

论上市公司“忽悠式”股份回购的法律规制

闻洪丽

上海大学法学院, 上海

收稿日期: 2024年7月2日; 录用日期: 2024年7月28日; 发布日期: 2024年8月6日

摘要

2023年修订的《公司法》延续了此前的股份回购规定, 较为宽松的回购条件旨在激活上市公司的股份回购功能, 但实践中“忽悠式”股份回购频发, 回购计划仅仅停留在“纸面功夫”, 不仅损害了投资者、中小股东等多方主体的利益, 还降低了股份回购方案的可信度, 导致市场反应下降。股份回购决议程序不严格、信息披露机制落实不到位以及“忽悠式”股份回购的责任与救济不明, 三者共同构成这一问题的法律成因。基于此, 建议弥补上市公司股份回购决议中的疏漏, 并通过细化回购信息披露的阶段性内容和发挥第三方在信息披露中的作用来规范相关义务主体的信息披露义务, 并完善“忽悠式”股份回购的责任追究机制。

关键词

上市公司, “忽悠式”股份回购, 信息披露, 法律规制

On the Legal Regulation of the “Fraudulent” Share Repurchase of Listed Companies

Hongli Wen

Law School, Shanghai University, Shanghai

Received: Jul. 2nd, 2024; accepted: Jul. 28th, 2024; published: Aug. 6th, 2024

Abstract

The Company Law amended in 2023 continues the previous share repurchase provisions, and the relatively loose repurchase conditions aim to activate the share repurchase function of listed companies. However, in practice, “flickering” share repurchases are frequent, and repurchase plans only stay on paper. This not only harms the interests of investors and small- and medium-sized shareholders, but also reduces the credibility of share repurchase plans, leading to a decrease in market reaction. The share repurchase resolution procedure is not strict, the information disclosure mech-

anism is not in place, and the responsibility and relief of "fraudulent" share repurchase are unclear, which all constitute the legal cause of this problem. Based on this, it is recommended to make up for the omissions in the resolution on share repurchase of listed companies, and standardize the information disclosure obligations of relevant obligation subjects by refining the phased content of repurchase information disclosure and leveraging the role of third parties in information disclosure, and improve the accountability mechanism for "fraudulent" share repurchase.

Keywords

Listed Company, "Fraudulent" Share Repurchase, Information Disclosure, Legal Regulation

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 问题的提出

股份回购制度一方面为上市公司带来许多正向价值，有利于防御敌意收购、实现激励机制，能够通过现金股利替代以规避税收政策，并且能够通过推出股权回购方案传递积极信号来稳定市场股价，这也是为什么股份回购制度逐渐成为上市公司进行财务管理、市值管理的常用手段。但另一方面，股份回购制度也并非完美，而是利弊共存，部分上市公司虽然向公众推出回购计划，但宣而不购，导致“忽悠式”股份回购频频发生。顾名思义，“忽悠式”股份回购指的是部分上市公司通过发布股份回购方案，向市场释放积极信号以吸引投资者，然而却并未实际按照回购方案所公告的内容如期回购本公司的股份，仅象征性地回购极少数的股份，甚至出现“零回购”的现象。具体又可以将其进一步分为未到期终止、到期未执行、到期象征性执行三类。 “忽悠式”股份回购的背后往往存在着许多隐藏动机，例如规避质押股权强制平仓风险、规避可转换债券回售风险、大股东减持套现以及股东利益输送等。上市公司在股份回购中出现的此类功能异化，不仅侵害了中小投资者和债权人的利益，违背了股东平等原则，更破坏了良好的市场秩序。近年来，诸如海思科的“零回购”操作¹、唐德影视“空放一枪”的回购案件²等“忽悠”行为仍频频发生。由此可见，目前的监管制度仍存在短板，使得现行法律无法有效规制法律风险，为了避免“忽悠式”回购行为对中小股东、债权人以及上市公司等多方利益主体的损害以及对证券市场的危害，加强对上市公司“忽悠式”股份回购的法律规制具有重要的现实意义和紧迫性。

