

上市公司股份回购制度

——理论目标与制度比较

曾 斌*

摘 要:自 2018 年 10 月《公司法》关于股份回购的修订通过,在很大程度上改革了我国的股份回购制度,尤其是对上市公司而言可以说带来了一项重大的政策变革。本文通过对研究文献的梳理,分析了关于上市公司股份回购的政策目标,着重探讨了股份回购对于短期和长期股价影响、替代分红以及公司长期价值提升等影响;通过对美国、日本、德国以及我国台湾地区等市场的回购制度分析,从股份回购的基本规范、库存股取得事由、股份回购后的处理以及股份回购的违规处置四个方面进行了比较;最后结合我国股份回购制度的演进,对股份回购新规中的相关问题进行了分析,期望能对下一步股份回购制度的完善提供一定的借鉴。

关键词:股份回购 制度比较 上市公司 库存股

股份回购制度作为一项资本市场基本制度,在不同的国家有其不同的制度背景,其中以美国市场最具代表性,无论是在 2001 年“9·11”事件以后还是在 2008 年金融危机爆发,回购制度都在美国市场扮演了非常重要的“救火”作用,但实际上,除了对市场的提振之外,在挽救金融、股市危机之后,世界各国对于股份回购制度采取了普遍接纳的态度,各国纷纷修改《公司法》鼓励公司进行股份回购,引入了库存股等相关概念。股份回购制度的目标逐步定位为优化治理结构、稳定股价、实施并购重组、避免危机的基础性制度安排。

我国境内股份回购制度经历了从“原则禁止,例外允许”(1994 年之前),到“一律

* 法学博士,深圳证券交易所综合研究所研究员、公司治理研究中心副主任。
本文仅代表个人观点,与所在单位无关。

禁止”(1994年至2005年),再到“原则禁止,例外允许”(2005年以后)的变迁。在《公司法》“例外允许”的基础之上,证监会分别于2005年、2008年发布《上市公司回购社会公众股份管理办法(试行)》与《关于上市公司以集中竞价交易方式回购股份的补充规定》,2008年以后上市公司回购数量逐年增长,到2017年上市公司回购金额合计约826亿元。

2018年10月26日,全国人大常委会通过《公司法》修正案,进一步扩大了股份回购的适用范围,简化股份回购的决策程序,明确库存股制度,延长公司持有回购股份的期限。此次《公司法》修订得到市场积极响应,自新规发布以来已有321家公司发布股份回购预案,158家公司实施回购160笔,回购金额达134亿元,截至11月末2018年共有609家上市公司实施完成回购864笔,回购金额342亿元,创历史新高。

虽然我国股份回购在制度上实现了质的突破,但仍存在着法律基础单薄、取得事由狭窄、规范尚显粗糙等问题,对于股份回购可能产生的内幕交易和市场操纵等负面影响缺乏有效规制。进一步细化和完善我国股份回购制度,保护上市公司、中小投资者合法权益,将是未来我国股份回购发展的重要方向。因此,有必要充分了解我国股份回购的市场运行情况,梳理境外股份回购相关制度安排,总结相关经验,从中寻找有益借鉴。

本文从上市公司回购政策目标的理论分析着手,梳理关于上市公司回购制度的研究文献,探讨对上市公司回购的短期和长期影响、股份回购对市场以及不同利益主体的影响,以及与之相关的基本法律和经济问题。

一、股份回购政策目标的理论探讨

自20世纪80年代以来,美国上市公司出现了大举回购自身股票的现象且规模逐步增大,各国关于股份回购的立法态度不断发生变迁,股份回购持续受到关注,特别是1997年后,美国上市公司的回购规模首次超过了现金分红,并在后续的20年时间里持续的成为上市公司分配的主要手段。

从现有文献看,关于上市公司股份回购的研究主要集中在股份回购动因、经济影响以及境外市场股份回购相关规定的梳理和借鉴。在总结大量域外案例的基础上,学者们对股份回购动因提出了提高每股收益、信号传递、降低代理成本、替代分红、增

