

证券市场投资者间不公平竞争的 竞争法透析*

宁立志** 肖 函***

摘要:投资者竞争是证券市场竞争的灵魂。我国证券市场竞争机制的缺失或扭曲严重制约了市场基本功能。我国证券市场长期存在市场参与主体之间的不公平竞争现象。投资者之间的不公平竞争是典型样本,此类不公平竞争的产生与市场本身的缺陷以及政府的监管不到位有关,有些则是监管本身所导致。我国证券市场的健康发展不能离开政府的监管,政府对证券市场的监管应以建立和维护其竞争机制的长期制度化和有效运行为基本方式和政策目标。

关键词:证券市场 个人投资者 机构投资者
竞争机制 监管理念

竞争法是规制市场竞争的法律,但是具体而言,“市场竞争”包括哪些市场的竞争?其范围如何界定?从竞争法的实践和理论来看,目前竞争法语

* 本文系 2011 计划司法文明协同创新中心研究成果。

** 武汉大学法学院教授、博士生导师。

*** 武汉大学法学院 2015 级博士研究生。

境下市场竞争中的“市场”多指商品市场。资本市场,这一与传统商品市场相比竞争更广泛、更普遍、更复杂的要素市场却鲜少进入研究者的视野。^{〔1〕}实际上,纵观世界范围内资本市场的发展历程,市场化与国家干预(监管)作为影响市场的两种力量在资本市场的健康稳定发展中都不可或缺,市场化与政府监管有机结合才能构建良好的市场秩序,^{〔2〕}可见资本市场的基本特性与竞争法的基本理念是高度契合、一脉相承的。不同于传统商品市场中经营者之间的单向竞争,资本市场中的一个交易行为可能同时涉及中介机构之间、融资者之间、投资者之间以及融资者和投资者之间的多向度竞争关系,这正是整个资本市场的竞争机制得以发挥作用的原动力,而资本市场任何功能的实现都必须以竞争机制的有效运行为前提。从竞争法的视角考察,概括而言,当前我国以证券市场为典型代表的资本市场中各种失灵现象产生的主要原因是竞争机制的扭曲。具体而言,则涉及投资者、融资者以及中介机构之间竞争的不公平问题。本文以投资者之间的不公平竞争问题切入,尝试对整个证券市场的不公平竞争问题进行初步研究,虽仅管中窥豹,仍期抛砖引玉。

一、法学对竞争的价值判断和竞争法对证券市场的适用

(一)从经济学的竞争到法学的竞争:竞争的价值判断

“竞争”一词在生物学、社会学、经济学、法学上均具有相通而又各

〔1〕 我国当前与市场竞争有关的最重要的两部法律《反不正当竞争法》和《反垄断法》均把调整对象界定为“经营者”之间以产品和服务为基础的市场竞争行为,而考察国外相关立法,如美国的《谢尔曼法》《克莱顿法》《联邦贸易委员会法》,德国的《反不正当竞争法》《反限制竞争法》,日本的《关于禁止垄断和确保公正交易的法律》等虽然没像我国直接限定为“经营者”之间的竞争而是从更一般的市场主体之间的竞争出发,但是从条文的实质内容看,也基本将竞争发生的市场界定为商品市场。同时从文献检索的结果分析来看,能够进入竞争法学者理论研究视野的“市场竞争”也多为商品市场的竞争,笔者查阅中国知网、万方、读秀等文献数据库,鲜有从竞争法视角研究资本市场的法学文献。

〔2〕 典型的如美国1929年股灾爆发前后,政府对资本市场监管态度的转变及之后美国资本市场的繁荣。

异的内涵。相较而言,法学研究视野下的竞争与经济学中的竞争联系最紧密,内涵与外延的重合度最高,具有某种同源性。但是,从经济学到法学,对竞争的关注视角有一个明显的转变就是对竞争的价值考量。经济学对竞争的分析,基本出发点是“价值无涉”,更注重以一种客观的眼光来研究竞争的要素、竞争力的来源、竞争的效果、竞争策略和竞争的分类等问题。^{〔3〕}而法学对竞争的研究则是以既定的价值判断——竞争是公平的还是不公平的、是正当的还是不正当的、是合法的还是非法的——作为基本的出发点。法律对市场主体的竞争行为和整个市场的竞争状态采取“不中立但是公正”的立场,不仅要从小观层面保证竞争参与者个体竞争利益的实现,还要从竞争的状态、秩序和社会影响等宏观层面保护市场竞争机制和社会整体利益不被市场主体极端谋求私利而采取的不正当、不公平之竞争行为所侵害。因此,竞争法研究的“竞争”往往是经过否定性价值判断之后被认为是“坏的”“有害的”“不正当的”竞争,目的在于为政府介入市场以及以何种方式和程度介入市场以维护竞争秩序、确保竞争公平提供必要性、科学性、合法性支持。

（二）从商品市场的竞争到要素市场的竞争：竞争法对证券市场的适用

上述有关竞争法对市场竞争价值判断的分析,有助于我们从竞争法的视角聚焦于证券市场投资者之间竞争关系。商品市场交易的对象是凝结着资本、技术、劳动力等要素的商品,并且遵循的是从生产、销售到消费的单向流通方式。具有相同或类似使用价值的商品经过经营者之间的竞争流转至消费者手中,然后这件产品就被“消费了”,基本不会逆流重返市场。对经营者来说,主要的竞争目标就是要使消费者在同类商品或服务中选择自己,因此经营者之间的竞争本质是其商品使用价值之间的竞争,故而竞争法肯定“以质取胜”的公平竞争而否定那些不择手段(如窃取商业秘密、误导性宣传)、强取豪夺、食人而肥的不公平竞争。而证券市场投资者之间的竞争,则在于对证券所承载的

