

关于规制做空与市场扭曲的申请^{*}

[美]约书亚·米茨 约翰·C.科菲等^{**} 著
宋 澜^{***} 译

尊敬的康垂曼(Countryman)女士:

根据 SEC 工作准则 192(a) 规则,所有签署本申请的人士谨提交下述规则制定建议,回复为盼。

一、背景

在资本市场中,做空交易可以在鼓励价格发现、预防资产泡沫方面起到非常重要的作用。^[1]然

* Petition for Rulemaking on Short and Distort, available at SEC website: <https://www.sec.gov/rules/petitions/2020/petn4-758.pdf>. 本次译文是上海哲社应用经济学规划课题“国际金融市场中‘上海价格’能级提升研究”(项目编号:2019EJB008)的阶段性成果。

** 本申请由哥伦比亚大学法学院约翰·C.科菲教授和约书亚·米茨教授主笔。执笔人及其他署名人的信息详见文末。

*** 上海证券交易所资本市场研究所博士后研究人员。

[1] See, e.g., Merritt B. Fox et al., *Law, Short Selling and the News: A Preliminary Report on an Empirical Study*, 54 N. Y. L. SCH. L. REV. 645 (2009) (梳理了卖空交易和价格发现之间的理论和实证文献,并指出卖空交易的增加可以预示第二个交易日会有负面信息)。

而近年来,由于社交媒体及算法交易时代的到来,^[2]一种新的“消极激进主义”(negative activism)正在兴起。市场上的典型做法是,激进主义者开仓建立大额空头寸;在 Twitter 或其他社交媒体上传播对一家上市公司的强烈负面看法时,就会发生这种情况。激进主义者通过这一做法,引起市场恐慌、导致股价大跌,^[3]并在股价部分或完全反弹前迅速平仓获利。^[4]

举一个近期的例子。在 2019 年 8 月 15 日,Harry Markopolos 指责通用电器 (General Electric, G. E.) 实施了“比安然公司更严大的欺诈”。Markopolos 先生(首先揭发伯纳德·麦道夫经营的是一个巨型的庞氏骗局)抛出了一份篇幅巨大的报告,声称 G. E. 涉嫌 380 亿美元的财务造假。其中最关键的指控是 G. E. 在其保险业务中“隐瞒了 290 亿美元的长期护理损失”并“隐瞒了与贝克休斯石油天然气业务整合中遭受的 91 亿美元的损失”。在这场精细策划的负面信息闪电战中,市

[2] See Barbara A. Bliss et al., *Negative Activism*, 97 WASH. U. L. REV. 2019 (考量了消极激进主义是否增强了价格发现效应); Joshua Mitts, *A Legal Perspective on Technology and the Capital Markets: Social Media, Short Activism and the Algorithmic Revolution* (working paper, 2019), <https://ssrn.com/abstract=3447235> (讨论了消极激进主义可能蕴含着欺诈与操纵)。

[3] Donald Langevoort 教授以青少年飙车会让人心有余悸做类比,认为除非无法证明操纵的意图,否则“以启发投资者思考为目的、蓄意发表言论或做某事,并使市场价格阶段性波动”也应当被认为是操纵。See Donald C. Langevoort, *Taming the Animal Spirits of the Stock Market: A Behavioral Approach to Securities Regulation*, 97 N. W. L. REV. 135 (2002). 基于这个原因,我们建议委员会正面回应难以证明操纵意图的情形该如何适用规则。

[4] Zohar Goshen 教授在 20 年前就已经分析过此类交易策略。See Zohar Goshen, *Fraud and Manipulation: Fraternal Twins*, MISHPATIM 591 (1999) (in Hebrew). 这同 Merritt Fox 教授及其合作者描述的“虚假陈述类操纵”很相像。See Merritt B. Fox et al., *Stock Market Manipulation and Its Regulation*, 35 YALE J. ON REG. 67, 111 (2018). 若发表某种言论、引导投资者买入或卖出某种股票,同时隐瞒自身的反向交易行为或进行反向交易的意图,上述现象通常被描述为“抢帽子”。See e. g., James Cox, *Insider Trading Regulation and the Production of Information: Theory and Evidence*, 64 WASH. U. L. Q. 475 (1986). (触犯“抢帽子”的情形是这样的,荐股者并不披露其自身已经购买了某只股票并打算在推荐公布之后予以售出。因此,推荐股票是构成“抢帽子”的必要条件。在荐股之前,荐股者单独的股票购买行为并不具有信息内容。荐股之后,推荐者先前和将来的交易行为对于投资者评估推荐内容的真实性都有非常重要的意义。)