强流动性、收购防御等理论^①,针对这一系列回购动因的研究,结论大体一致;此外对于回购股票能否增进市场的流动性,研究结论却存在分歧;同时,“针对欧盟市场的研究发现流动性越大的股票越可能被回购,这或许表明增强市场流动性未必是公司回购股票的动因”。^②

1. 回购对公司股价的影响

股份回购往往被用来增强投资者信心、稳定股价和提振估值,在不同市场,回购出现的时机大不一样。例如,在我国A股市场和香港市场多在市场走低阶段开始集中回购,但是美国股市则多在“顺周期”发生回购,即在股价、估值还有主要估值走势稳中上升的时候。在不同国家和地区,股份回购所产生的影响也大不相同。

首先考察股份回购对于股价的短期影响。通常在有关股份回购的公告披露后,公司的股价会出现明显上涨的情况。根据信号传递理论,“股票回购向市场投资者传递公司股价被低估的信号,增强投资者对公司的未来发展前景的信息,短期内有利于股价提升”。^③徐国栋、迟铭奎通过实证分析,证明了股票回购短期内对公司股价带来超常收益。^④何瑛、黄洁、李娇等也认为我国股份回购存在正向短期市场效应。^⑤

2. 股份回购对长期价值的影响

相对于短期股价的一致看法,研究文献关于股份回购对公司的长期价值影响结论存在一定争论。林奇认为“回购在释放短期的好处之后,不能对上市企业和持有该公司股票的投资者带来长期稳定的回报,所以不具有长期的正向效应”。^⑥陈(Chan)和伊肯伯里(Ikenberry)等认为,“公司管理层会利用股票回购操纵股价,因此不会提升公司的长期价值和发展水平”。^⑦而徐国栋、迟铭奎等认为“股票回购促进上市公

① 张巍:《上市公司股票回购的功能考察与制度反思——以美国经验为核心的研究》,黄红元、卢文道主编:《证券法苑》(第22卷),法律出版社2017年版,第87~110页。

② 同上。

③ 参见何瑛、李娇、黄洁:《上市公司股份回购的内在特质、经济后果与管理反应》,载《经济与管理研究》2014年第11期;石涛:《股份回购的市场效应和财务效应——基于华海药业、九芝堂和天音控股的案例研究》,载《财务与会计(理财版)》2011年第4期;林奇:《基于上市公司股利政策改革下的投资者保护——现金分红与股票回购的选择》,载《河北经贸大学学报》2013年第4期。

④ 徐国栋、迟铭奎:《股票回购与公司价值——理论与实证分析》,载《管理科学》2003年第4期。

⑤ 何瑛、李娇、黄洁:《上市公司股份回购的内在特质、经济后果与管理反应》,载《经济与管理研究》,2014年第11期。

⑥ 林奇:《基于上市公司股利政策改革下的投资者保护——现金分红与股票回购的选择》,载《河北经贸大学学报》2013年第4期。

⑦ Konan Chan, David L. Ikenberry, Inmoo Lee, “Do Managers time the market? Evidence from open Market share repurchases”, *Journal of Banking & Finance*, 2007, (9)

司治理结构的有效运转,同时充分发挥‘财务杠杆’的作用,有利于提升公司的市场价值”。^①从实证研究的角度看,在不同国家不同地区,回购对长期超额收益的影响也不一样。^②苏(Su)和林(Lin)的研究表明在中国台湾地区市场,股份回购短期的正向市场效应并不会延续。^③石涛发现“回购仅对暂时稳定股价具有一定作用,并不能期望其可以根本改变股价走势。”^④何瑛、黄洁、李娇发现我国2005~2013年回购的公司普遍规模较大,发展程度较高,股票回购可能是为了以寻找新的成长契机为目的,但是回购后的盈利水平、经营效率和获现能力并无明显变化。^⑤