〔3〕 解树江:《中国的资本市场:基于竞争理论的分析》,中国财政经济出版社2005年版,第113页。

资本之价值及其变化的综合判断能力。比如,股票交易市场中某一只股票某一时刻的价格,是所有参与买进或卖出的投资者之间在资金实力、信息获取、投资理念、知识结构和风险意识等各方面综合较量的结果。表面上看,这样的多向度竞争关系与商品市场中经营者在“出卖商品”这一单向过程中的竞争要纷繁复杂很多,而类似虚假宣传、强买强卖、弄虚作假、商业欺诈等传统典型的破坏公平竞争的不正当竞争行为的认定也似乎难以适用于证券市场。笔者认为,商品市场发展的历史和发展程度均超过资本市场,商品市场中的各种不正当竞争行为对社会和个体的影响也非常直接,所以最先引起人们的关注,竞争法应时而生,因此其基本的理论体系和制度构建带有明显的商品市场痕迹,直接套用到证券市场显然有“强买强卖”之嫌。但是倘若我们回到法学对竞争研究的起点,回到法学对竞争的价值判断这一预设前提,便会发现,当对竞争展开价值判断的时候,竞争法便产生了。竞争法也必然以对竞争的价值判断为前提,在完全放任自由的市场中,有竞争的地方,就有反竞争的存在,就存在竞争的正当性、公平性问题。如上文所述,竞争法是回答政府为何要干预市场竞争以及如何干预市场竞争等问题的法律,那么在证券市场同样存在亟须回答的类似问题。竞争是市场经济的活力之源,亦是证券市场的活力之源。这一点在国外的证券法立法实践中早已得到体现。譬如,美国《1933年证券法》和《1934年证券交易法》在制定之初就将促进市场竞争确立为立法原则。其中,《1933年证券法》第2(a)条规定“美国证券交易委员会‘除要考虑保护投资者之外,还应考虑该行动是否将有利于提高效率、促进竞争和资本形成’”,《1934年证券交易法》第6(b)(8)条规定“证券交易所规则不应为竞争施加任何不必要或者不适当的负担”。美国历史上的每一次股灾无不伴随着资本市场竞争规则和投资者权益保护制度的全面升级和改版,《1933年证券法》《1934年证券交易法》如此,《2002年年上市公司会计改革与投资者保护法》(以下称为《萨班斯法》)与《2010年华尔街改革与消费者保护法》亦如此。法治改革贯穿于美国资本市场的全过程,全面推进资本市场法治建设也应成为我国资本市场改革与发展的主旋律。而我国全面推进资本市场法治建设,也不应忽视证券市场竞争规则的构建与完善。

二、证券市场投资者间不公平竞争认定标准的维度分析

(一) 竞争法价值判断的一般标准

谈到对竞争的价值判断,随之而来的是判断的标准问题;具体到竞争法而言,是指如何设定不正当竞争的行为标准以及是否存在统一的标准来判断哪些竞争行为会受到法律否定性评价的问题。从现有的国内外和国际竞争立法来看,各国判定竞争是否正当、是否公平的基本标准存在价值趋同性,即维护竞争的公平、保护健康的市场竞争机制,但是又没有具体统一的标准。例如,《巴黎公约》中将不正当竞争行为界定为在工商业活动中违反诚实商业惯例的行为,而将“诚实商业惯例”概念留给成员国自己界定。因此出现了比利时和卢森堡的“诚实商业惯例”标准、西班牙和瑞士的“诚实信用原则”、意大利的“职业正当性”原则、德国和波兰的“善良风俗”、美国的“诚实和公平交易原则”和“市场道德”,^[4]而我国则是以竞争原则的方式使用了多个措辞对竞争行为的标准进行描述,即“自愿、平等、公平、诚实信用的原则”,但是其核心是竞争行为的公平性标准。

为何判定“坏”的竞争标准如此高度相似却又难以完全统一?笔者以为,这是法律对政府介入市场竞争的支持和市场竞争自由的保护两种价值取向共同作用的必然结果。法律赋予政府判断竞争价值的权力时,预设了“对某种行为具有某种倾向性的立场和态度”的主观性前提,但是竞争法另一重要作用在于规定政府干预的方式和目的,约束政府对竞争的盲目性、随意性干预,因此必须要给主观性价值判断设置尽

[4] WIPO, *Protection Against Unfair Competition*, Geneva 1994, p. 23. 转引自孔祥俊:《反不正当竞争法的司法创新和发展——为〈反不正当竞争法〉施行 20 周年而作》(上),载《知识产权》2013 年第 11 期。

可能具体明确的客观性标准。^[5] 故而类似“公平”和“诚实信用”这类价值表达词汇的具体内涵其实是一国社会、经济、道德和伦理观念的综合反映,且衡量标准也会与时俱进。^[6]

(二) 证券市场投资者间不公平竞争判定的基本维度

竞争法价值判断一般标准的具体内涵呈现出某种具体性和动态化,但这并不意味着法律对竞争的价值判断是飘忽不定、不可捉摸的,因为市场经济的一般规律是自由和竞争,在市场经济体制的大前提下,完全可以从市场竞争的一般规律出发结合某一具体市场类型的特点完成对该市场中竞争行为的价值判断。结合上文所述,对证券市场中各主体之间竞争行为的判断要注重确立客观标准,从客观上考察某种竞争行为是否有益于或者有害于证券市场的资金融通、资本定价、风险分散等基本功能的发挥。^[7] 具体到这一市场中投资者之间的竞争,除了整体的市场功能标准之外,更为直接的标准是判断投资者在某种竞争性交易所获取的收益或损失是否存在非正常报酬,^[8] 其实这一标准与证券市场的功能实现是一脉相承的。倘若部分投资者总是可以通过