2. 上市公司“忽悠式”股份回购的隐藏目的及消极影响

2.1. “忽悠式”股份回购的隐藏目的

“忽悠式”股份回购背后往往存在众多隐藏目的：其一，上市公司可能假借股份回购来刺激股价，进而实现规避质押股权强制平仓风险。部分上市公司为了稳定股价，采取发布股份回购计划的方法，短时间内刺激股价回升，缓解股权质押的风险，但在风险得到缓解后，回购计划极有可能被立即叫停，不再执行。其二，“忽悠式”回购的背后可能隐藏着规避可转换债券回售风险的目的。为了避免自身利益

¹2019年1月14日，海思科医药集团股份有限公司发布回购股权方案公告，预回购公告显示，本次回购的资金总额不低于人民币10,000万元，不超过人民币20,000万元，回购价格不超过11元/股。截至2019年11月30日股份回购期限届满，海思科实际回购股份为0股，实际执行情况与原披露方案存在较大差异。

²2018年7月，唐德影视9位上市公司董监高对外承诺未来六个月内将增持不低于1亿元的公司股份。然而半年承诺过期后，9位董监高非但没有履行承诺，作为当事人之一的赵健，不仅没有兑现增持承诺，反而于2018年12月底完成了减持计划。

受损，该类债券的持有人往往会在股价持续下降时选择债券回售，而这一行为则会进一步加剧发行方的资金压力，上市公司为了摆脱资金困境和避免股票进一步下跌，极有可能通过披露股份回购方案，吸引投资者目光，进而抬升公司股价，顺利推动债转股。其三，大股东减持套现以及股东利益输送也成为“忽悠式”回购的隐藏目的之一。部分上市公司在向公众披露回购方案之后，不仅没有按照方案回购本公司的股票，大股东甚至在股价高点时大量抛售公司股票，其中暗含了股份回购为虚，大股东减持套现为实的意味。除了大股东减持套现的隐藏目的之外，还有可能出现实际控制人利用其所掌握的信息差操纵股价，以高卖低买的方式从中赚取差价，从而谋取非法利益。

2.2. “忽悠式”股份回购的消极影响

首先，“忽悠”行为最直接的受害者便是中小投资者，他们在信息获取、信息理解以及风险预估等方面的能力更弱，而“忽悠式”的股份回购在前期本身便难以识别，因此中小投资者的投资利益常常因上市公司的“忽悠式”回购遭受损失，并且面临着追索困难的现实问题。除了中小投资者之外，债权人的利益也会因“忽悠式”股份回购而遭到损害。通常情况下，股份在回购的过程中会使用部分公司自有资产来支付相应的对价，这直接导致公司自有资产的减少，债权人的债权担保也会被动减弱。而在“忽悠式”股份回购的过程中，常常会出现大股东减持套现等情况，债权人利益受损的可能性也更高。

其次，“忽悠式”股份回购的行为虽然能够在短时间内刺激该公司的股价，但由于其不诚信的行为，最终也会使其声誉受损，失去投资者的信任。倘若该上市公司想要在将来以相同的方法抬升股价，股份回购方案的披露行为也会因其先前行为而导致市场反应下降。并且，个别上市公司“忽悠式”股份回购的行为还会波及同行业或同领域内的其他公司，导致其他公司的股价下跌，其他公司为了消除这种负面影响，同样采取宣布股份回购的措施，并且极有可能是“宣而不购”。长此以往，股份回购方案的可信度会大幅下降，其所传递的积极信号大打折扣，市场反应也将显著减弱。

3. 上市公司“忽悠式”股权回购的法律成因

上市公司“忽悠式”股份回购的法律成因是多方面，从事前决议、事中实施、事后追责三个阶段分别进行分析。

3.1. 股份回购决议程序不严格

决议的产生是上市公司股份回购的第一个重要环节，严格的回购程序有助于避免带有违法性、随意性的股份回购决议产生。尽管现有规定已经对相关的程序作出了比较充分的安排，但其中仍存在一些不足之处，具体体现为董事会决议规则宽松及缺乏对董事会授权期限的限制两个方面。