3. 股份回购对企业研发的影响

部分研究认为股份回购可能会挤占企业的研发和再投入资金,对公司研发投入的影响成为研究的一个重要领域。部分研究认为股票回购将影响企业创新,由于回购股票将不断挤占其他投资的空间,对公司的长期成长带来负面效应。同时,他们还认为股票回购来自维权股东的压力,此外,高管薪酬和每股收益及股价挂钩,而股票回购可以提升这两项指标。因此,股票回购主要是为了实现股东财富的短期增长,其代价是减少资本支出和研发投入。部分研究发现股份回购的企业在公告之后的资本支出、研发支出以及现金持有量普遍呈现出明显下降。^⑥举例来说,2005年以来,IBM已斥资1250亿美元来回购股票,并发放了320亿美元红利,超过了同期1110亿美元的资本支出和研发投入。制药公司辉瑞在过去2006年到2016年10年中间为回购和分红投入了1390亿美元,而研发开支和资本支出分别为820亿美元和180亿美元。已有研究并没有对股票回购与研发投入的关系进行实证研究,已有数据也只是从统计分析的角度进行比较研究,未来需要进行更深入的分析研究。

① 张巍:《上市公司股票回购的功能考察与制度反思——以美国经验为核心的研究》,黄红元、卢文道主编:《证券法苑》(第22卷),法律出版社2017年版,第87~110页。

② See Ikenberry D, Lakonishok J, Vermaelen T, “Market underreaction to open market share repurchases”, *Journal of Financial Economics*, 1995, 39(39): 181-208. Jagannathan M, Stephens C P, Weisbach M S, “Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases”, *Journal of Financial Economics*, 2000, 57(3): 355-384.

③ Su N H, Lin C J. The Impact of Open-Market Share Repurchases on Long-Term Stock Returns: Evidence from the Taiwanese Market, *Emerging Markets Finance & Trade*, 2012, 48 (sup 2): 200-229.

④ 石涛:《股份回购的市场效应和财务效应——基于华海药业、九芝堂和天音控股的案例研究》,载《财务与会计(理财版)》2011年第4期。

⑤ 参见何瑛、李娇、黄洁:《上市公司股份回购的内在特质、经济后果与管理反应》,载《经济与管理研究》2014年第11期;石涛:《股份回购的市场效应和财务效应——基于华海药业、九芝堂和天音控股的案例研究》,载《财务与会计(理财版)》2011年第4期;林奇:《基于上市公司股利政策改革下的投资者保护——现金分红与股票回购的选择》,载《河北经贸大学学报》2013年第4期。

⑥ 同上。

4. 股份回购对其他公司分配行为的影响

相对于现金分红,股票回购对公司企业价值的影响尚无定论。相比其他股利支付方式如公积金转增股本、送红股、配股,公开市场回购股票和现金红利产生了真实的现金流支出。普遍的共识是当蓝筹股股票价值被低估时,认为回购优于现金分红。1997年至今,股票回购在美国已成为公司向股东支付现金的最普遍方式,同时股票回购的规模也已超过了现金股利。林奇认为,“如果上市公司股利支付政策的长期稳定被市场投资者认为公司未来收益稳定、发展前景良好。而动荡、缺乏持续性的股利支付政策则相反,被认为是公司的发展前景不明朗”。^①

朱德胜提出“股票回购使流通在外的股票数量减少,每股收益提高,市盈率降低,从而推动股价上升或维持在合理价格。对投资者来说,与现金股利相比,股票回购不仅可以减轻税负,而且具有更大的灵活性”。^②对于公司管理层来说,股票回购有利于长期的股利政策目标,避免了公司派发过高的现金股利对公司未来产生派现压力。已有研究普遍认为在股价被低估时,回购优于现金分红,但相对于其他股利政策,股票回购对公司长期价值的影响并没有深入研究。