场一片哗然。8月14日G.E.股票的收盘价为9.01美元,8月15日当天跌落至7.76美元(同时G.E.股票的交易量达到4亿手)。最终,在整个2019年8月,G.E.股价跌落21%,而同时期的道琼斯平均工业指数仅跌落1.7%。

有意思的是,随后G.E.的股价居然又柳暗花明——不断攀升并几乎收复了八月滑铁卢的损失。截至2019年11月,G.E.股价每股超过10美元。大多数的分析师、投资银行和记者都得出了一个相同的结论,那就是Markopolos的做空报告实乃无中生有。^[5]1个月后,G.E.欺诈的网站(gefraud.com)被撤销,取而代之的是网页错误的提示(403 Forbidden),^[6]更加彰显了Markopolos对G.E.指控的短效和极可能的负面性质。

从一开始,Markopolos先生便披露他已经“与第三方签订协议”:第三方通过后续提供补偿来获得提前参阅做空报告的机会,而补偿可以是“基于第三方对G.E.证券及衍生品的持仓获利的分成”。然而,至于“第三方”何时在Markopolos先生公布报告后平仓便没有进一步的披露了。第三方在报告公布当天收盘前平仓离场都是有可能的。

研究显示,GE - Markopolos的桥段并不是孤例。我们的研究显示,对上市公司的匿名做空攻击(pseudonymous short attacks)往往伴随着股价的下降与明显的反弹。^[7]这些数据提示着带有操纵意图的股票期权交易。在2010年至2017年针对中大型企业的1720起匿名做空攻击中,错误定价金额累计超过了201亿美元。这样的价格的反转一直存在是因为匿名做空使操纵者在不承担任何责任的情况下可以自由切换身份。

上述例证显示了当下对操纵性做空交易监管框架的缺陷。我们因

[5] E. g., *Al Root, Wall Street Is Shrugging Off Allegations of GE Accounting Fraud*, BARRON' S, Sep. 4, 2019, <https://www.barrons.com/articles/wall-street-comfortable-with-ge-accounting-shrugs-off-markopolos-report-51567525632>.

[6] E. g., *Al Root, The Website Alleging GE Accounting Fraud Just Disappeared*, BARRON' S, Sep. 26, 2019, <https://www.barrons.com/articles/website-alleging-ge-accounting-fraud-disappears-51569540660>.

[7] Joshua Mitts, *Short and Distort* (Columbia Law & Econ. Working Paper No. 592, 2019), <https://ssrn.com/abstract=3198384>.

此建议 SEC 在以下方面充分运用《1934 年证券交易法》第 10(a)(1) 条和第 10(b) 条赋予的规则制定权力：

首先，鉴于公民不负有披露其空头头寸的义务，我们申请委员会在做空者自愿披露其持有空头头寸后 (a voluntary short position disclosure) 要求其即时更新头寸的情况，从而真实反映做空者的实时持仓和交易意图。

其次，建议 SEC 明确，如果在发布 (或委任他人发布) 一份报告后，又没有明确披露其交易意图情况下迅速平仓，可能构成违反 10b-5 规则的欺诈性的“抢帽子”行为。我们进一步建议，SEC 可以设置安全港条款，允许做空者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。

我们将依次讨论这些建议。

二、若做空者自愿披露其持有空头头寸且未能真实反映做空者的实时持仓及交易意图，我们申请委员会规定其负有及时披露空头头寸情况之义务

判例法已经明确，仅仅持有大量的卖空头寸不足以构成市场操纵。^[8] 更重要的是，一个人可以不同意做空者的分析而同时发表一些并非自欺欺人的观点。然而，消极的激进主义者往往会走得更远：他们不仅主张投资者应该卖出股票，而且这些激进主义者还会因股价的下降而获利、因股价的上升而遭受损失。^[9]

真实披露激进主义者的空头头寸有助于促进价格发现。因为当一个诚信记录良好的激进主义者在指认公司欺诈时披露自己已经持有空头头寸，便可以通过在分析中将其声誉和经济利益捆绑在一起而很好

[8] *ATSI Communications v. Sha'ar Fund, Ltd.*, 493 F.3d 87, at 101 (2d Cir. 2007).

