

# 再议欺诈发行上市责令回购制度中 回购价格的合理确定

钟瑞禄

**摘要：**《证券法》第24条第2款从法律层面确立了欺诈发行上市责令回购制度，但是未对回购价格的确定做出规定。回购价格的合理确定需要考虑责令回购制度的性质与功能定位、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。《欺诈发行上市股票责令回购实施办法（试行）》第4条确立了回购价格确定规则，该条款以承诺价格、基准价格和投资者买入价格孰高作为回购价格基准。这一逻辑看似周全，但其实并不合理，不仅与上位法本意和责令回购措施的性质定位相矛盾，而且与公平和效率原则相悖，还可能诱发市场操纵和道德风险。相比之下，统一以投资者买入价格为基准系更优选择，而投资者买入价格则宜按移动加权平均法计算得出的投资者买入股票的平均价格确定。

**关键词：**责令回购 欺诈发行 回购价格 买入价格 证券法

## 一、问题的提出

信息披露原则系证券法的基本原则，证券发行制度是证券法的核心制度，而欺诈发行行为既违反信息披露原则，又破坏证券发行制度，系证券立法、执法重点关注的违法行为。为有效规制欺诈发行行为，完善证券发行制度，2019年修订的《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）第24条在原《证券法》第26条的基础上增加一款规定，从法律层面确立了欺诈发

行上市责令回购制度，但未能就回购价格确定等实施细节做出规定。<sup>①</sup>为落实欺诈发行上市责令回购制度，乘着股票发行注册制改革的东风，2023年初证监会终于公布了《欺诈发行上市股票责令回购实施办法（试行）》（以下简称《实施办法》）。《实施办法》第4条明确了回购价格确定方式，根据该条规定，发行人或者负有责任的控股股东、实际控制人应以基准价格回购股票，但若投资者买入股票的价格高于基准价格，则应以投资者买入价格回购股票；

钟瑞禄，中央财经大学法学院。感谢审稿专家和编辑部老师提出的宝贵意见，文责自负。

① 《证券法》（2019年修订）第24条第2款规定，“股票的发行人在招股说明书等证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容，已经发行并上市的，国务院证券监督管理机构可以责令发行人回购证券，或者责令负有责任的控股股东、实际控制人买回证券。”



当然，倘若发行人及其他责任主体承诺过以特定价格回购，且该承诺价格高于基准价格和投资者买入股票的价格，则应以承诺价格回购股票。从《实施办法》的内容来看，起草者已尽可能考虑全面，而且从2013年证监会首次提出承诺回购制度<sup>①</sup>到2023年《实施办法》出台，关于回购价格确定方式的规定几经调整。然而，细究《实施办法》第4条，看似逻辑缜密周全，其实不难发现至少还有以下问题值得探讨。

其一，关于承诺价格，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）》）的规定与《实施办法》的规定有所不同，《实施办法（征求意见稿）》规定的是有承诺价格的，承诺价格恒优先，而《实施办法》第4条第2款修改为高于基准价格和投资者买入价格的承诺价格方可作为回购价格。为何做出如此调整？其出发点为何？在有承诺的情况下，一概以较高的承诺价格为准就一定更合理吗？

其二，关于无承诺时回购价格的确定规则，《实施办法》也在征求意见稿的基础上作了修改，将欺诈发行揭露日前的市场交易价格调整为基准价格，但仍保持就高原则。基准价格即欺诈发行揭露日或更正

日后的市场交易价格。为何要将市场交易价格的确定阶段从揭露日前调整为揭露日后？另外，坚持就高原则是否合理？实际上，欺诈发行上市责令回购制度的建立借鉴了香港饬令回购制度。2012年香港原讼法庭曾应香港证监会申请，依据香港《证券及期货条例》第213(2)b条之规定，<sup>②</sup>饬令欺诈发行上市的洪良国际向投资者提出回购建议，并确定回购价格为停牌日的收市价。<sup>③</sup>此外，美国证券立法中亦有类似规定，根据《1933年证券法》第12条(a)款2项之规定，如果在发售或者出售证券时，证券销售人或要约销售人所利用的通信手段或工具、招股说明书或口头交流存在虚假陈述，证券购买人可以要求撤销交易（黄振中，2003），并请求返回价金（托马斯·李·哈森，2003）。有论者认为无论是香港式的饬令回购制度抑或是美国式的撤销交易并返还价金的规定，其理论根基均是“回复原状法”（彭雨晨，2020），亦有注者认为《证券法》第24条是民法“恢复原状”规则在证券市场的运用（郭锋等，2020）。但是，三者确定回购价格时却采取了不同基准，其原因为何？何种方式更切实可行？