二、各主要市场股份回购制度特点与比较

发达国家和地区在股份回购方面主要有两种立法模式,一是“原则”上允许的美国模式,二是德国、法国、英国等国家以及中国香港特区所持的“原则禁止,例外允许”的德国模式。“德国模式的这种‘例外’主要解释为:公司为消除股份、公司合并、配合异议股东的购买请求权、为实施职工持股计划、为建立股票期权制度等,并且这种基于例外原则而所取得的本公司股份,原则上都规定了处分期限”。^③

从境外制度和实践看,上市公司回购制度基本框架主要可以归结为回购规范、库存股取得事由、股票回购后的处理以及违法操作的法律规制四个方面。

(一) 回购规范

各国或地区一般都将库存股制度的重点放在对回购行为的规制,其规制对象一般包括资金来源、数量限制、回购操作规则等方面。回购行为实际包括公开市场回

^① 徐国栋、迟铭奎:《股票回购与公司价值——理论与实证分析》,载《管理科学》2003年第4期。

^② 朱德胜:《基于股权结构的公司现金股利政策研究》,中国财政经济出版社2009年版,第59页。

^③ 吴永恒:《库藏股制度研究》,武汉大学法学院2004年硕士学位论文,第11页。

购、固定价格邀约回购、荷兰式拍卖和私下协议回购,考虑到通过各主要市场采用的回购方式通常是公开市场回购,我们主要以公开市场回购相关法律规定作为研究的重点。

在美国,对回购行为的规范,主要包括各州与联邦立法两个层次,各州的公司首先按其所在州的法律执行,如果是上市公司则须遵守联邦的证券交易法相关规定。对回购的资金来源,均要求来自公司可分配盈余,“如《美国示范公司法》将公司股份回购视为一种分配方式,因此,股份回购需要遵循公司利润分配统一标准的规定,《特拉华州公司法》则规定在公司资本已经受损(亏损)或可能造成资本受损的情形下不得回购股份”。^①在回购方式上,美国法律并未明文规定具体方式,实际操作中主要包括公开市场回购、固定价格要约回购、荷兰式拍卖、私下协议回购等。对于采取公开市场回购方式的,需要符合安全港规则,即美国证券交易委员会1982年发布的10b-18规则。

在德国,其立法对股份回购的规制比较严格,除对回购的最高额度进行限制外,还规定了严格的回购操作程序。在资金来源上,德国股份公司法规定,在多数情况下,公司必须在不减少基本资本、不减少依法或依章程规定不得分配给股东的公积金,并能提取自己股票的公积金时,才能取得自己股份。即资金来源限于可分配盈余。

在日本,资金来源上,公司取得自身股份的多数情况下,资金必须在可分配盈余额度内。在回购方式上,包括公开市场回购、市场外公开收购(要约回购)及由特定股东取得。针对公开市场回购,日本东京证券交易所证券交易规则中对采取这一方式的价格、数量、时间、方式等都做了严格限制,与美国的安全港规则类似。

具体可以将各国的回购规范总结为以下几个方面:

一是回购资金来源方面,考虑到利用公司资金回购库存股,无论回购的资金来源如何,事实上都存在向股东返还出资的嫌疑,基本上各成熟市场均立法将购买库存股的财源限定为可分配盈余资金。

二是具体的回购程序和规范上,若选择采用公开方式回购,必须履行相应的程序,以美国“10b-18规则”为例,^②委托交易方式方面只能委托一个经纪商实施回购;

^① 詹李茵:《库藏股法律制度研究》,宁波大学法学院2010年硕士学位论文,第11页。

^② SEC, Purchases of Certain Equity Securities by the Issuer and Others, [Release Nos. 33-8335; 34-48766; IC-26252; File No. S7-50-02], Accessed December 12, <https://www.sec.gov/rules/final/33-8335.htm>, 该文阐述了美国回购制度中的安全港制度。

