

证券市场的“浑水式”做空： 境内外实践与监管选择

宋 澜 滕玉琳 彭鲁军 胡睿超*

摘要：“浑水式”做空叠加“传播负面信息+卖空或联合他人卖空发行人证券”的行为构成，兼有提升市场效率与摧毁股东价值的双重特质。相较之下，目前境内的非典型做空实践突出表现为各种类型的举报投诉，且一般未辅之以可获利的交易手段，而是依赖监管机构核查形成威慑，且仍然面临法律和市场层面的制约。实际上，欧美监管当局对合法获取的、真实的“负面信息”所引起的市场扭曲与竞争不公也并未形成明确的监管立场。对此，应当通过明确做空者持续披露头寸情况的“纠正义务”，从而建立以化解做空利益冲突为核心的监管策略，进而在注册制下引入更多的市场约束。

关键词：投诉举报 蛊惑交易 卖空禁令 纠正义务

2020年1月底，“浑水研究”发布了对瑞幸咖啡的做空报告，称其涉嫌财务造假。随后瑞幸咖啡

* 作者均任职于上海证券交易所法律部。本文仅代表作者观点，与所任职单位无关。

承认相关事实并于6月底被纳斯达克交易所强制退市。不同于卖空(short selling),^[1]“浑水式”做空(short attack),是指类似浑水这般不具有证券投资咨询资格的非持牌做空者,^[2]于公开媒介传播关于发行人负面信息、同时卖空(或与行动相关人联合卖空)发行人的股票,^[3]境外又称为“浑水模式”(Bloomberg,2012年)或“做空攻击”(Walker & Forbes,2013年;Möllers,2020年)。

新《证券法》确立了全面实施注册制的安排,更加突出以信息披露为核心,也越发需要市场化的约束机制形成监督合力。然而,“浑水式”做空是一把“双刃剑”,如运用不当或者市场消化不良,都可能会引发过激反应、扰乱市场正常秩序。研究表明,一方面,做空可以使未公开的信息充分反应在股价中(Miller,1977年)并促进资产价格对未公开信息的迅速调整(Hong & Stein,2003年)。另一方面,通过卖空而从股价下跌(其他股东的损失)中获利的做空者显然也破坏了公司价值(Bliss,2019年),况且做空者本身就处于“举报者+做空者+公众投资顾问”的多重角色中、利益冲突在所难免(Coffee,2019年)。

事实上,由网络及自媒体发展而推进的“浑水式”做空的兴盛及其合法边界的厘清,是全球资本市场共同面对的新命题。纵览主要国家的市场实践,监管当局针对真实的“负面信息”所引起的市场扭曲与竞

[1] 在美国,“卖空”指出售不持有的或者借来的证券。参见 Amendments to Regulation SHO, Exchange Act Release No. 61595, 75 Fed. Reg. 11232, 11235 (Mar. 10, 2010)。在我国香港地区,根据《证券及期货条例》,淡仓(short position)是指,就任何指明股份而言……(a)在进行构成该项持仓的每项售卖时,该人没有一项即时可行使而不附带条件的权利,以将该等指明股份转归于其购买人名下……

[2] 事实上,除了 Muddy Waters LLC 是以公司形式存在,多数境内熟知的中概股“知名做空机构”只是匿名网络博客(如 Alfred Little)或在线投资简报(如 Citron Research)。

[3] 例如,浑水公司在其网站上公布的研究报告适用条款会提示,“你应当假定,在浑水公司报告发布之日,浑水公司及其关联方持有所涉及股票或相关金融产品,并计划在价格上涨或者下跌时获利。此外,浑水及其关联方可能在报告发布后继续交易所涉股票,并且不会公布其持仓变化”。

争不公都尚未表明确定的立场。^[4] 对此,本文首先梳理了境内市场类做空的实践、评估了境内做空实践面临的制度条件与市场约束,并试图缓解当下境内市场因缺少必要的做空获利手段导致市场主体做空动机不足的现象。同时,在研究借鉴美国、欧洲等地区的做空监管实践及监管动向的基础上,本文指出,做空者应保证获取和发布信息的合规性和真实性,并通过明确做空者的“纠正义务”、对做空攻击建立以事前披露交易意图并持续披露空头头寸的变化为核心的监管策略。

一、境内类做空机制的实践与特点

目前境内市场实践中,并不存在严格意义上的做空机制,各类投诉举报机制可以视为类做空实践。总体来看,境内市场的类做空机制,主要在首次公开发行或者并购重组等融资环节;以基于业务竞争或者历史恩怨、举报发行人的合规性瑕疵为主,缺乏对业务模式、财务造假等方面的专业核查和深度揭露;且一般不会辅以建仓平仓等交易手段,而是主要依靠监管机构核查形成威慑力量、市场的反馈效应也不明显。所以,投诉举报在一定程度上虽然可以起到公司外部监督的作用,但无法像“浑水式”做空那样通过投资者“用脚投票”的市场机制对市场主体形成直接约束。

(一) 环节上,境内市场投诉举报包括发行上市审核阶段,境外市场集中于上市交易流通环节

长期以来,境内市场的投诉举报集中在发行上市审核环节。比如,上海证券交易所(以下简称上交所)制定有《科创板股票发行上市投诉举报处理实施办法》,据统计,截至2020年1月20日共收到投诉举报120起,其中有效举报80起,涉及51家发行人,有些发行人被举报次数较为集中。某科创板申报公司因被质疑胶囊胃镜产品虚假宣传、商业

[4] 参见[美]查尔斯·沃克、科林·福布斯:《针对“做空攻击”的SEC执法及发行人诉讼》,胡睿超、滕玉琳、宋澜译,载《证券法苑》(第29卷),法律出版社2020年版。欧洲部分的分析参见Thomas M. J. Möllers, *Market Manipulation through Short Selling Attacks and Misleading Financial Analyses*, 53 *Int'l Law* 91, 2020。

模式涉过度包装、财务造假等事项而主动撤回 IPO 申请;另一科创板申报公司申报期间曾被举报、后终止发行注册程序。二级市场也存在公开举报实践,但相对较少,如近期北京文化董事长被举报财务造假,视觉中国被律所公开举报涉嫌诈骗罪等。

境外市场以上市交易流通环节为主。“浑水”“香橼”等典型做空机构均选择已上市公司作为目标,并未关注拟上市企业。原因可能与公司上市后更易收集信息、二级市场做空的手段和牟利空间都很充足有关。

(二)主体上,境内市场投诉举报涉及个人利益纠葛较多,境外市场以独立第三方做空为主

境内市场投诉举报涉及个人利益纠葛,举报人与相关企业多存有利害关系,包括竞争对手、原职工、原商业伙伴等。如上文提到的科创板申报公司,举报者为其竞争对手,并先后通过专利诉讼、向上交所书面举报、在媒体平台公开质疑等方式,终使该公司上市之路折戟。上市公司中,北京文化的举报人为原副董事长;2019 年举报酒鬼酒加入甜蜜素的为其前代理商。

相反,境外市场“浑水式”做空的机构以独立的第三方调查公司为主,多数没有机会直接接触内部信息进行“爆料”而是凭借外部调查发现公司的问题。这些“浑水”式做空机构与做空标的唯一的利益连接点多为持有的空头仓位,没有较为复杂的竞争或合作等方面的利益纠葛。

