续交易型市场操纵须有“联合或连续买卖”的行为要素,因此,如果上市公司非基于回报投资者的目的公告了股份回购计划,但实际上并未着手实施回购,则不构成连续交易型市场操纵,但仍可能属于利益输送或其他失信行为。

(二)内幕交易

由于股份回购往往构成公司股价的重大利好,因此也可能诱发公司内部人的内幕交易行为。股份回购方案在公司内部制定和决议的过程一般较长,公司内部人在获取相关信息上较一般投资者具有优势。公司内部人可能在公司公告前一段时间就已经知悉股份回购的消息并买入相关股票低位建仓,在公司公告股份回购方案引起股价上涨时再高价出手赚取差价。这不仅违背了证券市场“三公”原则,也是一种失信行为,损害了投资者合法权益。

鉴于公司股份回购有可能被内部人作为内幕交易的工具,美国、日本等国家一般在放松公司股份回购规制的同时,在证券法中加强对内部人行为的规范。例如,美国1933年《证券交易法》第16(b)条规定了内部人短线交易禁止条款,公司内部人即高级管理人员、董事或大股

^④ No2273/2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council an Regards Exemptions for Buy - Back Programmes and Stabilization of Financial instruments.

^⑤ 朱庆:“论股份回购与操纵市场的关联及其规制”,载《法律科学》(西北政法大学学报)2012年第3期,第119页。

东,有可能在知道公司将要宣布买回股份前就开始买入股份,在公司宣布买回且股价上市时再卖出,则所获利益应归公司所有。第16(b)条规定这是一种违法行为,高级管理人员在买入后6个月内卖出,则所获收益应归公司所有。根据第16(b)条,无论内部人是否利用内部信息或者是否有利用内部信息的动机,只要他在6个月内进行特殊的先买后买或者先卖后买,他就应对他获得的短期利益负责。^⑥日本证券交易法也规定,股份回购属于内幕交易禁止规定中关于公司业务的重要事实。业务执行的重要事实于执行机关实质决定的阶段即成为规范的对象,从而不仅股东大会对公司取回自己股份的决议,且对于董事会决定向股东大会提出买回议案时,公司关系人获悉该项决议或决定而于决议或决定公开之前,不得买入公司股份。^⑦我国台湾地区关于内幕交易的“证券交易法”第157条也规定了公司董事、监察人、经理人以及持有公司股份超过10%的股东从事短线交易所获收益应当归入上市公司,同时,上述主体获悉上市公司有重大影响其股票价格之消息时,在该消息未公开前,不得买卖该公司之上市或在证券商营业处买卖之股票或具有股权性质之有价证券。

内幕交易作为资本市场的“盗窃”行为,一直也是我国监管层打击的重点。《证券法》对禁止内幕交易作了明确规定。上市公司股份回购作为一种公司减资行为,属于《证券法》第67条规定的“重大事件”,因此,上市公司做出股份回购的决定,应当属于证券法上的“内幕信息”,如果公司内幕信息的知情人在内幕信息公开前,买卖该上市公司股票,就可能构成内幕交易行为。

(三) 利益输送

健康元股份回购中,媒体和市场在质疑大股东的减持行为时,大都认为大股东存在利用股份回购进行利益输送的嫌疑。在我国资本市场的法治化建设和日常监管中,“利益输送”也是一个经常被用到的概念,但对于“利益输送”的具体含义,却很少有学者进行讨论。严格地