回购报价不得超过当天最高报价和最后报价两者中的最高价；回购数量方面，各公司每个交易日回购的数量不得超过过去4周日均交易量的25%；回购时间也有约束，股份回购不得在股市开盘后和收盘前的30分钟内进行；信息披露方面要求在回购前披露包括经授权的回购金额、回购股份总额、回购计划的终止时间等内容，同时需要定期披露回购股份总量、平均每股收购价、未来将要回购的最大股份数或最高金额等内容。日本市场在回购时间方面则要求，公司不得以高出前一交易日收盘价的价格收购本公司股份，在每个交易日收盘前30分钟内及每个财政年度结束前1周内不得进行回购。^①

三是回购数量，在这一点上，德国、英国和我国台湾地区都有相应的特别规定，例如德、英方面要求公司回购所持有的库存股不能超过其总股本的10%^②，对于公司违法购回的股票，要求必须在一年内转让。即使公司按照法律合法的库存股，但在持有期间超过了10%的总股本，超过部分也应在回购的3年内转让；我国台湾地区相关市场规定则规定“公司买回股份之数量比例，不得超过该公司已发行股份总数百分之十，收买股份之总金额，不得逾保留盈余加发行股份溢价及已实现之资本公积之金额”。^③

（二）库存股取得事由

在是否放开库存股取得事由的问题上，多数国家或地区走过了一个从原则禁止到原则允许的道路“因此，目前相当数量国家或地区仍然对库存股的取得事由采取了列举法定事由加授权自主决定的立法模式，表现出库存股立法的过渡性特征”。

在美国，其对公司获得自身股票的方式没有限制，主要的方式包括回购、回赎、接受赠予、信托、质押等。对于回购这种取得库存股最常用的方式，美国法上一般都将在回购的决定权赋予董事会，如《美国示范公司法》《特拉华州公司法》等都规定股份回购由董事会授权，由经营判断原则加以保护。对公司取得库存股份之事由没有限制，但通过一些案例，确立了“不当目的条款”，要求公司必须出于善意，不得将维持董事对公司的控制权作为唯一目的而买回股份。

在德国，法律规定的库存股取得事由基本满足了公司在运作中可能出现的诸多

^① Jaemin Kim, Nikhil Varaiya and Ralf Schremper, “Survey on Open Market Repurchase Regulations: Cross-country Examination of the Ten Largest Stock Markets”, San Diego State University Center for International Business Education and Research Working Paper Series, p. 6.

^② 德国《股份公司法》(2010年版)第71条,英国《公司法2006》第725条。

^③ 中国台湾地区“证券交易法”第28-2条。

需求,如避免公司遭受严重损害、为公司或关联企业实施员工持股、依法对局外股东进行补偿、无偿取得或信托取得、概括继受、减少资本等,金融机构经股东大会决议可在资本5%之内取得自身股份。此外允许在一定条件下将自身股份收为质物,并将其视为股份回购行为。除这些法定事由外,股东大会可以授权董事会在不超过18个月的期限内回购不超过10%的股份,但前提是不得以买卖公司股份为目的。

在我国台湾地区,库存股的解禁是在金融危机背景之下促成,因此显示出一定的救市目的。除为实施员工持股计划、配合股权转换、抵偿清算或破产股东债务、满足异议股东收买请求而取得自身股份外,规定公司董事会还可以决定为了维护公司信用及股东权益而买回股份。

对比不难发现,上述国家和地区一般都允许公司股东大会或董事会在一定条件下自主决定库存股的取得,反映出对公司经营自主权的尊重。在立法列举的取得事由中,减少注册资本、实施员工持股计划、满足异议股东的回购请求是最为常见的项目。同时,从保护公司的独立性出发,各样本多将间接取得库存股的行为视为公司对自身股份的取得,进而对其持有份额或表决权予以限制或禁止。

