

《金融市场研究》专家审稿单

稿件篇名	《欺诈发行上市责令回购制度实施背景下回购价格的合理确定——兼评〈欺诈发行上市股票责令回购实施办法（试行）〉第4条》
外审意见 1	1.《欺诈发行上市责令回购制度实施背景下回购价格的合理确定》一文选择责令回购制度中的回购价格确定这一问题深入分析，对《欺诈发行上市股票责令回购实施办法（试行）》中的回购价格确定条款进行了充分解释和评论。作者具有较扎实的学理基础，文章结构严谨，问题分析透彻，提出了自身的思考和建议，具有一定创新性和启发性。当下正值股票发行注册制全面推行之际，该文具有一定学术价值和应用价值。 2.两点不足及建议修改之处： 一是，题目建议修改为《再议欺诈发行上市责令回购制度中回购价格的合理确定》，精简主标题，删去副标题。 二是，建议将文章第二部分（合理确定回购价格的现实意义）的相关内容提炼、整合到第一部分（问题的提出），第二部分不再保留。 3.根据以上意见修改后，相应地，调整文章的摘要和关键词。
作者回复 1	感谢审稿专家的宝贵意见。题目确实冗长，已修改为：再议欺诈发行上市责令回购制度中回购价格的合理确定。 文章第二部分（合理确定回购价格的现实意义）相关内容也已精简后整合到第一部分（问题的提出）。

稿件篇名	《再议欺诈发行上市责令回购制度中回购价格的合理确定》
外审意见 2	本文主要探讨我国欺诈发行上市责令回购制度中回购价格的合理确定问题。综观全文，论文选题具有重要的理论价值和实践意义；论文研究思路清晰、层次分明、结构完整；研究方法较为得当；参考文献的检索查阅较为细致充分，对本选题国内外研究现状的了解和阐述较为全面；写作符合学术规范。 本文最关键的问题是：由于作者将责令回购措施定性为一种退出机制，因此本文以“责令回购措施系一种退出机制，其本质是恢复原状，只要能够使交易回复到恰如没有发生的状态即可，而非充分赔偿投资者的损失”作为出发点或判断标准，进而认为《欺诈发行上市股票责令回购实施办法（试行）》第4条确立的回购价格确定规则并不合理。但从证监会的意见来看，责令回购措施实质上是一项由监管机构主导的民事损害救济制度，因此关于回购价格的确定逻辑宜与虚假陈述民事赔偿司法解释规定的损失计算逻辑大体保持一致。如果从证监会的立场出发，《欺诈发行上市股票责令回购实施办法（试行）》第4条回购价格确定规则就不存在本文说的这些问题。 至于责令回购措施究竟应定性为一种退出机制还是一项由监管机构主导的民事损害救济制度问题，就我看来，退出机制的观点并没有实质上解决责令回购措施的性质问题，责令回购措施的实质还是民事损害救济制

	度，只是为了帮助投资者快速便捷地实现救济，而由证监会主导而已。 综上，本文的观点仅是一家之言，但鉴于学术应该允许不同的声音存在，综合本文选题较新、总体写作比较扎实的情形，故建议发表。
作者回复 2	感谢外审专家的宝贵意见。首先，诚然，讨论回购价格的确定离不开对责令回购制度的性质和功能定位的讨论，厘清责令回购制度的性质与功能定位是合理确定回购价格的出发点。《实施办法》的起草者认为责令回购是一项由监管机构主导的民事损害救济制度，本文并不赞同这一观点，认为这一定位过于笼统，且与上位法相悖。本文主要选择从规范体系上解释，试图厘清责令回购制度的性质。《实施办法》的上位法是《证券法》，具体而言是《证券法》第 24 条第 2 款，而 24 条第 1 款的本意是恢复原状，因此后款逻辑上需与其保持一致，《实施办法》又应当与《证券法》第 24 条保持一致，因此宜将其定位为恢复原状，正因如此，本文坚持认为应当以投资者买入价格作为回购价格更为合理。 再者，证监会或立法者的观点正是本文研究的对象，但实际上，本文并非意在单纯解释《实施办法》第 4 条（回购价格确定条款），而是在解释的同时对其进行检视与评价，希望所提出的有限的不同看法能够供各方探讨、参考，促进责令回购制度的完善。 此外，责令回购制度的功能定位只是影响回购价格确定的因素之一，除此之外还需要考虑回购对象的范围、回购资金总额、公平与效率和资本市场稳定等各类因素，本文认为将投资者买入价格作为回购价格更为合理也是综合考虑以上因素得出的结论，并非单单考虑到责令回购制度的性质。 综上，本文选择保留原观点，十分感谢外审专家给予本文参与自由讨论的机会与提出的宝贵意见。