对以上问题的回答构成了本文的脉络

① 《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》（中国证券监督管理委员会公告〔2013〕42号），第二（1）3项。  
② 根据香港《证券及期货条例》第213(2)b条之规定，如某人曾经（或看来是曾经）、正在或可能牵涉入第(1)(a)(i)至(v)款提述的任何事项，不论该人是否明知而牵涉入该等事项，原讼法庭可应证监会申请饬令该人采取原讼法庭指示的步骤，包括使交易各方回复他们订立交易之前的状况的命令。  
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)[2023-05-18]. <https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=12PR63>

与骨架。首先，本文将论述在新《证券法》欺诈发行上市责令回购制度实施背景下合理确定回购价格的影响因素；然后，在此基础上检讨《实施办法》第4条（回购价格确定条款），分析该条规定存在的主要问题；最后，通过与其他回购价格确定方案比较，说明以投资者买入价格作为基准是确定回购价格的更优选择。

## 二、合理确定回购价格的影响因素

欺诈发行上市责令回购制度的构建至少包括以下六个方面：实施主体、触发条件、回购范围、回购价格、实施程序、强制措施等（孙秀振，2019），其中回购价格能否合理确定是影响该制度能否有效实施的关键因素。因此，必须全面考量影响回购价格确定的各类因素，并在此基础上确定回购价格。

### （一）责令回购措施的性质与功能定位

关于回购价格该如何确定这一问题，对责令回购措施的性质与功能定位的不同理解将给出不同的答案。例如，若认为责令回购是一种民事赔偿责任（郭锋等，2020；朱锦清，2021），那么回购款实际上成了赔偿金，如此一来，回购价格便不能一概而论，而应考虑股票市场交易价格、系统风险损失等情况确定投资者的实际损

失以实现充分赔偿的目标；若认为责令回购只是一种退出机制（彭雨晨，2020；梁俊凯，2021），则回购价格不必覆盖投资者的全部损失，只要使投资者能够得到快速救济即可。

证监会的观点是把责令回购措施作为一项由监管机构主导的民事损害救济制度，<sup>①</sup> 本文认为笼统地将责令回购措施定位为民事损害救济制度并不妥当，并赞同责令回购措施系一种退出机制，其本质是恢复原状，即通过责令回购使交易回复到恰如没有发生的状态。<sup>②</sup> 责令回购措施主要有两个作用，一是使发行人通过欺诈上市融资的愿望落空，二是使受欺诈的投资者得以退还因受欺诈而购买的股票并收回投资款，而非在于全面赔偿投资者的损失。因为从规范体系上考察，《实施办法》的上位法为《证券法》，具体而言，该办法源于《证券法》第24条第2款。而《证券法》第24条系违法发行证券的法律后果的规定（邢会强，2020），其中前款是由原《证券法》第26条平移而来，该款将不符合法定条件和程序但是已经注册的证券分为尚未发行和已发行尚未上市两种情况讨论，规定前者应当撤销注册并停止发行，后者应当撤销注册并由发行人按发行价加银行同期存款利息返还证券持有人，并且发行人

① 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>

② 需要说明的是，若按证监会立法说明的解释，下文指出的问题则很难成立。诚然，证监会的立法说明具有重要的参考价值，却也存在探讨空间。本文以《实施办法》第4条为研究对象，提出不同于官方的观点与问题，亦意在供各方商榷。