根据我国《公司法》第 142 条的规定，公司原则上不得回购股份，但可出于减资、合并、股权激励等六项事由回购股份³。上述六种情形下的回购会对公司经营产生不同的经济后果，所以在公司中的战略性质上也不相同。其中，第(一)项和第(二)项与公司注册资本、经营规模直接相关，从目的上来看，乃“超出公司业务的运营框架之外、对公司结构造成实质变更的特别决策”，可归属于结构性战略目的[1]。第(三)、(五)、(六)三项的发生频率相对较高，决策时间较短，与公司的日常运营紧密相关，可归属于经营性战略目的[2]。在董事会决议规则方面，正是考虑到上市公司在不同的情形下可能基于不同的目的实施股份回购的战略，因而《公司法》将股份回购的决定权作出了差异化的规定，部分打开了决定权的下移通道：回购决定权主要专属于股东大会，但部分可由董事会行使。但在权力下放的过程中，出现了规则过于宽松的问题，上市公司若为了维护本公司价值及股东权益而实施的股份回购，不再强制要求必须由

³ 《中华人民共和国公司法》第一百六十二条第一款：“公司不得收购本公司股份。但是，有下列情形之一的除外：(一) 减少公司注册资本；……(六) 上市公司为维护公司价值及股东权益所必需”。

股东大会作出决议，而是可以根据实际情况由公司章程或者股东大会进行授权，由三分之二以上成员出席的董事会进行决议，但该条规定仅针对出席股份回购事项的董事会的人员数量进行了限定，并未就表决人数作出说明。

在对董事会授权期限的限制问题上，《上市公司股份回购规则》(以下简称《回购规则》)第 20 条⁴第一款规定了在股份回购中上市公司股东大会对董事会授权的情形与程序，并同时在该款中指明了应当在决议中明确授权期限等内容，但该条款并没有对授权期限进行限定。《回购规则》之所以作出这样的安排，正是稳定市场和提高效率的需求，由董事会作出的回购决议更具有时效性，也更加符合公司利益。但是，授权期限缺乏上限规定也会带来许多问题，可能出现股东大会综合公司的负债与经营情况等各方面因素，对董事会作出较长的授权期限。此种情况下，极有可能发生董事会失控的情况，出现股份回购决议产生的随意性问题，更为严重的是，部分董事利用这一期限为自己谋取私利。上述问题的发生，最直接的后果是股份回购的目的无法实现，但伴随着内幕交易和“忽悠”回购的背后，还威胁到其他利益相关者的权益，甚至影响上市公司的正常经营。

3.2. 信息披露机制落实不到位

在证券交易的过程中，信息与时机的重要性不言而喻，那些处于更加有利地位的人往往是更早或者更全面掌握相关资讯的人员，而作为被动的接受者必然处于不利的地位。然而在目前的信息披露机制中，存在着市场主体信息不对称现象明显、主体职责和内容披露不够具体以及违法违规的信息披露等问题。

首先，相较于外部投资者而言，董监高等内部人员本身就不同程度地参与公司股权回购等重大决策，享有绝对的信息主动权。如此一来，作为信息制造者的公司内部管理人员与作为信息接收者的普通投资者之间的信息壁垒便产生了，并且在传播的过程中进一步加剧了信息的不对称性，往往容易造成“忽悠式”回购行为的发生。其次，就主体职责和内容披露不够具体的问题而言，现有规定较为充分地规定了上市公司在进行股份回购过程中应当尽到的信息披露义务。然而在实践中，针对上市公司股份回购方案信息披露的内容十分简略、单一，公布的内容趋于模板化，无法真实、完整地反映公司现阶段生产经营状况，外部投资者也难以凭借该部分信息对公司的未来发展作出有效预估。最后，违法违规的信息披露问题严重。《证券法》第 78 条规定了对信息披露义务人的基本要求：依法披露、确保披露信息的真实性、完整性、准确性和及时性⁵。然而在实践中，上市公司在股份回购过程中的信息披露存在多种违法违规的现象：虚假记载、延迟披露以及不完整披露，这些都会严重影响着股份回购信息披露的质量[3]。中小投资者虽然资金不多，但人数比重较大，对于“忽悠式”股份回购公告的有效识别存在较大的难度，容易造成中小投资者损失严重。故而，应当进一步完善和落实相关人员的信息披露义务。

