



“自我投资”：上市公司股份回购中 场外衍生品应用

胡锡莎 吴昭翼 付治宽

摘要 上市公司股份回购是资本市场的基础性制度安排。在境外成熟市场，上市公司可以与投资银行合作借助场外衍生品协助回购，实现回购股份、控制成本、管理风险的多重目的。本文介绍境外主要资本市场对上市公司通过场外衍生品开展股份回购的监管思路及具体要求，以及在股份回购中采用累计回购期权、加速回购等场外衍生品的实践及效果。2020年以来A股上市公司采取场外衍生品协助回购的案例持续增加，为促进规范使用场外衍生品实施回购，助力上市公司提质增效，建议给予更多业务包容度，支持股票实物交割，加强信息披露要求，并内外防范内幕交易等违规行为。

关键词 股份回购 场外衍生品 安全港 内幕交易

上市公司股份回购是资本市场的基础性制度之一，具有平抑股价波动、替代现金分红、优化公司治理结构等功能，是市场内生稳定机制重要环节，对于维护上市公司价值、健全投资者回报机制、吸引更多中长期资金入市具有重要作用。通过场外衍生品开展上市公司股份回购是股份回购的重要方式之一，近年来美股等境外市场应用逐渐增多，国内市场也开始有一些业务实践。相对于公开回购和要约回购，这种方式具有控制成本和管理风险等效果，而国内相关研究较少。本文在国内上市公司股份回购制度建设及实践现状基础上，着重梳理采用场外衍生品开展股份回购的境内外监管要求及业务实践，并尝试提出促进业务发展的建议。

一、我国上市公司股份回购特征事实

（一）股份回购规则框架基本健全，回购更加便利和市场化

2005年之前《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）对股份回购实施“原则禁止、例外允许”，经过2005年、2018年两次《公司法》修订和随后证监会等部委、交易所发布《关于支持上市公司回购股份的意见》《上市公司股份回购规则》《上市公司回购股份实施细则》，对股份回购的适用情形、决策程序、回购方式、信息披露等不断完善，构筑了防范内幕交易和市场操纵的防火墙，形成了多层次股份回购制度规则体系（表1）。从制度演进来看：一方面，逐步放松回购条件，减少回购限制。股份回购经历了审批制、备案制到取消备案要求；除用于减少注册资本外，其

胡锡莎，华泰证券股份有限公司金融创新部总经理；吴昭翼，华泰证券股份有限公司金融创新部数字化创新团队负责人；付治宽，华泰证券股份有限公司金融创新部。本文系个人观点，与所在机构无关。



表 1 股份回购制度历次修订要点

时间	主要修订内容
1993 年 12 月《公司法》	规定了两种回购事由：即减资和与持有公司股份的其他公司合并
2005 年 10 月《公司法》	增加了两种事由：将股份奖励给本公司职工，股东因对股东大会合并、分立决议持有异议而要求回购。规定了股份回购的决策程序、回购股份的持有期限、回购比例
2008 年 10 月证监会《关于上市公司以集中竞价交易方式回购股份的补充规定》	将股份回购由审批制改为备案制。规定了集中竞价方式进行股份回购的信息披露、回购申报价格、交易时段、禁止回购窗口期。明确了防范内幕交易要求
2015 年 8 月证监会等四部委《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》	大力支持回购，新增回购情形：上市公司股票价格低于每股净资产，或者市盈率或市净率低于同行业上市公司平均水平达到预设幅度的。支持上市公司发行优先股、债券等方式筹集回购资金
2018 年 10 月《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》	适应市场新变化新需求，增加股份回购情形：员工持股计划或股权激励，转换上市公司发行的可转债，上市公司维护公司价值和股东权益所必需。简化决策程序，大部分情形只需董事会决议即可。设立库存股制度，延长回购股份的持有期限至最长三年。放宽股份回购的资金来源，提高回购实施可行性
2018 年 11 月证监会、财政部、国资委《关于支持上市公司回购股份的意见》	新增回购情形：股价低于每股净资产、连续 20 个交易日内跌幅累计较大的，可以进行股份回购。鼓励上市公司完善自身股份回购机制。将股份回购视同现金分红，纳入现金分红的比例计算。对特定情形下回购减少注册资本的，豁免上市时长和回购窗口期要求。鼓励回购用于股权激励和员工持股计划。鼓励增发优先股等方式筹集回购资金
2019 年 1 月至 2022 年 1 月证监会《上市公司股份回购规则》、沪深交易所《上市公司回购股份实施细则》	归并整合前期制度，构建股份回购的规范指引：明确四大类股份回购适用情形和细分情形。删除股份回购备案的要求。对以集中竞价方式回购股份和要约方式回购提出专章要求。明确回购程序和信息披露要求。放宽回购期限至最长 12 个月。对股东、董监高等敏感主体在回购期间减持行为采取严格监管。强化监管执法，明确相关主体的法律责任
2023 年 12 月证监会修订《上市公司股份回购规则》	放宽回购情形：连续 20 个交易日内收盘跌幅下调至 20%、收盘价低于最近一年最高收盘价 50% 的。取消禁止回购窗口期。放宽上市时长至六个月。增加每日可回购时段