[5] 例如,我国《反不正当竞争法》第2条在对“不正当竞争”进行界定时,开宗明义地指出“经营者在生产经营活动中,应当遵循自愿、平等、公平、诚信的原则,遵守法律和商业道德”,但随后便具体限定“本法所称的不正当竞争行为,是指经营者在生产经营活动中,违反本法规定,扰乱市场竞争秩序,损害其他经营者或者消费者的合法权益的行为”强调有客观的危害性;而不是直接承接前文表述为“本法所称的不正当竞争行为是指经营者违反自愿、平等、公平、诚信原则的行为”。这充分体现了法律认定正当性标准的客观性。

[6] “与时俱进”的典型是竞争法对“垄断”的规制。从美国《谢尔曼法》颁布实施的一个多世纪以来,世界范围内的反垄断法对“垄断”的界定基本上经历了从“垄断状态”到“垄断行为”的演变。

[7] 参见刘俊海:《打造投资者友好型证券法推动资本市场治理现代化》,载《法学论坛》2015年第4期。

[8] 这是笔者根据经济学上的“有效市场假说”理论转换而来的标准。1965年,美国学者尤金·法玛首次提出了“efficient market”的概念,即有效市场是这样—一个市场,在这个市场中,存在着大量理性的、追求利益最大化的投资者,他们积极参与竞争,每个人都试图预测单个股票未来的市场价格,每个人都能轻易获得当前的重要信息。在此基础上,1970年,尤金·法玛正式提出“有效市场假说”理论,认为在一个充分信息交流和信息竞争的社会里,一个特定的信息能够在股票市场上迅速地被投资者知晓,同时如果在一个证券市场中价格完全反映了所有可以获得的信息,那么就称这样的市场为有效市场。

特殊的方式获得超出市场风险调整后的平均报酬率,而另一部分投资者则长期遭受超出市场正常风险调整之外的损失,说明证券市场的竞争机制被限制或扭曲,长期如此,整个市场的资本定价和价格发现功能亦遭破坏。此外,考虑到我国现阶段证券市场的基本制度和竞争秩序基本上是由政府基于某些特殊的政策目标而设计出来,要特别重视其不稳定性和弱预期性在不同投资者之间造成的制度供给(更多的是行政指令)不公平问题。综上所述,对证券市场投资者间不公平竞争的判定,笔者认为可以从三个基本维度来把握。

第一,市场竞争中应供所有投资者利用的外在公共资源被部分投资者把持。该维度反映的是完全放任自由的市场失灵问题——竞争总是自由的,但是竞争并不总是公平的。因此,政府需要介入以保障竞争的公平,而这里的公共资源并不是“先天”就具有公共属性,往往是被法律“后天”强制认证的。证券市场中最重要公共资源莫过于信息,因为信息会影响证券的价格,是启动市场交易行为的直接动力。从竞争个体的角度,独占性享有某些公共信息以打败竞争对手可以达到个体竞争收益的最大化,符合经济理性,但是法律会对此进行否定性评价,因为这会让其他投资者感到“不公平”。

第二,投资者的内生竞争力受到某些外在抑制。这一维度反映的主要是政府介入竞争在某方面超过了一定的限度,由“市场失灵”的极端走向“政府失灵”的极端。即便在竞争法的价值判断之下,政府具有持某种倾向性立场介入市场竞争的合法性,但是在某些方面也要保持中立。证券市场是典型的资本市场,进入该市场中的投资者在竞争力构成要素的某些方面(如资金实力、投资经验、专业知识等)可能存在巨大的差异而导致先天“不公平”的存在,但是这种不公平完全是市场生态的客观构成要素,不能因此对投资者的行为进行过度“矫正”,如限制资金实力雄厚的投资者的正常交易行为。证券市场竞争机制本身是能够容纳投资者之间的先天性差异的。

第三,在既定的市场环境中投资者必然会面临的规制性不公平。〔9〕这一维度着重体现的是当前我国证券市场的投资者长期以来在“市场经济的初级阶段,市场体制不完善”的背景下承受的制度性不公平竞争问题,与第二维度的内容既相互交叉、渗透,同时又有自身的鲜明特点。这涉及诸如交易规则的制定等一些市场基本面的问题。〔10〕长期以来,特别是在《证券法》颁布实施之前,我国证券市场在第一维度的层面上存在大量的不公平竞争问题,虽然至今此类问题依然存在并且会是证券市场的监管永恒关注的重要问题,但是笔者认为,就现阶段而言,从现实可行性和需求紧迫性角度,解决第三维度的规制性不公平问题,相较于第一维度和第二维度存在的问题而言,显得更为重要。

三、我国证券市场投资者之间的竞争现状考察

(一) 证券市场投资者的分类和我国证券市场投资者的特点

证券市场的开放性和包容性导致参与市场竞争的投资者呈现多元化发展的特点。对投资者进行分类研究的意义在于把投资者群体按照某些标准类型化,对其在证券市场中市场地位、交易行为、风险识别、风险承受能力等方面的趋同性进行归纳分析,抽象某一类投资者区别于其他投资者的一般性特点,对证券市场各方面的制度设计提供重要的指导。资本市场越是发达的国家,其投资者分类的制度建设也越是完善,体现在其投资者分类制度放到整个市场当中都具有一定的普适性,而非针对个别产品或市场设计。〔11〕