的控股股东、实际控制人和保荐人应当以过错推定原则承担连带责任。由此可见，该款的基本逻辑是恢复原状，因为若要取得允许证券发行注册的许可，必须符合法定条件和程序，否则无法通过发行注册，更无法发行证券，因此对于不符合法定条件和程序但已注册的证券发行决定应当予以撤销，当然，已经发行的还要返还款项。前款规定只包括了已注册未发行和已发行未上市两种情况，并不周延，立法者也注意到了这一点，遂顺着前款逻辑规定已经发行并上市的可由证监会责令回购，只不过将前提限定为发行文件存在虚假陈述，证券种类也限定为股票。既然规定在同一条，则应当保持前后逻辑的一致性，是故，该款的意旨也应当理解为恢复原状而非民事赔偿，进而《实施办法》关于回购价格的规定也应当契合恢复原状的本意。况且，《证券法》对于欺诈发行上市的民事赔偿和救济制度另有规定<sup>①</sup>，如若按发行价或回购价格返还不能填补投资者的损失，投资者可通过其他途径以实现充分赔偿。

## （二）回购对象范围

回购对象的范围也是欺诈发行上市责令回购制度构建中的一个关键问题，具体而言，即要确定回购对象是仅包括一级市场的投资者，还是也包括二级市场的投资者。要回答这一问题实质上就是要选择是以合同关系还是以侵权关系作为解释发行

人与受欺诈投资者之间民事关系的法理基础（李港，2021）。若认为发行人与投资者之间系合同关系，根据合同相对性，当发行人在证券发行文件中虚假陈述，只有一级市场投资者才能向其主张违约责任，或主张构成欺诈请求撤销交易（杨亚威，2020）。然而，以合同关系作为解释依据的后果是将绝大多数的二级市场投资者排除在制度保护之外，亦与市场欺诈理论不符，受到不少质疑（朱锦清，2021）。若认为发行人在证券发行文件中虚假陈述侵犯了投资者的知情权，将发行人与投资者之间的民事关系认定为侵权关系，那么回购对象则不仅包括一级市场的投资者，还包括二级市场的投资者。

对此，《实施办法》明确规定除依法不得参与申报的外，自该次发行至欺诈发行揭露日或者更正日期间买入欺诈发行的股票，且在回购时仍然持有股票的投资者均可参与回购申报，<sup>②</sup>由此可见回购对象包括发行市场和交易市场的投资者，这与原讼法庭在处理香港洪良国际案时的立场一致。在确定回购价格时，回购对象若既包括发行市场又包括交易市场的投资者，则涉及发行价格、二级市场投资者买入价格和市场交易价格等不同价格基准，而二级市场不仅投资者数量更多而且价格变动频繁，投资者买入价格又会因投资者买入时间不同而有所差别，因此将大幅增加回购

① 例如《证券法》（2019年修订）第85条规定了违反信息披露义务的民事赔偿责任，第93条确立了证券市场先行赔付制度。

② 《欺诈发行上市股票责令回购实施办法（试行）》第3条。

的难度；若回购对象只包括发行市场的投资者，则虽然实施起来相对更加便捷，但是可能无法达到最大程度保护投资者利益的目标。

### （三）回购资金总额

虽然责令回购不在于充分赔偿投资者损失，但责令回购措施一旦做出后所需的资金量亦非小数。洪良国际案中需要用于回购的资金约为 10.3 亿元，<sup>①</sup>欣泰电气案中预计需要用于回购的资金约为 4.85 亿元，欣泰电气更是因为现金不足而无力履行事先做出的回购承诺。<sup>②</sup>另外，相关责任主体可能会转移、隐匿资金以逃避责任，这也是造成回购资金不足的原因之一。针对此种情况，证监会可以依法查封、冻结涉案资产以保证有足额资金支持回购，洪良国际案能够顺利结案的一个重要原因就是香港证监会在发现欺诈发行行为后立即冻结了洪良及其附属公司所持总共 9.974 亿元的资产（曾斌和吴锦宇，2014）。然而，虽然《实施办法》特别重申了证监会的冻结、查封权，<sup>③</sup>但是实践中因为时间成本、地方保护主义等原因证监会查封资产并不易实现（汤欣和谢日曦，2019）。因此，回购价格的确定也要考虑到回购资金的总额，如果相关责任主体可用于回购