他情形不强制要求股东大会审议；放宽回购情形至四大类，其中因维护公司价值和股东权益实施回购的又包含细分情形；取消禁止回购窗口期，日间不可回购时段仅限于集合竞价。另一方面，更加注重信息披露和保护投资者利益。严格上市公司内部审议程序和信息披露责任；加强内幕信息管理和知情人交易行为监管；规范相关股东和董监高在回购期间的减持行为；严格监管执法，打击利益输送和忽悠式回购。

（二）股份回购活跃度提升，民营企业、中小市值企业构成回购主力

2018 年《公司法》有关股份回购的

条款修订之后，股份回购明显活跃起来。2019 年至 2024 年 2 月末，沪深市场共有 1 925 家上市公司实施股份回购，累计回购金额 4 909 亿元（表 3）。2019—2023 年，年均有 528 家上市公司实施股份回购，年均回购金额约 884 亿元。2020 年以来，实施股份回购的上市公司数量逐年提高，2024 年 1—2 月份约 700 家上市公司新增披露股份回购预案，约 970 家公司实施回购，回购金额 485.3 亿元，已占到 2023 年全年回购金额的 60%（表 2），反映在市场低迷期间实施股份回购更加踊跃，为维护市场稳定发挥了积极作用。



表 2 近 5 年沪深市场上市公司实施股份回购

年份	实施回购的上市公司 (家数)	实施回购金额 (亿元)
2019	537	912.69
2020	333	615.18
2021	461	1 145.46
2022	600	947.58
2023	711	802.32
2024 年 1-2 月	970	485.30

数据来源: 同花顺数据库中的“公司资料—股本情况—股份回购方案和股份回购实施明细”。按照上市公司回购进展公告所属年份, 统计公司家数和回购金额。上市公司实施股权激励, 以及多类情形导致上市公司回购尚未解除限售的限制性股票的, 不纳入统计范围。

1 925 家实施回购的公司中有 1 669 家民营企业 (含合资企业), 占比 86.7%, 民企回购金额 3 915.89 亿元, 占比近 79.8%。中央和地方国企的占比较小, 可能与这类企业通过股份回购实施持股计划、员工激励的意愿不强, 且审批链条长、涉及环节多等因素有关。国务院国资委在 2024 年将计划全面推开上市公司市值管理考核, 将市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核, 引导上市公司重视企业内在价值和市场表现, 预计中央企业开展股份回购的动力将增强。

2019 年至 2024 年 2 月末, 实施回购的主板、创业板、科创板公司的回购金额占比分别为 91.26%、6.76%、1.99%, 单家公司平均回购金额分别为 3.64 亿元、1.07 亿元、0.78 亿元, 反映主板公司的回购意愿和回购金额相对较高。市值 300 亿元以下上市公司 1 733 家, 回购金额 2 440 亿元, 占比 49.7%, 反映中小市值公司的回购意愿强、回购金额居多, 这可能是由于处于成长阶段的中小公司通过股份回购进行市值管理和股权激励的积极性高。市值 1 000 亿元以上公司 53 家, 回购金额 1 503 亿元, 占比 30.5%, 其中主板公司的回购金额较大, 反映处于成熟期企业的现金流相对充裕, 像格力电器、美的集团累计回购金额都超 200 亿元, 如表 3 所示。