3.3. “忽悠式”股份回购的责任追究机制不足

上市公司股份回购方案的公告内容以及后续针对回购方案的执行情况是认定“忽悠式”股份回购的关键内容，因而对于股份回购方案的性质认定就显得十分重要。对行为属性的不同认定，决定了规范依据的适用和当事人之间的权利配置都会有所差异，从而在监管措施和裁判方案的安排上也会有所区别。由于目前上市公司的股份回购方案的法律性质尚不明确，引起了学界的讨论，存在“要约说”、“要约邀请说”、“单方允诺说”等多种观点。就现阶段已经形成的共识而言，学界普遍赞同要对公告的股份

⁴《上市公司股份回购规则》第二十条：“上市公司因本规则第二条第一款第(一)项规定情形回购股份的，应当由董事会依法作出决议，并提交股东大会审议，经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过；因第(二)项、第(三)项、第(四)项规定情形回购股份的，可以依照公司章程的规定或者股东大会的授权，经三分之二以上董事出席的董事会会议决议。上市公司股东大会对董事会作出授权的，应当在决议中明确授权实施股份回购的具体情形和授权期限等内容”。

⁵《中华人民共和国证券法》第 78 条：“发行人及法律、行政法规和国务院证券监督管理机构规定的其他信息披露义务人，应当及时依法履行信息披露义务。信息披露义务人披露的信息，应当真实、准确、完整，简明清晰，通俗易懂，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。证券同时在境内境外公开发行、交易的，其信息披露义务人在境外披露的信息，应当在境内同时披露”。

回购方案等公开承诺行为的性质和类别进行区分，进而对其进行差异化的定性和规制[4]。

有关上市公司违法回购的法律后果，学界已经经历了诸多的讨论，讨论的内容涉及行为本身是否有效、责任的承担主体、责任性质以及责任范围等。学界多数观点认为违法回购原则上应当无效，相对人为善意除外。也有学者认为违法回购不应当然归为无效，需要根据违背的是效力规定还是取缔规定来具体评价[5]。这一问题之所以引发学界的热议，不仅是因为股份回购背后的制度价值与经济意义，更是考虑到在重要议题上缺少法律后果的法律要求，无法真正发挥法律制度的价值与作用。法律责任的设置，既是为了惩罚违法行为，对正当利益进行认定和维护，更是希望警示其他市场主体。

4. 上市公司“忽悠式”股份回购法律规制的完善建议

针对上市公司“忽悠式”股份回购在事前、事中以及事后三个阶段存在的法律规制不足的问题，建议从以下方面进行完善：弥补上市公司股份回购决议中的疏漏，并通过细化回购信息披露的阶段性内容和发挥第三方在信息披露中的作用来规范相关义务主体的信息披露义务，并完善“忽悠式”股份回购的责任追究机制。

4.1. 弥补上市公司股份回购决议程序中的疏漏

一方面，决议程序是我国上市公司股份回购行为规制的起点，不仅决定了股份回购的计划与内容，更关系到回购计划的落实与执行过程中的公平性问题。因此，回购决议程序的设置不仅要考虑到稳定市场与提高效率的需求，同时也必须考虑到证券市场健康稳定发展的长远目标。建议进一步细化《公司法》第162条关于上市公司股份回购董事会决议的相关条款，明确董事会决议通过人数的要求以及关于董事会决议前置程序的相关事项。关于股份回购事项的决议规则，大多数学者将其解读为：董事会出席人员达到三分之二，且过半数以上董事同意有关股份回购的决议，则该决议通过。