股票的资金并不充裕，且相关保障措施也不健全，那么回购价格定得太高也无济于事。

### （四）公平与效率

“公平”通俗地讲就是得其所应得，正义是公平的应有之义，而正义只有通过良好的法律才能实现（张文显，2001），回购价格的确定必须保证公平正义方称得上合理。具言之，责令回购制度主要涉及发行人等相关责任主体和投资者的利益，在确定回购价格时要注意既不能使二者合法利益受损，也不能使双方因责令回购而不当获益。效率与公平是既相适应又相矛盾的一对价值，法律实施除了要促进公平，也要实现效率最大化。相比于先行赔付、证券纠纷代表人诉讼等替代性救济手段，通过行政干预责令发行人等相关责任主体主动回购的一大优势就是效率更高，因为责令回购可以加快损失赔偿进程，免去巨额诉讼费用，大大降低了时间和经济成本（曾斌和吴锦宇，2014）。而如果回购价格确定方式过于复杂则可能降低责令回购制度实施的效率，甚至可能因为回购价格过低，投资者拒绝回购要约，或者因为回购价格过高，发行人等相关责任主体无力负担而导致回购失败，效率为零。

① 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)[2023-05-18]. <https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=12PR63>

② 丹东欣泰电气股份有限公司董事会.丹东欣泰电气股份有限公司关于无法履行股份回购承诺的致歉公告[EB/OL].(2016-07-08)[2023-03-23].<http://www.szse.cn/disclosure/listed/bulletinDetail/index.html?9a85dc7a-0f24-4951-9d5f-5da1da52bd3f>.

③ 《欺诈发行上市股票责令回购实施办法（试行）》第6条第2款。



### （五）资本市场稳定

证监会在2022年系统年中监管工作会议中强调要切实维护资本市场平稳健康发展，<sup>①</sup>回购价格的确定也应考虑到保持资本市场稳定。例如，回购价格既要考虑保护投资者，但也应注意投资者实际上也是投机者，不能使回购款项成为其投资保险（赵旭东，2014），否则会导致社会公众尤其是中小投资者盲目将资金投入股市。又如，有学者提出欺诈发行上市责令回购不同于一般的股份回购，具有强制性和紧迫性，虽然其初衷是保护投资者权益，但客观上也会加速贬损上市公司的偿债能力，威胁债券持有人的权益（于萍，2020），因此在确定回购价格时也要考虑到尽量维持发行人及相关责任主体的偿债能力和经营能力，避免波及债券市场或其他资本市场。

## 三、《实施办法》第4条（回购价格确定条款）之检讨

### （一）《实施办法》第4条（回购价格确定条款）的基本逻辑

全面考察《实施办法》第4条，可以梳理出《实施办法》的起草者确定回购价格的基本逻辑。首先，起草者选取了三种价格基准，即基准价格、投资者买入价格、承诺价格。然后，再分成两种情况讨论，并分别以不同基准确定相应的回购价

格：一是，发行人或者负有责任的控股股东、实际控制人有承诺且承诺价格高于基准价格和投资者买入价格的，以承诺价格为准；二是，没有承诺的，则以基准价格为准，特殊地，投资者买入价格更高则以投资者买入价格为准。概言之，需要比较承诺价格、基准价格与投资者买入价格，以三者中的最高者作为回购价格。《实施办法》第4条分成两种情况和三种价格基准确定回购价格，主要基于以下两点原因。

其一，之所以以有无承诺为标准将回购价格的确定分类讨论，并规定有承诺的以较高的承诺价格为准，主要是因为欺诈发行上市责令回购制度出台之前便有非强制性的承诺回购制度，有的公司在证券发行文件中做出了对欺诈发行上市的股份回购的承诺，甚至明确了回购价格。根据意思自治原则当事人合法有效的约定应予尊重，根据诚实信用原则发行人及相关责任主体应恪守诺言。此外，直接以承诺价格回购亦可提高效率。另外，以较高的承诺价格作为回购价格也是出于保持上下款逻辑统一和投资者保护的考虑，因为《实施办法（征求意见稿）》第4条第1款的逻辑是以市场交易价格和投资者买入价格中的较高者作为回购价格，然而下款虽提出承诺价格，却未秉承就高原则而直接规定承诺价格恒优先，又因为回购价格的承诺情况一般记载于发行人单方面拟定的招

<sup>①</sup> 证监会.中国证监会召开2022年系统年中监管工作会议暨巡视整改常态化长效化动员部署会议[EB/OL]. (2022-07-29)[2023-03-23].<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c4916184/content.shtml>.