(三)方式上,境内市场以书面调查举报规范运作为主,境外市场则以实地调查提供财务造假证据为显明特征

境内企业在规范运作方面“踩雷”不断。比如,酒鬼酒等先后陷入塑化剂、甜蜜素风波;博众精工、康美药业等被质疑存在土地产权诉讼或者虚增土地使用权;赛伍应用过会后在上市阶段被举报存在巨额偷逃税款;银鸽投资被举报实控人存在巨额违规担保。当然也有涉及财务造假的举报,金创集团、北京文化等分别在 IPO 阶段、上市后被质疑财务不端。

同时,境内市场的投诉举报也多以书面调查为主,或以知情人爆料等展开。例如,放牛塘自媒体质疑中电电机财务造假欺诈上市,是从数

次披露的信息披露文件前后对比中获得,其观察到中电电机上市后业绩持续下滑,大客户是最近触发面值退市的华锐风电等。而存在利益纠葛的举报案件则几乎没有调查环节,以“内部爆料”形式展开。例如,沙钢股份并购重组中,上市公司被重组标的德利迅达的债权人公开举报两者存在债务纠纷,信息披露未真实准确完整,重组被叫停;新宏泽子公司在回应监管问询中披露上市公司曾要求其业绩造假。

反观境外,“浑水式”做空的质量虽良莠不齐但成功的案例多依赖实地调查和数据统计方法,提供翔实的财务造假证据(见表1)。关于做空报告质量的研究显示,在所有的做空攻击事件中,涉及监管调查或市场反击的占17%,可信度总体良好。^[5] 在瑞幸一案中,浑水动员了92名全职和1418名兼职人员在现场进行监控,成功记录瑞幸981个店铺日的客流量,覆盖了620家店铺100%的营业时间,最终得出瑞幸2019年第三、四季度的销量至少分别夸大了69%和88%。在辉山乳业调查中,浑水调查持续数月,调查人员访问了35个牧场,5个生产设施基地和2个生产基地,聘请了3位乳业专家并通过无人机对辉山基地进行调查,最终揭穿了牧草苜蓿大部分自供、利润率高的谎言等。

表1 境内市场投诉举报部分案例

公司	阶段	时间	举报内容	举报人
安翰科技	发行审核	—	商业模式涉过度包装、涉嫌通过未披露关联方舞弊等	竞争对手
博众精工	发行审核	—	涉及土地产权诉讼	未知
万达商管	发行审核	—	商业模式涉非法经营、董监高涉嫌犯罪等	租客
赛伍应用	上市审核	—	偷逃税款	律所
金创集团	发行审核	—	财务报表有重大造假嫌疑、实控人系贪腐案重要嫌疑人等	投资者

[5] See Alexander Ljungqvist & Wenlen Qian, *How Constraining Are Limits to Arbitrage?*, 29 REV. OF FIN. STUD. 1975, 1978 (2016).

续表

公司	阶段	时间	举报内容	举报人
沙钢股份	重组审核	—	并购重组标的债务纠纷未披露	标的债权人
北京文化	已上市	2020.4.29	董事长被举报财务造假	原副董事长
视觉中国	同上	2020.4.10	公司涉嫌诈骗罪、虚假诉讼罪	律所
银鸽投资	同上	2020.4.9	实控人存在巨额违规担保、贸易空转	实名举报
一汽夏利	同上	2020.4.27	混改过程涉及国资流失问题	200 余名员工
新宏泽	同上	2020.4.21	上市公司曾要求其业绩造假	子公司
富满电子	同上	2020.1.15	财务造假、假合同	参与造假者
酒鬼酒	同上	2019.12.18	加入甜蜜素	前代理商
广药白云山	同上	2019.7.18	董事长违法违规,存在披露信息不实、隐瞒利润及收入等	合作方
华大基因	同上	2018.6.14	商业模式伪高科技、涉嫌贿赂官员	原合作方
中电电机	同上	2020.4.20	欺诈上市、财务造假	放牛塘自媒体
康美药业	同上	2012.12.15	虚增土地使用权、隐瞒关联交易	中能兴业
乐视网	同上	2012.4.20	广告销售收入、付费用户、影视剧版权数量虚假、商业模式营利性质疑	中能兴业
五粮液等	同上	2012.12.13	检测报告塑化剂超标	中能兴业

(四) 影响上,境内类做空对股价波动及上市地位的影响均小于境外

根据表2选取的13家境内上市公司被公开举报的典型案例,境内做空对股价波动幅度、上市地位影响相对较小。从波动幅度来看,13家公司在举报信息公开后累计跌幅约为15%;从累计下跌天数来看,13家公司平均跌幅天数为18天左右,2家公司只对当日股价产生影响;从上市地位影响来看,大部分公司在影响过后股价回升上行,目前尚未有公司因公开举报被退市。^[6]

表2 境内市场部分投诉举报案例股价影响情况

公司	时间	股价表现
北京文化	2020.4.29	次日跌停,累积约1个月,跌约26%
视觉中国	2020.4.10	累积约10天,跌约9%,后上行
银鸽投资	2020.4.9	累积约20天,跌约32%
一汽夏利	2020.4.27	累积约3天,跌约13%
新宏泽	2020.4.21	累积约7天,跌约26%
富满电子	2020.1.13	累积约3天,跌约14%,后上行
酒鬼酒	2019.12.20	累积约半月,跌约9%,后上行
白云山	2019.7.18	累积约15天,跌约14%,后上行
华大基因	2018.6.14	累积约4个月,跌近60%,后上行
中电电机	2020.4.20	当日跌3.74%,后上行
康美药业	2012.12.15	当日跌停,累积约半月,跌约15%,后上行
乐视网	2012.4.20	当日跌停,累积约1周,跌约15%,后上行
五粮液	2012.12.13	当日跌3.67%,震荡上行

相反,“浑水”做空对中概股影响较大。早在2012年,德尔电器和中国清洁能源的股票都因被指违反了纳斯达克《上市规则》第5250(a)及(b)(1)条规定的义务,而被纳斯达克交易所根据《上市规则》第5101条

[6] 乐视、康美药业等案例因后续事件致使股价大跌,而非中能兴业做空。

规定的退市裁量权予以除牌。也就是说,纵然这些证券仍然符合上市规则中明确列举的要求,但是纳斯达克认为其继续在纳斯达克市场交易已不可取或不适宜(inadvisable or unwarranted),据此,纳斯达克有权暂停这些证券的交易或予以退市。上述桥段与近期的瑞幸退市如出一辙。其实,在浑水做空的18家中概股公司中,多达10家从交易所退市(含被交易所强制退市的7家),4家股价累计下跌超80%或者股票进入长期停牌(见表3)。

表3 “浑水”做空对中概股影响情况

影响	数量	公司
被退市	7	绿诺国际、中国高速传媒、多元环球水务、嘉汉林业、网秦、辉山乳业、瑞幸
私有化退市	3	展讯、分众传媒、傅氏科普威
股价累计下跌超80%	2	东方纸业、圣盈信
长期停牌	2	奇峰国际、来宝集团
击退浑水、股价回升	2	新东方、安踏体育
影响较小、股价回收	2	敏华控股、好未来