[9] 比如，浑水公司的研报，*MW is Short OSI Systems* (NASDAQ: OSIS), <https://www.muddywatersresearch.com/research/osis/mw-is-short-osis/> [“我们做空 OSI Systems, Inc. (OSIS.US)，因为我们认为它糟透了。”]。

地“改变信息繁杂”的情况。^[10] 这或许也可以很好地解释为什么很多投资者会在一个消极的激进主义者公布报告后卖出股票、而不会迅速追随那些“浮在游戏表面”的普通分析师的“卖出”评价。

正是因为上述原因,当做空者已经自愿披露其卖空意图后、委员会应当审慎地确保上述披露真实且准确。我们并不是建议委员会强制要求做空者披露空头头寸。我们只是认为,如果做空者已经选择披露其持有空头头寸、同时又不能准确披露的话会更加具有误导性:首先,激进主义者持有空头头寸的声明显然是错的;其次,在“持有空头头寸”的加持下,这些负面信息的作者便脱离了“浮在游戏表面”的质疑,从而促使市场参与者相信这些潜在的指责是真的。

当下,根据联邦证券法,做空者自愿披露其持有空头头寸后是否负有即时更新头寸的义务尚不明确。一方面,联邦第二巡回法院在 *In re Time Warner Securities Litigation* 案中承认,是否对陈述履行“更新的义务”会成为是否构成虚假的干预性因素;另一方面,联邦第七巡回法院坚决地否定了上述义务,^[11] 评论者已经注意到,法院在个案中对上述义务的理解存在分歧。^[12]

基于此般理由,为了真实反映做空者的实时持仓和交易意图,我们呼吁委员会制定规则、正面回答在做空者自愿披露其持有空头头寸后是否负有其即时更新头寸的义务。^[13] 我们建议委员会依据《公平信息披露规则》(Regulation FD)定义“及时”(promptly):“在合理可行的范围内尽快为之(但不得超过事件发生后24小时或拖延至纽约证券交易所下一个交易日开盘)。”^[14] 《公平信息披露规则》的上述规定已经非

[10] See *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 224 (1988).

[11] See *Gallagher v. Abbott Laboratories*, 269 F. 3d 806, 808 (7th Cir. 2001).

[12] See e. g., 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).

[13] 2019年9月18日,小科菲教授在纽约法律评论中首先提出了这一解决问题的路径。See John C. Coffee, Jr., Markopolos, G. E. and Short Selling as Negative Activism, *NEW YORK L. J.*, Sep. 18, 2019. (SEC应当明确:做空者发布了尖锐的负面报告并宣布其持有空头头寸后到底是否应当及时披露其平仓的情况。及时披露该等信息可以告知市场做空者可能已不再持有原先的立场。做空者样板式地在报告中陈述其可能且时常在将来进行平仓的行为,并不能很好地构成对此般“披露义务”的履行。)

[14] 17 C. F. R. § 243.101(d).

常宽容,对于因无意识行为而产生的非公开重大信息,它给了纠正选择性披露一个 24 小时的宽恕期;当然有意识的行为应当及时与公众分享。这里改变持仓头寸或交易义务属于有意识而非无意识的行为。

《1934 年证券交易法》第 10(a)(1)条和第 10(b)条已经明确授权委员会制定上述规则的权力。第 10(a)(1)条授权 SEC 在行为人没有显现任何明知或欺诈的意图时制定规则,以监管卖空交易和止损指令。^[15]更重要的是,第 10(b)条授权 SEC 制定反欺诈规则。^[16]做空者自愿披露其持有空头头寸,且未能真实反映做空者的实时持仓及交易意图,是一项具有误导性的工具或计谋,因此 SEC 可以同时根据第 10(a)(1)条和第 10(b)条制定规则以阻止上述行为。

我们进一步督促委员会明确,仅仅程式性地披露其可能或在将来某一时间交割其空头头寸不能构成对上述义务的履行。相反,委员会应当要求做空者在必要时提供相应的细节以充分揭示其实时股份和交易意图。比如,委员会应当明确,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。比如,当激进主义者已经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。

