

欧美证券市场系统规则比较 及其启示*

蒯捷**

摘要:欧盟金融工具市场指令(MiFID)和美国全国市场系统规则(Reg NMS)代表了当今世界两大证券系统规则。MiFID旨在提升投资者保护和确保更高透明度,建立起欧盟金融服务的单一市场。Reg NMS则旨在增强和现代化美国股票市场规范框架,建立统一的全美市场系统。除了基本术语以外,MiFID和Reg NMS还在“最佳执行”要求、透明度要求以及市场数据方面存在不同规定。此外,两大证券市场系统规则对我国交易所的国际化发展战略提供了有益借鉴。

关键词: MiFID Reg NMS 证券市场系统

* 本文受教育部人文社会科学研究青年基金项目“新形势下金融稳定和投资者保护法律制度研究——以金融系统性风险为视角”(11YJC820068)、上海市教委第五期重点学科国际贸易法项目(J51204)、上海市高校“085工程”项目和上海高校青年教师培养资助计划资助。

** 上海对外贸易学院法学院副教授。

一、欧美证券市场系统规则出台背景

欧盟委员会于1999年公布了“金融服务行动计划”(Financial Services Action Plan, FSAP),旨在通过制定新的法律规范并修订现有法律最终形成一个单一金融市场的统一监管法律体制。该计划建议在2005年以前制定40多项涵盖金融服务领域的法律规范。修订1993年《投资服务指令》(Investment Service Directive, ISD)即为其中最重要的建议之一。然而欧盟复杂缓慢的立法程序明显不能胜任这一艰巨任务。为加快证券市场的立法进程,欧盟理事会2000年7月建立的欧洲证券市场规范专家委员会(the Committee of the Wise Men on the Regulation of European Securities Market)在其2001年最终报告中提议引进的“四级立法程序模式”^①得到采纳。2004年4月21日,欧洲议会和欧盟理事会颁布了金融工具市场2004/39/EC号指令^②(Markets in Financial Instruments Directive, MiFID)。该指令于2007年11月1日生效。MiFID明确规定投资公司可以内部撮合客户指令,允许金融交易在交易所以外的银行和投资公司内部进行,从而改变了欧洲大陆金融市场仅仅执行“集中规则”的现状。MiFID还明确规定了系统化内部撮合商在交易前以及交易后的责任,对股票交易披露义务提出了严格的要求。

而美国全国市场系统规则(Regulation National Market System, Reg

^① *Final Report of the Committee of the Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, Brussels, February 15, 2001*. 由于该专家委员会的主席叫亚历山大·拉姆法鲁西(Alexandre Lamfalussy),因此该委员会又叫亚历山大·拉姆法鲁西委员会,其最终报告中所提出的四级立法程序又称为拉姆法鲁西(Lamfalussy)程序。该四级立法程序模式如下:第一级是正式立法程序,制定框架指令,由欧盟委员会、欧盟理事会和欧洲议会完成。第二级是制定第一级框架指令的实施细则,由欧盟委员会、欧洲证券委员会和欧洲证券监管者委员会完成。第三级是各成员国监管机关合作,在与欧洲证券监管者委员会磋商后,将前两级立法转化为相一致的国内法并统一实施。第四级是欧盟委员会对各成员国国内立法与执行状况进行监督。

^② Directive 2004/39/EC. Official Journal of the European Union. 30.4.2004, L. 145.

NMS)于2005年由SEC修订,其立法起源则要追溯到三十多年前。“1975年,经过对全国证券市场积极有深远影响的听证,国会通过了1934年《证券交易法》的重要修正案。”^③经修订的《证券交易法》第11A部分就是Reg NMS的前身。当时投资者在不同交易所或柜台市场购买同样股票的价格相差较大。为了解决市场分割造成的价格差异问题,国会授予SEC创设一个证券交易的“全国市场系统”(NMS),以反映金融市场的结构性变化,纠正市场失灵。NMS的理念类似于MiFID旨在创设金融服务内部单一市场的目标。SEC依据这一授权发布规则以实现该目标。NMS覆盖500多个上市公司的股票,总共代表了美国市场超过140亿美元的投资份额。

