

做空机制的法理基础与监管建议

李文莉* 陈晓曼**

摘要:“瑞幸咖啡遭浑水公司做空”事件引发对做空机制的讨论,做空机制作为证券违法行为的有效市场化约束手段,是发达资本市场的净化器。从法律角度探寻做空机制运行机理与现实功能、考量做空机制滥用的风险,建议我国资本市场引进做空机制,并可以借鉴域外做空机制运行的经验,提出“培育长线做空”“预防交付风险”“禁止信息型市场操纵”“规制做空金融机构”的监管建议,为我国注册制下证券市场的平稳健康发展提供智力支持。

关键词:证券市场 注册制 市场化约束机制 做空机制

“瑞幸咖啡遭浑水公司做空”事件起于世界知名做空机构浑水公司2020年1月31日公开一份做空报告,以翔实的内容指控“瑞幸咖啡”涉嫌财务造假;彻底爆发于2020年4月2日“瑞幸咖啡”向美国证券交易委员会(Securities Exchange Commission, SEC)提交文件称,“发现公司2019年第二季度至第四季度虚增人民币22亿元交易额”^①正面承认“造假”行为。随后,“瑞幸咖啡”股票2020年4月2日接连触发三次熔断,股价暴跌超80%,^②引发证券市场一片哗然。此事件展示了“做空机制”以快准狠的方式吹散“瑞幸咖啡”的虚假繁荣泡沫,有效维护证券市场的公正

* 上海对外经贸大学法学院副院长、教授。

** 上海对外经贸大学法学院硕士研究生。

① 参见瑞幸咖啡官网:<http://investor.luckincoffee.com/news-releases/news-release-details/luckin-coffee-announces-formation-independent-special-committee>,最后访问日期:2020年4月6日。

② 参见瑞幸咖啡官网:http://investor.luckincoffee.com/historical-lookup?8c7bdd83-a726-4a84-b969-494be2477e47%5BLK_OQ%5D%5Bdate_month%5D=04&8c7bdd83-a726-4a84-b969-494be2477e47%5BLK_OQ%5D%5Bdate_day%5D=2&8c7bdd83-a726-4a84-b969-494be2477e47%5BLK_OQ%5D%5Bdate_year%5D=2020&url=,最后访问日期:2020年4月6日。

透明。在我国新《证券法》正式实施的背景下,注册制对信息披露提出了更高要求,做空机制的引入有助于推动信息披露的完善以实现对投资者的保护,若对其监管得当,定能为我国注册制下证券市场的发展创造巨大价值。

一、做空机制的法理基础:“套利激励”与“净化市场”的平衡

(一) 做空行为的法律界定:以《做空交易规则》为依据

根据美国证券交易委员会 2005 年 1 月 3 日颁布的《做空交易规则》(Regulation SHO)中的定义,“做空”是指,任何非卖方持有的证券的出售,或由卖方借入或由卖方承担的证券的交付而完成的任何出售。^①即出于股票价格会下跌的预期,做空者先出售自己不持有的证券,待未来证券价格下跌后,以更低的价格在公开市场上再购回这些证券以交付给证券出借人,并从由此产生的价差中获利。

做空是一种与做多相对的反向操作,其特征包括:(1)做空主体多元性,做空者既可以是个人、机构,也可以是经纪人或交易商以及经销商。(2)做空原因特殊性,做空者以证券价格下跌的预期为行动基础而作出了“高卖低买”的选择。(3)做空手段特殊性,做空者出售的是非自己持有的证券。其中,做空的手段是与做多最鲜明的区别。为了明确“非自己持有”,《做空交易规则》第 200 条从反面明确列举了 6 种“个人自己持有”的情形、^②2 种“经纪人或交易商自己持有”的情形^③以及 3 种“经销商自己持有”的情形。^④

(二) 做空机制的运行机理:以做空机构为例

在实践中,做空是一种涉及多方利益需要严格规范的交易策略。以做空机构为例,其做空的实践操作流程一般分为四步。

首先,做空机构需要借入目标公司的股票。作为机构做空者,其股票借入源于证券经纪商。^⑤原因在于证券经纪商的股票可以来自经纪商自己的库存、经纪商的其他

① 17 CFR § 242.200(a).

② 17 CFR § 242.200(b).

③ 17 CFR § 242.200(d).

④ 17 CFR § 242.200(e).

⑤ See “Short Selling: Regulation and Reporting Requirements”, Accessed April 6, 2020, [https://content.next.westlaw.com/Document/I2104b7bcef0811e28578f7ccc38dcbec/View/FullText.html?originationContext=docHeader&sc=cb1t1.0&vr=3.0&contextData=\(sc:Search\)&transitionType=Document&needToInjectTerms=False&isPlus=true&firstPage=true&bhcp=1](https://content.next.westlaw.com/Document/I2104b7bcef0811e28578f7ccc38dcbec/View/FullText.html?originationContext=docHeader&sc=cb1t1.0&vr=3.0&contextData=(sc:Search)&transitionType=Document&needToInjectTerms=False&isPlus=true&firstPage=true&bhcp=1).

