

# 论证券业的限制竞争行为与豁免

程然然

**【提要】**证券业作为金融体系的重要组成部分,担负着优化资源配置、拓宽投融资渠道和维护金融稳定等重任。从美国证券业反托拉斯实践来看,证券市场的限制竞争行为多发生在首次公开募股和交易所规则制定中,表现为联合投标、协助性限制和搭售等垄断协议行为。证券市场主体的多重性、市场结构和集中竞价交易模式最大限度避免了市场支配地位的产生。证券业监督管理机构依据法律规定,尽职尽责的行为应当获得反垄断法豁免。上述经验对我国尚处起步阶段的反垄断执法具有重要的启示和借鉴意义。

**【关键词】**证券市场 反垄断 豁免

**【中图分类号】**D922.287 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1000-2952(2014)03-0074-05

证券业是金融体系的重要组成部分。通过证券交易,企业能够实现融资目的,促进管理层尽职;投资者能够分散风险,增加投资渠道;政府可以综合调控金融产业,了解宏观经济运行状态。因此,证券业对一国经济发展的重要性不言而喻,在证券市场推进反垄断执法已成为各国共识。证券市场参与主体包括投资者、证券公司、上市公司及证交所等机构,交易规则区别于传统金融产品,这就决定了证券市场的限制竞争行为不同于银行、保险等其他金融行业。反垄断法不包含道德义务,反垄断执法机构主要目标是促进市场竞争,而非保护交易公平或单个主体利益。证券行业监管机构则不仅需要考虑竞争因素,同时还需要关注上市公司盈利能力、信息披露真实性、市场运行效率和维护股民利益等具体问题。从美国的实践来看,两机构对上述不同目标的关注不可避免会发生冲突,豁免由此也成为相关机构和法院面

对具体案件时必须考虑的问题。

## 一、证券市场横向限制竞争协议的分析

证券市场的竞争主要存在于证券公司或上市公司或投资者之间。市场上存在成百上千种股票,出现结构性垄断的可能性微乎其微,加之证券交易采取公开集中竞价的特殊规则。因此,证券市场绝大部分限制竞争行为表现为垄断协议,其中以横向限制竞争协议较为常见,如禁止短期抛售、联合投标和各种协助性限制等。此外,证券交易所制定的规则也可能对竞争产生负面影响。然而,这些行为是否在任何情况下都会对市场竞争造成损害,需要区分不同的情况讨论。

### (一) 禁止短期抛售

禁止短期抛售是指投资者通过首次公开募股获得的股票,在较短时间内不得为获利再次

抛售。在 Friedman 诉 Saloman/Smith Barney 案中，原告诉称，Saloman 公司及其经纪人 Smith Barney 公司为通过首次公开募股获得股票设置 30 到 90 日内不能再次出售的行为违反了反托拉斯法中禁止固定价格的规定。第二巡回法庭经过审理后认为，禁止抛售行为可以得到反托拉斯法豁免，因其限制目的是将首次公开募股后股价波动幅度控制在一定范围内，避免大幅减持和投机操作扰乱资本市场秩序，损害公司股东利益。<sup>①</sup>

## （二）联合投标

证券市场上，联合投标行为通常表现为两家或两家以上企业联合提出要约收购某目标企业所有股份或者能够取得控制权的股份比例。美国《威廉姆斯法案》对联合投标行为做出详细规定，承认满足申报要求联合投标行为的合法性。<sup>②</sup> 在 Finnegan 诉 Campeau 案中，第二巡回法院认为联合投标行为可以获得豁免，并指出证券交易委员会基于被告符合《威廉姆斯法案》要求的信息披露而批准该联合投标的行为符合法律规定。法院认为，如果没有豁免存在，该联合投标行为违反反托拉斯法。学界当时对该案提出诸多批评，理由如原告诉称，联合投标企业在参与投标前，相互间存在竞争关系。如果单独投标，企业报价可能高于联合投标的价格。<sup>③</sup> 但该指控显然未考虑到单个企业无能力参与竞标，市场竞争因参与主体减少受到限制，招标企业可能无法卖出产品或招到合适投标人等情形。这正是反托拉斯法认可善意、公开联合投标的主要原因。因此，对证券市场联合投标行为，应当综合竞标人的市场份额，竞标动机、信息披露等情况，采取合理原则予以审查。

## （三）协助性限制

协助性限制是指单个企业借助自身优势形成联合小组，并可因联合带来的成本降低、服务质量提升获益。在缺乏市场势力的情况下，这类限制通常不会对竞争产生负面影响。例如，三家牙科诊所联合组成医疗小组，承诺共同为客户提供预约和紧急服务。联合不仅可以保证至少有一家诊所在客户需要服务时处于待命状