如表1所示,当前我国证券市场投资者结构的典型特点是,从账户开立数量来看个人投资者特别是中小投资者占绝大多数,而从所持股

〔9〕 《中国证监会有关负责人答新华社记者问:把稳定市场、修复市场和建设市场有机结合起来》,载证监会网站:http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201509/t20150906_283624.html,2018年7月10日访问。

〔10〕 该问题主旨宏大,理论深奥,受本文篇幅所限,笔者在此仅作初步分析。

〔11〕 朱小川:《发达市场金融商品合格投资者制度述评》,载《证券市场导报》2010年第9期。

票市值看个人投资者又仅占 23.7%。我国证券市场投资者的这一特点在竞争法上具有重要的指示性意义,即要防止机构投资者利用其市场优势地位实施不公平竞争行为。^[12]

表 1 2016 年年末各类投资者持股情况

	持股市值 (亿元)	占比 (%)	持股账户数 (万户)	占比 (%)
自然人投资者	56661.70	23.70	3740.53	99.79
其中:10 万元以下	3628.12	1.52	2152.33	57.42
10 万~100 万元	16058.11	6.72	1333.54	35.58
100 万~300 万元	10023.92	4.19	181.38	4.84
300 万~1000 万元	9087.50	3.80	56.90	1.52
1000 万元以上	17864.06	7.47	16.38	0.44
一般法人	143428.58	60.00	3.47	0.09
沪股通	1711.23	0.72	0.0001	0.00
专业机构	37257.27	15.58	4.26	0.11
其中:投资基金	7201.30	3.01	0.24	0.01

数据来源:《上海证券交易所统计年鉴 2017 卷》。

(二) 我国证券市场投资者间不公平竞争的具体表现

根据前文分析确立的判定投资者不公平竞争的三个维度,可以把我国证券市场中不公平的竞争现状归类为三方面:第一,在机构投资者与个人投资者之间的不公平竞争,主要体现为机构投资者把持市场竞争的公共资源获取超常报酬,损害个人投资者利益;第二,机构投资者与机构投资者之间的不公平竞争,主要体现为不同类型的机构投资者因其内生性竞争力的相对强大而招致政府的行政干预;第三,机构投资者和个人投资者均饱受规制性不公平之苦。以下分而述之。

[12] 我国特有的投资者结构让这一问题显得异常突出,相比而言美国证券市场的个人投资者很少自己直接投资,而是通过证券投资基金等专业的机构投资者进行间接投资,因此美国证券市场约 95% 的投资者是机构。

1. 机构投资者与个人投资者之间的不公平竞争

在个人投资者面前,机构投资者无论是在资金规模、专业知识还是风险控制等方面都具有“与生俱来”的竞争优势,但是却没有“原罪”——法律不会仅仅因为机构投资者具有更强的竞争力就要干预它与个人投资者之间的市场竞争。正如在商品市场的竞争中,法律不会仅仅因为经营者具有市场支配地位就认定该经营者与其他经营者之间的竞争是不正当的,只有当经营者出现“滥用”这种市场支配地位损害其他经营者合法权益的时候,法律才会介入对其做出否定性评价。竞争法在证券市场存在类似适用的原理,机构投资者的先天性竞争优势不仅不会遭遇竞争法的否定性评价,而且还需要大力发展机构投资者数量和规模来优化市场结构。但是,中国证券市场的机构投资者拥有的却绝非资金和专业的优势,在对企业了解方面其掌握的信息程度对其他投资者形成了不对称的关系。^[13] 机构投资者在信息获取方面具有个人投资者无可比拟的优势,并且机构投资者将这种“优势”运用得淋漓尽致,特别是在2005年《证券法》修订之前,证券市场上充斥着大量的证券欺诈和内幕交易行为,机构大户大肆通过违法违规的方式榨取散户的财富,证券市场被认为是一个“赌场”且还是不规范的“赌场”。^[14]

在理想的证券市场秩序下,类似于市场信息这样承载着全体投资者交易预期的公共竞争资源,一般不存在某些投资者比另一些投资者更具获取优势的现象,这是保证竞争公平的基本前提。虽然在现实市场中不可能达到完全理想的状态,但是在成熟的资本市场,对破坏证券市场竞争中基本的信息公平获取权的行为也会采取全方位的法律规制,以最大

[13] 李新平等:《“大小非”与中国股票市场中的公平交易问题研究》,载《金融理论与实践》2009年第6期。

[14] 参见吴敬琏:《十年纠纷话股市》,上海远东出版社2001年版,前言“我对证券市场的看法”,2001年3月8日《中国经济时报》将《我对证券市场的看法》全文刊载。其中“中国的股市很像一个赌场,而且很不规范。赌场里面也有规矩,比如你不能看别人的牌,而我们这里呢,有些人可以看别人的牌,可以作弊,可以搞诈骗,做庄、炒作、操纵股价这种活动可以说是登峰造极”的评论被认为是对中国股市的经典批判。

限度地保证投资者之间的公平竞争。^[15]令人遗憾的是,我国当前在证券市场中保护投资者获取信息公平权方面仍然存在诸多不足,实践中较为普遍地存在机构投资者通过违法违规行为获得信息优势的现象。这些机构投资者凭借信息优势,能够在政策发布前提早进入或撤出市场,从而提前获利或规避风险。故而,我国有学者直言,每一次宏观政策过后,机构投资者成为真正的获利者。^[16]而因信息不对称处于劣势地位的个人投资者,不得不为市场风险埋单。为规避风险,个人投资者往往会根据二级信息进行操作,由此导致过度投机行为的出现。机构投资者通过实施违法违规行为而形成的信息优势地位如果不能得到有效抑制,便会导致机构投资者与个人投资者之间极度不公平竞争的格局,这对保护中小投资者利益、遏制过度投机都是不利的。