客户或者另一家经纪公司,^①因此,证券经纪商的实力雄厚、持股数量多、持股稳定性强。基于做空机构大额的做空体量,做空机构更倾向于选择从证券经纪商处借入股票。借贷协议签订后,在结算日之前,经纪商找到要借入的目标公司股票并锁定该股票(称为“定位”)。^②在向证券经纪商缴纳了一定数额的保证金后,做空机构即可顺利借入目标公司股票。

其次,做空机构需要将自己借贷的股票出售给其他投资者。做空机构与看涨目标股票的投资者达成协议,在将卖单和买单配对后,双方有3天的时间来结算交易。^③做空机构在结算日到期之前交付股票,买方交付价款,买卖交易即告结束。做空机构成功将借贷股票转换为价款。

再次,当股票下跌之后,做空机构再买入与先前卖出数量相等的目标公司股票,将一部分价款转换为用于返还经纪商的股票。做空机构从先卖后买中获取价差利益。

最后,做空机构将回购的股票返还给经纪商,结算相关借贷利息费用,借贷交易即告结束。至此,做空机构获得除去操作成本后的价差利益,经纪商获得借贷股票的利息利益。

(三) 做空机制的价值取向:“套利激励”与“净化市场”的平衡

做空作为一种交易策略,其首要目的在于满足交易主体的“套利”需求。做空机构可以通过“借”“卖”“买”“还”的四步操作完成做空。然而,简单的大量抛售股票的确会引起目标股票价格的短暂下跌,但抛售过后出于供需平衡,股票又会迅速回升到原先价格,所以这并不是做空机制的核心,做空机制之所以获利,其关键在于做空机构在采取4步行动之前,对目标公司的研判。这一研判正是基于对目标公司所披露的信息,结合多手段获取的其他未披露的与目标公司运营状况相关的信息而进行的综合分析。做空机构基于对目标公司的调研,得出目标公司股价虚高的结论,进而深入调查制成“做空报告”。在卖出目标公司股票后,继而发布“做空报告”,报告中的负面信息使目标公司股价下跌才是做空机制获利的关键。在查看了浑水公司自

^① See “Short Selling: Regulation and Reporting Requirements”, Accessed April 6, 2020, [https://content.next.westlaw.com/Document/I2104b7bcef0811e28578f7ccc38dcbee/View/FullText.html? originationContext = docHeader&rs = cblt1.0&vr = 3.0&contextData = \(sc. Search \) &transitionType = Document&needToInjectTerms = False&isplcplus = true&firstPage = true&bhcp = 1](https://content.next.westlaw.com/Document/I2104b7bcef0811e28578f7ccc38dcbee/View/FullText.html?originationContext=docHeader&rs=cblt1.0&vr=3.0&contextData=(sc.Search)&transitionType=Document&needToInjectTerms=False&isplcplus=true&firstPage=true&bhcp=1).

^② Ibid.

^③ Ibid.

2010年至2020年19份做空“中概股”的“做空报告”后,笔者总结了做空机构做空的三个切入点:(1)目标公司信息披露的“欺诈”性信息。(2)目标公司业务模式的不合理性。(3)目标公司中管理人员的不良信用记录。^①由此可见,“做空报告”是每一个做空机构的关键业务,也是做空机制获利的核心。

做空者为了自身“套利”,更加有动力去搜集目标企业的全面信息,利用目标企业的负面信息制成“做空报告”。只有挖掘出企业信息披露之外的隐含信息,做空者才能成为证券市场中“消息灵通者”,进而通过“先卖后买”的反向操作以及隐含负面信息的发布实现自身的“套利”需求。这是做空机制对做空者“套利激励”的体现。在“套利激励”过程中,做空者的收集信息行为能够促进信息披露有效性,进而保障证券有效定价、稳定证券价格波动,最终保护投资者利益使证券市场平稳健康发展,实现了“净化市场”的功能。做空机制平衡了“套利激励”与“净化市场”两种价值取向,实现了“私利”与“公益”的统一。

二、做空机制的功能优势

我国刚全面施行注册制的证券市场,在开放市场自由度的同时,也对信息披露、投资者保护提出了更高的要求。我国的证券市场现有发展尚不成熟,存在证券价格无法反映上市企业真实经营状况的问题,进而会损害投资者利益,影响证券市场的健康运行。做空机制的引入将利用做空机制的功能优势以保障证券价格真实性及上市企业信息披露的有效性。