随后的三十年间,纳斯达克市场兴起,另类交易系统所占市场份额增多,交易技术创新迭出,分散的指令流在给市场带来活力的同时,也给监管者带来了新的挑战。从市场结构来看,若由于处于不同的市场,买入指令而没能和最佳卖出指令配对,则市场将不能准确评估交易资产的根本价值,市场价格也就不具信息度和信赖度。而从单个投资者的角度看,监测经纪商是否就每个指令实施了最佳执行则非常繁杂。因此,有必要对NMS规则进行修正,以扭转指令流分散局面,促进市场同等规范和指令互动,并提升交易利益的深度。^④

2004年,SEC向证券行业公布Reg NMS,接受公众评论,继而以4:1的投票通过Reg NMS建议案。2005年,SEC以3:2的投票通过Reg NMS修正案。2007年,Reg NMS正式实施。^⑤Reg NMS是非常广泛的监管框架,影响着三类主体:全国证券交易所(如美国证券交易所、纽约股票交易所)、全国证券交易商协会(大约六百个经纪商,其中五百八十五个经纪商内部撮合指令流)、交易全美市场系统证券的电子通

^③ Dale A. Oesterle, *Regulation NMS: Has the SEC Exceeded Its Congressional Mandate to Facilitate a “National Market System” in Securities Trading?*, 1 N. Y. U. J. L. & Bus. 613 (2005).

^④ See Stavros Gadinis, *Market Structure for Institutional Investors: Comparing the U. S. and E. U. Regimes*, Virginia Law & Business Review, Fall 2008.

^⑤ 参见许永华、喻华丽、戴文华:“NMS法案的演进及其对美国证券市场的影响”,载《证券市场导报》2008年第11期,第4~12页。

讯网络和另类交易系统。^⑥ Reg NMS 涵盖了四个方面的内容,旨在更新和加强全国股票市场系统,并补充 1934 年证券交易法的第 11A 部分规定:(1)指令保护规则(Order Protection Rule);(2)访问规则(Access Rule);(3)亚美分规则(Sub-Penny Rule);(4)市场数据规则(Market Data Rules)。

二、两大市场系统规则之比较

2007 年,规范股票交易和市场结构的欧盟 MiFID 和美国 Reg NMS 开始实施。两者的宗旨大体相同。MiFID 旨在提升投资者保护和更高透明度,其根本目标是提高竞争,统一欧盟成员国的规范,创设单一通行证,激发资本市场活力。同时,MiFID 也通过推动成本的降低,提升欧盟在全球资本市场的竞争力。而 Reg NMS 旨在增强和现代化美国股票市场规范框架,反映技术和市场发展,建立统一的全美市场系统,进而维持美国资本市场的竞争优势。

MiFID 的前身 ISD 已就规范市场和投资公司跨境运行设置了一系列要求。除了这些传统市场参与者,MiFID 引入了两类新的规范主体:多边交易设施和内部撮合客户指令的投资公司。Reg NMS 规范主体与 MiFID 相对应,只是称谓有所区别:交易所、经纪商和另类交易系统。采取同 SEC 类似的方式,MiFID 允许多边交易设施注册为交易所或投资公司。而且,美国和欧盟框架设置了类似的参数,以识别内部化客户指令流的经纪商,使其受到不同市场透明度义务的约束。Reg NMS 对以自有账户经常定期场外交易的经纪商适用,将其界定为“场外做市商”(OTC market-makers)。MiFID 的义务对象也扩展至自有交易活动是其利润重要来源、并定期按一定的规则为客户提供交易服务的经纪商。这些经纪商被 MiFID 界定为系统化内部撮合商。具体而言,除了基本术语方面以外,MiFID 和 Reg NMS 还在最佳执行、透明

^⑥ See § 242. 611 Order Protection Rule, available at <http://www.sec.gov/rules/final/34-51808.pdf>.