稿件篇名	《再议欺诈发行上市责令回购制度中回购价格的合理确定》
外审意见 3	1. 本文作为对新证券法确立的最新的投资者保护制度之一——责令回购制度研究，具有研究的时效性和一定的研究价值，本文在责令回购办法出台后撰写，具有较好前沿价值。但是，由于责令回购制度并非在全球资本市场成熟推广的制度，可供参考的制度和案例较少，要研究好这一问题，存在一定的难度。 2. 文章围绕回购价格的问题进行研究，通篇来看存在以下几个方面的问题： 第一，文章的结构值得商榷。文章围绕责令回购价格进行研究，第二章“二、合理确定回购价格的影响因素”这一部分，更多讲的是责令回购本身的功能定位，与回购价格并没有直接的关联，略显拖沓，建议精简。 第二，文章重点论述了回购价格确定的相关要素，但是对于责令回购对象的确定，责令回购价格的确定，都只是停留在规范层面的分析，缺乏实证的支撑。例如一级市场投资者如果已经卖出了股票，是否有可能再得到相应的补偿？

	第三，文章最后建议确定“买入价格”作为回购价格，但是给与的分析和支撑略显不足，作者只是通过规范性的分析其他几类算法不合理，就径直得出应该采取哪种算法，在逻辑上不够严密。 3.本文审核结论：文章选取责令回购制度中回购价格的确定方式作为研究的核心，尝试从制度价值和计算方式的对比进行相应的推论。回购价格是责令回购制度的核心要素，选择什么样的价格进行回购体现了公平性，也体现了这一制度的根本目的，但是要分析责令回购的价格确定方式，离不开对责令回购对象，责令回购时点的分析，从本文研究来，并未提供一套令人信服的回购价格的确定机制。
作者回复 3	感谢审稿专家的宝贵意见。关于责令回购的功能定位与回购价格的联系，本文认为责令回购的功能定位将影响到回购价格的确定，不同的理解将给出不同的答案，因此将其列为首要影响因素。但诚如审稿意见所言，文章第二部分关于责令回购的功能定位的论述略显拖沓，故精简了责令回购定位的综述和本文的分析。 另外，一级市场的投资者若因虚假陈述卖出相关股票遭受损失，本文认为其有权获得相应赔偿，只不过不能参与回购而应当另寻它法。本文未提及这一问题，是因为本文认为回购对象应当仅包括在回购方案实施时仍持有股票的投资者，而不包括已经卖出股票的投资者。《实施办法》第3条规定亦如是，本文对此表示赞同。香港洪良国际案中，也仅要求洪良向大约7,700名现时持有洪良股份的公众股东回购他们获配发或已买入的股份。况且，既然已经卖出股票便不存在“回购”之说，若因虚假陈述卖出相关股票遭受损失，投资者可以提起证券虚假陈述民事赔偿诉讼，请求赔偿投资差额损失。当然，相比未卖出股票而可以直接参与回购的投资者，已经卖出股票的投资者不能参与回购只能另寻救济，需要承担额外的经济和时间成本。一个引申的问题是对此付出的成本是否需要补偿？如不补偿似乎有失公平甚至可能造成投资者将责令回购作为保险从而消极参与市场交易。本文认为无须补偿，因为投资者卖出股票也系及时止损，而且选择参与回购并非绝对没有风险，例如欣泰电气便因为现金不足而无力履行回购承诺。 关于回购价格的确定是否需要考虑回购时点的问题。因为采取责令回购措施所针对的是已经发行并上市的股票，可购回的股票范围为该次欺诈发行至揭露日或者更正日所买入并在回购方案实施时仍持有的股票。因此“回购”系在欺诈发行揭露日或更正日之后，监管机构责令发行人回购投资者在欺诈发行上市至揭露日或更正日之间买入并仍持有的股票。可见回购的时点并不复杂，不会影响回购价格的确定。 关于选择以“买入价格”作为回购价格确定基准的分析思路，本文除了对比分析，还结合了前文提出的确定回购价格的影响因素进行说理。具体而言，首先，本文第二部分提出了影响回购价格确定的影响因素，其中最主要的因素系责令回购制度的性质与功能定位，整体把握《证券法》第24条，本文认为责令回购措施系一种退出机制，其本质是恢复原状。除此之外，回购对象的范围、回购资金总额、公平与效率和资本市场稳定也是需要考虑的因素。然后，本文第三部分，对《实施办法》第4条（回购价格条款）进行了全面检视，先梳理其基本逻辑，再结合第二部分总结的影响因素指出其中的矛盾，这一部分也回应了文章开头提出的问题。最后，结合实践做法和学术观点归纳出回购价格确定的可选方案，并采取对比分析的方法结合前述提出的确定回购价格的影响因素，说明统一以买入价格作为回购价格系各方案中的更优选择。