二、“浑水式”做空的中国法解读

民商事关系中,法无禁止即可为。因此,提升境内做空实践的广度与深度,需要首先考察“浑水式”做空在中国法语境下的合规性,即境内是否已然广泛存在“浑水式”做空的制度与市场条件、“引入”是否是个真命题,以及倘若要更好地“引入”需要怎样的配套制度供给。

(一) 既有的司法与监管立场

在中国,司法及监管机构对于中国特色类做空的边界厘清以及“浑水式”做空是否合法,已经有了初步的回答并主要体现在如下方面。

1. 证券监管机关不负有基于个别举报投诉而启动行政调查程序的法定义务

在2019年杨金柱诉中国证监会行政复议案中,^[7]原告举报湘潭电机股份有限公司信息披露违法,要求中国证监会湖南监管局进行查处。湖南证监局根据原告提供的信息披露违法线索依法进行了核查并将处理情况答复原告,但原告对结果不满遂提起诉讼。对此,北京市第一中级人民法院肯定,证券监管机关履行监管职责的目的在于通过对相关违法行为的查处,实现对整个金融市场秩序的维护和公共利益的保护,而非针对原告这一特定主体。

其实,北京市第一中级人民法院的判决精神与主要国家的证券执法实践十分契合。统计显示,在过去的15年,SEC作为一个资源有限的行政机构,保持着执法的谦抑态度及对市场机制的基本敬畏。SEC只在极其严重、存有明显欺诈证据的情况下才会对涉嫌行为不端的做空机构或者被做空的发行人采取执法行动。^[8]即便如此,在投诉举报的处理上,上交所仍然本着实名必核、匿名分类的处理原则,以问询函方式展开核查、必要时进行现场检查。中国证监会总体上也基于此原则进行。

2. 监管机构不对做空行为是否合法进行抽象判断,而是重点关注其是否构成操纵证券市场,并根据具体事实、证据判断其是否存在其他违法行为

2013年,北京中能兴业投资咨询有限公司曾向证监会发函,恳请证监会确认市场机构“分析与调查、融券卖出、再发布报告”这种做空操作是否符合证券交易相关的法律法规。对此,证监会进行了答复,主要包括两个方面的内容:一是以编造、传播或者散布虚假不实信息等不正当手段,影响证券价格波动,并获取经济利益,涉嫌构成操纵证券市场的,应当依法予以查处。二是“公布真实可靠的调查研究信息,但影响了证券价格波动,机构因而获利,是否涉嫌构成操纵市场”,以及“对发现的有疑问证券先融券卖出,再发布看空报告以及谋求利益的行为是否违反

[7] 北京一中院[2019]京01行初1053号。

[8] See Charles Walker & Colin Forbes, *SEC Enforcement Actions and Issuer Litigation in the Context of a “Short Attack”*, 68 Bus. Law. 687, 2013.

《证券法》”,在“现行法律法规中没有明文规定。需要有关部门依据法定程序,根据具体事实、证据作出认定”。

(二)新证券法下“浑水式”做空的合规性分析

虽然现有境内证券法律制度尚未对做空行为作出具体规定,且做空行为与蛊惑交易、“抢帽子”操纵等违规行为之间也关联紧密,但新《证券法》的实施已为“浑水式”做空的开展提供了一定的制度空间、具备逐一辨析其合规性的条件。

1. 未利用虚假或不确定的重大信息诱导投资者证券交易则不构成蛊惑交易

蛊惑交易操纵是本次《证券法》修改新增的操纵类型。新《证券法》第55条第1款第5项规定“利用虚假或者不确定的重大信息,诱导投资者进行证券交易”属于禁止的市场操纵行为。实际上,新《证券法》出台前,证监会、司法机关已经通过解释“以其他手段操纵证券市场”的方式对蛊惑交易作了规定。

一是中国证监会制定的行政执法指导性文件《证券市场操纵行为认定指引(试行)》(以下简称《认定指引》)规定,蛊惑交易操纵是指行为人进行证券交易时,利用不真实、不准确、不完整或不确定的重大信息,诱导投资者在不了解事实真相的情况下作出投资决定,影响证券交易价格或交易量,以便通过期待的市场波动,取得经济上的利益的行为。

二是最高人民法院、最高人民检察院出台的《关于办理操纵证券、期货市场刑事案件适用法律若干问题的解释》(以下简称《操纵解释》),将蛊惑交易操纵定义为“利用虚假或者不确定的重大信息,诱导投资者作出投资决策,影响证券、期货交易价格或者证券、期货交易量,并进行相关交易或者谋取相关利益的”行为。与《认定指引》和《操纵解释》相比,新《证券法》已不再强调行为人须进行相关交易或谋求相关利益,实际上扩大了蛊惑交易的范围,进一步强化了对于蛊惑交易的监管。

当然,做空主体发布的不利于上市公司的信息,并不一定是虚假或者不确定的,也可能是真实、准确的。相比之下,蛊惑交易操纵违法性的核心在于利用虚假或者不确定的消息诱导投资者交易。除此之外,做空行为与蛊惑交易还在是否对投资者交易产生影响、是否公开发布信息、诱导投资者进行证券交易的方向上存在差异。

2. 做空行为应避免编造、传播虚假信息

新《证券法》第56条对编造、传播虚假信息行为也作了修改,扩大了编造、传播虚假信息或者误导性信息的主体范围,即编造、传播虚假信息的行为主体不再限制为国家工作人员、传播媒介从业人员和有关人员,可以是任何单位和个人。

编造、传播虚假信息与蛊惑交易都涉及虚假信息。不同的是,编造、传播虚假信息的侧重点在于编造、传播行为,且不论投资者是否受到影响而进行了交易,编造、传播虚假信息都属于违法行为。蛊惑交易则侧重于利用虚假信息诱导投资者进行证券交易,只有投资者受到蛊惑进行了证券交易,行为人才会构成蛊惑交易。因此,做空机构发布的报告存在虚假信息或者误导性信息,但没有诱导投资者进行证券交易的,则可能构成编造、传播虚假信息或者误导性信息的行为;反之则合法合规。

3. 未利用内幕信息的做空行为不构成内幕交易

内幕交易,是指利用内幕信息进行的交易,内幕信息则是指涉及发行人的经营、财务或者对发行人证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息。重大性和未公开性是内幕信息的两大重要属性。做空行为是否会构成内幕交易,关键要看行为人在卖空上市公司股票时,是否利用了内幕信息。如行为人在交易时利用了内幕信息,则其做空行为将构成内幕交易。尽管行为人在随后发布的做空报告中公开这一信息,也不能改变对内幕交易行为的认定。行为人自主搜集公开信息形成研究报告并向公众发布,其交易行为不会被认定为内幕交易。

4. 整体交易行为与传播信息“方向一致”则不构成“抢帽子”操纵

“抢帽子”交易也是2019年《证券法》修改新增的操纵类型。其第55条第1款第6项规定“对证券、发行人公开作出评价、预测或者投资建议,并进行反向证券交易”为市场操纵的手段之一。从行为与获利模式而言,做空机构发布做空报告引致投资者卖出股票,通过股价下跌而获取收益,从表象上看具有“抢帽子”操纵行为的表现特征,但其实不然。