^⑥ [美]罗伯特·C. 克拉克:《公司法则》,胡平、林长远、徐庆恒等译,工商出版社1999年版,第239页。

^⑦ 林立香:“企业取回自己股份之法律问题”,载《台北大学法学论丛》2001年第48期。

讲,“利益输送”并非一个法律概念,我国法律没有对其作出明确规定。一般认为,利益输送一般是指上市公司的控股股东、大股东或实际控制人利用其拥有的持股优势,或者虽然没有持股优势但能实际上对上市公司经营决策施加影响,采取一些不合法的手段,转移上市公司资产或利润,甚至掏空上市公司的行为。利益输送是对多种证券市场违法行为的统称,其具体方式不仅包括资金占用、违规担保、关联交易等,还可能包括内幕交易、虚假陈述和市场操纵。但不论采取哪种方式,均是对上市公司独立人格和独立财产的侵犯,违背了诚实信用原则,损害了上市公司和其他股东的合法权益。

作为新兴加转轨的资本市场,我国上市公司股权结构“一股独大”的特征明显,资本市场诚信程度和法治化水平也不高,因此发生利益输送的可能性更大。从以往经验看,上市公司进行利益输送往往采取资金占用、违规担保或者关联交易等,但经过相关立法的完善以及监管层几次集中清理整顿,利益输送的手段趋于隐蔽和复杂化。在股份回购中,上市公司大股东和实际控制人可能利用其对公司的控制能力和信息优势,将回购作为利益输送的工具,利用回购对股价的拉升作用进行减持,转移上市公司资产,损害中小股东的合法权益。

我国《公司法》和《证券法》虽然没有对利益输送的概念、内涵和外延进行明确规定,但仍然从不同角度体现了对利益输送的法律规制:一是在法律原则上,《证券法》明确规定证券交易应当遵循公开、公平、公正以及诚实信用原则,并且强调保护投资者的合法权益;二是《公司法》和《证券法》都明确规定了公司作为法人实体所享有的人格和财产的独立性,人格独立、财产独立、业务独立也是公司上市必备的条件;三是在具体制度上,建立了较为全面的信息披露和公司内部决策和控制制度,防范较为常见的利益输送形式,如内幕交易、资金占用、关联交易等,减少大股东对公司的过度控制和侵害;四是建立利益输送的责任追究机制,明确内幕交易、虚假陈述和市场操纵等的违法行为的认定标准,加强打击力度,同时,《公司法》规定了股东派生诉讼和股东直接诉讼制度,赋予股东对侵害其利益的利益输送行为享有救济权利。

(四) 违约行为

在上市公司股份回购中,如果上市公司基于回报投资者的目的,依照相关规定,公告了股份回购的具体方案,但是在整个回购期间并未进行回购操作,这种行为又该如何认定?是否构成对诚实信用原则的违反?笔者认为,上市公司的这种“爽约”行为(公告后并未进行回购)应当区分不同情形进行分析。如果整个回购期间并未触发回购方案中的回购条件,那么上市公司的“爽约”显然无可非议。

但是,如果在回购期间的某个时点已经触发了回购条件,上市公司却未进行回购,直至期限结束也没有完成回购计划,此时上市公司的“爽约”行为是否合法却存在争议。对于触发回购条件时上市公司是否有强制性回购义务,《管理办法》和《补充规定》均没有作出规定,导致实践中上市公司回购操作的任意性过大。但笔者认为,上市公司关于股份回购的公告的法律性质是单方法律行为,即便没有证券法上的规定,依据一般法理,这种“爽约”行为也违背了诚实信用原则,其性质属于民法上的违约,理由主要有两点:(1)上市公司关于股份回购的意思表示内容一般是比较明确和具体的。按照《管理办法》和证券交易所相关指引的规定,我国目前上市公司回购方案中需要对回购的期间、方式、价格或价格区间、股份的数量和比例、拟用于回购的资金总额等予以明确,股份回购的实施条件和操作方式较为具体和明确。(2)股份回购方案表达了上市公司所要达到的某种私法上的效果。股份回购的信号理论表明,上市公司进行股份回购,就是为了给投资者发出积极信号,表明上市公司认为自身股价被低估,并向市场给出上市公司在一定条件下通过回购推动股价回归合理水平的预期。因此,股份回购的公告与公司并购重组等类型的承诺不同,作为一种主动“干预”市场的行为,它给投资者的预期是较为明确和具体的,其性质属于负担性的单方法律行为。因此,从民法上看,如果上市公司违背回购承诺,就属于违约行为,应当承担违约责任。