	诚如意见所言，责令回购制度并非在全球资本市场推广成熟的制度，相关案例较少，本文主要参考了洪良国际案和欣泰电气案，但并未详细展开，一方面的原因是关于洪良国际案，国内已有不少学者研究过，本文也引用了相关观点；另一方面，本文主要是在《实施办法》出台背景下，围绕《实施办法》第4条展开论述，针对其中的问题提出相应方案以供商榷。相信随着股票发行注册制全面推行，运用责令回购制度规制欺诈发行上市行为的案例也将涌现，结合案例实证分析以提出更加合理的解决之策也是笔者今后研究的方向。
--	--

稿件篇名	《欺诈发行上市责令回购制度实施背景下回购价格的合理确定》
外审意见 4	中国证监会《欺诈发行上市股票责令回购实施办法（试行）》第4条规定在发行人欺诈发行的情况下，应当责令其回购已发行股票，回购价格在市场基准价、投资者买入价和发行人承诺价三者之间采用较高者，旨在保护投资者，兼顾惩戒不法行为。在回购对象包括了二级市场投资者的情况下，这样的规定与最高人民法院的司法解释保持了一致，感觉并无大的不妥。本文提出应当统一以投资者买入价为回购价格，以兼顾公平和效率。这种学术争议是有益的。作者对证监规定的原意做了准确的理解，收集了大量资料，从多方面论证其观点，与证监会争鸣。这是值得鼓励的。 对《证券法》第24条的理解，本文认为该条第1款的性质是恢复原状，新增加的第2款自然秉承第1款，也是要恢复原状；而证监会的做法则是侧重对投资者的损害赔偿，与恢复原状的精神不相一致。提出这样的问题是有价值的。至于观点是否正确，都还可以讨论。 文章在表达上是清楚的，无须作文字修改。
作者回复 4	感谢审稿专家的宝贵意见。

外审评议和作者回复（若有）是文章的过程性材料，隐名后的有价值讨论可公开。如研究中使用该内容，辛苦您在研究成果上注明引文和出处。

一、回购价格确定规范的历史沿革

表 1 回购价格确定规范的历史沿革

时间	规范文件	是否规定回购价格确定方式	主要逻辑
2013 年	《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》	否	/
2019 年	《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）（征求意见稿）》	是	股票交易价格和投资者买入价格的较高者作为回购价格
2019 年	《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》	否	/
2019 年	《证券法》	否	/