新《证券法》《操纵解释》均强调了“抢帽子”操纵必须配合“反向操作”获利。实际上,新《证券法》出台前,证监会、司法机关通过解释“以

其他手段操纵证券市场”已经对“抢帽子”交易作了规定,^[9]但从到《操纵解释》到新《证券法》,有关部门对于“抢帽子”操纵的解释显然经过了一个不断深化的过程,主要包括两个方面:

一是行为模式上突出了“相反方向”的要求。《认定指引》《关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二)》(以下简称《立案追诉标准(二)》)规定相关主体买卖或者持有相关证券,对该证券或其发行人公开作出评价并从中谋取利益,但没有要求行为人进行反向证券交易。《操纵解释》与新《证券法》则要求相关主体公开评价、预测、发布投资建议,并进行反向交易行为;也即方向相反的证券交易是行为人欺诈其他投资者的主要表现,也是其获利的必要方式。典型如行为人向他人推荐买入证券,但其目的是在该证券因其推荐而上涨之后再卖出。^[10]

二是行为主体扩大至一般主体。《认定指引》《立案追诉标准(二)》规定行为人为证券公司、证券咨询机构、专业中介机构及其工作人员。《操纵解释》与新《证券法》则不再对主体资格进行要求,一般主体也可以成为抢帽子交易操纵的行为人。

相反,做空行为中,行为人的交易行为尽管发生在公布研究报告之前,但做空股票的交易行为与其披露负面信息的评价、预测或建议“方向”是一致的。即便在行为人需要进行平仓的情况下,该交易也是前期做空行为的自然延伸,并不能认定为是反向交易行为,因此可以避免落入“抢帽子”操纵的认定范围,从而扩大了境内实施“浑水式”做空的制

[9] 相关的既有规定包括:(1)《认定指引》规定,抢帽子交易是指证券公司、证券咨询机构、专业中介机构及其工作人员,买卖或者持有相关证券,并对该证券或其发行人、上市公司公开做出评价、预测或者投资建议,以便通过期待的市场波动取得经济利益的行为。(2)公安部、最高人民检察院联合发布的《立案追诉标准(二)》规定,证券公司、证券投资咨询机构、专业中介机构或者从业人员,违背有关从业禁止的规定,买卖或者持有相关证券,通过对证券或者其发行人、上市公司公开作出评价、预测或者投资建议,在该证券的交易中谋取利益,情节严重的,应予立案追诉。(3)《操纵解释》规定,“通过对证券及其发行人、上市公司、期货交易标的公开作出评价、预测或者投资建议,误导投资者作出投资决策,影响证券、期货交易价格或者证券、期货交易数量,并进行与其评价、预测、投资建议方向相反的证券交易或者相关期货交易的”。

[10] 例如,境内“名嘴”汪某中“抢帽子”操纵案。参见高基生:《德国最高法院对抢帽子交易案的判决及其启示》,载《证券市场导报》2006年9月号。

度空间。

5. 无偿提供“做空报告”则不构成证券投资咨询业务

我国《证券、期货投资咨询管理暂行办法》规定,证券投资咨询业务是直接或者间接地提供有偿咨询服务的活动,包括从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员为证券、期货投资人或者客户提供证券、期货投资分析、预测或者建议等。在报刊上发表证券、期货投资咨询的文章、评论、报告是一种典型的证券投资咨询活动。根据《证券法》,证券投资咨询属于证券业务范畴,须经证监会核准,取得经营证券业务许可证方可开展。

做空行为人未经证监会核准,没有取得经营证券投资咨询业务许可证,不得通过发布做空报告行为直接或者间接获取报酬,否则将可能被认定为非法开展证券投资咨询业务。当然,做空行为人具有言论自由的权利,可以发表其对特定公司、股票的观点,其没有从做空报告的受众直接或间接获得对价,而是通过做空行为本身获利则不会被认定为开展证券投资咨询业务。

(三) 境内证券市场“浑水式”做空的市场条件不足

除制度条件外,境内证券市场“引入”“浑水式”做空还需要相应的市场条件相配合,也即必须要有能够用于做空的金融产品。境内证券市场已经有了融券、股票期权等做空产品,但做空工具仍然有限,做空特定股票难度较大。

一是做空特定股票工具品种有限。一般情况下,做空机构为获得上市公司股价下跌所产生的收益,做空机构须建立上市公司股票的空头仓位。目前,境内仅融券、场外期权、互换等产品可以作为卖空特定股票的工具,具体形式则包括卖出认购期权、买入认沽期权、进行收益互换等。上交所上市的上证 50ETF、沪深 300ETF 期权、中金所上市的沪深 300 股指期货、上证 50 股指期货、沪深 300 股指期货和中证 500 股指期货,合约标的都是 ETF 或者指数,ETF 回转交易也只是实现了当日短线操作目的、难以用来做空特定个股。

二是做空特定股票工具规模不大。一方面,融券业务面临着券源不足、费用过高等问题,发展缓慢,与融资业务相比规模较小。截至 2020 年 8 月 11 日,融资余额为 14.636 亿元,融券余额仅为 608 亿元,仅占融资余额的 4.1%。相比之下,美国融资余额与融券余额的相对比例一般

为 3.1 倍,日本融资余额的相对比例一般为 3.9 倍,境内融券业务还有很大的发展空间。^[11] 另一方面,场外期权、股票收益互换尽管可以实现做空特定股票的目的,但也存在准入门槛高、难以寻找对手方的问题,难以成为做空特定股票的有效工具。

三、境外市场“浑水式”做空的监管政策与空白

资本无国界,“浑水式”做空是一种全球性的商业模式。浑水等做空“机构”的尽调精神(若有)值得敬佩,但不应被神化:^[12]“浑水”们不是资质及内控上接受监管的投行或专业的做空偏向型对冲基金(dedicated short bias funds),其在发表负面意见之前,就已建立关于特定发行人股票的空头头寸,并通过迅速退出而从中受益。所以,无可否认“浑水式”做空在打击违法违规行为、提高上市公司质量等方面具有突出的市场出清效用,但也会附随市场价格加剧波动、提高证券交付失败的违约风险甚至被滥用为操纵市场的工具。正如欧洲证券监管当局指出,在很多情况下,不管发行人能否自证清白,这种负面观点都会导致投资者一时间无法判断信息真伪,从而导致市场的不确定。^[13]

对此,由于社交媒体的发生仍然属于新生事物,主要国家和地区的证券监管部门对真实的“负面信息”所引起的市场扭曲与竞争不公也并未有明确的监管立场,只是在如下方面予以了确认。

(一) 卖空交易本身合法但通过技术要求防范恶意的证券交付失败

各国立法例均认定卖空行为合法,并肯定了其在提高股票市场信息传递的效率从而提升市场效率方面的积极作用。即便在 2008 年金融危机期间,新加坡和我国香港地区也没有跟风出台限制卖空的措施,而只