股说明书等证券发行文件中，并不会与投资者协商，发行人自然会更多地保全自身利益，如果承诺价格对于投资者明显不利却仍以该价格回购显然不公平。立法者也注意到了这个问题，对该条予以了修改，可以说这一修改相比征求意见稿有一定进步。

其二，因为并非所有发行人及其控股股东、实际控制人都对回购价格做出了承诺，而当责令回购程序启动时再行协商并不现实，所以有必要事先规定在无承诺价格时回购价格的确定方式。《实施办法》的起草者选择以投资者买入价格和基准价格孰高作为确定回购价格的基准，如此规定主要系为维护公平与效率并最大程度保护投资者。如前述，立法者也对这一条款做了修改，原先是选取揭露日前的市场交易价格作为回购价格，但考虑到据此确定的回购价格可能畸高，不但将增加责令回购措施的实施难度，而且若投资者因此所获金额远大于损失亦不公平，因此借鉴《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（以下简称《虚假陈述民事赔偿司法解释》）的规定，以基准价格即欺诈发行揭露日或更正日后的市场交易价格作为回购价格。<sup>①</sup>另外，若单以基准价格作为回购价格，而投资者买入价格比基准价格高，投资者将遭受经济损失；而如果基准价格比投资者买入价

格高，仍以基准价格回购股票，则可以尽可能地满足投资者的利益，体现了对投资者的倾斜性保护。

## （二）《实施办法》第4条（回购价格确定条款）的问题所在

### 1. 专门讨论承诺价格并以较高的承诺价格作为回购价格并不合理

责令回购是在全面推行证券发行注册制背景下的一种配套行政监管手段，“责令”一词凸显其政府干预性和行政强制性，而单独讨论有承诺价格的情况却留有意思自治的空间，实际上自相矛盾。此外，以较高的承诺价格作为回购价格亦有失公平与效率。因为，如此一来，只要有承诺价格便需将承诺价格和基准价格及投资买入价格相比较，不仅增加了时间成本，而且承诺价格系任意价格，有可能远高于实际价格，导致投资者获得额外利益。深值一提的是，《实施办法》第2条明确了若存在发行人和负有责任的控股股东、实际控制人明显不具备回购能力等不适合采取责令回购措施情形的，证监会不再采取责令回购措施。这就将产生一个矛盾，即承诺价格过高以至于发行人或其他相关责任主体无力负担回购所需款项时是否可凭此免于适用责令回购制度，如果可以那么发行人将合法逃避责任，而本为保护投资者的设计反而不利于投资者保护。因此即使不摒弃承诺价格作为回购价格，也应排除显失

<sup>①</sup> 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)[2023-05-17]. <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101953/c7121844/content.shtml>



公平的承诺价格。

## 2. 以基准价格和投资者买入价格孰高为基准确定回购价格并不合理

在无承诺价格的情况下，以基准价格和投资者买入价格孰高为基准确定回购价格亦不合理，原因如下。首先，这一规定的初衷是为最大程度保护投资者利益，但整体把握《证券法》第24条，责令回购措施系一种退出机制，其本质是恢复原状，而非充分赔偿损失。其次，《实施办法》第4条的原则是“就高不就低”，因此将出现两种情况：一是投资者买入价格更高，此时选择以投资者买入价格回购其实就是向投资者返还对价；二是基准价格更高，此时选择以基准价格回购，投资者还能从中获益，对于发行人和其他投资者来说并不公平，亦与恢复原状的定义相悖。再次，因为责令回购的对象包括一级市场和二级市场的投资者，一级市场的投资者买入价格即发行价格，较好确定，而二级市场投资者众多，且二级市场的股票一般都经过多次交易，价格不一，虽然《实施办法》第4条第3款规定投资者买入价格以投资者买入股票的平均价格确定，已尽可能将步骤简化，但仍要将每一位投资者买入股票的平均价格与基准价格比较，并根据对比结果以买入价格和基准价格分别回购，这将使回购程序实施起来过于复杂。还有学者提出如何妥当地在发行人和其他

责任主体之间分配回购价格不同的股份也是一大难题（孙秀振，2019）。另外，以基准价格作为回购价格确定的基准之一，还可能诱发市场操纵和道德风险，因为基准价格通常以虚假陈述揭露日或更正日起至基准日期间每个交易日收盘价的平均价格确定，<sup>①</sup>基准价格更加贴近股票真实价值，但本质上还是市场交易价格，投资者可能在经济利益驱使下人为拉高市场交易价格以牟取巨额回购款，这将严重危害证券市场正常运行，扰乱证券交易秩序，损害投资者合法利益（杨秋林和邹杨，2016），不利于资本市场平稳健康发展。