(三) 股份回购规模仍偏低, 回购注销占比较小且回购方式比较单一

受资本市场发展阶段、上市公司盈利能力、股票回购规则等因素影响, 当前上市公司股份回购还存在以下特点: ①股份回购金额相对现金分红偏低。2019 年至 2024 年 2 月末, A 股上市公司现金分红约 8.3 万亿元, 股份回购金额是现金分红规模的 5.9%; 上述开展股份回购的 1 925 家公司现金分红约 2.65 万亿元, 股份回购金额

表 3 实施回购上市公司的板块、市值和回购金额 (2019 年至 2024 年 2 月)

市值分布 (亿元)	主板		创业板		科创板		合计	
	回购金额	公司数量	回购金额	公司数量	回购金额	公司数量	回购金额	公司数量
100 亿元以下	897	721	278	419	122	214	1 297	1 354
100 亿~300 亿元	941	265	145	74	57	40	1 143	379
300 亿~500 亿元	458	72	23	10	6	6	487	88
500 亿~1000 亿元	445	41	14	3	20	7	479	51
1000 亿元以上	1 408	42	90	8	5	3	1 503	53
总计	4 149	1 141	550	514	210	270	4 909	1 925

数据来源: 同花顺数据库中的“公司资料—股本情况—股份回购方案和股份回购实施明细”。根据数据库中 2024 年 2 月末上市公司总市值统计。同一家公司多次开展回购的, 在公司数量中只计一家。



占现金分红的比例只有 18.5%。而美股回购金额常年高于现金分红，2021—2023 年美股的该比例约在 130%~160%。^②回购注销占比较低。与微软、苹果、英伟达等美股公司回购主要用于注销不同，A 股上市公司股票回购大多用于员工持股计划、股权激励和维护股价稳定，回购注销占比很低，通过缩减股本、从而提高每股收益和回报投资者的效果不明显。回购注销较少，可能一方面与《公司法》规定的减资程序复杂、减资触发债务清偿条款等因素有关^①，另一方面与很多公司处于成长阶段，回购股份优先用于开展员工持股计划、限制性股票激励有关。^③回购方式比较单一。除要约回购方式外，上市公司只能在二级市场竞价买入股票，特别是在回购金额较大时，缺少专业的风险管理工具，不易控制回购成本，不易规避股价冲击，一定程度影响回购意愿和回购规模。

二、采用衍生品回购股票的境外监管要求与实践

股票回购是境外成熟市场上市公司实施并购重组、提振市场信心、替代现金分红、优化治理结构的必要手段。以美国为例，近年来受宽松货币政策、税制改革、企业海外资金回流等影响，上市公司资金充裕、积极开展股份回购，促使回购成为美股牛市的重要因素，2022 年标普 500 指

数成分股公司回购与分红金额合计 1.5 万亿美元，其中回购金额占比 61.5%。在境外市场上，上市公司股票回购的方式包括公开市场回购、要约回购^②和场外市场回购三类。与前两类回购中普通股东享有直接将股票出售给上市公司的机会不同，场外市场回购指上市公司有选择性地向单一或特定股东买入股票，主要通过上市公司与投资银行开展场外衍生品交易协助完成。采用场外衍生品回购股票具有控制成本和管理风险等效果，近年来在美股等境外市场应用逐渐增多。下文简要介绍采用衍生品回购股票的境外监管要求及实践。

（一）采用衍生品回购股票的相关境外监管要求

1. 股份回购的一般要求：“安全港”条款和信息披露要求

与中国香港市场等对股份回购交易行为实施严格限制^③不同，美国、日本、法国、德国等主要通过制定“安全港（Safe Harbor）”条款规范公开市场回购交易行为，注重防范内幕交易、市场操纵等违法行为。安全港条款并非给回购交易实施强制限制，而是保护遵守条款的上市公司尽量免于被认定为市场操纵等违法行为。

以美国为例，1982 年美国证监会（SEC）修订《1934 年证券交易法》（Securities Exchange Act of 1934）10b-18 规则，允许上

