

“自我投资”：上市公司股份回购中场外衍生品应用（附录 1）

部分国家和地区对上市公司使用衍生品回购的要求

法国	1. 发行人在回购中使用衍生品要遵守审慎原则，考虑使用衍生工具对市场价格波动的影响。2. 股东大会授权机构应当明确通过衍生品回购的股票数量。交易双方交割股票后，发行人持有股票数量占总股本的比例不超过 10%，使用衍生品回购的股票用途应当明确。3. 衍生品回购不适用《市场滥用行为的监管条例（MAR）》的安全港条款，因此不享受可以被豁免内幕交易和操纵市场责任。4. 交易双方需要采取预防措施，保证能向监管层证明其采取了防止市场滥用的预防措施。5. 发行人采取衍生品回购应当及时向市场披露，还要披露衍生品交易项下的交割股票数量、最高价格、交易商购买股票的时间区间。6. 期权存续期至少 3 个月。期权到期日不能在回购方案到期日之后，也不能在年报或半年报发布前两周时间。7. 提供场外衍生品的交易商买卖股票需要遵守安全港条款关于价格、交易量、交易时间等要求。
美国	1. 交易商的对冲行为要作特殊安排，以规避《证券交易法》第 9 条的反操纵条款和 rule10b-5 下的反欺诈条款。2. 根据《证券交易法》rule10b-18，发行人遵守安全港规则的，可能免于承担市场操纵和内幕交易责任。虽然使用衍生品回购不适用安全港条款，但实践中交易商的对冲行为通常要符合 rule10b-18 的规定 ¹ 。
德国	1. 回购股份的决定通常构成内幕信息，会触发对内幕交易的限制和公司的公告义务。对于衍生品回购没有专门的条款，但各方需要遵守《证券交易法》和 MAR 中关于防止内幕交易和市场滥用的条款。2. 对于使用衍生品回购，股东决议应当慎重、内容清晰且经过相应的授权。
英国	1. 上市公司回购需要遵守 2006 年公司法（CA 2006）的和伦交所的规定。如果上市公司开展的交易与股票回购有类似的效果，发行人需要咨询金融监管局（FCA）的意见。2. 衍生品回购不适用 MAR 的安全港条款。
香港	1. 上市公司通过场外市场回购，必须获得出席股东大会或代理出席的无利害关系股东投票投票表决权中至少四分之三的赞成票，且这类回购必须获得香港证监会（SFC）企业融资部执行董事或其代理人的批准。2. 如果上市公司开展的以自身股票为标的的衍生品交易采取现金结算方式，不需要遵守前述规定。3. 交易双方要遵守《公司条例》《证券及期货条例》关于财务援助和市场失当行为的一般规定。

资料来源：lexology tequity derivatives guide 2021。

¹ 以股票加速回购为例，交易商一般会在符合安全港条款关于每日交易数量上限的范围内进行对冲交易，但在一定市场行情下，交易商的每日买入规模可能超过该数量上限。

“自我投资”：上市公司股份回购中场外衍生品应用（附录 2）

外审评议与作者回复

审稿意见

该文观点较为新颖，但研究深度欠缺，尤其是“四、完善上市公司使用场外衍生品协助回购的相关建议”部分较为宽泛甚至牵强，建议进行以下补充修改：

1. 对上市公司股份回购规章实施以来，资本市场上市公司回购情况进行统计归纳（最好分板块），分析出上市公司回购的基本情况及存在的问题。
2. 针对存在的问题，分析其产生的原因，以及可能引发的负面效应。
3. 介绍境外市场使用场外衍生品协助回购法理和监管逻辑。
4. 提出合理、有效且可行的政策建议。由于本文为政策性研究论文，因此，所提建议一定要具有针对性、实效性和可行性。

作者回复

根据外审意见，对文稿调整和说明如下：

1. 修订 A 股股份回购开展情况。新增了分板块统计情况，提出目前回购市场存在的问题及原因，包括回购占比低、回购注销少、回购方式单一。这些问题具有长期性，影响资本市场对中长期资金的吸引力和中小投资者信心。我们认为，资本市场转为以投资者为本的导向，综合施策，注重上市公司质量，才能提高对中长期资金吸引力和提振中小投资者信心。
2. 补充介绍美国市场回购制度演变和衍生品回购实践。补充介绍境外成熟市场使用场外衍生品回购的情况和监管逻辑。我们发现，境外成熟市场既给予上市公司回购更多的选择方式（包括使用衍生品），也注重加强不当交易行为防范。境外市场业界比较关注衍生品回购的实践做法，文献注重于研究衍生品回购的实践效果。
3. 关于建议部分，修订并说明如下：
一是，所提意见具有框架性和初步性。我们基于为上市公司探索使用衍生品回购提供便利条件，加强风险管理，同时防范内幕交易的角度，提出四点可供监管和行业研究探讨的意见。使用衍生品回购属于新兴事物，符合资本市场改革关于加强上市公司监管、提高回报投资者和提升回购效果的政策导向。监管机构秉持包容态度，在依法依规前提下允许上市公司和证券公司探索衍生品回购的实践经验，适时总结实践做法、形成规范指引，更有利于提高回购规则与市场发展、合理需求的适配性，促进回购发挥内在稳定器作用。
二是，所提意见具有问题导向和合规导向。首先，当前上市公司鉴于监管态度不明朗、证券过户便利性的问题，较大影响其使用衍生品回购的意愿，我们有针对性地提出了两点意见。其次，各国监管机构都面临如何防范衍生品回购中内幕交易、操纵等不当行为的问题，措施也集中在加强信批、约束交易商对冲行为、督促交易双方诚信合规等。借鉴国外经验和国际证监会报告建议，在我国回购规则基础上进一步提出，一方面适度加强信息披露，起到约束双方交易行为和避免市场误读的作用；另一方面全流程防范违规行为，在督促市场主体履职尽责的同时，还要拉齐衍生品回购与公开市场回购的限制要求，发挥监测执法的威慑作用。