2. 机构投资者之间的不公平竞争

笔者认为,在竞争法的视角下研究证券市场投资者之间的竞争状况,不仅需要关注机构投资者对个人投资者的不公平竞争行为,更要重点关注机构投资者之间的不公平竞争行为。因为个人投资者弱势地位非常明显,其遭遇的不公平竞争不仅被相关法律重点关注,更是上升到由刑法直接介入的程度,已经远远超出一般竞争法的理论辐射范围,反而是我国机构投资者之间存在的各种不公平竞争问题被忽视。一般而言,在成熟的证券市场,机构投资者之间的竞争会呈现出相互依赖和彼此制衡的“强强对决”状态,也最接近证券市场理想的自由公平竞争状

[15] 例如,美国从《1934年证券交易法》正式提出禁止内幕交易开始,对内幕交易法律规制不断完善,1961年的Cady, Roberts & Co.案中确立了“披露或戒绝交易”归责原则到1983年Driks案的“信义义务理论”,再到1997年O'Hagan案的“信息私用理论”,归责理论不断更新完善,同时成文法律也步步为营对内幕交易进行围追堵截,从《1934年证券交易法》到《1984年内幕交易制裁法》和《1988年内幕交易与证券欺诈执行法》,再到《2000年公平披露法规》,直至2002年6月国会通过的“乱世重典”——《萨班斯法》,该法将内幕交易犯罪的监禁期由10年提高到20年,对自然人内幕交易的罚金由100万美元提高到500万美元,对法人的罚金250万美元提高到2500万美元,《萨班斯法》还专门在《美国法典》中增加了第1514节,规定了对受到迫害的证券欺诈举报人的民事救济措施。根据该节,胜诉的受害人有权得到恢复他/她身心健康必需的所有救济。

[16] 解树江:《中国的资本市场:基于竞争理论的分析》,中国财政经济出版社2005年版,第152页。

态,并不需要政府过多干预。同时机构投资者之间的良性竞争产生的市场互补和功能整合效应,是维护证券市场竞争机制稳定运行的强大市场性力量。但是在我国,事实却与此产生了一些偏差,如同商品市场普遍存在经营者间不公平竞争现象一样,在证券市场中同样存在机构投资者不公平竞争的状况。而且,鉴于证券市场的特殊性,相较于一般经营者的不公平竞争,机构投资者间的不公平竞争状况甚至是有过之而无不及。

与成熟市场国家的投资者相比,我国的机构投资者不仅在数量、规模方面有差距,而且在结构与质量上也存在较大差距,^[17]这种结构的差距是我国证券市场机构投资者之间不公平竞争的静态反应。美国证券市场95%以上的投资者都是机构投资者,^[18]证券市场的竞争主要体现在机构之间的博弈。而在我国,从持股账户数量上看与我国证券市场机构投资者占比不到1%,与美国形成了鲜明对比。目前我国证券市场中的机构投资者主要分为一般法人及专业机构,其中专业机构包括券商自营、投资基金、社保基金、保险资金、资产管理及QFII(合格境外投资者)。这里的一般法人主要是以国企为主体的上市公司和其他在金融业居重要地位的国有企业,这类投资者的A股持股账户数量占全体机构投资者的45%,超过其他所有机构投资者数量之和,而其持股市值的在总市值中占比更是高达60%,^[19]因此我国证券市场中真正意义上的专业机构投资者无论是在个体质量还是总体数量上都难以企及发达证券市场投资者的市场地位和市场结构。在我国证券市场的机构投资者中,具有国资背景的机构投资者占据较高的市场份额。虽然较高的市场份额不能成为执法者进行反不正当竞争的当然依据,但至少应当引起监管部门的警觉。毕竟,机构投资者的市场地位不完全取决于其自身的市场表现,还受到不同时期政策侧重点的影响。况且实践中具有国资背景的机构投资者在市场竞争中往往会占据较大的政策红利,客观上导致机构

[17] 杜仕林:《机构投资者市场准入制度的法理思考》,载李昌麒主编:《经济法论坛》(第3卷),群众出版社2005年版,第299页、301页。

[18] 李文莉:《证券发行注册制改革:法理基础与实现路径》,载《法商研究》2014年第5期。

[19] 《上海证券交易所统计年鉴2017卷》,上海远东出版社2017年版,第625页。

投资者间的不公平竞争。

竞争的基本规则是优胜劣汰,竞争的基本驱动力则是市场主体的自利动机。证券市场中投资者之间的竞争是为了最大化获取竞争收益,机构投资者的产生只能是为了更好地达到这种目的而不是任何其他目的(如要为其他人的利益负责)。这是证券交易各种规则和制度据以制定的前提性假设,而且各国资本市场发展的实践也证明这一假设是成立的。当然,鉴于证券市场的特殊性,机构投资者的行为有时会受到监管部门的干预。基于稳定金融秩序和防范金融风险的考虑,监管部门的适当干预是必要的,无论发达国家还是发展中国家对此均已达成共识。尤其是在市场出现较大波动甚至爆发系统性风险的情况下,政府干预市场的正当性和必要性笔者并不否认。然而,就市场化角度而言,监管部门对机构投资者之行为进行干预时,应当考虑机构投资者间公平竞争问题。在发达的证券市场,机构投资者之间的竞争是维持市场活力、促进公平交易的重要市场要素,对竞争秩序的构建和维护发挥着重要作用。相关政策的出台及相关监管行为的实施,须正视机构投资者间的公平竞争问题。换言之,政府应当更加积极和专业地作为,干预的具体方式和程序必须合法、合理,游离于合法与合理的区间之外实施干预行为,将直接导致机构投资者之间的不公平竞争。