- ① 《公司法》第二百二十四条第二款：公司应当自股东会作出减少注册资本决议之日起十日内通知债权人，并于三十日内在报纸上或者国家企业信用信息公示系统公告。债权人自接到通知之日起三十日内，未接到通知的自公告之日起四十五日内，有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保。
- ② 公开市场回购指上市公司在二级市场自主回购股票，要约回购指上市公司向全体股东按照固定价格同时发出回购要约。
- ③ 部分国家和地区针对公开市场回购没有制定安全港条款，而是对回购交易实施强制性限制。比如香港市场对公开市场回购的价格限制是上市公司买入价格不得超过前 5 个交易日平均收盘价的 5%，A 股回购规则也对集中竞价交易方式实施强制性的交易申报限制。



市公司在公开市场回购股票时适用“安全港”条款(表4),该条款规定了回购方式、时间、价格、数量等,如果回购交易行为满足该条款,则股份回购较大概率可以被豁免内幕交易和市场操纵责任。2000年,SEC制定了针对内幕交易的10b5-1规则,允许上市公司按照事先制定好的回购计划实施回购,如面临内幕交易指控,上市公司可为符合条件^①的回购交易行为进行积极抗辩。

相比交易行为规范,SEC对股票回购信息披露要求比较薄弱,直至2003年SEC修订Regulations S-K条款,要求上市公司在季报和年报中披露每个季度的回购数量、价格等情况。此外,2022年SEC修订Rule 10b5-1,为加强内幕交易监管和保护投资者利益,出台为内幕人士的交易增设冷静期、披露内幕交易政策和内幕人士交易情况等措施,亦适用到相关股票回购交易。

2. 针对采用衍生品回购股票的特殊要求

根据国际证监会(IOSCO)2004年发布的《股票回购报告》^②,各个国家和地区对上市公司采取衍生品回购的监管做法不一致,意大利、巴西、马来西亚等主要考虑到普通股东没有参与机会,可能存在公平性问题,暂不允许这类回购方式。成熟资本市场包括美国、英国、日本、法国、德国和中国香港采取包容态度,没有明文禁止上市公司使用衍生品回购,原则上只要上市公司自身章程没有禁止,就可以采取衍生品回购方式。

IOSCO提出担心使用衍生品回购、由交易商对冲交易的做法可能削弱对回购限制措施的实施效果。为此,各地监管机构提出了差异化的监管要求^③,其中法国对衍生品回购的规范措施最为详细。这些监管要求集中体现在:一是使用衍生品回购遵循审慎原则,需要经过股东会或其授权机构的决策;二是衍生品回购虽然不适

表4 美国“安全港”规则要点

交易方式	为避免公司委托多家证券商进行股份回购,制造交易活跃的表象,回购交易如果由发行人主动提出,则只能通过一个经纪商或者交易商进行
回购时间	不能在交易日开盘时和收盘前的半小时内进行,因为这段时间内的市场活动被认为对市场交易走向与股价产生重大影响。2003年修订要求,以日均交易量价值(Average Daily Trading Volume, ADTV)和可流通价值(Public Float Value, PFV)测试来确定回购方必须暂时退出市场的时点,流动性较好的公司可以放宽到收盘前10分钟 ^④
回购价格	回购价格不得超过当前最高独立买价及本交易日内最高独立买价之间的高者
交易数量	每日回购数量不超过该股票过去四周日均交易量的25%。由公司关联人购买的公司股份视为公司本身回购的股份,购买数量合并计算,共同受到每日最高回购数量的限制

- ① 满足以下条件才能适用Rule 10b5-1。第一,交易计划是提前制定的。合约、交易指示或书面计划是提前制定的,且制定时上市公司不拥有重大未公开信息。第二,交易计划有明确细节。合约、交易指示或书面计划包括数量、价格、购买日期,或者这些细节由经纪商决定。第三,上市公司不干预后续交易。合约、交易指示或者书面计划明确上市公司后续不会干预交易执行,但可以保留终止回购的权利。第四,上市公司要遵守善意原则,承诺不违反rule 10b-1。第五,买入行为必须遵守交易计划。上市公司不能改变、偏离原定交易计划。
- ② 国际证监会(IOSCO)技术委员会在2004年2月发布的REPORT ON STOCK REPURCHASE PROGRAMS。
- ③ 部分国家和地区对上市公司使用衍生品回购的要求,见增强出版,中国知网—《金融市场研究》。
- ④ SEC认为,股票流动性越好,发生市场操纵的概率越小,因此允许达到一定流动性标准的发行人延长回购交易的时间段。流动性较好的股票(ADTV超过100万美元、PFV超过1.5亿美元)可以延长交易时段,在收盘前10分钟内不得进行回购交易,而其他发行人在收盘前半小时内不能进行回购交易。