## 3. 坚持选取多个价格以“就高原则”确定回购价格并不合理

在多种待选的回购价格中坚持选择最高者作为回购价格无非是为了体现对投资者的保护，或许还能起到惩罚发行人及相关责任主体的效果，但是在回购价格的确定过程中不宜选取多个价格基准并适用就高原则。正如前文多次提到责令回购措施的本质是恢复原状，如果承诺价格或基准价格高于投资者买入价格，以承诺价格或基准价格作为回购价格，不符合恢复原状的定义，而且一味以最高价格回购，有过度保护投资者之嫌，可能使投资者将回购措施作为一项免费保险，过高的回购价对发行人亦不公平。另外，坚持“就高原则”意味着要比较多个价格的高低，无疑会降

<sup>①</sup>《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（法释〔2022〕2号），第26条第4款。



低责令回购程序的实施效率。

## 四、更优选择：以投资者买入价格为基准

### （一）其他回购价格确定方案评说

#### 1. 以股票发行价为基准

有发行人承诺的回购价格即为股票发行价，例如上海骄成超声波技术股份有限公司在其招股说明书中明确表示回购价格将以发行价为基础并参考相关市场因素确定。<sup>①</sup>这一方案不考虑市场价格变动，一律以发行价为准确定回购价格，实施起来方便快捷，效率较高。然而，由于《实施办法》确定的回购对象既包括发行市场的投资者，也包括交易市场的投资者，以发行价回购发行市场的投资者买入的股票尚可，而以发行价回购投资者从二级市场买入的股票显然不妥，因为二级市场的投资者买入股票的价格或高于发行价，以发行价回购将使投资者利益受损；或低于发行价，以发行价回购将使投资者获益，无论如何都不公平。

#### 2. 以市场交易价格为基准

市场交易价格有三种确定方式，一种是以揭露日或停牌日前一定时间每日加权平均的平均价格为市场交易价格，《实施办法（征求意见稿）》即采取此种方式；另一种是以揭露日或停牌日价格为市场交易价格，洪良国际案中即采取此种方式；还有

一种是以揭露日或更正日后至基准日的每个交易日收盘价的平均价格作为市场交易价格，《实施办法》即选用了此种方式。该方案的缺陷主要有三点：一是，如果以揭露日或更正日前的市场交易价格作为回购价格，欺诈发行上市的消息一旦提前泄露，可能导致股票价格大幅下跌，投资者可能因价格过低拒绝回购，当然，也有可能市场交易价格受虚假利好信息影响畸高，发行人无力支付，投资者却因此不当得利；二是，无论是揭露日前或后的市场交易价格，均为市场价格，以市场价为基准有可能引发市场操纵和道德风险；三是，市场价格的确定有赖于揭露日的精确定义或停牌措施的及时保障，然而揭露日的认定历来是证券虚假陈述案件的争议焦点（金琪睿，2022）。

#### 3. 不指定特定价格为基准

不指定特定价格为基准是指不事前指定以发行价、市场交易价、投资者买入价或其他价格作为回购价格，而是事先明确影响回购价格确定的各类因素，当回购程序启动时，再在考量股票市场交易价格、股票真实价值、回购资金总额等情况之后决定如何确定回购价格（彭雨晨，2020）。这一方案认识到了合理确定回购价格要考虑到各类因素的影响，若能按这一思路确定回购价格，固然科学合理，但需一事一议，实施起来难度较大，将影响到责令回

<sup>①</sup> 上海骄成超声波技术股份有限公司.首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书[EB/OL].(2022-09-21)[2023-03-23].[http://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2022-09-21/688392\\_20220921\\_1\\_KVL6Z9KS.pdf](http://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2022-09-21/688392_20220921_1_KVL6Z9KS.pdf).