(三) 股票回购后的处理

在美国,对回购后所形成的股票,《美国示范公司法》规定不得持有,应将其注销,称为“授权而尚未发行的股份”。“而《特拉华州公司法》和《纽约州公司法》等则规定可以持有,并于将来再次出售或作其他用途,成为库存股。在德国,为实施员工持股而回购的股票须在1年内转让给职工。其他回购的股票可以注销或持有,并可作为新股参与发行。在我国台湾地区,为抵偿股东所欠债务及应异议股东请求而回购的股票,应当在6个月内按市价售出,期满未售出的,应将其视为公司未发行股份,办理变更登记。为配合股权转换及员工持股计划而回购的股票,应于3年内转让,逾期未转让的,应视为公司未发行股份,办理变更登记。为维护公司信用和股东权益所回购的股份,应在6个月内办理变更登记。”^①

在日本,法律对回购后股票的处理规定相对而言最详细,主要规定在《日本公司法》(2005年版)、《日本商法》(2011年版)。“公司可对库存股予以注销。如果公司章程可以规定不经类似新股发行手续而通过市场交易出售自己股份时,对应收购请求权而取得的及通过合并分割以及受让全部营业等方式取得的库存股,可以通过市

^① 王开杰:《基于财务角度的上市公司库藏股制度研究》,湖南大学会计学院2009年硕士学位论文,第13页。

场交易予以出售。同时,章程还可以对出售的库存股份数量予以限制。库存股可以遵照新股发行的规定作为新股参与配股。在处理库存股份给付金钱以外的财产时,遵照新股发行同样的规定。股份公司在附强制转换条件的股份转换之后持有与应发行股份等额的自己股份时,可以不发行股份而将自己股份进行转移,即可以将库存股作股份转换之用。”^①

(四) 回购违法操作的法律规制

各国或地区基本按照一般的民法、公司法原则设定了造成公司损失的董事等相关责任人员对公司的赔偿责任,也要求非善意股东承担相应责任。对违反回购及库存股处理规则,损害公司利益、扰乱证券市场秩序的行为,还设定了相应的行政或刑事责任。具体来说,美国《特拉华州公司法》规定了有关董事会违反规定回购股份时,应就买回金额全部负连带赔偿责任;英国《公司法》(2006年版)则规定若一个公司的股份回购或处置库存股行为违法违规,该公司以及该公司相关负责人都会受到处罚,包括起诉和罚金;德国《股份公司法》则规定违反有关回购或库存股的行为会受到最高处五万欧元罚款;在日本的《商法》中则规定,“违法买回自己股份的公司董事处于5年以下有期徒刑,或处于200万日元以下罚金的刑事责任。民事上,董事也应负因违法所产生的损害赔偿赔偿责任,对买回自己股份后未依法定程序处理的,处以100万日元以下的行政罚款”。^②

三、我国上市公司股份回购制度的变革

(一) 我国上市公司股份回购的制度演进

1. 法规缺乏、绝对禁止阶段(1994年7月《公司法》通过前)

正如前文提到,我国资本市场对公司回购制度经历了一个相对漫长复杂的演变过程。在1993年《公司法》制定通过(1993年《公司法》制定,1994年7月1日正式实施)前缺乏对股份回购的基本规范。1992年《股份有限公司规范意见》第32条规定:“公司非因减少资本等特殊情况,不得收购本公司股票,亦不得库存本公司已发行股票。特殊情况需收购、库存本公司已发行股票,须报请体改部门、人民银行专门批准后方可进行。”这是可以查找到最早的关于公司回购的制度,到1993年4月,《股票发

^① 王开杰:《基于财务角度的上市公司库藏股制度研究》,湖南大学会计学院2009年硕士学位论文,第13页。

^② 李晓春:《论新公司法库藏股制度之缺陷及立法完善》,载《政治与法律》2008年第3期。

行与交易管理暂行条例》第41条中也提到了关于股份回购的制度,但是仍然给予了严格的限制,该条文规定“未依照国家有关规定经过批准,股份有限公司不得购回其发行在外的股票”。

2. 逐渐规范阶段(1994年7月~2005年6月)