度要求以及市场数据等方面存在不同规定。

(一) 最佳执行要求之比较

Reg NMS 最佳执行要求的规定主要体现在指令保护规则 (Order Protection Rule), 即第 611 号规则。指令保护规则要求交易中心设立、维持和实施合理设计的书面政策和程序, 以防止按低于其他交易中心保护报价的价格执行交易, 同时允许特定例外。^⑦ 指令保护规则旨在施行最佳执行以及保护限价指令, 强调为投资者获得交易中心能即时自动执行报价所代表的最优价格之基本原则。这就表明, 最优价格不能交易直通。^⑧ 交易直通会减少市场流动性和透明度, 并增加交易成本, 使投资者不愿作出限价指令, 从而妨碍价格发现和有效市场的构建。^⑨ 为了保护指令, 必须即时、自动地获得报价。这一规则并不保护隐藏指令以及由纽约股票交易所专家和场内经纪商提交的人工报价。从这种意义上说, 该规则使人工市场如纽约股票交易所失去了原先的竞争优势。

MiFID 和 Reg NMS 出于保护投资者的目的都规定了“最佳执行”要求。无论在欧盟还是在美国, 投资公司或交易中心需履行为客户寻求指令最佳执行的义务。然而, 就最佳执行主体和最佳执行标准两方面而言, MiFID 和 Reg NMS 存在不同的规定。

1. 最佳执行主体

MiFID 对集中规则的取消以及 Reg NMS 的交易直通规则 (Trade-through Rule) 极大提升了最佳报价指令路线。Reg NMS 规定, 指令应传送到能提供最佳报价和买方不能交易直通最佳报价的市场中心, 如交易所或电子通讯网络。然而, MiFID 规定, 指令必须传送到股票上市的主要交易所, 而非最佳报价的场所。Reg NMS 提出全国最佳报价 (the

^⑦ Ibid.

^⑧ 1975 年, 美国国会通过《交易直通条例》, 旨在建立一个全美范围的证券交易报价市场, 提高市场交易中心之间报价的竞争性和透明度, 使投资者能以全美证券市场上最优的价格买卖股票。然而, 由于交易直通规则没有考虑证券市场不同交易类型的客户需求, 因此, 从一开始就受到各界的批评。

^⑨ Karel Lannoo, *MiFID and Reg NMS: A Test - case for 'Substituted Compliance'?*, ECMI Policy Brief, No. 8, July 2007.

National Best Bid Offer, NBBO)的概念。与之不同,MiFID并未提出诸如欧洲最佳报价的概念。

MiFID要求投资公司应采取所有合理的步骤,在执行指令时考虑价格、成本、速度、执行和结算可能性、规模、性质或任何其他与指令执行相关的因素,以获得对客户而言最佳的结果。多种因素的综合考虑体现了MiFID最佳执行规则的灵活性。价格并不是投资公司考虑的唯一因素,尤其对于进行大宗交易的专业投资者而言,速度往往成为选择交易场所的首要考量因素。不过,MiFID实施规则也要求投资公司在为散户执行指令时偏重价格因素。投资公司需要识别对每个投资者而言重要的交易特点,以及最符合此特点的交易场所。并且,投资公司必须向客户说明其执行政策,并在执行指令前获得客户的同意。

Reg NMS的最佳执行条款要求交易中心直接负责以可能的最佳价格执行各指令。这就意味着,如果交易中心不能以最佳价格执行指令,而其他相竞争的场所提供了自动报价,则交易中心应当将指令传送到那些提供更好报价的竞争场所。^⑩因此,在Reg NMS框架下,市场中心有传送指令的责任,并且市场间需要相互连结,相互传送指令。而在MiFID框架下,只有投资公司需要负责最佳执行客户指令。MiFID并不要求交易中心履行最佳执行要求,因此市场间也就不需要相互联结。此为两者最佳执行规定的区别之一。

2. 最佳执行标准

Reg NMS强调严格的价格优先,不允许报价自动并即时执行时直通交易。来自非自动市场——如纽约股票交易所的庄家(Specialists)和场内经纪商的报价可以交易直通。这一规定使快市和慢市(其报价可以交易直通)间的竞争加强,为新型交易场所参与市场份额竞争提供了机遇。与Reg NMS价格优先规定不同,MiFID最佳执行规定给出一系列执行标准和特点,如价格、成本、速度、执行和结算可能性、规模、性质等相关因素,要求予以综合考虑,以满足为客户利益最佳执行的目

^⑩ Giovanni Petrella, *MiFID, Reg NMS and Competition Across Trading Venues in Europe and United States*, January 14, 2009. available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1442874.