(一)提高证券定价合理性

“无套利均衡理论”,是指如果市场上存在无风险的套利机会,就说明市场处于不平衡状态,而反向套利力量将会推动市场重建均衡。市场一旦恢复均衡,套利机会就消失。在市场均衡时无套利机会,这就是无套利均衡分析的依据。“无套利均衡理论”的应用,有助于实现证券定价合理化。

企业出于“融资”需求,在上市定价阶段更倾向于披露“利好信息”。因为证券市场中证券的价格受供求关系的影响,当证券买方因获取的“利好信息”而过于积极的需求即会产生证券“溢价”,上市企业即可获得更多融资。但当“溢价”水平持续攀

^① 参见浑水公司官方网站:<https://www.muddywatersresearch.com/research/>,最后访问日期:2020年4月6日。

高,进而产生“无风险套利机会”时,就会使证券市场处于不均衡状态。此时需要反向套利力量的介入,使证券市场恢复平衡。“做空机制”以负面评价和反向操作,从纠正此种市场“溢价”的异常状况中获利,正是反向套利的表现。套利定价理论也认为,套利行为是现代市场均衡价格形成的一个决定因素。因而做空机制具有恢复市场均衡,提高证券定价合理性的作用。

做空机制的潜在效益是,如果我们当前对证券的需求过分乐观,做空机制会迫使当前的价格更接近真实反映供求关系的水平。^① 该结论与有效市场的假设是一致的,在该市场中,消息灵通的投资者可以改善消息不灵通的投资者设定的市场定价。^② 相较于基于上市企业披露的正面信息而选择做多的投资者,做空者会更加关注上市企业未予披露的负面信息,从而获得更多信息,成为助力证券合理定价的“消息灵通者”。

在我国证券市场实行注册制的情形下,企业上市后市盈率几十倍的增长,极少出现“破发”现象,恰恰反映了投资者过于积极的需求。长期供不应求的不均衡证券市场难以维系健康发展。基于此,做空机制的引入可以有效进行“套利”平衡,改善上市企业异常“溢价”,使证券定价能够真实反映上市企业的发展状况,以保障投资者在初始阶段就获取完善的信息披露,作出真实的投资决策。

(二) 平抑证券价格波动性

缺少做空机制的证券市场,股票的市场价格并不能反映所有投资者对上市公司价值的看法,它仅代表了最乐观的投资者的观点。对于持不太乐观态度的投资者获利的唯一可能性是领先其他投资者,并以超出其基本面的价格购买股票,以期望将其出售给更乐观的投资者。^③

做空机制作为一种工具,可以将不同的观点纳作股票市场价格的衡量因素。做空者可以对股票价格进行“负面评价”,从自己的负面信息研究中获利。这种获利的可能性转而成为做空者寻找有关公司的负面信息提供了进一步的动力。与做多者不同,做空者对披露所有非积极信息具有明显的兴趣。^④ 这可以弥补证券市场正面评价过多导致的信息不全面缺陷。如果做空者通过“负面评价”,实现对证券价格的牵制,将当前价格推低到将来应然的水平,它将减少当前价格异常上涨的可能性,从而平抑

^① See Tomas Bury, “Financial Crisis-Is Short Selling to Blame”, *Common Law Review* 12, 2012, pp. 33 - 36.

^② Ibid.

^③ Ibid.

^④ Ibid.

证券价格过高的波动性。^①

此外,随着做空机制增加了市场中卖方的数量,潜在的买方有更高的可能性达成交易。因此,较高的交易量增加了证券的流动性,降低了买卖差价,从而降低了交易成本。如果投资者在进入和退出头寸时面临较低的障碍,则更有可能进行投资,因为投资者可以在最适宜的时间点快速开立和关闭头寸。^②

在缺少做空机制的我国证券市场中,投资者大多通过正面评价进行做多,导致证券交易价格非理性上涨。若引入做空机制,理性的市场参与者就可以采取做空的策略获利,同时,做空机制增加了股票供应量,如此,在股价非理性上涨的过程中就会存在理性的打压力量,避免股价暴涨。做空机制以“负面评价”对股价频繁大幅度波动的牵制作用,能够最大限度地保障证券价格波动是上市企业发展状况变化的真实反映,保护投资者利益,维护证券市场有序发展。

(三)保障信息披露有效性

做空者的怀疑或消极情绪在保障信息披露有效性中扮演着重要的角色。一方面,做空者往往是最先发现公司虚假信息披露行为的第三人。^③ 由于许多做空者消息更为灵通、经验更丰富,其可能会在市场监管机构之前察觉到企业财务上的不当行为。尽管监管机构已尽最大努力密切关注上市企业,但比起做空者这些市场化的监督者而言,洞察力仍会稍显薄弱。重要原因在于那些研究公司基本面和公司股票价格的做空者,在做投资决策时只着眼于利润,出于逐利目的而更关注目标企业披露的任何信息。此外,相较监管机构而言,这些做空者也会有更多的资源和时间去钻研公司披露的财务信息的细节。^④ 另一方面,做空者一旦发现目标公司存在虚假信息披露,从而决定做空目标公司之后,将会给目标公司造成极大负面影响,甚至引发目标公司退市危机。面对这样来势汹汹的对虚假信息披露的攻击,无论是对目标公司还是证券市场上的其他企业,都具有强有力的威慑作用,使上市企业在信息披露方面慎之又慎,因为任何一个偏差都会以股价下跌为代价。