3. 规制性因素在投资者间引发的不公平竞争

“规制性因素”是证监会相关负责人在2015年9月7日答记者问时采用的表述,^[20]并把股指期货和程序化交易描述为“助涨助跌的规制性因素”。笔者认为,所谓规制性因素可以直观理解为政府的市场规制行为。除了股灾等系统性风险发生时的宏观调控外,政府对证券市场的影响力主要通过“规制”的方式实现,与“调控”主要依靠发布行政命令相比,“规制”体现出制度化设计、全局性规划和稳妥性推进等特点,因此规制性因素对证券市场主体的影响更为普遍和深切。在我国的证券市场中,规制应当尽量科学化、合理化,避免呈现出短期化、波动性和不可预期性等状况,应让投资者感到市场基本面的公平性。交易制度从规则源头上看是证券市场的基础,然而从实证角度来看,我国证券市场的交

[20] 同前注[9]。

易规则的稳定性有待加强。由于交易规则的频繁变更而导致投资者机会成本的提高,实际就是因规制因素而引发的投资者间的不公平竞争。

四、证券市场投资者之间竞争不公平的原因分析

经济学意义上的公平竞争是指市场主体之间展开的公开、平等、公正的竞争,比较切合民法中个体之间的平等理念,追求“同等情况同等对待”的形式公平、个体公平,而竞争法对竞争公平与否的考察要在此基础上向实质公平、整体公平再进一步,不仅追求“同等情况同等对待”,更强调“不同情况不同对待”。在比较完善的市场体制下,竞争法的适用空间主要在市场竞争过度自由对公平造成损害的情形,而我国的证券市场常常出现市场和政府“双失灵”的情况,这是导致我国证券市场竞争不公平最常见的现实原因。

个人投资者与机构投资者之间的不公平竞争现象映射的其实是如何在投资者个体竞争力差异巨大的客观情况下保证市场竞争中实质公平的问题。发达证券市场的发展经验表明,在信息公开的前提下投资者适当性制度的引入能够更有效地保护中小投资者。^[21] 投资者适当性制度的基本理念是要对投资者“不同情况不同对待”,实际上是对投资者进行分层,把竞争限定在某一范围内的投资者之间以体现竞争的实质公平。我国证券市场在信息公开和投资者适当性管理两方面都存在较大不足。信息披露制度构建是我国证券市场发展需要解决的基础性问题,于此而言,从信息公开角度解释投资者之间不公平竞争,并无太强的针对性。投资者适当性管理制度的不完善与投资者之间的不公平竞争具有直接关系,我国证券市场没有形成真正的投资者适当性管理理念,常常把“投资者适当性”与“投资者资格”混淆。投资者适当性管理是为了投资者的利益考虑而赋予市场中介机构的一项义务,目的是让中介机构以自己的专业判断帮助投资者规避市场风险,强调的是“帮投资者选择

[21] 叶旺春:《我国投资者适当性制度构想》,载《中国金融》2015年第5期。

适合自己的产品”,而投资者资格则代表某种业务或产品类型的准入门槛,强调的是“符合条件的人才有资格投资”,一个是市场中介机构的义务,另一个是市场准入门槛,二者有本质的区别。我国目前所谓的投资者适当性制度主要是针对不同的产品类型设定不同的准入门槛,并且没有建立基于适当性的统一的产品和投资者都分类标准,基本上是针对具体产品,设定具体的准入门槛。这不仅没有弥补市场缺陷,也不利于矫正投资者之间的不公平竞争。

机构投资者之间不公平竞争问题的实质是政府在证券市场的竞争中从中立的监管者、裁判者异化为怀有利益诉求的竞争参与者。机构投资者中,政府与以国有企业为主体的一般法人具有相当的利益相关性,占据着机构投资者的绝大多数。虽然国企改革实行政企分开已经很多年了,但是政府与国有企业之间的联系总是剪不断、理还乱,客观上影响了竞争的公平性。此外在发展机构投资者的方式上,发达国家往往通过着力于建立和完善公平竞争市场化的金融生态环境,来促进机构投资者的发展,^[22]而我国的机构投资者往往扮演者政府政策目的实施载体的角色。机构投资者的身份中没有了核心的“投资者”角色,加重了工具化的“机构”角色,导致机构投资者常常不能“优胜”——根据市场条件自主地去争取竞争利益的最大化,也不会“劣汰”——在竞争失败中遭到淘汰而退出市场。

市场规制性因素造成的投资者之间不公平竞争问题则反映出政府对市场的不恰当或过度干预。市场经济是法治经济、竞争经济,因此市场秩序的核心是要“遵守规则的竞争”,而证券市场中投资者之间的竞争更是证券市场的灵魂。^[23]政府的角色是要在尊重这一基本市场规律的前提下,针对市场本身不确定性的缺陷,为市场注入更多的“稳定性”,让竞争者能够在具有可期待性的制度框架内开展竞争,用“规制”而不用“管制”来描述政府介入市场的行为正是因为规制包含着依规而制、依法而治的内涵。

[22] 参见黄鹏、费建:《资本市场动机、机构投资者与信息透明度》,载《苏州大学学报》(哲学社会科学版)2015年第2期。

[23] 同前注[3],解树江等书,第113页。

五、构建以法治为基础的证券市场公平竞争秩序

(一) 解决我国证券市场投资者不正当竞争问题的基本原则

完全放任的市场化环境并不能确保公平竞争能够得到保护。政府在其中应当发挥保护公平竞争的作用,尤其是我国政府在这点上更具优势。但是,权力往往呈现出扩张的态势,我国政府在保护公平竞争的同时也存在在此领域的过度扩张。“基于自由竞争的市场经济存在一个重大的风险,即任何一种社会价值,如果它不能存活于市场,就很可能被忽视,当其产生社会代价时,出于对社会分配不公的担忧,或其他生态或经济政策上的理由,国家就有可能修正性地对竞争进行干预”。^[24] 解决这一问题,既要防止政府管制对证券市场竞争机制的不当影响、限制甚至扭曲,又要确保在市场自由竞争失灵的情形下,政府的干预方式和内容能够有效弥补市场缺陷,以此为基本原则。