购程序的实施效率。

还有一种方案是以投资者买入价格为基准确定回购价格，相比《实施办法》第4条确立的回购价格确定规则及前述三类方案，这一方案更为合理，下文详述之。

## （二）以投资者买入价格为基准的比较优势

统一以投资者买入价格为基准是确定回购价格的更优选择，原因如下。其一，以投资者买入价格作为回购价格回购股票，即要求发行人等相关责任主体将投资者买入股票所支付的价款悉数返还，同时要求投资者将股票退还，如此最契合上位法的本意——恢复原状。不过，因为二级市场的投资者的交易对象并不是发行人或其控股股东、实际控制人，而是对应的转让方，所以本应向其返还股票，并由相应的转让方退还价款，但这一逻辑是以合同欺诈为基础，而如前述，投资者请求回购的法理基础是侵权关系，因为发行人在招股说明书等证券发行文件上虚假陈述侵犯了投资者的知情权，所以投资者可以据此请求其承担侵权责任，要求恢复原状。其二，相较于市场交易价格，投资者买入价格是事前确定的价格，虽然对二级市场的投资者来说其买入价格也受到市场交易价格的影响，但是将股票交易价格拉高对将要买入股票的投资者来说也是有害而无益的，因此以买入价格作为回购价格可以有

效防止市场操纵，防范道德风险，有利于维护资本市场的稳定，而且投资者买入价格是实际发生的交易过程中的价格，发行人得到了投资者支付的相应款项，可以避免发行人及其他责任主体以价格过高为由逃避回购责任。其三，统一直接以买入价格为基准作为回购价格，无须与基准价格或承诺价格相比较，可以节约时间成本，大幅提高责令回购的实施效率。其四，因为责令回购的目的不在于全面赔偿投资者的损失，所以如若投资者买入价格比市场交易价格更低，投资者还可以通过其他替代性救济制度请求相关责任主体赔偿。

## （三）投资者买入价格的合理确定

需要进一步说明的是投资者的买入价格该如何确定这一关键问题。理想的方式是个别计价，即将每次买入和卖出的股票一一标记并记录好买入价格，最后留下的股票可根据标记确定买入价格，这一方案虽然真实准确但过于复杂。于是乎，《实施办法》第4条第3款规定投资者买入价格按照投资者买入股票的平均价格确定，这与虚假陈述侵权民事赔偿中损失认定的规定一致。<sup>①</sup>然而对于“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。不同的理解的计算方式得出的结果不同，而这最终也将影响到当事人的利益。以上四种方法

<sup>①</sup>《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》（已废止）（法释〔2003〕2号），第31、32条；《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（法释〔2022〕2号），第27、28条。

中，算术平均法未考虑每次买入股票的数量，容易受到极值影响，得出的结果与实际结果可能产生较大偏差，一般不予采用；而加权平均法未考虑卖出股票对买入股票平均价格的影响，且无法计算除权对股票价格的影响，也不科学；先进先出法建立在假设的基础上，所得的结果也并不准确，说服力不足；而移动加权平均法考虑到了除权的影响，动态计算买入价格，相对公平合理，因而被不少学者认为是计算投资者买入股票的平均价格的最优选择（张捷，2008；石一峰，2017）。在公平与效率相权衡下，本文亦认为应当明确规定在责令回购中应采用移动加权平均法计算投资者买入价格。

## 五、结语

一部证券法的发展史，就是信息披露制度的发展史（邢会强，2020），欺诈发行上市责令回购制度是《证券法》的新发展，在全面推进证券发行注册制改革背景

下，这一制度的确立有利于优化证券发行制度和信息披露制度，推动证券法完善与实施。为落实欺诈发行上市责令回购制度，证监会适时出台《实施办法》，然而，其中第4条确立的回购价格确定规则存在明显的矛盾和问题，应予修改。在综合考量合理确定回购价格的影响因素的基础上，本文建议取消对发行人等相关责任主体对回购价格有无承诺的区分，同时删除以基准价格作为回购价格的规定，将《实施办法》第4条修改为：发行人或者负有责任的控股股东、实际控制人回购股票的，应当以投资者买入价格作为回购价格。投资者买入价格，按照投资者买入股票的平均价格确定。投资者买入股票的平均价格按照移动加权平均法计算。如此才能最大限度发挥欺诈发行上市责令回购制度的优势，推动责令回购制度的有效实施和资本市场的平稳健康发展。□