[11] 数据来源:Wind 客户端。

[12] 袁玉玮:《看住浑水:做空机构的监管真空》,载《财新》2017 年 4 月 28 日刊。

[13] 2017 年 5 月,德国金管局 BaFin 发出监管预警,提醒市场关注做空意见公布后几秒钟内部分报出的 30% 以上的市场失灵。参见德国金融监管局网站:https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2017/fa_bj_1705_Markmanipulation.html,2020 年 6 月 5 日访问。

是加强了空头头寸的信披要求或加大了对未平仓头寸的处罚。同时,为防止过度投机,各国对“裸卖空”或予以了禁止(如欧盟《卖空监管条例》^[14]也强化了大额净空头头寸的上报^[15]及公告^[16]义务),或通过制定并执行技术标准来防范做空攻击(如美国《证券卖空条例》^[17]);除此以外对其他基本的卖空方式都予以了承认,并通过强化卖空信息披露要求来化解卖空信息,尤其是场外衍生品市场卖空信息的不透明。

由于美国证券交付失败的比例一直处于较高的水平,SEC的3B-3规则虽然允许卖空证券时尚未具备交割证券能力的“裸卖空”交易,但SEC一直对滥用“裸卖空”的行为高度关注。这其中包括典型的“反向转化”(reverse conversion)及“重置”(sham “reset”)交易,^[18]其交易过程的设计都是旨在构建出空头已经履行了《证券卖空条例》第203(b)(3)条规定的平仓义务的假象。在一系列包括期权做市商的“裸卖空”案件中,^[19]具有做空攻击特征的市场参与者即便缺乏明显的证据证明涉及明显的具有误导性或操纵性的行为,SEC也会不惜执法力量、以违反交付证券义务展开调查并对予以处罚。

[14] 全称为《卖空及信用违约互换某些方面的监管条例》。Regulation (EU) No. 236/2012 of the European Parliament and of the Council of 14 March 2012 on Short Selling and Certain Aspects of Credit Default Swaps.

[15] 第5条规定,卖空者在净空头头寸达到“报告门槛”(notification threshold)或者下降到该门槛以下时,应该向适格监管机关履行报告义务。该报告门槛的标准为净空头头寸达到某一股票发行在外股本金额(share capital)的0.2%。同时,为了实现对该头寸的动态监控,规定在该净空头头寸每往上增加0.1%时,卖空者也应向监管机关报告。

[16] 第6条规定,卖空者在净空头头寸到达“公开门槛”(publication threshold)或者下降到该门槛以下时,应该将该头寸的详细信息向市场公开。该公开门槛的标准为净空头头寸达到某一股票发行在外股本金额的0.5%,并且在该净空头头寸每往上增加0.1%时,卖空者也应向实时向市场进行披露。

[17] 即 Regulation SHO。

[18] 反向转化,是指在卖空股票的同时卖出一个看跌期权,并买入一个到期日与行权价和看跌期权一模一样的看涨期权。如此的期权配置可以形成“全方位的多头”,从而对冲空头的风险。重置交易则指空头在购买被做空股票多头头寸的同时,从“相同的对手方”那里购买一个短期深度实值看跌期权。

[19] 例如,Options Xpress, Inc., Securities Act Release No. 9313, 2012 WL 1264508 (Apr. 16, 2012), Jeffrey A. Wolfson, Exchange Act Release No. 66283, 2012 WL 1024032 (Jan. 31, 2012)等。

(二)“观点”与投资“建议”不同、发布“建议”需要证券咨询资格,公民言论自由的保护需以公共秩序的维护为前提

商业言论自由和证券市场秩序看似矛盾实则统一。香港市场失当行为审裁处认为,表达自由的宪法权利限于公共秩序(public order)的边界内,而金融市场属于经济秩序(economic order),是公共秩序的下位秩序,因此以经济秩序限制表达自由,并不违宪。无独有偶,在德国斯图加特“抢帽子交易上诉案”中,^[20]斯图加特地区法院和德国联邦最高法院都认为,被告作为媒体编辑,组建并“发布观点”指导基金进行投资,触犯了无证提供金融服务禁令,须承担相应的民事与刑事责任。

《欧盟市场滥用条例》Art. 20(1)为防止市场参与者被误导,因而要求自然人编撰或传播投资建议时必须“表述客观”并披露与之相关的个人利益。^[21]同时,《欧盟授权条例》(EU,2016/958)Art. 2(1)要求做出投资建议的个人或机构必须“表明身份”。^[22]《授权条例》Art. 3(1)还要求必须将事实、陈述及信息来源予以分列。^[23]曾有评论认为,欧洲的上述要求限制了公民享有《欧洲基本权利宪章》(the Charter of Fundamental Rights of the EU)第11条规定的“表达与信息自由的权利”,但监管者后续对该观点进行了了解释。德国联邦金融监管局(BaFin)明确,证券交易及发表意见(无论是肯定性意见还是否定性意见)两者本身都是公民的权利。但是,如果在发表意见之前建立了相关头寸,则有可能引起利益冲突;如果在发表意见时没有披露上述利益冲突,则构成市场操纵。^[24]换句话说,即便发表的是正确且不具有误导性的信息,但由于该等信息的呈现方式会使信息接收者产生错误或具有误导性的认识,所以信息发布者也应追究市场操纵责任。

(三)北美被做空发行人因举证困难、程序障碍等问题而难以胜诉

各国立法例对于涉及以商业言论损害证券市场秩序的案例,基本都

[20] 参见高基生:《德国最高法院对抢帽子交易案的判决及其启示》,载《证券市场导报》2006年9月号。

[21] See Market Abuse Regulation 958/2014, art. 20(1), at 41.

[22] See Commission Delegated Regulation 2016/958, art. 2(1), 2016 O. J. (L 160) 17.

[23] Id., art. 3(1), at 17-18.

[24] 参见德国联邦金融监管局官网:https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2017/fa_bj_1705_Markmanipulation.html,2020年6月5日访问。

要求证明行为、结果及因果关系等要件,因此需要法院和执法机关以“逐案审查”的方法谨慎处理无可厚非。^[25] 从美国 SEC 过去 15 年针对“做空攻击”的执法行动及北美上市公司向做空机构提起的回应性诉讼来看,仅在明确证据表明存有虚假称述时,SEC 才对发行人或/及卖空者采取调查行动;而发行人往往因诉因和举证困难、程序障碍等问题而难以胜诉,而做空攻击者受到宪法下言论自由的保护,却更容易得到法院支持。^[26] 比如,匿名博客 Alfred Little 先后做空德尔电器、清洁能源、希尔威矿业等中概股公司,并都遭到发行人的强烈反击。发行人认为,Alfred Little“人为地降低股票价格,以便卖空获得非法利润”。然而,这些针对“Alfred Little”的诉讼都没有成功。^[27] 2014 年,针对 Alfred Little 做空希尔威矿业一案,加拿大不列颠哥伦比亚省证监会以涉嫌证券欺诈对 Alfred Little 起诉,即便 Alfred Little 承认自己伪装为一家独立第三方发布平台,也虚构了做空研报中的“专家观点”,但法院最终以 Alfred Little 发布的是一己“观点”而非投资“建议”作出了有利于 Alfred Little 的判决。