1. 吸收借鉴刑法的谦抑原则,克制干预泛化倾向

刑法的谦抑原则近年来已被部分经济法学者关注并引入到经济法理论的研究当中,用于阐述政府干预与市场机制的关系。谦抑原则又称必要性原则,指立法机关只有在该规范确属必不可少——没有可以代替刑罚的其他适当方法存在的条件下,才能将某种违反法秩序的行为设定成犯罪行为。^[25] 刑法的谦抑性表明,相对民事、行政等法律规范,刑法具有补充性,相对于民事责任和行政责任,刑罚具有“最后手段性”的特点。对于市场资源配置和市场机制的运行来讲,政府的干预应该具有“最后手段性”,而不可过度积极主动地频繁启动。

[24] [瑞士]凯勒哈斯:《从华盛顿、布鲁塞尔、伯尔尼到北京:竞争法规范和功能比较》,杨华隆、伍欣译,中国政法大学出版社2013年版,第2页。

[25] 参见刘大洪、段宏磊:《谦抑性视野中经济法理论体系的重构》,载《法商研究》2014年第6期。

市场在资源配置中应起决定性作用,^[26]这一论断具体到证券市场的竞争秩序而言,就是要认识到统一开放、竞争有序的市场秩序只能产生于市场起决定性作用的运行体系之中,即要明确“市场优于政府”。政府对我国证券市场乃至整体金融管制的认识面临重构。当自由的竞争状态和秩序存在严重违反实质公平的情形时,以一种克制和谦逊的方式将干预嵌套到市场失灵的边界当中,这是国家干预存在的前提。克服频繁适用“立竿见影”的行政指令的冲动,最大限度维护竞争机制在市场力量的互动中运行,使其作为一个补充性和最后手段性的机制而存在,而不轻易使用国家干预。

2. 坚持竞争法作为证券市场竞争问题规制的主要法律依据

目前,我国的竞争法体系以商品市场中的竞争状况为基础构建,从具体的规则内容看,其调整范围还没有具体阐述以资本为代表的要素市场。但是在现实运作过程中,证券市场和商品市场一样,存在买方和卖方的对应关系、以资本为纽带的投资者之间的竞争,以及由此产生的不正当竞争问题和监管部门对竞争的介入,因此竞争法规制理念在证券市场中同样应该得到适用,对证券市场不正当竞争行为的规制不能脱离竞争法而自成体系,或纳入证券法体系单独规制。一方面,证券法作为商法的典型代表,其在“效率为重,兼顾公平”基本价值理念指导下,对解决投资者间的不公平竞争问题缺乏“自成体系”的足够适用空间;另一方面,产生于商品经济市场背景下的传统竞争法,在当今资本市场对社会经济的全方位渗透已成不可逆转之势的情况下,其调整范围应当与时俱进地进行拓展,将调整范围由商品市场扩展到法律关系与利益构成更为复杂的要素市场,对竞争法的发展来说机遇与挑战并存。至于如何纳入,可以采取从法律理念到制度设计的渐进方式。将各类要素市场中的竞争现象和竞争问题进行梳理整合,因此以竞争法视角对我国资本市场的竞争状况进行全面的分析就成为至关重要的基础性工作。从这个意义上讲,本文的研究是整个系统性工程的起点。

[26] 党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确提出“建设统一开放、竞争有序的市场体系,是使市场在资源配置中起决定性作用的基础”。

3. 将“程序正当”原则作为证券市场竞争行为规制的首要原则

程序正当原则对证券市场竞争行为的规制不仅是不可或缺的,笔者认为,更应该是规制证券市场竞争行为的首要原则。一项缺乏市场主体有序参与、充分讨论、完整表达利益诉求的过程而制定出的规则,往往会顾此失彼,导致规则朝令夕改,基于制度的可期待利益难以得到保护。而程序正当原则强调的是在结果或者目的之外,程序或手段具有独立的价值意义,申言之,有两层含义:其一是不能为达目的不择手段,也不能为求结果正义而践踏程序的正义;其二是程序或手段的正当性是保证结果或目的正义性的最佳方式。程序正当原则对我国证券市场的监管应该具有强烈的警醒意义,该原则之目的一方面在于限制监管部门之权力与行为,另一方面在于保障证券市场参与主体之权利。国内外实践已经证明,程序正当原则已成为维护证券市场领域有效监管与权利保障之间动态平衡的机制。相对于商品市场或其他要素市场,证券市场中各要素和各主体之间的耦合性和连带性更为突出,常常“牵一发而动全身”。证券市场竞争规则与制度的改变涉及的投资者数量和资金量都非常庞大。^[27] 政府理应对市场抱以敬畏之心来公平看待广大投资者的竞争利益,任何规制的出台,都应秉持程序正当原则,更加审慎稳妥地推进,全面听取各利益相关主体的意见。^[28]

(二) 解决我国证券市场投资者不正当竞争问题的具体措施

第一,尊重并保护投资者竞争力来源中的内在构成要素,不轻易对投资者的内生竞争能力进行外在干涉。由于证券市场的开放性,投资者在资金实力、投资经验、专业知识等竞争力的内在构成方面可能存在巨大的差异,但是证券市场的信息流开放性机制能够包容和内化投资者竞争力来源中彼此迥异的先天性要素。这一基本的竞争机制理应得到市场认可和法律保护,此乃对政府介入市场竞争之程度的基本限定。即便