当然,在上述海马股份回购案中,由于上市公司关于回购计划的虽然是具体的,但某些条款仍具有模糊性,某种程度上为上市公司在触发条件时不进行回购提供了借口。例如,和其他的很多回购案例一样,海马股份在回购方案中对回购价格、回购数量和总金额的上限均表述为

“不超过”,从字面上理解,“不超过”可以是零和上限数字之间的任何数量,因此,即便是触发回购条件,上市公司不进行回购似乎也不违反回购方案。

三、上市公司股份回购中的失信行为的防范措施

(一) 以适度监管为原则

法律监管能够从一定程度上克服和弥补市场的缺陷,但也可能存在“失灵”的情况。监管的失灵主要表现在两个方面:一是法律监管的范围和方式可能超出市场失灵的领域,造成监管过度,从而破坏了市场的“原生态”,扰乱市场机制的运转,扼杀了市场活力;二是按照法经济学的观点,法律监管作为一种特殊的商品也存在成本,无论是法律监管供给的过剩或者短缺都会降低资源配置的效率,增加社会交易成本。^⑧因此,法律监管应当保持适度性,避免不必要的监管和无效率的监管。

股份回购本质上属于公司自治的范畴,是否回购、回购的具体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需要决定。对于可能存在失信行为的环节,需要进行监管的,也应当遵循适度原则,注重监管重点和监管效率,避免监管扩大化。在监管方式上,应当尽量通过任意性规范进行引导,减少强制性规范的使用,注重通过“遵守或解释”的模式推动软法规范的实施。此外,应当注重行政监管与自律监管相结合,发挥行业协会、证券交易所等自律监管机构的优势。

(二) 对上市公司董监高及大股东的失信行为的防范措施

上市公司在股份回购中的失信行为,一部分可能是上市公司直接做出的,例如上市公司进行市场操纵、未按计划实施回购等,但更多的是上市公司的内部人或大股东所为,如大股东市场操纵、内幕交易、其他利益输送等,因此,有必要在防范失信行为时对上市公司的内部人和大股东

^⑧ 李树:“法学研究的经济学区度——基于法律经济学的思考”,载《现代法学》2003年第8期。

予以特别关注,针对其在公司中的不同角色采取不同的监管措施。

1. 限制公司董监高在回购期间的卖出行为

按照“委托—代理”理论,上市公司董监高作为公司股东的受托人,应当为全体股东的最大利益行事,在面临个人利益和公司、股东利益的冲突时,应当优先满足公司和股东利益。我国《公司法》第148条也明确规定,董监高对公司负有忠实义务和勤勉义务。因此,笔者认为,在遵循《证券法》第47条关于董监高短线交易收益归入公司的相关规定,并且严格按照《证券法》和《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》确立的原则和标准查处内幕交易的同时,相关规章和规则还可对董监高在回购期间的卖出行为进行限制乃至禁止,防范董监高和股东间的利益冲突,保障股东的合法权益,实现股份回购的立法目的。此外,建议借鉴我国台湾地区的立法,限制卖出的范围不仅包括董监高所持股份,还应当包括其配偶、未成年子女以及上述主体利用他人名义持有的上市公司股份。