另一方面，股东会基于充分信任而授权给董事会，是现代公司治理的重要精神之一，体现的是两权分离的理念，有利于降低市场交易成本，提升经济效率。在上市公司股份回购的过程中，《公司法》允许在部分情况下股东会授权给董事会进行决策，也正是出于对效率的考量。但在实践中存在股东会任意授权的情形，进而导致董事会滥用权力损害公司和其他股东利益的问题。为了避免这一问题，应当明确股东会对董事会授权期限的上限规定，充分发挥授权期限的约束作用。首先，通过明确授权期限的上限规定，例如最高期限为3年，减少过长期限授权带来的董事会失控问题，避免股份回购制度成为他人非法攫取利润的工具，确保股份回购目的能够真正得到实现。其次，具备明确的授权期限和上限规定，有助于董事会更加勤勉尽责地行使权力。当股东会就特定情形下的股份回购事项对董事会进行授权，授权中所包含的授权期限是明确且有限的，这就意味着董事会应当在该明确且有限的期限内完成相应的股份回购事项，通过提示功能督促其有效履职。

4.2. 规范上市公司股份回购中的信息披露制度

首先，要细化股份回购信息披露的阶段性内容。根据信息披露规则，可以将上市公司股份回购信息披露的内容分为以下几个阶段，分别是：提议阶段 - 决定与审核阶段 - 实施阶段 - 已回购股份的再减持与注销阶段。实践中，针对上市公司在股份回购各个阶段的信息披露普遍存在内容简略、格式化的特点，尤其体现在提议阶段和实施阶段，应当进一步细化该部分的信息披露内容，要求上市公司在阐述股份回购的目的以及具体的执行方案时，加强正当性与合理性的说明。

其次，要发挥第三方机构在信息披露中的作用。现有规定将是否聘请第三方专业机构的决定权交还给公司自身，但这并不意味着会计师事务所和律师事务所等在上市公司股份回购的过程中没有发挥的空间。相反地，为落实理性自治理念，建议建立公司退出决策事先论证和风险评估功能制度。面对情况复

杂、关联重大的专业内容的判断上，上市公司应当主动聘请专门的中介机构，出具专业的独立财务顾问及法律意见书，并与回购股份方案一并披露。在第三方证券服务机构就回购方案的必要性、合理性与客观性作出客观公正的评价和监督的前提之下，还应当将相关的中介报告作为回购方案的决策依据之一，避免“上市公司先决议后寻求中介机构做信用背书”这一本末倒置的现象。如此一来，不仅能够强调会计师事务所和律师事务所等第三方证券服务机构的专业性与公信力，避免中介机构成为上市公司“忽悠式”股份回购等违法回购行为的帮凶，还能够进一步提高公司决议的合法性、正当性与可行性，避免上市公司因对股份回购认识不足而盲目跟随大众发布股份回购预案，或者通过股份回购之名以牺牲中小投资者的利益实现其他隐藏目的。

4.3. 完善“忽悠式”股份回购的责任追究机制

首先，要明确上市公司股份回购方案的法律性质。实践中，当上市公司出现违规回购的行为时，证券交易所采取的最主要惩罚措施便是出具监管函，这虽然敲响警钟，但处罚力度较轻，不具备法律约束力。有鉴于此，必须在明确股份回购方案法律性质之上，确立切实可行的监管措施以及责任追究机制。目前学界关于股份回购方案的法律性质也产生了多种观点，本文更赞同“要约邀请说”的观点。首先，从基础理论的角度出发，由于回购方案的内容存在较大的差异性和不确定性，无法成为内容明确具体、可诉可裁可强制实际履行的要约、承诺、单方允诺或契约[6]，反而更符合要约邀请的特质，虽为表示行为，但不具有使民事法律关系发生变化的内心意图，并不产生民法上的效果，不具备法律约束力。其次，从规范目的的角度出发，要约邀请说有助于尊重与保障公司的生存权、发展权，此乃公司法首要原则[7]。最后，从实践情况出发，司法实践中并无判令公司继续履行回购方案的生效裁判文书，这一方面是基于《实施细则》允许上市公司在出现重大事由变更或终止回购方案，另一方面也考虑到回购协议强制履行的后果可能导致更大的负面影响。