2020 年	《欺诈发行上市股票责令回购实施办法（试行）（征求意见稿）》	是	承诺价格恒优先；否则选择揭露日前的市场交易价格和投资者买入价格中的较高者
2023 年	《欺诈发行上市股票责令回购实施办法（试行）》	是	以承诺价格、基准价格和投资者买入价格三者中的最高者作为回购价格

2013 年证监会发布的《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》中提出的承诺回购制度是责令回购的前身，但是该意见未对回购价格的确定作出限制性的规定。最早对回购价格的确定作出明确规定的是证监会 2019 年发布的《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）（征求意见稿）》，¹然而，后续正式公布的《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》中却将征求意见稿中关于回购价格确定的条款删去。2019 年欺诈发行上市责令回购制度被吸收进新《证券法》中，但新《证券法》并未规定回购价格确定条款。2020 年《欺诈发行上市股票责令回购实施办法（试行）（征求意见稿）》（以下简称《实施办法（征求意见稿）》）对欺诈发行上市责令回购制度实施的关键性问题作出回应，其中第 4 条再次对回购价格的确定作出规定，但是其确定回购价格的逻辑与 2019 年《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）（征求意见稿）》中的规定又略有不同。2023 年《实施办法》正式公布实施，回购价格确定条款仍为第 4 条，但是该条款在 2020 年征求意见稿的基础上又做了调整。

二、责令回购措施的性质与功能定位综述

关于责令回购措施的性质与功能定位，立法者和学者们的理解莫衷一是。立法者在《实施办法》的立法说明中指出责令回购措施实质上是一项由监管机构主导的民事损害救济制度；²而有论者认为责令回购实际上是一种民事责任承担方式，目的是赔偿投资者因欺诈发行遭受的损失（郭锋 等，2020；朱锦清，2021）；有的论者则认为宜将责令回购作为欺诈发行中受损投资者的退出机制，因为它并不能实现充分赔偿投资者损失的目标（彭雨晨，2020；梁俊凯，2021）；有的学者注意到责令回购的行政属性，试图说明责令回购或是一种行政命令（杨亚威，2020），或是一种行政强制措施（孙泽杭，2022）；也有的学者主张责令回购是与恢复原状、民事赔偿有别的公法目的下有限私法自治的一种特殊的法律责任承担方式（孙秀振，2019）。

三、比较法上关于回购对象范围的不同立场

关于回购对象范围这一问题，比较法上以美国和香港地区为代表各持不同立场。美国《1933 年证券法》第 12 条（a）款 2 项是受欺诈的投资者请求回购的依据，最高法院在审理 *Gustafson v. Alloyd Co., Inc* 案时采狭义理解，认为该项仅适用于发行人的首次出售，而不适用于二次交易，因为购买合同与招股说明书不同，即使购买合同的复述是招股说明书中的一部分（莱瑞·D·索德奎斯特，2004）；而依据香港《证券及期货条例》第 213(2)b 条，当存在欺诈发行等违反条例的情形时，原讼法庭可以作出命令饬令相关责任主体向交易对方发出回购要约。在洪良国际案中，原讼法庭饬令洪良向之前在首次公开招股中认购洪良股份或

¹ 《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）（征求意见稿）》第六十八条第五款。

² 证监会.关于《欺诈发行上市股票责令回购实施办法（试行）》的立法说明[EB/OL]. (2023-02-17)[2023-04-20]. <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101953/c7121844/content.shtml>