的。比较来看, MiFID 的最佳执行规定考虑到市场的多维度以及交易者需求的差异存在。因此, 欧洲的交易场所以得依靠报价之外的其他市场特性来竞争指令流。

综上, 与 Reg NMS 相比, MiFID 的最佳执行规则所旨在建立的框架更加稳固。除了交易中心是否负责最佳执行以及价格优先抑或综合考量两方面的区别, MiFID 的最佳执行要求较之 Reg NMS 更为详细, 更凸显客户利益的保护。这主要体现在, MiFID 要求投资公司与客户商讨执行策略, 并在执行交易前获得客户的同意。在商讨执行策略的过程中, 客户有关指令执行的关心事宜便会浮出水面。同样, 在这一过程中, 客户也可以知悉通过选择交易场所而获得的优势以及投资公司可能从中获得的利益。^①

(二) 透明度要求之比较

Reg NMS 关于透明度规定的规定体现在访问规则 (Access Rule) 和亚美分规则 (Sub - Penny Rule)。访问规则也即第 610 号规则。访问规则要求公平、非歧视地获得报价, 设置访问费用限额, 以协调不同交易中心报价的定价, 并要求全国性证券交易所和全国证券交易商协会制定和实施禁止其会员参与锁住或交叉^②保护报价的规则。具体来说, 首先, 禁止交易中心实施任何不公平歧视条款防止任何人经由交易中心会员、报价信息服务商或投资人获取报价信息。其次, 规则限制交易中心为访问保护报价收取的费用: 每股不超过 0.003 欧元。最后, 规则要求全国性证券交易所和全国证券交易商协会监督和督促其会员认真执行此规则, 并制定和实施禁止其会员在报价的过程中参与锁住或交叉其他交易中心保护报价的规则。^③

亚美分规则即第 612 号规则。亚美分规则旨在防止交易者给出增

^① See Stavros Gadinis, *Market Structure for Institutional Investors: Comparing the U. S. and E. U. Regimes*, Virginia Law & Business Review, Fall 2008.

^② 锁住报价指一做市商输入的市场最高买入价等于另一做市商输入的市场最低卖出价。因此, 市场失去买卖股票的报价差。交叉报价指一做市商输入的市场最高买入价高于另一做市商输入的市场最低卖出价。因此, 市场出现了买卖股票的非正常报价差。正常报价差应是买入价低于卖出价。

^③ 参见许永华、喻华丽、戴文华: “NMS 法案的演进及其对美国证券市场的影响”, 载《证券市场导报》2008 年第 11 期, 第 4~12 页。

长幅度极少的限价指令,否则通过限价指令提供流动性的激励效果就会因丧失时间优先的重大风险而大打折扣。¹⁴因此,该规则禁止市场参与者接受、排列或作出价格增长少于一美分的指令、报价或指示,除非标价低于每股一美元。该规则获得较为一致的意见,认为此项规定能够提升更高的价格透明度和一致性,并且能保护限价指令,提高全国证券市场股票交易的深度和流动性。¹⁵

欧美都对交易所、另类交易系统以及场外投资公司设定了明确的披露义务,范围涉及交易前和交易后,不仅包括已交易股票的价格等信息,而且包括现有的买入和卖出报价以及指令规模等信息。

1. 交易前透明度要求

就交易所和另类交易系统而言,欧盟有关交易前披露要求的规定要比美国广泛。在某些情况下,欧盟要求公布不同层级的价格。

在欧盟,每个市场都应履行公开报价义务,按照类型和交易系统而有所区别。交易所以及另类交易系统运行中央指令簿交易系统、持续基于价格聚合和匹配指令,则必须向市场公布前五个最优买入价和卖出价,并按此价格聚合指令规模。但是,如果交易所或另类交易系统运行报价驱动系统,则只需要报告一个最优买入价和卖出价,并聚合所报价的指令。而对运行其他类型交易系统或结合中央指令簿交易系统和报价驱动系统特点的交易所或另类交易系统而言,欧盟制定了特殊规则。而在美国,对收集现有市场报价信息规定了两级程序。经纪商必须向交易所或全国证券交易商协会通报其最优报价。符合另类交易系统条件并在SEC注册为经纪商的市场,也必须向交易所或全国证券交易商协会通报其报价。交易所必须从其会员收集此信息,公布最优买入价和卖出价,并聚合公开报价规模。向市场通报的报价是固定的,因此,经纪商有义务按匹配报价执行交易。

¹⁴ Giovanni Petrella, *MiFID, Reg NMS and Competition Across Trading Venues in Europe and United States*, January 14, 2009. available at http://papers.ssrn.com/so3/papers.cfm?abstract_id=1442874.