鉴于此,做空机制的引入,一方面,可以提高证券价格的真实性,增强我国证券市场的吸引力、激发证券市场活力;另一方面,可以保障信息披露的有效性,弥补我国证

^① See Tomas Bury, “Financial Crisis-Is Short Selling to Blame”, *Common Law Review* 12, 2012, pp. 33 – 36.

^② Ibid.

^③ See Melissa W. Palombo, “The Short-Changing of Investors-Why a Short Sale Price Test Rule is Necessary in Today’s Markets”, *Brooklyn Law Review* 75, 2010, pp. 1447 – 1488.

^④ Ibid.

券市场中市场化约束的不足。市场化约束以其“低监管成本、高监管效率”的特性,成为证券监管不可缺少的一环。我国注册制下的证券市场,赋予了市场主体更多自由施展的空间,因而就更加突显了市场化约束手段的作用。不可否认的是,做空机制是一把“双刃剑”,因此,为使做空机制最大程度发挥其功能优势,发挥其对我国证券市场的积极作用,对于做空机制滥用的风险,我们也必须预先加以审视并进行有效监管防控。

三、做空机制滥用的风险及法律问题

(一) 短线做空者的权利滥用风险

经纪商滥用权利增加做空风险。一方面,经纪商滥用保证金维持要求增加做空风险。许多经纪商的保证金要求维持在目标股票价格的30%~40%,因此,随着股票价格的上涨,追加保证金的可能性也随之增加。一旦做空者跌破保证金维持比例,其将不得不以多种方式满足追加保证金的要求:(1)做空者可能会被迫通过在公开市场上以增加的价格回购股票来结束交易;(2)做空者可以通过将额外的股本存入账户以满足追加保证金的要求。此外,经纪商享有随时提高其维持保证金比例的权利,而无须事先通知做空者,并且做空者无权要求延长追加保证金的时间,因此,一旦滥用追加保证金权利将使得做空者陷入更加被动的处境。^①另一方面,做空者面临着经纪商随时“召回股票”的风险。经纪商有权将其客户的证券借给做空者。经纪商将其名下的所有证券累积,然后当做空者想要做空特定股票时,经纪商将从累积的证券中借出客户的相应股票。经纪商保留随时收回借出股票的权利,以平衡自己的融资融券业务。如果召回了股票,并且经纪商无法找到要借给做空者的替代股票,那么做空者就必须通过在公开市场上购买所需的股票来平仓空头头寸。“召回股票”权利的滥用将使做空者有可能以巨额亏损平仓,增加了做空风险。^②

因此,为实现短期套利的目标,避免经纪商滥用权利带来的风险,做空者更倾向于采用“短线做空”方式,“短线做空”会增加换手率以短时间攫取更多利益,但这会对股价造成螺旋式的下行压力。^③从本质上来讲,当投资者没有足够的时间来应对股

^① Scott Squires, “Going Long on Shorts”, *University of Miami Law Review* 68, 2014, pp. 821 – 852.

^② Ibid.

^③ See Joshua Mitts, “A Legal Perspective on Technology and the Capital Markets: Social Media, Short Activism and the Algorithmic Revolution”, Accessed April 6, 2020, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3447235.

票日益增强的下行压力时,“短线做空”的频繁交易可能导致市场混乱。如果股票价格持续下降,发行人将难以借入资金和吸引投资者,因此,在股票变得毫无价值之前,即使企业是资本充足的也无法改善其财务状况,这有可能导致发行人破产。互联网的发展给了短线做空者更多机会,^①短线做空者可以更方便地在互联网平台发表负面观点,利用互联网快速、广泛的传播效率加速实现其做空目的。而这一方式会大大增加证券市场的短期价格波动性,使投资者无法准确作出投资判断,既不利于投资者保护,也不利于证券市场的良性发展。

因而,在思考引入做空机制时,有必要将我国证券市场相应做空主体的风险承受能力以及做空主体的做空方式选择列入考量范围。

(二) 滥用“裸卖空”的交付风险

“裸卖空”(Naked Short Selling),是指做空者在没有担保有证券可以交付给买方的情况下做空。从本质上来讲,在“裸卖空”交易中,做空者在做空之前不会正式借入证券,而且做空者也不能肯定经纪商是否有能力借出卖空证券。“裸卖空”缺乏证券可用性的担保,一旦被滥用,就增加了买方在指定结算日无法从卖方获得证券的可能性(这被称为交付失败)。^②