表 5 卖出看跌期权、股票加速回购与累计回购期权

	卖出看跌期权	股票加速回购	累计回购期权
股票买入执行方	投资银行	投资银行	投资银行
基本结构	上市公司期初收取期权费。期权到期时，如果股价低于行权价，则上市公司行权，按照行权价从投资银行买入股票。如果股价不低于行权价，上市公司获得期权费收入，但上市公司仍需通过公开市场回购买入目标数量的股票	投资银行先向机构投资者借入股票（约预估数量的80%），将股票出售给上市公司，上市公司按照市价支付资金。之后投资银行在二级市场买入股票，并将股票逐渐归还给出借人	上市公司支付保证金，无额外期权费。当日股票收盘价高于目标价格，按照既定数量建仓；当日收盘价低于目标价格，以一倍或多倍数量建仓。收盘价高于敲出价格的，当日暂停建仓或终止期权交易
每股回购成本	期权行权价扣减期权费	回购成本为期间每日成交量加权平均价格（VWAP）的均值扣减一定折扣	期权目标价格（一般低于期初价格）
回购数量	看跌期权合约确定的股票数量	回购数量 = 固定金额 / 每股回购成本。如果期初交割的股数不足，则期末投资银行再交割剩余股票。如果期初交割股票过多，双方协商结算	视股价波动而定，回购数量具有不确定性。为保证回购数量，可以搭配使用其他回购方式
效果	降低了股票回购的成本	上市公司期初收到股票，立即将股票用于注销或股权激励，或帮助公司巩固其所有权、应对恶意收购	锁定每股回购成本。股价下跌行情中可以实现加速建仓

用安全港条款下的责任豁免，但交易商的对冲交易行为要符合安全港条款关于交易行为的规定；三是交易双方要采取有效措施防范内幕交易、市场操纵等不当行为。

（二）采用衍生品回购股票的实践及效果

境外市场主要运用回购股票的场外衍生品类型主要有卖出看跌期权（Selling Put）、股票加速回购（Accelerated Stock Repurchase）、累计回购期权等（表 5）。

1991 年 SEC 开始允许上市公司卖出挂钩自身标的的看跌期权交易^①，由于卖出看跌期权可以获得期权费收入、降低股份回购成本，1997—2000 年期间每年有 30~40 家上市公司卖出看跌期权，成为此阶段协助实施回购的重要工具。微软公司在 1995—2000 年回购金额超过 150 亿美元，卖出看跌期权的期权费收入占回购成本的 11% 左右，占微软年度净利润的 3%~12%，显著起到了降低回购成本的作用。根据 2004 年 3 月 15 日之后上市公司披露的季报或年报显

^① 1991年2月SEC给芝加哥期权交易所（CBOE）的一封no-action letter允许上市公司卖出挂钩其自身股票的虚值看跌期权，同年，SEC同意上市公司在场外市场卖出看跌期权。



示^①, 股票加速回购、累计回购期权、折价回购期权等场外衍生品得到广泛应用, 满足上市公司对控制回购成本和提高回购效率的诉求。根据有关文献显示, 2004—2015年期间美国采取股票加速回购的上市公司有 549 家次, 协助美股回购金额 4 283 亿美元, 占美股回购金额的比例不断提高, 2017 年通过股票加速回购金额 480 亿美元, 占美股回购金额的 10.5%。