¹⁵ Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 200, 201, 230, 240, 242, 249, and 270, [Release No. 34-50870; File No. S7-10-04], RIN 3235-AJ18, Regulation NMS.

就系统化内部撮合商或场外做市商而言,欧美关于交易前透明度要求在报价方式、义务对象和标准市场规模确定、公开客户限价指令方面有所区别。

欧盟规则要求系统化内部撮合商通过信息供应商直接向公众公开报价,而美国规则则要求场外做市商向交易所或全国证券交易商协会报告其报价,后者则向公众公开此报价。一旦公布,此报价便成为固定。Reg NMS 规定的公开报价义务扩展至以自有账户交易小于一万股或二十万美元价值指令规模的做市商。该义务覆盖了场外做市商前三季度交易量达到 1% 以上的所有股票,尽管经纪商也可以决定在交易量低于 1% 门槛的情况仍然公开报价。

欧盟施加公开报价义务的对象及于所有系统化内部撮合商,而不论其交易量如何。但是,关于大宗交易和需固定报价的股票方面,欧盟的要求要比美国的规则更具灵活性。具体而言,欧盟系统化内部撮合商必须公开所有达到标准市场规模的流动性股票的报价。成员国监管者应至少每年一次基于上一年度每个股票指令的平均价值,决定该股票的标准市场规模。因此,欧洲系统化内部撮合商的大宗交易规模依各股而不同。与此相反,美国规定了一万股或二十万美元价值的固定门槛。此外,欧盟系统化内部撮合商必须提供其在系统的基础上做市的所有股票的报价,而不论其对各股交易量所占的份额。

欧美监管框架都包括了要求场外做市商在公开指令能提升公共获得的股票价格信息的情况下公开客户限价指令的规则。MiFID 要求内部化撮合客户指令的投资公司公开所有非即时执行、从而给市场透露出新信息的指令。但是,在客户希望保密的情况下,这些指令可以不予公开。同样,Reg NMS 也要求经纪商公开能提升或匹配当时最优买入价和卖出价的所有客户指令。但是,在某些情况下客户也可以不公开其指令,如指令为大宗交易或客户特别要求经纪商不处理指令的情况。

2. 交易后透明度要求

欧美监管规则都要求交易所、另类交易系统以及内部化指令流的经纪商在交易达成后即时报告交易的价格和数量。

MiFID 有关交易后透明度的规定较为详细。交易所、多边交易设施以及系统化内部撮合商需要通过其设施尽可能实时地公开所执行交

易的价格、数量和时间。一般来说,在通常交易时间内达成交易后的三分钟内应公布相关数据,而不论交易是在交易所系统内或外执行。然而,以自有账户交易的投资公司可以要求国内监管者允许其在超大型指令的情况下推迟公布交易信息。

与 MiFID 不同,Reg NMS 并未就所有事项作出详细规定。Reg NMS 为收集和散播最后交易数据设定了类似于报价数据收集的两级程序。交易所必须设置交易报告计划,收集和散播通过其设施执行的任何上市股票交易的价格和数量信息,包括那些没有事先公开报价义务的大宗交易。全国证券交易商协会必须设置类似的计划,囊括其会员执行的所有上市股票场外交易。除了一般要求外,Reg NMS 将重要交易细节,如允许个经纪商报告交易的时间限制,留待各计划决定。

欧盟就不同交易系统和指令特殊性作出相适的规定。而且,欧盟允许多边交易设施和系统化内部撮合商直接与信息供应商交易,因此,减少了交易所为自身利益操控报告系统的风险。灵活性的特点贯穿于欧盟的诸多规则中。首先,交易所和多边交易设施根据其交易系统需遵从不同类的透明度要求。根据透明度对指令流的影响和指令公开后投资者承担的风险,交易系统也会有较大差别。欧盟规则使透明度义务与各交易系统相适应,要求中央限价指令簿系统公开五个等级的报价,而要求代理系统中的做市商公开仅一个等级的报价。其次,对机构投资者而言的大宗交易豁免规模。Reg NMS 规定了所有交易的单一门槛:一万股或二十万美元价值,而 MiFID 根据股票日平均交易价值决定大宗交易的规模。最后,MiFID 规定多边交易设施和系统化内部撮合商直接参与数据散播,限制了当其通过交易所散播信息可能引起的利益冲突。