“裸卖空”的做空者在股票出售前不受在市场上借入股票能力的限制,因此给予更多中小做空者做空机会。但这种交易技术的滥用会过度增加做空者的利润,加剧标的股票的价格下跌。从这个意义上来说,滥用“裸卖空”可能对发行人的股票价格造成极大的损害,因为“滥用”行为忽视调整要求而借入股票,消除了对做空数量的限制,并加剧了由此产生的价格下行压力。与此同时,发行人股票价格大幅下跌,可能在没有切实原因的情况下造成投资者信心危机。在证券市场,投资者对市场信心的丧失极有可能危及整个市场的稳定。^③

目前我国证券市场尚待完善,若允许滥用“裸卖空”的行为进入我国证券市场,显然不利于市场的健康运行。一方面,我国证券市场以个人投资者为主,承担风险的能

^① See Joshua Mitts, “A Legal Perspective on Technology and the Capital Markets: Social Media, Short Activism and the Algorithmic Revolution”, Accessed April 6, 2020, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3447235.

^② See “Short Selling: Regulation and Reporting Requirements”, Accessed April 6, 2020, [https://content.next.westlaw.com/Document/I2104b7bcef0811e28578f7ccc38dcbee/View/FullText.html?originationContext=docHeader&sc=cblt1.0&vr=3.0&contextData=\(sc.Search\)&transitionType=Document&needToInjectTerms=False&isplus=true&firstPage=true&bhcp=1](https://content.next.westlaw.com/Document/I2104b7bcef0811e28578f7ccc38dcbee/View/FullText.html?originationContext=docHeader&sc=cblt1.0&vr=3.0&contextData=(sc.Search)&transitionType=Document&needToInjectTerms=False&isplus=true&firstPage=true&bhcp=1).

^③ See Eleonora Zlotnikova, “The Global Dilemma in Short Selling Regulation: IOSCO’s Information Disclosure Proposals and the Potential for Regulatory Arbitrage”, *Brooklyn Journal of International Law* 35, 2010, pp. 965–996.

力更低,滥用“裸卖空”的交付失败会加重投资者风险负担;另一方面,我国证券市场本身就存在巨大投机性,市场的整体行为特点包括换手频繁、大涨大跌及受政策影响大等。在这种环境下允许滥用“裸卖空”将会加重市场风险。

因此,在引入做空机制时,滥用“裸卖空”可能造成的交付风险应列入需要考量的因素之一。

(三)做空报告的信息型市场操纵风险

资本市场的基本逻辑是通过价格信号引导资金流向回报率最高的地方,从而实现资金效用最大化。市场操纵是通过有意拉抬或打压特定证券的价格,人为地影响证券市场的供求关系并在人为造成的证券价格异常波动中误导资金流向。^①因影响手段的不同,市场操纵分为交易型操纵和非交易型操纵。交易型操纵,是行为人通过直接进行证券交易的方式,改变某证券的交易价格或交易量,欺诈性地引诱他人买卖证券的行为,又包括虚假交易型操纵和实际交易型操纵。虚假交易型操纵,指行为人进行不转移实际权利的交易,影响证券交易量或者交易价格,欺诈性地引诱他人买卖证券的操纵行为;实际交易型操纵则包括制造交易活跃假象的连续买卖行为、制造市场短缺的轧空等。非交易型操纵行为,则指不是通过直接进行证券交易的操纵行为,可以分为信息型操纵行为和其他非交易型操纵行为。信息型操纵行为指行为人通过发布信息影响证券的价格而实现操纵;其他非交易型操纵行为则具有类似兜底条款的作用,可以涵盖未来可能发展出来的操纵行为态样。^②交易型操纵着重利用资金优势、持股优势而非交易型操纵更多利用信息优势。证券市场在本质上是信息市场。^③做空者通过做空报告信息的披露,向公众告知自己对目标证券收集的负面信息,为做空获利打下基础。然而,一旦做空者激进逐利,市场操纵就成了做空者追求暴利的选择,做空报告也就成为信息型市场操纵的工具。当做空报告伴随着虚假谣言时,它恶意压低了证券的价格,并以证券发行人和投资者的利益为代价,以实现自己的巨额利润。^④做空报告作为信息公告,对投资者的投资行为有引导作用。做空者与投资者之间存在的信息不对称,导致了投资者的被动处境,投资者无法辨别做空报告中的虚假内容,若无目标公司的及时澄清,极有可能造成投资者作出错误的“卖出”决策,进而

^① 参见殷晓峰、牛广济:《中美资本市场反操纵监管比较及启示》,载《证券市场导报》2014年第4期。

^② 参见张保华:《操纵市场行为的几个基本问题》,载《安徽大学学报》2005年第2期。

^③ 参见耿志民:《机构投资者市场操纵行为理论》,载《郑州大学学报》2012年第1期。

^④ See Eleonora Zlotnikova, “The Global Dilemma in Short Selling Regulation: IOSCO’s Information Disclosure Proposals and the Potential for Regulatory Arbitrage”, *Brooklyn Journal of International Law* 35, 2010, pp. 965 – 996.