随着1994年《公司法》的正式颁布,对公司的股份回购进行了明确的规定,第149条规定:“公司不得收购本公司的股票,但为减少公司资本而注销股份或者与持有本公司股票的其他公司合并时除外。公司依照前款规定收购本公司的股票后,必须在十日内注销该部分股份,依照法律、行政法规办理变更登记,并公告。”这是当时的基础性法律规定,可以说基本上没有对公司回购提供任何的空间,也不存在库存股制度。到1997年12月,为了规范上市公司的组织和行为,完善上市公司治理,维护股东和债权人的合法权益,中国证监会发布了《上市公司章程指引》,该指引除规定股份回购适用的范围和回购股份注销的相关程序外,还明确规定了股份回购的方式包括发出要约和公开交易。但是在这一阶段可以说仍然是对股份回购的严格限制时期。

3. 回购功能基本确立阶段(2005年6月~2018年10月)

2005年6月,随着股权分置改革的推行并深入开展,中国证监会颁布了《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》),对公司股份回购作出了新的规定,允许上市公司回购社会公众股。《回购办法》还对上市公司进行回购的条件、方式、价格等作出具体规定,明确了相关的回购程序和披露要求。2006年1月,全面修订的新版《公司法》正式施行,第143条规定了股份回购的四种情形,并且允许将回购股份奖励公司员工,“在某种程度上可以说引入了库存股制度,为上市公司管理层推行股权激励机制奠定了法律基础,标志我国股份回购制度迈出了一大步”。^①

2008年10月,证监会出台了公司回购的新规定,发布了《关于上市公司以集中竞价交易方式回购股份的补充规定》,该补充规定取消了与回购相关的行政许可,简化相关程序,进一步的促进上市公司回购。

4. 相对放开、鼓励回购的阶段(2018年10月以后)

2018年10月,全国人大常委会批准了《公司法》的修订,主要包括了三个方面:

^① 朱载军:《我国股份回购制度演进分析》,载《当代经济》2016年第5期。

一是拓宽了允许股份回购的情形；二是确立了库存股制度，将处置时间延长到3年；三是将决策程序从股东大会放宽到董事会。2018年11月，证监会、财政部和国资委三部委联合发布了贯彻落实新修订的《公司法》，支持鼓励股份回购的相关配套文件。^① 沪深交易所也随后发布了有关上市公司股份回购细则征求意见稿，进一步明确了回购资金来源、简化实施程序、引导治理安排，鼓励各类上市公司实施股权激励或员工持股计划，强化激励约束。

（二）关于我国上市公司股份回购制度改革思考

1. 拓宽股份回购情形对A股市场的实际影响分析

结合本文分析，各主要市场对于回购股份的事由，大多采用的是“原则允许、例外禁止”的模式，此次股份回购新规对于回购股份的事由方面新增了可以根据“上市公司为维护公司价值进行回购的股份”进行回购，对于这一条款，沪深交易所的回购细则实际上提供了一些具体规定。但是通过分析过去的回购案例，笔者认为这更多起到的是一种全面鼓励的作用。

笔者回顾了在新规出台前的回购案例，发现在新规出台前，除了《公司法》规定的几种回购情形外，已经有上市公司以市值管理的名义实施了股份回购行为。例如均胜电子在2018年5月发布了有关回购公司股票的决定，公告的事由^②主要是为了实现分红替代和市值管理，但是这在新规前并不属于股份回购的法定事由。又例如，2018年7月，美的集团也发布了股份回购的计划^③，其回购的目的也是维护公司形象和市值管理的角度。从回购事由来看，证明在公司法未修改前，实际上市场和监管机构对于这一类的事由是允许其进行的。当然，在新规下，上市公司的回购会进入一个常态化的阶段。

2. 下放股份回购决策主体的不同背景

新规修订的第二个重要方面是关于股份回购的决策主体，从过去单独由股东大

^① 三部委联合发布了《关于支持上市公司回购股份的意见》、证监会发布了《关于认真学习贯彻〈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》。