(三) 市场数据之比较

Reg NMS 的市场数据规则(Market Data Rules)也即第 603 号规则。市场数据规则更新了整合、散播和显示市场信息的要求,旨在促进市场数据的广泛获取以及向为投资者制造出最有用数据的自律组织分配收入,增强现有市场数据体系,使美国股票市场投资者实时获悉最佳报价和最近交易。市场竞争的一个重要方面是出售交易与报价数据信息的收入。由交易所和纳斯达克共同拥有的机构——证券买卖总记录

带协会(Consolidated Tape Association, CTA)收集和处理这些数据,并按照既定的公式,由参与上报的交易所和其他市场机构进行分成。由于存在分配不公、给市场带来不正当激励的问题,这种分成机制遭到各方的抨击。为此,美国证券交易委员会在 Reg NMS 中提出了新的计算方式。^⑩ 市场数据规则不仅要求更新向自律组织参与者分配由市场数据费用产生收入的公式(现有的计划公式过度强调交易量),而且要求设立由非自律组织代表组成的咨询委员会,提供利益方在计划实施委员会作出决定之前进行陈述的机会。^⑪

MiFID 和 Reg NMS 对报价和交易数据的公布和管理作出了规定。下面,具体就市场数据整合和如何管理数据两方面,分析 MiFID 和 Reg NMS 的要求及其对交易场所、交易中心或投资公司的影响。

1. 市场数据整合

MiFID 之前的股票报价和交易数据都集中在一个交易所内。MiFID 实施后,报价和交易信息分散于多个交易场所和报告平台。这种信息来源的多重性将有损价格发现过程,除非存在适当的系统聚集这些分散的市场数据。MiFID 只是要求交易所在合理的商业基础上尽可能即时地公开交易的价格、数量和时间,并未规定将这些信息进行汇聚。与之不同,Reg NMS 要求单一整合机构从各交易中心收集并整合报价和交易数据,使用复杂的方法在信息整合提供者之间分配费用。具体而言,证券买卖总记录带协会和总报价计划(the Consolidated Quotation Plan)管理纽约股票交易所、美国证券交易所或地区性交易所的数据分发;纳斯达克未上市交易特权计划(the Nasdaq UTP Plan)管理纳斯达克证券的数据分发。数据整合便利价格发现过程,也有利于遵从最佳执行义务。最佳报价和交易的整合有利于投资者,尤其是散户投资者,因为可以使其通过从可信全面的单一来源获取数据来估定

^⑩ 参见[美]玛琳·欧哈拉:“转型中的美国证券交易市场”(中),载《银行家》2006年第6期,第98~99页。

^⑪ Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 200, 201, 230, 240, 242, 249, and 270, [Release No. 34-50870; File No. S7-10-04], RIN 3235-AJ18, Regulation NMS.

执行价格的质量,并评估指令的最佳执行。¹⁸

2. 市场数据管理

MiFID 和 Reg NMS 都要求交易场所或交易中心存储大量数据,以制作合规报告并向监管者证明其履行了最佳执行义务。投资公司需要制定明确的参考数据和市场数据战略,以满足不同系统的数据要求。改进的自动交易战略,如算法交易¹⁹(Algorithmic trading)将极大地增加市场数据的信息量。十进制的采用以及先进交易系统如算法和自动交易的出现,使市场数据量急剧呈倍数上升。为管理如此庞大的数据信息,投资公司需要改进原先的数据处理设施。²⁰

MiFID 和 Reg NMS 都试图寻求一种平衡,在提升投资者指令流整合的同时不减损交易场所间的竞争。欧盟采取放松管制和分散化的方式,而美国采取详细和干预的方式,确定指令互动的具体原则。Reg NMS 的详细规则围绕美国多个交易场所指令的互动,而 MiFID 并未包括任何指令互动规则,而是允许市场参与者为其指令选择最佳执行策略,并通过强制信息披露义务向市场参与者提供重要信息。在许多政策领域,美国倾向于减少规范,而欧盟常常被指责其规范框架过于繁芜;在股票交易市场结构方面,美国的规范选择具干涉性,限制投资者的灵活性,而欧盟的规则则十分信赖市场力量。

欧盟监管者将焦点转向投资者,以加强交易场所间的关联。一体化市场背景下原先占据垄断地位交易所的股票将在泛欧电子交易系统进行交易,欧盟规则赋予市场参与者追求更优交易战略尽可能的灵活性。MiFID 没有规范指令互动,而是要求经纪商同投资者讨论执行策略,解释交易场所的优缺点,以确保其理解并满足客户的需求。而美国

¹⁸ Giovanni Petrella, *MiFID, Reg NMS and Competition Across Trading Venues in Europe and United States*, January 14, 2009. available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1442874.