损失利益。对目标公司而言,应对恶意做空报告也会增加公司的经营成本,进而对融资造成阻碍。由此可见,用于信息型市场操纵的做空报告既是对投资者预期的破坏也是对市场自由的供求关系的故意干涉,^①极大地损害了证券市场的正常运作。

有观点认为,我国新《证券法》第55条第6款明文禁止反向证券交易操纵市场,^②这既体现了新《证券法》对信息型市场操纵的严格规制,也大大限制了容纳做空的空间。^③但不可否认,良性的反向交易是投资者言行一致追求获利的体现;恶意的反向交易市场操纵行为才是违法性的核心。因此,现行“一刀切”放弃反向交易并非最佳选择,如何防控恶意市场操纵型的做空,鼓励良性做空应成为我国日后证券市场发展的需要考量的关键。

(四)做空金融机构的系统性风险

金融机构是特殊的证券市场主体,证券市场的波动会影响金融机构的运行,金融机构的运行关系到诸多储户、贷款人的利益,进而会影响一国经济状况的稳定性。欧盟明确表示,当资本市场发展不容乐观时,做空机制会对其他金融机构造成巨大破坏,如银行。对于银行来说,因为受到杠杆约束,下行经济中掠夺性做空是一个严重的风险。银行的商业模式本质上涉及期限和流动性的不匹配,这将使银行面临储户和未投保的债权人的突然大量提款以应对股票价值的下跌或波动时,会加剧银行基本面的不确定性,并触发银行挤兑危机甚至可能使银行倒闭。^④

此外,在经济动荡时期,银行经营状况恶化,做空者就有强烈的动机做空目标银行的股票,使这些银行的股票价格下降,进一步增加做空该银行成功的概率和该银行倒闭的可能性。^⑤金融机构被做空,将引发整个金融市场的系统性风险。系统性风险被广义地定义为整个系统中的潜在崩溃,对经济产生重大不利影响。证券投资者、银行储户、贷款人都会因金融机构被做空而陷入恐慌,其波及范围极广、影响之恶劣,足以危及一国经济的发展,2008年经济危机是最好的佐证。

由此可见,我国引入做空机制之前,需要先考虑如何规制经济下行时期做空机制

① 参见田宏杰:《操纵证券市场行为的本质及其构成要素》,载《国家行政学院学报》2013年第3期。

② 参见《证券法》第55条。

③ 参见王彦光:《做空报告监管的“南橘北枳”——论中国信息型操纵市场规则的建立》,载微信公众号“北京大学金融法研究中心”,最后访问日期:2020年4月6日。

④ See Panagiotis K. Staikouras, “The EU Short Selling Regulation Revisited: New Evidence, Different Perspective”, Accessed April 6, 2020, <https://kluwerlawonline.com/journalarticle/European%20Business%20Law%20Review/26.4/14768>.

⑤ Ibid.

对金融机构产生的系统性风险。

四、做空机制的监管建议

(一)“长线做空”的培育及其配套措施

针对激进做空者“短线做空”行为带来的风险,有学者提出可以对做空方式加以转变,即引导做空者进行“长线做空”,以促进证券市场健康发展。“长线做空”即要求做空者延长做空操作的战线,正如人们日益认识到股东需要专注于长期价值创造一样,做空者应该坚持长线做空以促进长期价格准确性,而不是短期交易利润。

“长线做空”有助于真正监督公司信息披露的有效性,因为迅速变化的价格对揭示公司真实价值并无意义。^①出于时间的限制,做空者无法真正挖掘公司的实际运营状况,以牺牲可信度为代价,在短时间内作出做空报告。这样的过度利己主义无法实现做空机制保障信息披露有效性的功能,反而会损害投资者的利益。“长线做空”有助于遏制做空者市场操纵行为,因为短线做空者在价格变动后迅速平仓反映了其操纵意图,^②“长线做空”延长平仓期间可以有效增加操纵成本,打击操纵意图。“长线做空”有助于证券市场的稳定,因为相较“短线做空”短时间内增加股价的波动,“长线做空”则以更为稳健的方式实现做空目的,避免了股价大幅波动给投资者带来的损害。^③

但实现“长线做空”仍存在一些问题。“长线做空”成本高昂,因为做空者承担着“不确定性”带来的“风险成本”以及必须不断支付借入股票的“利息成本”。这一问题的解决有以下两种路径。一是鼓励经纪商采取措施减少“长线做空者”的“不确定性”带来的成本。证券市场有无数的变量,做空者难以将其都纳入考虑范围。然而,目标股票的借贷供应是做空者用来更好地计算其潜在投资风险的一个重要因素。经纪商掌握此信息,但未强制要求披露。此信息不会减少与做空相关的“风险”,但会减少某些“不确定性”。这将使市场上“知情的做空”数量增加。^④按照奈特的说法,“风险”适用于最终结果未知的情况,但人们可以准确地衡量结果发生的概率。另外,“不

^① See Joshua Mitts, “A Legal Perspective on Technology and the Capital Markets: Social Media, Short Activism and the Algorithmic Revolution”, Accessed April 6, 2020, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3447235.