态，同时还能够采购单个诊所没有能力购买的医疗器械。当然，该联合产生效率的前提是三家诊所对服务采用相同定价。否则，客户必然倾向接受价格低廉的医疗服务，组织内部将失去凝聚力。在市场上存在多家牙科诊所前提下，该行为能够获利并非因其垄断市场，而是因为向客户提供了单个诊所无法提供的集合式医疗服务。因此，对这类行为应当采取合理原则加以分析。<sup>④</sup>

具体到证券市场，如果两家以上券商决定联合参与首次公开募股，所有股票都被以统一的承销价格出售，且联合体并未占据市场支配地位。那么该行为并不会对市场竞争造成损害，与前述医疗小组能够产生的效率相类似。首先，联合承销提高了销售效率。在单家券商缺乏足够实力独立进行公开发行人时，联合承销成为唯一选择。其次，统一定价不仅是股票公开发行的要求，同时也是稳定股票上市价格的必要举措之一。协助性限制类行为只有在券商联合体占据市场支配地位时才会对竞争产生损害，从而适用本身违法原则予以规制。否则，应当采纳合理原则综合分析。

## （四）交易规则的制定

在 1963 年具有里程碑意义的 Silver 诉 New York Stock Exch 案中，联邦最高法院认为纽约证交所在未经通知和解释的情况下中断原告交易场内电话线路的行为应适用反托拉斯法。尽管证券交易委员会在名义上审查了纽约证交所制定的交易规则，该规则并未明确要求交易所在中断电话线路前应采取通知或予以解释，且

<sup>①</sup> Clark C. Havighurst, Antitrust and IPOs in the Supreme Court, *Duke Law Review*, vol. 5, no. 2 March 2008, pp. 118-124.

<sup>②</sup> Edward B. Rock, Antitrust and the Market for Corporate Control, *California Law Review*, vol. 77, no. 6 December 1989, pp. 1365-1428.

<sup>③</sup> William T. Reid, Implied Repeal of the Sherman Act Via the Williams Act: *Finnegan v. Campeau Corp.*, *St. Johns Law Review*, vol. 65, no. 3 June 1991, pp. 965-987.

<sup>④</sup> Robert H. Bork, Ancillary Restraints and the Sherman Act, *Section of Antitrust Law*, vol. 15, no. 4 August 1959, pp. 211-234.

1934年的《证券交易法》规定,交易所及其成员对会员违反证券法或交易规则行为作出的处罚能够得到豁免。最高法院指出,现有法律条文不足以确保证券交易所在制定规则中不会出现限制竞争的条文。事实上,当时的《证券交易法》并未要求证券交易委员会从竞争角度对交易所所有行为予以审查。<sup>①</sup> 该案促使国会随后对《证券交易法》加以修订,增加了证券交易委员会将市场竞争纳入审查范围的规定。

## 二、证券市场纵向限制竞争协议的分析

证券市场的搭售通常出现在首次公开募股中。在 Credit Suisse 诉 Billing 案中,原告诉称被告在承销股票时,要求所有申购首次公开发行股票者必须同时购买其他公司首次公开发行股票的行为违背反托拉斯的精神。法院认为,如果券商要求首发购买者必须同时购买其他首发股票,且搭售的股票只能通过该券商获得,则这一行为不会对市场竞争产生损害,应当转而求助于消费者权益保护法等民事损害赔偿渠道。当然,如果还有其他承销商销售被搭售股票,则应当适用合理原则进一步分析。<sup>②</sup>

通过上述案例,非法搭售的认定条件可以归纳为以下两条,其一,行为人占据市场支配地位;其二,搭售品能够通过其他竞争者获得。符合任何一项的搭售行为都可能对竞争造成损害。事实上,纵观发达国家多年来关于搭售的反垄断执法实践,我们可以发现,绝大部分搭售并非滥用市场支配地位行为,仅仅是一种促销或定价策略,如打印器材生产商为清空库存而搭售耗材,文具生产商同时销售钢笔和墨水等。这些行为只有在行为人占据市场支配地位或搭售品可以通过其他竞争者获得才可能对竞争产生损害。因此,判断首次公开募股中的搭售行为是否限制竞争不可一概而论,应结合行为人的市场势力及被搭售股票在市场上的购买渠道综合考虑。