三、我们建议 SEC 明确,如果在发布(或委任他人发布)一份报告后,又没有明确披露其交易意图的情况下迅速平仓,可能构成违反 10b-5 规则的欺诈性的“抢帽子”行为

长期以来,法院一直主张报纸的专栏作家应当在推荐买入或卖出某只股票后披露其平仓的交易意图。在 *Zweig v. Hearst Corp.* 案中,第九巡回法院判定一个专栏作家因未披露其自身对涉案证券的持有及

[15] See 15 U. S. C. § 78j(a)(1). Section 10(a)(1), 因此,可以支持委员会制定一个监管空头头寸的、而非局限于卖空交易的更具预防性的规则。

[16] See 15 U. S. C. § 78j(b). (在必要的情况下,或者为了公共利益,或者为了保护投资者,委员会可以制定规则或条例认定任何买卖在全国性证券交易所注册或未注册的证券……或使用操纵性或欺诈性的工具/计谋违法。)

“欲在股价上升时卖出的意图”而触犯 10b-5 规则。^[17]

一般情况下,专栏作家没有对其个人的金融资产状况或他们所报道的公司(的关联情况)进行披露的义务。然而,也存有根据 10b 规则及 10b-5 规则需要披露的情形。本案中……被告因为了解股票情况且意欲个人获利,当他鼓励大家购买该只股票时、他便负有了上述披露义务。Campbell 应该告知他的读者他自己也买了该只股票,而且他是以打折的价格购买、并想短期内卖出获利;他应该告知他的读者他将他的专栏一字不差地反复在财经杂志上刊登是有个人利益的驱动的。^[18]

Zweig 案确立的反抢帽子规则在后续的几十年中不断运用,最近美国南纽约州地方法院于 2017 年判决“为了使推荐者的资料不具有重大误导性,抢帽子的人必须披露自身与吹嘘股票的利益关联”。^[19]

在近期处理 Lidingo Holdings 事件时,SEC 遵循了类似的原则并得到了美国西华盛顿州地方法院的支持:当“被告在公布某一发行人的文章前买入了该等股票,并在文章发表之后很快卖出股票,这种行为与其文章中宣扬的长期持有相违背”时,^[20] SEC 认为被告已然触犯了第 10b 条的规定。

当然,我们并没有考察至今为止委员会针对卖空交易而提起的所有抢帽子的案件。但是我们认为司法部门应当超越传统意义上对股票推销(“touting”)含义的解读、因而其在运用抢帽子原则时的略显保

[17] See 94 F.2d 1261,1268 (9th Cir. 1979).

[18] 同上注。

[19] SEC v. Thompson,238 F. Supp. 575,590 (S. D. N. Y. 2017)(回顾了判例法对仓位披露义务的规定); see also Mausner v. Marketbyte LLC, No. 12 - cv - 2461 - JM (NLS),2013 WL 12073832, at * * 7 - 8 (S. D. Cal. Jan. 4, 2013) (网络通讯的发布者必须披露其推荐股票的发行人是否有以现金或股票或两者兼有的形式对其进行赔偿); United States v. Cannistraro, 800 F. Supp. 30, 82 (D. N. J. 1992) (如果未提供全面的事实背景、经纪人关于特定证券的评述“会被认定为不完整并具有误导性”,上述背景包括但不限于做出及散步评论的人与其评论的股票存在经济利益); S. E. C. v. Blavin, 557 F. Supp. 1304, 1312 (E. D. Mich. 1983), aff'd, 760 F.2d 706 (6th Cir. 1985) [非法持牌的投资顾问若“未能披露自身大量持有其推荐股票的事实及其推荐之后迅速卖出股票的意图”,则会因重大疏漏而触犯 10(b)规则]。

[20] See SEC v. Lidingo Holdings, Order Granting in Part and Denying in Part Motion to Dismiss, Case No. C17 - 1600 RSM, ECF No. 73 (W. D. Wash. May 11, 2018).