有诸多文献专门研究美国市场使用场外衍生品回购的实施效果。Gyoshev(2001)研究 20 世纪 90 年代看跌期权在股票回购中的应用, 通过对比同行业、同规模的企业, 发现使用看跌期权的公司往往具有高盈利、高研发支出和更充裕现金流的特点, 卖出看跌期权后的股价表现更好, 证明卖出看跌期权能提高股份回购的实施效果, 更有效地向市场传递公司质量良好的信号。Cook & Kim (2006) 基于 1991—2005 年的衍生品回购数据研究发现, 在 20 世纪 90 年代上市公司主要采取卖出看跌期权方式, 2004 年之后股票加速回购和其他衍生工具则占主流。相对于公开市场回购, 规模较大、对外投资较大的公司倾向于使用衍生品回购, 使用衍生品回购的公司 ROA 和 ROE 展现出更好盈利性, 投资者愿意为此类公司付出更高溢价。Krishnana & Sircar (2023) 研究发现, 股票加速回购已经是美国市场仅次于公开市场回购的回购方式, 交易商负责在二级市场购入股票,

有动力来降低获得股票的成本。

境外上市公司使用场外衍生品协助回购有以下特点。①因市制宜选择场外衍生品。上市公司在牛市中倾向于卖出看跌期权或买入看涨期权, 在震荡市中倾向于累计回购、折价回购期权, 以控制回购成本。上市公司对回购效率要求高的, 倾向于选择股票加速回购, 尽快收到股票用于注销股本或者股权激励等。政策因素也会影响使用场外衍生品的意愿, 比如美国 2022 年 8 月通过《通胀削减法案》(Inflation Reduction Act) 决定对 2023 年之后的股票回购加征 1% 消费税, 随后多家上市公司宣布采取加速回购方式尽快完成回购, 以规避税收政策影响。②将使用场外衍生品回购与公开市场回购结合起来。在回购金额较大的情况下, 为保证回购数量达到目标水平, 上市公司会同步采取场外衍生品回购和公开市场回购, 例如英特尔在 2020 年 8 月披露拟通过股票加速回购 10 亿美元, 作为总额 20 亿美元回购计划的一部分; Twitter 于 2022 年 2 月披露拟开展 40 亿美元的股票回购方案, 其通过股票加速回购和公开市场回购的规模分别为 20 亿美元。

三、境内上市公司使用场外衍生品回购“崭露头角”

目前, 国内证券公司已经将代理上市公司股票回购作为经纪业务的一部分, 可

① 2003年12月美国证监会修改《1934年证券交易法》的Regulation S-K条款, 要求上市公司在季报或年报中披露其每季度回购股票的数量、价格等, 也包括使用场外衍生品协助回购的更多信息, 其中Regulation S-K item 703要求上市公司披露回购目的, 回购数量制定标准, 和通过除公开宣布的回购计划之外的方式回购股票的数量以及交易的性质(交易是通过公开市场交易、要约回购、满足个性化目标的卖出看跌期权, 以及其他交易方式)等。但美国法律没有要求上市公司对此类衍生品交易做特殊的信息披露要求, 回购所使用衍生品具体结构、结算交割、盈亏信息等较难通过公开信息获取。



以提供算法交易能力、信息披露咨询等服务。上市公司综合公司治理、财务状况、股价表现等因素制定适合自身的回购计划，这与场外衍生品的专业化、定制化、灵活性特征非常契合。2020年以来，证券公司不断探索使用场外衍生品服务上市公司股份回购，实践案例逐渐丰富，呈现出以下特征。

①采取场外衍生品协助回购的公司数量不断增加。2020年至2024年2月末，有21家公司披露在23轮回购中使用场外衍生品，其中云南白药、鸿远电子分别在2轮回购中使用场外衍生品。从企业性质和行业分布来看，21家公司中有5家国有企业和16家民营企业，涉及医疗保健、医药生物、电子等多个行业。从股票回购用途看，有2家公司用于注销，其余用于员工持股计划、股权激励、可转债转股。②上市公司对回购计划的执行力度较强。21家公司中有9家已完成回购，实际回购金额65.45亿元。其中有7家公司实际回购金额或回购股数占回购方案计划规模的70%以上，反映上市公司具有真实回购意愿，认真执行回购计划。③上市公司履行了内部审议程序和信息披露义务。上述公司使用衍生品协助回购基本履行了董事会审议程序，4家公司可能因为回购金额较大、回购用于注销等因素进一步履行了股东大会审议程序。经董事会审议后都及时履行信息披露义务，在回购方案或回购进展公告中披露了场外衍生品交易的目的、风险控制措施等。但上市公司披露内容存在差异，个别公司披露了场外衍生品的具体品种、衍生品交易的每期结算损益等信