2. 鼓励上市公司在回购方案中对大股东的卖出行为作出限制

与董监高在公司中的法律地位不同,股东作为公司的所有者,同时也是股份回购的最终受益者。但在实践中,股东在资金实力、获取信息的能力以及对公司的影响力方面存在显著的差异,其实际上在公司决策中的地位是不平等的。这也是股份回购中出现大股东失信行为的重要原因。为了防范大股东的内幕交易等失信行为,我国台湾地区的做法是,规定持有上市公司股份达到10%以上的股东,在该上市公司股份回购期间,不得卖出该股份。这一立法的初衷固然是为了切实防范内幕交易,保障其他中小股东的合法权益,但笔者认为,其具体规定有违证券市场的公平原则。既然上市公司实施股份回购是为了回报投资者,就应该保证所有投资者公平地享有交易权利,如果仅仅因为大股东持股比例较大就禁止其通过交易分享回购带来的收益,实际上是一种“反向歧视”,造成另一种不公平。因此,笔者建议可通过以下方式防范大股东在股份回购中的失信行为:一是尊重公司自治,鼓励上市公司大股东在股份回购方案中对自身及其一致行动人在股份回购期间的交易行为的自我限制进行承诺,为市场提供较为明确的预期,同时加强对其承诺履行情况的监督;二是细化股份回购的某些重要的实施规则,包

括回购期限、每日回购数量上限、回购价格等,有效降低大股东通过股份回购进行内幕交易、市场操纵等利益输送行为的可能性;三是强化大股东在股份回购期间进行交易的信息披露义务,要求大股东在股份回购期间卖出公司股票的,应当及时披露。

(三) 规范股份回购的相关操作规则

通过对现有案例的分析可以发现,上市公司股份回购中失信行为往往与回购方案的模糊性和回购操作的随意性存在一定的关系。如果回购方案的具体内容过于粗略,又缺乏必要的监管约束,那么上市公司在进行股份回购时就会过于随意,容易为失信行为的发生提供土壤和空间。因此,在强调公司自治的基础上,也不能忽略对公司股份回购行为的适当监管。在分析我国现有股份回购案例并借鉴境外市场经验的基础上,建议可从以下方面规范股份回购的相关规则:

1. 鼓励上市公司增强股份回购方案内容的明确性

股份回购的重要目的就是向市场释放积极信号,给投资者提供利好的预期。但实践中的一些回购方案中对于回购价格、数量以及金额等内容的规定较为模糊,不仅引发投资者对上市公司诚意的质疑,也容易滋生各种失信行为。因此,上市公司应当增强回购方案内容的明确性,以回购预期的明晰化赢得市场的信任和支持。

2. 设定回购价格上限标准

为了降低上市公司实施回购的随意性,避免上市公司发出过于脱离实际的价格信号,建议借鉴美国的“安全港规则”,规定股票回购价格区间上限不能超过董事会通过回购股份决议前十个交易日或者前三十个交易日(按照孰高原则)该股票平均收盘价的150%,如果超出该上限,上市公司应在回购方案中予以解释。

3. 设定单个交易日内股份回购数量上限

为了防止单日大量回购对二级市场股价的冲击过大,以及董监高和大股东利用股份回购进行利益输送,建议规定上市公司每日回购股份的数量不得超过其拟回购总数量的三分之一,但每日回购股份数量不超过二十万股的除外。

4. 强化内幕知情人证券交易的信息披露

在股份回购中落实内幕知情人登记制度。内幕知情人在上市公司

股份回购期间交易该公司证券的,应当及时向上市公司报告并公告。董监高及持有5%以上股份的股东在上市公司股份回购期间减持该公司股票的,应当在公告中说明减持的理由。

5. 建立股份回购的激励和约束机制

鉴于股份回购是上市公司回报投资者的一种方式,监管机构对于该行为可持鼓励态度并采取一定的激励措施。例如,将上市公司当年实施股份回购所支付的现金视同现金红利,在计算相关指标时与利润分配中的现金红利合并计算;根据上市公司在股份回购中的实际表现,在上市公司治理水平的相关评比中奖优罚劣;对于较好地实施股份回购、投资者对回购反响良好的上市公司,可以在涉及再融资、并购重组等市场准入事项时,给予一定的“绿色通道”待遇或其他支持。对于存在违背承诺等失信行为的上市公司,则可以视具体情节采取一定的惩罚措施。