其次，要从民法、公司法、证券法视角进行三重规制。正如上文所述，应当将上市公司公开披露的股份回购方案法律性质认定为要约邀请，这一方面有助于法律逻辑与司法裁判的统一，也更有利于保障公司的生存权与发展权。但为了避免上市公司假借股份回购之名，实行利益输送、操纵市场等不法行为，应当完善和加强针对上市公司“忽悠式”股份回购的追责机制，建议从民法、公司法、证券法三个维度进行规制。首先，在民法维度的规制视角下，上市公司在推出回购方案时，应当恪守诚实信用原则，回购方案的内容应当确保真实可信，并且充分认知未来可能面临的各类风险及不确定性。如果违反要约邀请规则，例如股份回购的目的不真实、隐瞒自身真实的财务状况等，对善意信赖回购方案的公众造成损失的，应当承担缔约过失责任。其次，在公司法维度的规制视角下，上市公司股份回购协议是以公司名义作出的，出于公司的经营或其他战略目的而作出的股东会决议或董事会决议，在要约邀请的法律属性基础之上，兼具公司决议的法律属性。因此，若想规避“忽悠式”股份回购等违法回购行为，最根源的办法是从决策参与者和制定者入手，确保其审慎决策。建议优化董监高的勤勉充实义务，并且强化第三方证券服务机构所出具的专业意见在制定决策的过程中所发挥的重要性。否则，如果董事或监事在参与审议或制定回购方案的时候存在故意或重大过失，要对公司、股东或者第三人承担赔偿责任。最后，在证券法维度的规制视角下，《证券法》第78条第2款规定了上市公司在股份回购过程中的信息披露义务，应当确保信息披露的真实性、完整性、及时性等，并且这种义务应当是持续存在的。若方案信息披露中存在虚假陈述、内幕交易与操纵市场行为，公司及其他责任人对受害者承担赔偿责任，情形严重的涉及经济类犯罪触及刑法也可适用《刑法》中妨害对公司、企业的管理秩序罪。

5. 结语

股份回购制度对于上市公司防止敌意收购、实现激励机制和稳定股价方面存在诸多正向价值，但是

近年来该制度被机会主义者所滥用,导致实践中“忽悠式”股份回购问题频发。“忽悠”的背后往往存在着许多隐藏目的,或为公司规避风险或为个人谋取私利,对广大投资者和中小股东造成了极大的损害,并且也破坏了良好的市场秩序,但直至目前对于“忽悠式”回购的问题缺乏有效的法律规制措施。本文尝试从上市公司股份回购决议的产生、股份回购方案信息披露的落实情况以及“忽悠式”股份回购的责任追究机制三个方面,对“忽悠式”股份回购的法律成因展开了较为深入的分析,并提出了具有针对性的意见。

参考文献

- [1] 许可. 股东会与董事会分权制度研究[J]. 中国法学, 2017(2): 126-145.
- [2] 莫志. 中国上市公司股份回购规则的结构主义检视[J]. 中国政法大学学报, 2022(5): 220-233.
- [3] 张微微. 中国上市公司信息披露效应研究[D]: [博士学位论文]. 沈阳: 辽宁大学, 2016.
- [4] 杨海静. 单方允诺视角下的证券市场公开承诺[J]. 南方金融, 2018(7): 92-102.
- [5] 李晓春. 公司违法买回自己股份的效力认定及法律责任[J]. 政治与法律, 2015(8): 96-103.
- [6] 刘俊海. 上市公司股份回购方案的法律性质与规制策略——民法、公司法与证券法的三重维度[J]. 当代法学, 2022, 36(5): 14-28.
- [7] 刘俊海. 论公司生存权和发展权原则——兼议《公司法》修改[J]. 清华法学, 2022, 16(2): 6-22.