(四) 欧洲重视做空攻击引发的市场非理性动荡,运用个股卖空禁令稳定市场

2019 年 1~2 月,金融时报针对德国电子支付服务提供商 Wirecard AG 刊登系列报道,^[28] 称 Wirecard 新加坡总部的内部合规人员发现了公

[25] 参见《美国 SEC 诉特斯拉及马斯克欺诈案 达成行政和解的相关启示》,载《中国证券报》2020 年 5 月 27 日版。

[26] 参见[美]查尔斯·沃克、科林·福布斯:《针对“做空攻击”的 SEC 执法及发行人诉讼》,胡睿超、滕玉琳、宋澜译,载《证券法苑》(第 29 卷),法律出版社 2020 年版。

[27] 参见 *Deer Consumer Prods., Inc. v. Little*, No. 650823/2011 (N. Y. Sup. Ct. Mar. 28, 2011); *Silvercorp Metals Inc. v. Anthion Mgt. LLC*, 36 Misc. 3d 1231(A) 等案例。

[28] Olaf Storbeck, *German Regulators Probe Price Decline At Wirecard*, FIN. TIMES ONLINE, available at <https://www.ft.com/content/2997a4b2-255f-11e9-8ce6-5db4543da632>; Dan McCrum & Stefania Palma, *Wirecard's Law Firm Found Evidence of Forgery and False Accounts*, FIN. TIMES ONLINE, available at <https://www.ft.com/content/79f23db0-260d-11e9-8ce6-5db4543da632>; Dan McCrum & Stefania Palma, *Wirecard: Inside An Accounting Scandal*, FIN. TIMES ONLINE, available at <https://www.ft.com/content/d51a012e-1d6f-11e9-b126-46fc3ad87c65?sharetype=blocked>, accessed Aug. 2, 2020.

司参与洗钱和财务造假的证据,举报该公司从事“循环交易”,即通过第三方向其印度子公司汇款、虚构支付交易并夸大收入。金融时报此举导致 Wirecard 在法兰克福交易所的股价在数天内从 170 欧/股跌至 100 欧/股,^[29]同时股票卖空交易量翻倍。^[30]其实,早在 2018 年年初,Wirecard 就被坐落于美国威明顿港的做空机构 Southern Investigative Reporting Foundation(SIRF)盯上过。SIRF 指控 Wirecard 在一起印度的并购案中行贿交易对手方股东,导致收购公司股价大跌,从而降低收购价格。^[31]

由于德国联邦金融监管局认为 Wirecard“具有经济重要性”,为调查此案是否存在市场操纵、防止负面信息对 Wirecard 股价的“非理性影响”,2019 年 2 月 18 日 BaFin 对 Wirecard 股票颁布了卖空禁令,即禁止对 Wirecard 股票建立净空头头寸或增加现有空头头寸(当股票或金融工具,包括期权、掉期或其他与指数有关的权益基金等的持有人依赖股票价格的下跌而获利,那么股票存在空头头寸;如果某一实体或个人就特定股份持有的空头头寸多于多头头寸,那么存在净空头头寸),有效期至 2019 年 4 月 18 日。^[32]

[29] *Wirecard – Aktienkurs fällt um 20 Prozent*, Frankfurter Allgemeine Zeitung [FAZ.NET], available at <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/naechster-medienbericht-wirecard-aktienkurs-faellt-um-20-prozent-16029424.html>, accessed Jun. 12, 2020.

[30] *Wirecard – Aktie; Das ist wirklich außergewöhnlich*, DER AKTIONÄR, available at <http://www.deraktionaer.de/aktie/wirecard-aktie-fakten-wissen-leerverkaeufers-deutsche-bank-deutsche-boerse-verlust-top-verlierer-hdax-boersenbriefing-442690.htm>, accessed Jun. 12, 2020.

[31] Roddy Boyd, *Wirecard AG: The Great Indian Shareholder Robbery*, S. Investigative Reporting Found, available at <http://sirf-online.org/2018/01/23/wirecard-ag-the-great-indian-shareholder-robbery>, accessed Jun. 3, 2020.

[32] *General Administrative Act of the Federal Financial Supervisory Authority*, BaFin, available at https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Vorfuehrung/vf_190218_leerverkaufsmassnahme_en.html?nn=9866146. 卖空禁令是各国资本市场在极端情况时普遍采取的应对措施。2008~2009 年全球金融危机前后,美、欧、日、韩等多地交易所或对全部股票或对部分金融股都采取过附期限的禁售。例如,从 2008 年 9 月 19 日至 2009 年 1 月 16 日英国禁止了 34 只金融股的有担保卖空。2011 年 7 月欧债危机再次爆发,欧洲各国股市普遍出现大跌。面对股市连续下跌,欧洲六国重拾限空令。

德国联邦金融监管局此举的法律依据是欧盟《卖空监管条例》。该条例 Art. 20 规定,当发生(1)对一个或数个成员国的金融稳定或市场信心产生不利影响或构成严重威胁;以及(2)为消除上述威胁、确保金融市场的有效性须采取必要措施等极端情况时,适格的监管主体可以禁止或有条件地允许法人及自然人从事卖空交易(short sales);对与证券卖空具有相似经济效果的其他金融交易,监管机关也可以采取禁止或限制措施。

鉴于欧盟特殊的经济政治体制、在有权机关主体身份上,欧盟《卖空监管条例》同时规定,任一主权国家的金融监管当局和欧洲证券与市场管理局(ESMA)都是适格的卖空禁令发布主体。在 Wirecard 案的处理中,德国联邦金融监管局与 ESMA 在同一天发布了公告。据此推断,在颁布对前述禁令之前,德国联邦金融监管局就已经知会 ESMA 并获得了首肯。

(五) 我国香港地区坚决打击对恶意做空、构建良性做空机制

2020 年 7 月 8 日香港终审法院上诉委员会最终驳回了香橼(Citron Research)创始人 Andrew Left 的上诉许可申请(以下简称“香橼恒大案”)^[33]。这一被称为做空机构被罚首例的经典案件以做空者的失败画上句号,并全景式地展现了香港的监管机构对于有恶意沽空行为的毫不姑息与强势监管。2012 年香橼发布做空报告,号称中国恒大(03333)涉嫌财务造假、无力偿债并已实际进入破产清算程序。2014 年香港证监会(SFC)认为:(1)香橼针对恒大的报告存在“虚假及具误导性”的信息,或因遗漏重要事实而具有“虚假及误导性”;(2)香橼创始人 Andrew Left 对相关信息的发布及传播存有过失(知悉全部内容而对可能的风险置之不理)^[34]。

[33] 参见香港法律参考资料系统:<https://www.judiciary.hk/zh/home/index.html>,2020 年 9 月 14 日访问。

[34] 参见香港证监会官网:<https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=20PR66>,2020 年 9 月 10 日访问。