息，其余公司未披露这些交易细节信息。

客观来讲，允许采用衍生品回购方式，为一部分上市公司在平衡回报投资者和控制回购成本之间提供了更多选择，一定程度上提高回购的风险管理精细程度。与公开市场回购相比，上市公司使用场外衍生品协助回购有以下额外效果。①有利于控制回购成本。发挥证券公司的产品设计和交易能力，比如与上市公司开展累计回购期权、折价回购期权交易，帮助上市公司达成回购目标和控制成本的双重需求，规避股价波动风险。②彰显真实回购意愿。有的公司对股份回购高承诺、低执行，这种忽悠式回购会侵蚀投资者对股份回购的信心^①。上市公司采取衍生品回购的，需要与证券公司商定回购方案、缴纳保证金、披露交易风险，展现了真实回购意愿和传递价值低估信号，对执行回购计划形成了更强约束力。③有利于防范违规行为。在公开市场回购中，大股东、董监高等敏感主体如果知晓回购操作信息，可能滋生内幕交易、利益输送。采取场外衍生品协助回购的，证券公司独立按照期权模型交易，采用对冲专户交易，由交易所实施监控，减少了违规行为空间。

需要强调的是，使用场外衍生品回购存在上述好处的同时，也面临一定市场风险，即股票价格波动可能导致衍生品估值转负。按照我国企业会计准则，公开市场回购只涉及所有者权益的内部调整，使用场外衍生品可能因衍生品公允价值变动、投资损益变动从而影响公司利润表和应缴税费。

① 仍有忽悠式回购现象，比如某公司2023年存在因未执行原定的回购计划被交易所采取纪律处分的情况。



四、完善上市公司使用场外衍生品协助回购的建议

截至2023年6月，A股非金融类上市公司持有的现金及现金等价物为14.79亿元，占总资产的14.33%，较2020年末累计增加2.89万亿元，反映股份回购发展潜力还很大。《中华人民共和国期货和衍生品法》将单一协议原则、终止净额结算、履约保障、交易报告库等基础制度通过法律形式明确下来，为包括上市公司在内的各类市场主体使用场外衍生品提供了依据。《衍生品交易监督管理办法（征求意见稿）》也为上市公司依法合规参与以其发行的股票为标的资产的衍生品交易预留一定空间^①。证券公司积极响应监管精神，探索运用场外衍生工具在股份回购方面的应用场景，是证券行业服务实体经济发展的应有之义。但A股上市公司使用场外衍生品回购股份属于新兴事物，需要各方积累经验，平衡好防范内幕交易、为股份回购提质增效、保护中小投资者利益之间的关系，为此提出如下初步建议。

①对上市公司使用衍生品回购秉持客观包容的态度。境外成熟市场允许上市公司在股票回购中使用场外衍生品，实践案例也非常丰富，也正是因为真正发挥了风险管理、成本控制的积极效果，促使监管者一直保持客观态度，监管政策倾向于研究规范而非绝对禁止。境内股票回购市场方兴未艾，权益类场外衍生品市场持续规范，允许探索使用场外衍生品协助回购，

满足上市公司和证券公司的双重诉求，有助于提高我国资本市场运行效率。长远来看，可以研究提升规则的包容性，针对衍生品回购研究专门的规范措施。

②采取股票实物交割，支持回购股份的非交易过户。上市公司回购股份应当以获取股票为目的，防止上市公司借回购为名通过场外衍生品交易进行投机活动。对此可以明确要求上市公司与证券公司就场外衍生品交易必须进行股票交割，现金结算只能作为辅助方式。由于现行《证券非交易过户业务实施细则》仅支持继承、捐赠、依法财产分割等特定情形，可以研究在上市公司使用衍生品协助回购的情形下，允许证券公司将购买股票非交易过户至上市公司回购专户，由登记结算机构提供股票非交易过户服务。

③提高信息披露透明度。上市公司对运用场外衍生品情况进行及时披露，在展现真实回购意愿的同时，也有利于市场各方充分理解交易目的和交易情况，避免投资者产生误解误读。沪深交易所自律监管指引^②已对上市公司开展衍生品交易的信息披露做出一般性要求，在已有衍生品回购案例中上市公司的披露内容仍存在差异。建议由上市公司及时准确披露衍生品回购相关信息，包括但不限于：在回购方案中披露场外衍生品交易目的、交易品种、交易规模、风险揭示等，在回购进展公告和结果报告书中披露场外衍生品交易的回购股票数量、价格和实施效果等。