[27] 根据中国证券登记结算有限责任公司数据,截至2018年6月,我国证券市场期末各类投资者数量14061.43万户(链接地址http://www.chinaclear.cn/zdjs/tjyb1/center_tjbg.shtml,2018年7月4日访问)。根据Wind资讯统计,2015年6月12日A股市值达到峰值78万亿元。

[28] 鉴于程序正当性原则对我国证券市场竞争关系规制的重要性以及本文篇幅的限制,笔者将另以专文探讨。

政府具有竞争法上的持有某种立场介入市场竞争的合法性,但是在某些方面也要保持中立。不能因为某些投资者在资金实力、投资经验、专业知识上存在优势,便对其在资本市场中的正当性需求进行行政性限制或“矫正”,毕竟证券市场竞争机制的本身是能够容纳投资者之间的先天性差异的。

第二,改善机构投资者结构与质量的同时大量发展专业机构投资者。在证券市场成熟发达的国家,机构投资者起到了良好的“市场稳定器”的作用。^[29]但是,这种作用的实现并不意味着让机构投资者身负稳定市场的使命而进入市场。恰恰是因为通过构建公平有序的竞争秩序,让机构投资者充分发挥其“唯利是图”的本性,让同样拥有雄厚的资金实力、专业的投资眼光、丰富的投资经验的巨头之间进行全面的竞争来充分显现市场的机会与风险,对冲市场上存在的信息扭曲等中小投资者无力抗衡的不公平因素,在机构投资者进行自利行为的同时,客观上达到一种稳定市场秩序,保护中小投资者公平竞争权利的效果,这完全是一种多赢的市场模式。而我国的中小投资者和机构大户同时遭受不公平待遇正是因为机构投资者的作用被异化,过多地承载了非市场化因素,真正独立自主的专业机构投资者甚为稀缺,因此没有形成优胜劣汰的竞争秩序,机构与机构之间不能产生互相掣肘的联动效应。

第三,切实落实“投资者适当性”原则来保护中小投资者。当前中小投资者保护问题已经获得了充分的重视,甚至上升到了“保护中小投资者就是保护证券市场”的新高度。^[30]但是在笔者看来,这只是在强调保护投资者的重要性,却没有认真回答如何有效保护的问题。因此,当下所谓的投资者保护之措施也无非是教育广大投资者“一定要牢固树立风险意识,审慎决策,理性投资,自担风险,量力而行”,或设置一个投资准入门槛,进行“父爱主义”的限制,有因噎废食之虞。从竞争法的视角来理解中小投资者保护问题,就是要还原其“市场竞争主体”的重要身

[29] 刘国胜:《我国资本市场结构下“转板”制度构建》,知识产权出版社2013年版,第151页。

[30] 参见前证监会主席肖钢在《人民日报》发表署名文章“保护中小投资者就是保护资本市场”,载中国证券业协会网站:http://www.sac.net.cn/hyfw/hydt/201310/t20131016_70458.html,2013年7月4日访问。

份,积极维护其公平参与竞争的权利。在“不同情况不同对待”的矫正公平理念下,建立真正的投资者适当性管理制度,而不是投资者准入门槛。同时要重视市场化的规制思路,中小投资者所处的竞争环境是否透明、公开、公正,往往取决于机构投资者之间的博弈,因此这与机构投资者之间不公平竞争问题的解决是相辅相成的。

第四,逐步消除政府制度供给的不公平,实现依法规制的“新常态”并提升其有效性。经济的增长必须注重制度的建设,这是已被制度经济学论证的基本观点。就我国证券市场而言,制度供给的不稳定性甚至是不公平性,在客观上导致了投资者之间不公平竞争的结果。为此,立法部门及监管部门在制度供给上应提高其有效性。针对证券市场而言,则应将针对性、前瞻性、综合性、严密性、权威性和及时性作为证券市场制度供给有效性的判别标准,^[31]实现制度供给的有效性不仅要提升证券市场监管主体的专业素养,更重要的是要严格贯彻程序正当原则,不能闭门造车。与此同时,笔者亦认为制度供给的制度范畴不应仅仅被局限于政府主导下的制度安排,那些随着市场交易演化而形成的哈耶克意义上的“自由扩展的秩序”的制度安排同样可以归为证券市场金融制度供给。

六、结语

正如本文开头所言,与传统商品市场相比,证券市场的竞争具有多向性、复杂性。影响投资者之间竞争的因素并不仅仅产生在投资者之间,有的甚至不是产生在投资者之间。中国的证券市场,散户感觉被机构大户榨取,机构感觉被政策压制,不管什么类型的投资者都可能或已遭遇公平竞争权被剥夺的情况,这是一种体制性缺陷造成的结果。中国的证券市场自20世纪90年代初创建以来,走的就是一条与世界主流证券市场迥乎不同的道路。处于核心位置的是股市的融资职能,即以尽可能低廉的成本将民众的储蓄导入国有企业,而包括投资者的公平竞争以

[31] 参见郝旭光:《中国证券市场监管有效性研究》,载《中国工业经济》2011年第6期。

及与其密切相关的信息披露等问题都一度被放在次要位置,投资者之间的竞争问题只是我国证券市场竞争状况的冰山一角。本文限于篇幅仅作粗浅论述,相关问题的深入研究还需要结合证券市场中其他市场主体彼此或之间的竞争关系来全面把握,期望竞争法学界有识之士关注我国资本市场的竞争状况,对相关问题作出更为深入的研究。

(编辑:谢贵春)