在二级市场买入洪良股份的投资者提出回购建议，³可见香港式的责令回购所面向的对象既包括发行市场的投资者，也包括交易市场的投资者。

四、责令回购制度的前身：承诺回购制度

根据承诺回购制度的规定，发行人及其控股股东应在公开募集及上市文件中公开承诺，如果招股说明书存在虚假陈述，将依法回购股票。以科创板为例，为规范科创板试点注册制首次公开发行股票的信息披露行为，证监会在 2019 年发布了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 41 号——科创板公司招股说明书》，这是欲申请在科创板上市的发行人编制招股说明书时具有重要参照意义的规范性文件，该准则第 93 条系关于承诺事项的披露规定，该条明确列举应当披露的承诺事项的种类，其中就包括对欺诈发行上市的股份购回承诺。基于此，许多公司在招股说明书等证券发行文件都有对欺诈发行上市的股份购回承诺事项的相关记载，有的还明确了回购价格，例如，北京燕东微电子股份有限公司在其招股意向书中表示如果公司存在欺诈发行上市行为，将以二级市场价格回购该次公开发行的全部新股。⁴如果投资者购买了该公司的股票则应当视为投资者与发行人及其控股股东、实际控制人就回购价格的确定达成了一致意见。当然，从发行人披露的信息看，也有的发行人及其控股股东、实际控制人并未对回购价格作出承诺，比如，三未信安科技股份有限公司在其招股说明书中就欺诈发行上市的股份回购作出了承诺，但是并未像北京燕东微电子股份有限公司一样对回购价格一并作出承诺。⁵

五、“平均价格”的不同理解与计算方法

对于“平均价格”该如何解释，出现了不同的理解和计算方法，大抵上分为以下四种：算术平均法、加权平均法、先进先出法和移动加权平均法。所谓算术平均法即将每次买入股票的价格简单相加再除以买入次数；加权平均法即将每次买入股票的数量与买入价格相乘并求和，然后除以每次买入股票的总数量；先进先出法即假定先买进的股票先卖出，余下持有的股票买入价以对应买入股票的加权平均价格确定；移动加权平均法即以每次买入股票的总价加上原来持有股票的成本，除以每次买入股票的数量与原先持有股票的数量之和。例如，假设某上市公司作出虚假陈述之日为 1 月 1 日，某投资者于 2 月 1 日以 4 元/股买入该公司股票 100 股，2 月 10 日又以 6 元/股买入 200 股，2 月 20 日以 5 元/股卖出 100 股，3 月 1 日以 8 元/股买入 200 股，3 月 10 日以 6 元/股卖出 200 股，4 月 1 日虚假陈述被揭露，揭露日后该投资者还持有 200 股。若采算术平均法，该投资者买入股票的平均价格= $(4+6+8) \div 3=6$ 元/股；若按照加权平均法，买入股票的平均价格= $(4 \times 100+6 \times 200+8 \times 200) \div (100+200+200)=6.4$ 元/股；若按先进先出法，2 月 20 日以 5 元/股卖出为 2 月 1 日买入的 100 股，3 月 10 日卖出的为 2 月 10 日买入的 200 股，则其仍持有的 200 股为 3 月 1 日买入的 200 股，因此买入股票的平均价格为 8 元/股；若按移动加权平均法，2 月 10 日买入股票后的买入平均价格= $(4 \times 100+6 \times 200) \div (100+200)=16/3$ 元/股，2 月 20 日卖出股票后，买入股票的平均价格= $[(16 \div 3) \times 300-5 \times 100] \div (300-100)=5.5$ 元/股，3 月 1 日买入股票后，买入股票的平均价格= $(5.5 \times 200+8 \times 200) \div (200+200)=6.75$ 元/股，3 月 10 日

3 香港证监会.洪良因首次公开招股章程内容失实被命令以 10.3 亿元提出回购建议[EB/OL].(2012-06-20)[2023-03-23].<https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=12PR63>.

4 北京燕东微电子股份有限公司.北京燕东微电子股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股意向书[EB/OL].(2022-11-30)[2023-03-28].http://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2022-11-30/688172_20221130_FP9Z.pdf.

5 三未信安科技股份有限公司.首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书[EB/OL].(2022-11-29)[2023-03-23].http://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2022-11-29/688489_20221129_5M50.pdf.

卖出股票后，买入股票的平均价格= $(6.75 \times 400 - 6 \times 200) \div (400 - 200) = 7.5$ 元/股。四种方法计算出的投资者买入的平均价格分别是 6 元/股、6.4 元/股、8 元/股、7.5 元/股，显而易见，不同的理解的计算方式得出的结果不同。

该附录是所刊论文的组成部分,如研究中使用该内容,辛苦您在研究成果上注明引文和出处。