① 《衍生品交易监督管理办法（二次征求意见稿）》第二十条：禁止上市公司或者股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司违反中国证监会、证券交易场所的规定达成以其发行的股票为合约标的物的衍生品交易。

② 《上海证券交易所上市公司自律监管指引第5号—交易与关联交易》《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第7号—交易与关联交易（2023）》。



④严格防范内幕交易、操纵市场等违法违规行。上市公司采取场外衍生品实施回购的，证券公司参与回购方案的前期筹划，还负责回购期间的股票对冲交易，应当全程防范违法违规行为。一是从上市公司筹划方案至回购信息公开披露之前，上市公司和证券公司都要按照监管要求和各自内部制度做好内幕信息管理，规范内幕信息知情人的交易行为，防止内幕信息泄露和不当使用。二是在回购期间，严禁上市公司及其关联方向证券公司泄露敏感

信息、试图控制或影响证券公司的对冲交易行为。为保持与集中竞价交易回购方式下对交易申报限制的一致性，可以要求证券公司的二级市场对冲行为参照集中竞价交易方式下关于交易申报的要求。三是加强对股份回购相关场外衍生品交易的场内外数据联动监测，加强对衍生品交易双方及有关敏感主体的交易行为监测，坚决惩处在股份回购过程中的违法违规行为。N

学术编辑：张毓

参考文献

- [1] 方重,武鹏.上市公司股份回购机制思考[J].中国金融,2018(24):76-78.
- [2] 高榴.我国上市公司股份回购新政:经验借鉴、实施现状与完善思考[J].西南金融,2021(03):3-14.
- [3] 钟瑞祿.再议欺诈发行上市责令回购制度中回购价格的合理确定[J].金融市场研究,2023(07):128-139.
- [4] 朱庆.上市公司股份回购中操纵市场行为认定与豁免探讨[J].证券市场导报,2015(04):62-70.
- [5] Barger L, Kulchania M, Thomas S. Accelerated share repurchases[J].Journal of Financial Economics, 2011,101(1):69-89.
- [6] Gyoshev SB, Tsetsekos G. Synthetic repurchase programs through put derivatives: theory and evidence [D]. Philadelphia:Drexel University, 2002.
- [7] Kwong T, Fok D, Kwong K, et al. An exploratory study of a risk neutral pricing model of accumulators[J]. Journal of Asia Business Studies,2012,6(1):93-113.
- [8] Luning E, Dupont D, Roorda B, et al. Innovation in Corporate Finance: Enhancing Share Buy-Backs with derivatives[D].Enschede:University of Twente,2007.

The Use of OTC Derivatives in Share Buybacks by Listed Companies

HU Xisha WU Zhaoyi FU Zhikuan

(Derivatives & Product Innovation Department of Huatai Securities Co., Ltd.)

Abstract Share repurchases by listed companies are a fundamental component of the capital market. They can have a positive role in stabilizing stock fluctuations, replacing cash dividends, boosting market confidence, and optimizing corporate governance structures. In mature overseas markets, listed companies can cooperate with investment banks to assist repurchases through OTC derivatives, thereby achieving multiple objectives such as controlling costs and managing risks. This article seeks to explain the general regulatory logic for the use of OTC derivatives for share repurchases. It introduces the "safe harbor" rules for share repurchases as well as common OTC derivatives such as accumulator options, accelerated repurchase options in share repurchases. This study finds that more A-share listed companies have used OTC derivatives to assist in stock repurchases since 2020. As share repurchases increase, OTC derivatives will see even wider use in future. In an effort to promote the rules-compliant use of OTC derivatives for repurchases and promote the high-quality development of listed companies, this article makes a number of suggestions such as supporting the physical delivery of stocks, strengthening information disclosure, and preventing insider trading and other regulatory violations.

Keywords Share Repurchases, OTC Derivatives, Safe Harbor Rule, Insider Trading

JEL Classification G32 K22 M21