^② Ibid.

^③ Ibid.

^④ See Scott Squires, “Going Long on Shorts”, *University of Miami Law Review* 68, 2014, pp. 821 – 852.

确定性”适用于一开始就没有足够信息来准确预测概率的情况。^① 经验表明,做空者在市场中扮演着重要的角色,是经纪商业务收入的主要来源。为了减小消息灵通的做空者选择不参与市场的可能性,建议要求经纪商披露信息以减轻股票召回带来的一些“不确定性”。应当要求经纪商动态地向其做空客户披露该公司拥有目标证券的可贷的数量。此外,如果经纪商自身没有可供出借的股票,他们通常会从第三方证券出借人那里借入这些股票。如果第三人的证券供应有限,证券则被认为“难以借贷”。因此,应当要求经纪商向其做空客户披露,他们向做空者交付的股票是来自自己的供应,还是来自第三方,以及这些股票是否被认为“难以借贷”。这些信息将减少与做空相关的“不确定性”,并有望鼓励知情的做空者参与做空市场。^② 二是引导“长线做空”者多元方式投资,以现时利益抵充长线借贷股票的“利息成本”。^③ 做空者应当多与做空结合,此股做空与彼股做空结合,实现多元化分散风险。

我国引入做空机制时,面对尚不成熟的证券市场,为实现做空机制保护投资者、保障信息披露有效性的优势功能,应加大做空者“长线做空”方式的引导,完善配套借贷制度。

(二) 交付失败的法律预防

针对滥用“裸卖空”招致的交付风险,法律上,美国证券交易委员会以法定形式禁止滥用“裸卖空”实施欺诈。

美国证券交易委员会公布的 10b-21 规则是对滥用“裸卖空”进行欺诈的限制。该规则将发生某些“未能交付”的责任扩展至经纪商。10b-21 规则规定,如果某人提交出售股票证券的命令,并有下列两种行为,则此人违反了《1934 年证券交易法》的反欺诈规定:(1)在结算日期之日或之前,故意或不计后果地欺骗经纪交易商有关自己的交易意图或能力;(2)实际上在结算日期之日或之前未能交付证券。^④ 10b-21 规则极大地限制了做空者滥用“裸卖空”的可能性。

我国引入做空机制时应通过严格法定,禁止滥用“裸卖空”行为,保障个人投资者为主的投资者利益。

^① See Scott Squires, “Going Long on Shorts”, *University of Miami Law Review* 68, 2014, pp. 821-852.

^② Ibid.

^③ See Joshua Mitts, “A Legal Perspective on Technology and the Capital Markets: Social Media, Short Activism and the Algorithmic Revolution”, Accessed April 6, 2020, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3447235.

^④ 17 CFR § 240.10b-21.

(三) 信息型市场操纵的法律规制

首先,美国证券交易委员会发布的 10b-5 规则明令禁止欺诈操纵行为,即任何人利用任何州际商业手段或设施、邮件,或利用任何全国性证券交易设施所实施的、与任何证券买进或卖出有关的下列行为均为非法:(1)使用任何计划、技巧和策略进行欺诈的;(2)进行不真实的陈述或遗漏实质性的事实,这一实质性的事实在当时的情况下对确保陈述不具有误导性是必要的;(3)从事任何构成或可能构成欺诈他人的行为或商业活动的。^①

其次,国际证监会组织(International Organization of Securities Commissions, IOSCO)作为国际协调机构对做空提出信息披露要求。信息披露可以消除市场操纵者散布虚假谣言的机会,从而阻止市场操纵。^② 做空的信息披露要求是,将做空行为以及做空头寸及时地向公众公开。国际证监会组织同时明确:信息披露要求确保投资者从做空中获得具有社会价值的信息,同时保护做空者收集新信息时的专有利益,增加做空者的做空积极性。^③ 为此,我国在引入做空机制时,关于做空信息披露的规定可以借鉴欧洲证券管理委员会(Committee of European Securities Regulators, CESR)的双层披露结构,即做空头寸达到 0.1% 时向证监会披露,做空头寸达到 0.5% 时向公众披露。^④