2016年8月及11月,香港市场失当行为审裁处(MMT)^[35]出具两份报告,判定 Andrew Left 从事了香港《证券与期货条例》(以下简称《条例》)第277(1)条禁止的“披露虚假或具误导性的数据以诱使进行交易的行为”,并根据《条例》第257条对审裁处的授权判处 Andrew Left: (1)冷淡对待令,即5年内不得直接或以协助、教唆等间接方式在香港市场从事交易;(2)终止及停止令,即不得再实施任何市场不当行为;(3)交出利润、返还盈利所得160万港元(数额经与 Andrew Left 的律师商议);(4)支付香港证监会诉讼费用及其他合理开支合计500万港元。^[36]

Andrew Left 随后多次上诉。但香港终审法院最终认为,股票市场错综复杂,影响市场行情的因素也纷繁多变。因此,市场上充斥着大相径庭但又可能各具道理的意见。然而,香港《条例》第277(1)条并非要管制意见本身,但如果意见所依据的重要事实是虚假的或具有误导性,那么则构成“市场失当行为”,必须予以杜绝。香港通过“香橼恒大案”展现了国际金融中心在金融法制方面的缜密和成熟:引导市场理性对待做空报告,并为各方(包括做空者在内)的依法运作和良性竞争建立了公平的平台和规则体系。

四、实践“浑水式”做空的必要性及监管导向

做空机制本身是一把“双刃剑”,应当进行有效的引导和监管。在

[35] 基于控审分离原则,香港证监会在对证券违法案件完成调查后,会将案件交由市场失当行为审裁处进行审理。在组织构成上,市场失当行为审裁处是根据香港《条例》成立的、具有准司法权的独立机构;其主席由香港行政长官根据终审法院首席法官的建议,委任1名高等法院法官或前法官出任;审裁处的另外两名香港商业人士或专业人士则由财政司司长在行政长官转授的权力下委任。在裁判流程上,除非审裁处为维护司法公正起见,认为聆讯(或其中一部分)应闭门进行,否则所有聆讯均公开进行。详见香港市场失当行为审裁处官网;<https://www.mmt.gov.hk/sim/home/home.htm>,2020年9月14日访问。

[36] 参见香港市场失当行为审裁处2016年11月的最终报告;https://www.mmt.gov.hk/chi/reports/Report_of_Evergrande_c.pdf,2020年9月14日访问。

境内市场稳步推进以信息披露为核心的注册制改革的背景下,实践市场化的做空机制可以增强市场监督,减轻行政监管的压力。但与此同时,境内市场投资者相对不成熟,做空行为对其投资决策的影响有放大效应。因此,本文认为,对于“浑水式”做空应当采取正面引导和规范的监管政策,避免出现放任不管的“市场化”做空(见图1)。

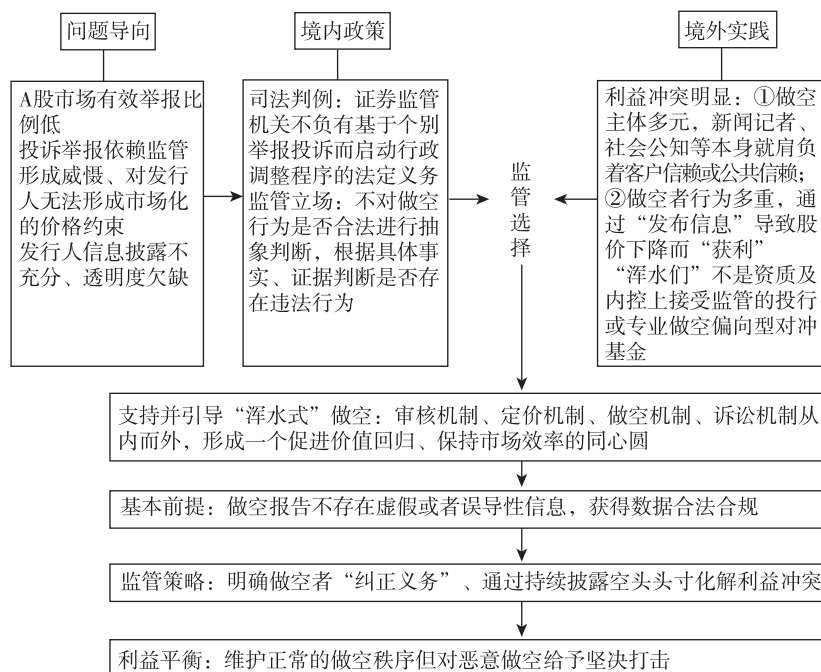


图1 “浑水式”做空监管选择的逻辑思考

(一) 强调做空行为发布信息的真实性和合规性

首先,根据境外做空机制监管实践和境内类做空机制实践,允许“浑水式”做空存在的最根本的前提是其发布的做空报告具备真实性,不得存在虚假或者误导性信息,不得具有欺诈属性。如此才能真正发挥做空机制促进价值回归的正向作用。其次,做空报告的信息来源必须是做空机构通过公开途径获取的,不能是内幕信息,否则会构成内幕交易。此外,发布做空报告包含了事实和观点(投资建议),其行为应当是无偿的。如果是有偿的,则会构成证券投资咨询服务行为,需取得相应业务牌照并接受行业监管。

世界主要国家和地区目前都对信息不正确或具有误导性的“个股做空”情形予以禁止,并严格规制了“编造传播虚假信息”或“信息型市场操作”。欧洲为加强对误导性做空的规制、扩大了信息型操纵犯罪的行为类型,提高了惩戒程度。《欧盟市场滥用条例》(MAR,2014年)^[37] Art. 12(1)及 Art. 12(2)分别对“散播虚假或误导性信号”及“抢帽子”的情形予以了禁止。同时《欧盟授权条例》(EU 2016/522)规定 trash and cash(拉高出货、压低吸筹)属于市场操纵。^[38]我国香港地区《条例》第277条规定了“披露虚假或具误导性的资料以诱使进行交易”的信息型操纵市场行为。由此,我国香港地区将积极做空者纳入了“散布行为”“引诱交易”“虚假信息”“主观过错”的四要件分析框架。

(二)通过持续披露“传播信息”与“持有仓位”的利益冲突实现对做空行为操纵属性的“纠正”

造成“浑水式”做空利益冲突的原因至少有两个方面。其一,做空主体构成多元、角色混同。无论是“社会公知”、新闻记者,还是私募基金、会计审计机构,抑或投行的研究与自营部门,很多机构或个人本身就肩负着客户信赖或公共信赖。比如,长期以来,美国法院一直主张新闻媒体或媒体的专栏作家应当在推荐买入或卖出某只股票后披露其个人也交易了该只股票。^[39]

其二,做空者存在“发布信息”与“自身获利”的多重行为。不同于那些“浮在游戏表面”的普通分析师,也不同于动动嘴皮子或动动笔杆子的“卖出”评价,“浑水式”做空者将自己的声誉与经济利益紧紧捆绑在一起:在发布研报之前建空仓使他们会因股价的下降而获利、因股价的上升而遭受损失,^[40]从而也吸引更多的投资者追随自己卖出股票。

[37] See Regulation (EU) No. 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC, and 2004/72/EC, art. 4, 2014 O. J. (L 173) 21.

[38] See Commission Delegated Regulation 2016/522, 2015 O. J. (L 88) 1, 15.

[39] Zweig v. Hearst Corp., 94 F.2d 1261, 1268 (9th Cir. 1979).