学术编辑：曾一巳

### 参考文献

- [1] 郭锋等.中华人民共和国证券法制度精义与条文评注[M].北京:中国法制出版社,2020.
- [2] 黄振中.美国证券法上的民事责任与民事诉讼[M].北京:法律出版社,2003.
- [3] 金琪睿.证券虚假陈述揭露日的司法认定省思[J].上海金融,2022(6):47-55.
- [4] 李港.欺诈发行上市股份责令回购制度的研究[J].北方金融,2021(4):66-73.
- [5] 梁俊凯.证券欺诈发行中的责令回购制度研究[J].上海法学研究,2021(22):205-213.
- [6] 莱瑞·D·索德奎斯特.美国证券法解读[M].胡轩之,张云辉,译.北京:法律出版社,2004.
- [7] 彭雨晨.欺诈发行责令回购制度的法理误区与制度构建[J].证券法苑,2020(03):452-478.
- [8] 孙秀振.欺诈发行责令回购股票制度:目标定位及现实构建[J].证券市场导报,2019(5):73-78.
- [9] 石一峰.违反信息披露义务责任中损失计算的利益衡量[J].法学评论,2017(4):152-164.
- [10] 孙泽杭.欺诈发行责令回购制度的性质与功能定位探究[J].金华职业技术学院学报,2022(5):33-39.
- [11] 托马斯·李·哈森.证券法[M].张学安,等译.北京:中国政法大学出版社,2003.
- [12] 汤欣,谢日曦.从洪良国际案到证券民事赔偿[J].证券法苑,2019(3):599-628.



- [13] 邢会强.《中华人民共和国证券法》新旧条文对照与适用精解[M].北京:中国法制出版社,2020.
- [14] 邢会强.证券法学[M].北京:中国人民大学出版社,2020.
- [15] 于萍.论上市公司因欺诈发行被责令回购股份制度的完善——以债券持有人权益保护为视角[J].债券,2020(2):59-63.
- [16] 杨秋林,邹杨.试论操纵证券市场行为的法律规制[M]//郭锋.证券法律评论.北京:中国法制出版社,2016.
- [17] 杨亚威.证券欺诈发行背景下责令回购制度研究[J].高法界论集,2020(2):237-257.
- [18] 曾斌,吴锦宇.证券发行欺诈投资者保护的国际化新模式——香港洪良国际案例的法经济学分析[M]//王卫国.金融法学家.北京:中国政法大学出版社,2014.
- [19] 张捷.证券市场虚假陈述案件投资差额损失计算方法的最优选择[J].人民司法,2008(22):88-92.
- [20] 朱锦清.证券法学[M].北京:北京大学出版社,2021.
- [21] 张文显.法哲学范畴研究(修订版)[M].北京:中国政法大学出版社,2001.
- [22] 赵旭东.内幕交易民事责任的价值平衡与规则互补——以美国为研究范本[J].比较法研究,2014(2):46-58.

### Determining a Reasonable Repurchase Price in the Order Repurchase System in Fraudulent Issuances and Listings

ZHONG Ruilu

(Law School of Central University of Finance and Economics)

**Abstract** Article 24, paragraph 2 of the Securities Law establishes the legal foundation for the order repurchase system related to fraudulent issuance and listing, but does not stipulate how to determine repurchase prices. A reasonable determination of a repurchase price needs to consider various factors such as the nature and function of the repurchasing system, the scope of the securities to be repurchased, the total amount of funds involved, general fairness and efficiency, and the overall stability of the capital market. Article 4 of the *Measures for Implementation of the Ordered Repurchase System of Fraudulent Issuance and Listing* (Trial Implementation), establishes rules for determining a repurchase price, stipulating that the price shall be the highest of the commitment price, the benchmark price, and investor's actual purchase price. The logic behind this approach seems impeccable, but in fact, this approach is unreasonable. It not only contradicts the original meaning of the superior law and the nature of ordering repurchase measures, but also is contrary to the principles of fairness and efficiency. In addition, it may induce market manipulation and moral hazard. In contrast, it is better to use the investor's purchase price as the repurchase price, with the investor's purchase price determined according to the average price of securities purchased by investors calculated by the moving weighted average method.

**Keywords** Order Repurchase, Fraudulent Issuance, Repurchase Price, Investor's Purchase Price, Securities Law

**JEL classification** G28 K22 K42