最后,为了控制做空者信息操纵市场带来的风险,美国证券交易委员会实施了 201 规则(Rule 201),对做空证券的价格进行限制。这是对原有“上浮规则”(Uptick Rule)的修改。规则 201 于 2010 年 5 月生效,该规则的目的即限制做空进一步压低股票价格,从而扩大市场操纵的危险。规则 201 规定:(1)当目标股票价格比前一天的收盘价下跌 10% 或更多时,就触发了“熔断机制”(Circuit Breaker)。(2)一旦“熔断机制”被触发,只有当某只证券的价格高于当前的全国最佳出价(价格限制)时,才允许做空。价格限制只适用于有效的全国市场制度计划计算和公布全国最佳报价的期间。(3)熔断规则适用于当天剩余时间以及第二天(限制期)中该证券的做空订单。如果受价格限制的股票价格继续下跌,导致“熔断机制”被重新触发,则限制期将重新开始。因此,价格迅速下跌的证券可能会受到 2 个以上交易日内的价格限制。(4)该

① 17 CFR § 240.10b-5.

② See Eleonora Zlotnikova, “The Global Dilemma in Short Selling Regulation: IOSCO’s Information Disclosure Proposals and the Potential for Regulatory Arbitrage”, *Brooklyn Journal of International Law* 35, 2010, pp. 965-996.

③ Ibid.

④ Ibid.

规则通常适用于“保值证券”,即在国家证券交易所上市的股票证券。^① 规则 201 中的“熔断机制”为做空机制的交易设限,以遏制恶意做空的市场操纵行为,这一方式对我国日后引入做空机制时规制做空市场操纵行为予以启示:在“散户”投资者为主的我国证券市场中,设立了涨停板制度对证券交易价格设限,但其限制区间过小,大大缩减了做空机制的操作范围,会因此降低做空者的做空积极性。基于此,做空机制的引入有必要预先衡量对做空价格设限的阈值,以寻求保障做空者积极性与保护投资者利益这二者间的平衡。

(四) 金融机构被做空的法定禁止

为应对 2008 年金融危机期间金融机构被做空的不利影响,美国积极采取了以下措施:(1)美联储采取了非同寻常的举动,以应对美国最大的金融公司引发的次贷危机,并承诺支持美国所有金融巨头,向其提供 1210 亿美元贷款。(2)美国证券交易委员会通过援引其紧急授权来限制针对金融公司股票的空头活动,以扩大政府的救助作用,防止股价下跌。^② 但这仍无法避免成千上万的遭受做空困扰的小型区域银行和其他金融机构的巨大损失。欧盟也支持在经济下行时,金融机构的资产负债状况可能较差的情况下,对金融机构的使用临时卖空禁令。^③

由此可见,面对金融机构被做空的巨大风险,各国大多采用临时禁令的方式予以规制。在我国证券市场并不完善的情况下,极有必要对做空金融机构以立法形式明令禁止以保护整个金融市场的稳定性。

五、结 语

此次“瑞幸咖啡遭浑水公司做空事件”,给我们再一次敲响了信息披露监管的警钟。纵然有许多人都在为瑞幸咖啡的陨落扼腕叹息,但我们也要明确:无法进行充分信息披露、对公众投资者恶意欺瞒的企业,必然会走向末路。同时,此次契机让我们

^① See “Short Selling: Regulation and Reporting Requirements”, Accessed April 6, 2020, [https://content.next.westlaw.com/Document/I2104b7bcef0811e28578f7ccc38dcbee/View/FullText.html?originationContext=docHeader&sc=cblt1.0&vr=3.0&contextData=\(sc:Search\)&transitionType=Document&needToInjectTerms=False&isplc=true&firstPage=true&bhcp=1](https://content.next.westlaw.com/Document/I2104b7bcef0811e28578f7ccc38dcbee/View/FullText.html?originationContext=docHeader&sc=cblt1.0&vr=3.0&contextData=(sc:Search)&transitionType=Document&needToInjectTerms=False&isplc=true&firstPage=true&bhcp=1).

^② See James W. Brock, “Merger Policy and the Antitrust Modernization Commission: Economic Power and the Miasma of Efficiency”, *Antitrust Bulletin* 54, 2009, pp. 337 – 399.

^③ See Panagiotis K. Staikouras, “The EU Short Selling Regulation Revisited: New Evidence, Different Perspective”, Accessed April 6, 2020, <https://kluwerlawonline.com/journalarticle/European%20Business%20Law%20Review/26.4/14768>.

再次审视做空机制的优势功能:无孔不入的做空机制是美国资本市场的利器,是资本市场的“净化器”。面对当前我国证券市场亟待完善的信息披露监管,做空机制作为一种市场化的约束机制,给予了我们新的监管路径选择——我国的资本市场也可考虑在条件成熟时适时引进市场化的做空机制,推动注册制改革进一步完善。