[40] 比如,浑水公司的研究报告, MW is Short OSI Systems (NASDAQ:OSIS) (“我们做空 OSI Systems, Inc. 因为我们认为它糟透了”)。参见 <https://www.muddywatersresearch.com/research/osis/mw-is-short-osis/>, 2020年5月20日访问。

成熟市场实践说明,要求做空机构提前、持续披露“发布负面信息”与“依靠证券或其他金融产品价格下跌而获利”之间的利益冲突,包括所持有的空头头寸、持仓和平仓时间等,能够强化其做空行为正当性,降低其本身可能带有的“操纵股价”色彩。德国联邦财政部草拟的《交易所行情及市场价格操纵禁令的细化条例(草案)》第3条第3款第2项也规定:“在可能出现利益冲突时,散布谣言或提供建议,而不是立即以合适的方式披露该项利益冲突”,亦属于《有价证券交易法》第20a条第1款第1句第2项意义上的“交易所行情和市场价格操纵”。

在美国,联邦第二巡回法院在 *In re Time Warner Securities Litigation* 案中明确:根据 SEC10b-5 规则,行为人是否对陈述履行“纠正及更新的义务”会成为是否构成虚假的干预性因素。也即“如果最初的观点或预测由于其他干预事件而产生误导,行为人则有义务更新观点和预测”^[41] 换句话说,当做空者自愿披露“我们做空【某某公司】”时,做空者就产生了披露其何时不再依靠股价的下跌而获利的义务——做空者何时对空头头寸平仓或者购买了看涨期权、互换合约或其他衍生品来对冲股价下跌而带来的经济敞口。^[42]

因此,本文主张对做空机制建立起以披露空头头寸为核心的监管策略。如果做空者事先披露交易意图并具体披露空头头寸变化情况,并以等于或低于其预计的(无论明示或暗示)被做空公司的合理股价进行平仓,那么应认为该做空行为不具有“操纵性”。

(三) 完善多空平衡交易机制为做空行为提供获利驱动

“美国的历史经验表明,适当减少卖空制度的约束,能够有利于做空制度发挥其正面影响”^[43] 从运作机理来看,实践做空机制需要有与之相适应的制度和市场条件,以便在促进其作用发挥的同时,防范其可能

[41] Bruce Mendelsohn & Jesse Brush, *The Duties to Correct and Update: A Web of Conflicting Case Law and Principles*, SEC. REG. L. J. 67 (Spring 2015).

[42] [美] 约书亚·米茨、约翰·C. 科菲等:《关于规制做空与市场扭曲的申请》,宋澜译,载《证券法苑》(第29卷),法律出版社2020年版。

[43] Ekkehart Boehmer, Charles Jones and Xiaoyan Zhang, *Potential Pilot Problems: Treatment Spillovers in Financial Regulatory Experiments*, 135 *Journal of Financial Economics* 2020.

存在的负面影响。但是,从市场条件来看,由于做空交易机制和产品还较为缺乏,境内市场实施卖空行为的手段相对有限,并且卖空特定股票的效果不甚理想,做空机制的获利模式难以在本土市场得到充分展现,做空动机不足。

疫情以来,我国公募基金规模发展迅速,资产管理市场位居世界第三,^[44]但市场仍然存在操作风格“散户化”、短期持有“投机化”等问题。做空机制与市场规模的严重不匹配使得市场缺乏内在的自我调节机制。因此,需要完善卖空交易机制,为做空机构提供获利途径,从而驱动做空机构自发返回市场监督作用。完善融券交易,研究推动个股期权交易和场外期权、股票收益互换等创新业务,对于全面推进注册制改革、防范市场非理性波动也具有“四两拨千斤”的作用。

(四) 维护正常的做空秩序、引导公司完善和优化信息披露

不用市场结构对于做空行为的辨识能力和消化模式可能存在很大差异,且做空机制引发的效应可能不仅仅限于证券市场,而涉及地缘政治的考量。一方面,只有保持监管中立,才能维护资本市场正常的做空秩序、期待与之伴生的“啄木鸟”效应。近期联邦金融监管局处置 Wirecard 财务舞弊案的功过得失便是警醒:因德国政府对 Wirecard 寄予厚望,所以,促使 BaFin 将一切不利于 Wirecard 的质疑特别是来自外国的质疑看作对德国利益的挑战。故面对内部吹哨人、新闻记者和做空机构锲而不舍的举报和质疑,BaFin 并未及时启动对 Wirecard 的调查核实工作,而是将矛头对准了举报者和质疑者,由此引发了欧盟市场一体化与金融监管民族主义的激励讨论。^[45]

另一方面,对上市公司来说,应从市场中仍在不断出现的做空报告中汲取反面教训和经验;做空机构的价值之一,其实也就在于一定程度上倒逼上市公司不断完善和优化其信息披露。

经过“香橼恒大量案”的不断发酵,港股上市公司在应对做空机构狙击方面的经验体系已经较为完备。2020年7月8日,内地奶粉商中国飞

[44] 参见全国政协委员、中国证监会原主席肖钢在“2020中国资管年会”上的讲话,载 https://www.sohu.com/a/399799527_658654,2020年9月16日访问。

[45] 参见黄世忠:《金融科技巨擘的幻灭与反思》,载《金融会计》2020年第7期。

鹤(06186)被业做空机构 Blue Orca Capital(杀人鲸资本)发布了一份做空报告。报告指称,飞鹤去年的列帐 EBITDA 利润率及纯利率,甚至比苹果公司、腾讯(00700 - HK)及阿里巴巴(09988 - HK)还要高。而根据所谓的第三方市场研究公司尼尔森及中国商务部的数据,飞鹤配方奶的零售销售数据可能只相当于公司公布的一半等。基于上述沽空内容,中国飞鹤当日发布了“内幕消息和盈利预喜”公告,并于7月9日发布了澄清公告予以回应,指出该报告有关指控并不准确及具误导性,并披露公司收入增长是受惠于高端婴幼儿配方奶粉销量大增等原因。虽然7月8日中国飞鹤当日早盘跌幅一度超过8%,随后股价开始回升反弹,截至收盘涨幅达7.2%,股价方面未受负面影响,但空穴不来风,层出不穷的做空报告至少从侧面折射出很多上市公司的信息披露并不充分,透明度不同程度地欠缺,这样才给了做空机构可乘之机。

五、结语

“浑水式”做空合法与否,其边界在哪,是世界各地资本市场共同面对的新命题。本文认为,引导真正意义上的“浑水式”做空并加以规范,可以保证其发挥市场化监督和约束作用的同时,减少可能对市场带来的过度冲击,并在提升市场信息披露质量和维护市场正常交易秩序之间取得平衡。境内市场既有的投诉举报除了在行为实施环节、行为实施目的、对股价影响等方面与“浑水式”做空存有不同之外,在实施效果上也更依赖于监管机构的行政执法形成威慑。相反,做空者通过合法手段主动收集负面信息,利用信息迫使公司承认造假并通过卖空交易获利,可以在一定程度上揭发市场不端、促进价值回归,并使审核机制、定价机制、做空机制、诉讼机制共同作用,形成一个从内而外、保持市场效率的同心圆。

(编辑:吴紫君)