## 三、市场势力

除适用本身违法原则的限制竞争行为,如固定价格、划分市场等,审查限制竞争协议或单方行为时,通常必须首先确定企业是否具有市场势力,从而能够直接通过减少产出抬高价格。

从券商角度来看,市场势力还可能表现在证券承销和交易中。然而,依目前证券发行市场和交易市场结构而言,单个证券公司难以占据支配地位。实践中,无论发达国家还是中国,也从未出现某投行或券商占据支配地位的情况,但这并不代表联合行使市场势力的可能性不存在。如果几家券商具备承销特殊行业证券发行的经验,在其他公司掌握相关能力和技巧前,这些券商完全有能力将承销价格提至市场正常水平之上,如两家券商就运作软件行业 IPO 具有丰富经验,软件企业为顺利上市必然倾向接受其服务,则这两家券商有可能以联合承销为名收取较高的承销费用,该费用必然高于其相互间存在竞争的报价。较高的服务费将导致较高的发行价格。虽然股票上市后立刻进入证券市场接受投资者选择,与众多其他上市公司股票展开竞争。但由于首发购买者获得股票的价格受到高承销费影响,所以一旦价格跌破发行价,这些投资者利益必然受到损害。正因如此,美国第二巡回法院在 Credit Suisse 诉 Billing 案中并未采纳地区法院的驳回决定,拒绝被告要求驳回原告就高首发价格由高承销价格所致并要求损害赔偿的诉请。<sup>③</sup>

<sup>①</sup> Robert A. Bicks, Antitrust and The New York Stock Exchange, *The Business Lawyer*, vol. 21, no. 1 November 1965, pp. 129-158.

<sup>②</sup> Bruce H. Schneider, Credit Suisse v. Billing and a Case for Antitrust Immunity for Mortgage Lenders Subject to Federal Regulation, *The Banking Law Journal*, vol. 24, no. 10 October 2007, pp. 833-844.

<sup>③</sup> Bruce H. Schneider, Credit Suisse v. Billing and a Case for Antitrust Immunity for Mortgage Lenders Subject to Federal Regulation, *The Banking Law Journal*, vol. 24, no. 10 October 2007, pp. 833-844.

#### 四、证券业的反垄断豁免

证券市场限制竞争行为的认定常存在争议，主要原因在于豁免的隐性。目前尚无任何国家以成文法赋予证券行业监管机构管辖的行为以反垄断豁免。在美国反托拉斯执法早期，豁免问题可以通过监管机构是否对被监管行业行使全面监管得到解决，如果答案肯定，则反托拉斯执法不能干预被监管行业，因其被认为干涉了监管机构的职权。<sup>①</sup> 随着对普遍性监管缺陷的认知及监管机构被俘获可能性的担忧，学界逐渐认识到问题关键不在于监管机构的监管权限是否全面，而在于其是否能够尽职审查，依据法律规定全面考察包括市场竞争在内的所有因素并做出决定，法院也开始对豁免采取审慎态度。

由于证券业限制竞争行为的豁免无成文法规定，因此可以将证券监管机构对争议行为的审查分为以下几种情况探讨：（1）监管机构已审查并批准的争议行为；（2）监管机构已审查并否决的争议行为；（3）正在审查过程中，尚未做出决定；（4）尚未审查，但监管机构表现出可能使之通过的倾向；（5）尚未关注或者未详细考察竞争因素影响即做出决定；（6）监管机构尚未获悉存在违法可能性的行为；（7）监管机构无审查权限的行为。后三种情形明显无法获得豁免。原因在于，无论玩忽职守、未获悉的行为，还是无审查权限，都意味着行业监管失灵，此时，应允许反垄断执法机构介入以维护证券市场的竞争秩序。如 *Jacobi 诉 Bache* 案中，法院认为，证券交易委员会没有权限审查有关服务费用不能转嫁至券商的规则，因此该行为无法获得反托拉斯法豁免。在 *Peterson 诉 Philadelphia Stock Exch* 案中，法院指出由于证券交易委员会无权且缺乏审查共谋行为的经验，被告联合抵制原告交易的行为不能获得反托拉斯豁免。<sup>②</sup> 在前述 *silver 诉 New York Exch* 案中，法院则指出由于证券交易委员审查交易规则时未考虑竞争因素，被告以原告违反交易规则为由切断电话线路的行为无法获得反托拉斯豁免。<sup>③</sup> 此外，就当事人利益保护而言，垄断

执法机构较证券行业监管机构具有一定的优越性，依据反托拉斯法，券商间达成卡特尔协议可能导致三倍损害赔偿并使得行为人被送入监狱，而证券交易委员会无法提供这两种救济的任何一种。