^② 均胜电子公告事由“考虑到公司具有现金分红能力，但因客观原因使2017年度现金分红水平较低，为有效维护广大投资者利益，增强投资者对公司未来发展前景的信心，提升对公司的价值认可，公司拟依据中国证监会和上海证券交易所的相关规定，使用不低于人民币18亿元，不超过人民币22亿元自有资金以集中竞价交易方式回购部分股份，回购的股份将予以注销，公司注册资本将相应减少”。

^③ 美的集团公告事由“基于对公司未来发展前景的信心和对公司价值的高度认可，在综合考虑公司近期股票二级市场表现，并结合公司经营情况、主营业务发展前景、公司财务状况以及未来的盈利能力等的基础上，为使股价与公司价值匹配，维护公司市场形象，增强投资者信心，维护投资者利益，综合考虑公司财务状况、未来发展战略的实施以及合理估值水平等因素，公司决定拟以自有资金回购公司股份”。

会决定,下放到董事会进行决策。从某种程度上说,这种模式的转变,可加快股份回购的决策效率,提高股份回购的效果。过去我们进行股份回购,相对而言事由较狭窄,因为缺乏库存股制度,大多数的股份回购伴随着股份注销,引发注册资本减少,就需要动用股东大会的特别表决,确实需要较复杂的决策程序。参考境外市场将股份回购决策交由董事会决定,的确能更好地体现股份回购对现金分红的替代作用,能更好地将公司的盈余资金用于上市公司回购实现“再分配”。但是,从我国资本市场的股权结构来看,相对而言仍然属于股权集中的状态,董事会往往是由大股东控制,这种大股东与董事会绑定的情况比较突出,将股份回购决定权下放到董事会,是否会存在着相关决定和信息主要由公司大股东和管理层掌握的情况?是否潜在一定的利益冲突和利益的不均衡性?这是值得我们关注的,特别是在允许采用多渠道融资来进行回购的情况下,就可能存在内部人利用回购侵害其他股东利益的情形,值得关注。

3. 库存股制度对 A 股未来的影响

新规修订后将回购后对股份处理的时间放宽至 3 年,实质上确立了库存股制度。针对库存股制度,它的法律属性应该是什么?笔者认为,它与一般的股份有较为明确的区别,它首先并不是公司的资产,同时在其作为库存股期间是不具有股份所代表的相应股东权利的,而且作为库存股,一定是短暂存在最终是需要通过授予、注销或者再次发行等方式予以处置的,它不能是一个长期的产物。有了这几认识,对于库存股制度建立后,笔者认为最需要关注的是在处置时候对于上市公司全体股东的保护问题,因为过去对于库存股存续时间短,处置方式就是注销,但是新规已经明确了回购股份的处置可以通过再次卖出的方式实现,这里笔者认为“再次卖出”实际应当指的是这批库存股份的再次发行(增发)。如果采取这种处置方式,意味着大股东和董事会有较大的自由裁量空间,由此带来的对其他股东的保护问题,对库存股的处置可能引发的内幕交易、市场操纵行为,值得我们进一步关注。

四、结论与建议

本文结合理论前沿以及境内外市场有关回购制度的实践,对我国股份回购制度进行了回顾与分析。随着 2018 年 10 月我国《公司法》关于股份回购制度的修订,可以说 A 股市场已经在短期确立了鼓励回购的政策导向,并且确立了库存股制度,从国际比较来看,这一变革趋势与各主要市场对回购制度的“原则允许,例外禁止”的总体

原则是一致的,也与 A 股市场近两年来相对疲软的股价表现有直接的政策针对性。在今后的配套制度方面,应当进一步关注因为股份回购引发的内幕交易和市场操纵的监控;与此同时从回购的监管重点方面,应当进一步加强对回购资金的来源的披露和问询工作;同时,应当加强对投资者的教育工作,使投资者能够正确认识到回购对市场 and 公司的影响。