守。因此,我们呼吁,对于任何鼓励卖出股票并为了“迅速获利”而在文章公布后购买该等股票,也没有进行特定披露的行为人,委员会应当认定其构成了欺诈性的抢帽子行为。这是对第九巡回法院 Zweig 案原则的简单运用。

如上文所述,该等披露义务不能因做空者程式性地声明其可能或将于未来某一时间交割其空头头寸而得以履行。换句话说,我们并不建议(尽管有学者这样主张^[21])SEC 要求做空者为了规避责任而进行长时期的披露。相反,我们只是关注重点事项以确保足够充分的披露。

最后,鉴于做空行为对资本市场的重要作用,我们认识到,对欺诈性抢帽子行为规定相应义务可能会羁绊对上市公司的合法的批评。因此,我们建议委员会设置安全港条款,允许做空者以等于或低于其明示或暗示的股价进行平仓。

安全港的原理如下:当消极的激进主义者给出了该公司的一个合理估价,在达到这个估价前、投资者可能会持续卖出该等股票。当做空者以上述估价或低于上述估计的价格卖出其持有的份额,那么他或她便通过使交易价格遵循先前的预测而促进了价格发现。

同时,如果做空者以高于先前估值的价格买入股票,那么其便没有促进价格发现。相反,该做空者实际是一边自己买入股票,一边却鼓吹其他投资者进行卖出。

可以肯定的是,做空者可能因为风险管理或流动性需要等其他合法的而非欺诈性的原因而不得不在公司股价达到其明示或暗示的股价前进行平仓。但总体上,鼓励做空者与其先前的交易计划保持一致可以促进价格发现。消极的激进主义者言行一致可以降低上市公司公众股东的过激反应、从而使股票价格更准确地反映做空者发布信息的真实性及重要性。

通过设置安全港,委员会能够给消极的激进主义者吃颗定心丸:他们通过精心调研的做空报告,主张公司股价在一定数值内被高估,并可以等于或低于该等估值的的价格自由交易证券。另外,那些肆意使用

[21] See Joshua Mitts, *A Legal Perspective on Technology the Capital Markets; Social Media, Short Activism and the Algorithmic Revolution* (working paper, 2020), at * 15.

“清算”、“破产”或“零”来描述上市公司情况的做空者也将无法享受安全港的庇护。当然,除非这些“口出狂言”的做空者在其文章公布后迅速买入股票且不披露自身意图,否则他们也不必然构成欺诈性的抢帽子行为。

最后,其他一些更复杂的情形还有赖委员会来判断,比如做空者受他人指示而公布报告(如 GE/Markopolos 案)。对此,我们建议委员会至少明确这些发声者必须披露其后续得到的补偿并声明其可能存在的利益冲突。

执笔人

约书亚·米茨

哥伦比亚大学法学院副教授

(212) 854 - 7797

joshua.mitts@law.columbia.edu

约翰·C.科菲

哥伦比亚大学法学院 Adolf A. Berle 讲席教授

(212) 854 - 2833

jcoffee@law.columbia.edu

署名成员

约翰·C.科菲

哥伦比亚大学法学院 Adolf A. Berle 讲席教授及公司治理研究中心主任

约书亚·米茨

哥伦比亚大学法学院副教授

詹姆斯·D.考克斯

杜克大学法学院 Brainerd Curri 讲席教授

彼得·莫尔克

佛罗里达大学莱文法学院副教授

爱德华·F. 格林

SEC 首席法律顾问(1981 ~ 1982 年); 公司金融部主任(1979 ~ 1981 年); 佳利律师事务所资深顾问; 哥伦比亚法学院法、经济与资本系主任

兰德尔·托马斯

范德堡大学法学院法律和商业 John S. Beasley II 主席; 欧文管理研究生院管理学教授

迈耶·艾森伯格

SEC 投资管理部代理首席法律顾问及执行总监(1998 ~ 2006 年); 哥伦比亚大学法学院资深研究员

罗伯特·汤普森

乔治城大学法律中心商法 Peter P. Weidenbruch, Jr. 讲席教授

科琳·霍尼斯堡

斯坦福大学法学院副教授

安德鲁·艾普斯坦

维克森林大学法学院教授

唐纳德·朗格沃特

乔治城大学法律中心 Thomas Aquinas Reynolds 法学教授

查尔斯·K. 怀特黑德

康奈尔大学 Myron C. Taylor Alumni 商法教授

(编辑: 彭鲁军)