当然，上述前四种情形表明监管机构按照法律要求，尽职尽责履行义务。在这种情况下，反托拉斯执法可能干扰监管机构具体作用的发挥，如在 *USA 诉 NASD* 案中，联邦最高法院指出，证券交易委员会对共同基金份额交易的监管优先于反托拉斯执法机构。因《投资公司法案》虽没有对具体行为赋予反托拉斯豁免，但给予私人公司对共同基金份额设置再出售限制的权利，并将此行为监管权限赋予证券交易委员会。在 *Gordon 诉 New York Stock Exch* 案中，最高法院认为证券交易委员会对固定佣金行为有审查权限，其批准之行为可以得到豁免。<sup>④</sup> 由于证券市场具有极强的专业性，反垄断执法机构关注的重点通常仅限于市场竞争、价格与产量，而证券业监管机构需要考察的问题则远超这个范围，其不仅包括竞争，同时也包括市场运行效率及长期稳定发展等。因此，当监管机构对某些行为拥有审查权限，且能够在关注市场竞争情况下尽职尽责履行，赋予监管机构批准行为以反托拉斯豁免，能够有效促进证券市场健康发展。

#### 五、对中国的启示

##### （一）证券业需要反垄断法

证券市场作为金融体系的重要组成部分，

- ① 吴玉岭、赵耀：《论美国反垄断法的豁免制度及其适用范围》，《南京社会科学》2005年第1期。
- ② Justin Lacour, Unclear Repugnancy: Antitrust Immunity in Securities Markets after *Credit Suisse Securities (USA) LLC v. Billing*, *St. John's Law Review*, vol. 82, no. 3 June 2008, pp. 1115-1139.
- ③ Robert A. Bicks, Antitrust and The New York Stock Exchange, *The Business Lawyer*, vol. 21, no. 1 November 1965, pp. 129-158.
- ④ Philip F. Johnson, Antitrust in the Commodities Field: After *Gordon*, *Hofstra Law Review*, vol. 43, no. 1 January 2011, pp. 115-130.

担负着为上市公司融资、优化资本配置、分散经营风险和维护金融稳定的重要作用。与美国银行业和保险业早期的反托拉斯执法空白不同,《谢尔曼法》从诞生伊始就适用于证券业。目前亦尚无任何国家以成文法形式赋予证券市场豁免反垄断法适用的先例。主要原因一方面为证券市场特殊结构使得限制竞争行为相对较少,另一方面为竞争能够保护上市公司及投资者利益。不仅反垄断执法机构适用反垄断法,行业监管机构也应当依据反垄断法全面考察,将竞争因素纳入评价行为合法与否的判断标准。因此,强调反垄断法对证券业的全面规制对于更好发挥证券市场功能,促进经济社会全面发展具有重要意义。

### (二) 强调合理原则, 谨慎适用本身违法原则

本身违法原则作为美国反托拉斯法的重要贡献之一,具有极高的执法效率和威慑力,为各国广泛借鉴。然而,近年来本身违法原则适用范围呈现不断缩小的趋势,如曾被广泛视为应适用本身违法原则的纵向固定价格行为,被美国联邦最高法院在2007年的Leegin诉PSKS案中推翻。<sup>①</sup>在证券业限制竞争行为中,无论协助性限制、联合竞标还是短期抛售、搭售等,并不必然对市场竞争造成损害。除行为人占据市场支配地位情况下可以考虑适用本身违法原则外,均应当采纳合理原则,综合审查行为对

竞争的积极和消极影响。

### (三) 借鉴隐性豁免, 协调行业监管与反垄断执法

行业监管与反垄断执法的协调是任何存在独立监管机构行业必须解决的问题。我国证券业监督管理委员会在多年的实践中积累了丰富的经验,帮助证券市场通过股权分置改革展现出前所未有的活力。然而,面对专业性极强的证券行业,尚处于起步阶段的反垄断执法体制仍略显稚嫩。因此,借鉴美国模式,对证监会依法监管范围内的行为赋予隐性豁免,由反垄断执法机构监督证监会滥用职权及监管范围外的行为,不仅可以避免反垄断执法机构过度干预对证券市场带来的负面影响,同时,也能够有效协调行业监管机构与反垄断执法机构的关系,共同促进证券市场长期、健康、稳定地发展。

本文作者: 中国社会科学院人口与劳动经济研究所博士后, 中国社会科学院研究生院2011届法学系博士

责任编辑: 赵俊

① 何治中:《美国反垄断法对最低转售价格维持的规制原则变迁与启示》,《金陵法律评论》2008年第2期。

## Anti-competitive Behaviors and Immunities in Securities Sector

Cheng Ranran

**Abstract:** As an essential part of financial system, security sector takes the responsibility of distributing resources efficiently, loosening the pressure of bank lending and stabilizing the finance. From the antitrust practice of America security sector, the anti-competitive behaviors mostly occur in IPO and regulation setting of stock exchange, which stand as the form of joint bidding, auxiliary restraints and tying. The multiplicity of members in securities market structure and bid pattern of securities transaction avoid the existence of dominant position. The supervision agency's duty performing by law should obtain anti-monopoly immunity. Such experiences are great enlightenment and reference for Chinese anti-monopoly practice.

**Keywords:** securities market; anti-monopoly; immunity