¹⁹ 算法交易是通过复杂的数学模型在金融市场上寻找最佳价格交易的系统。到2010年,美国将有半数以上股票交易适用算法交易系统。经纪商不断研发更加复杂的算法规则,以支撑更为复杂的投资组合交易,适应实时变化的市场条件。

²⁰ Michael Heinz & Bernhard Schüller, *MiFID and Reg NMS: Changing the DNA of the Capital Markets*, in *The Future of Investing In Europe's Markets after MiFID*, ed. by Chris Skinner, Chichester, West Sussex: John Wiley, c2007, pp. 126 - 129.

监管者要求交易场所相互间建立直接电子连接。如果一个场所公布了市场最优价格,则所有其他交易场所或者向这一场所发送反向指令,或者匹配其价格。

欧盟 MiFID 和美国 Reg NMS 都旨在提高市场竞争,促进股票交易的整合。两个不同法域都要求投资公司或经纪商履行为客户指令最佳执行的义务,以及交易前报价信息公布和交易后有关交易数据公开的透明度义务。然而,就最佳执行义务主体、市场间是否相互连结而言,两者有明显的区别。Reg NMS 规定市场中心有传送指令的责任,并且市场间需要相互联结,相互传送指令。而在 MiFID 框架下,只有投资公司需要负责最佳执行客户指令,并且市场间也不需要相互联结。就最佳执行义务衡量因素而言,Reg NMS 强调价格优先原则,限制了机构投资者选择能有效减少流动性成本的交易策略的灵活性,因此,可能引起市场不必要的波动,还可能损害股票价格的信息价值。而 MiFID 强调综合考虑多项因素,并赋予投资者监测和控制指令执行策略的权利。就交易前透明度要求而言,欧美在公开报价方式、义务对象和标准市场规模确定等方面有不同规定。而就交易后透明度要求而言,MiFID 较之 Reg NMS 规定更为详细。

虽然两部法令在最佳执行和交易前后透明度等方面提出了不相一致的规定,但是自实施以来,两部法令都对证券市场的发展产生了积极影响。电子化交易系统和设施蓬勃发展,技术系统投入加大,交易所跨国和跨地区的整合统一进程也逐步加快。多边交易设施或另类交易系统如雨后春笋般出现并壮大,以其提供的低成本和快捷化的优势服务占据市场一席之地,并逐步扩大其市场占有份额。投资公司也不断推出新的交易撮合平台,并致力于内部化撮合客户指令,给其他交易场所或交易中心带来新的竞争压力。此外,传统交易所之间的并购整合也在不断推进。最著名的一例便是,纽约股票交易所于 2005 年并购 Archipelago,并于 2006 年与泛欧证券交易所合并成立第一个全球证券交易所——纽约—泛欧证券交易所(NYSE Euronext)。

三、启示

从上述对 MiFID 和 Reg NMS 的比较分析中,我们可以得出, MiFID 更为规范、更为具体、更具可操作性。MiFID 作为欧盟金融服务行动计划的重要部分,从出台伊始就备受各界瞩目和好评。而随着 MiFID 及其实施指令在成员国的实施,虽然也不乏质疑的声音,但从整体来看,实施的效果和追求的目标都处在积极的轨道。与此相对应, Reg NMS 从一开始就受到 SEC 委员的异议,但在实施之后对美国证券市场的发展也产生了重要影响。完全自动化的电子交易将成为未来证券市场的主导力量。随着各交易中心通过技术创新大大改进交易系统性能,相互之间的竞争也更加激烈。无论是 MiFID,抑或 Reg NMS 都给我国证券市场系统规则的进一步发展和完善提供了有益参考。鉴于 MiFID 的规范性和全面性,我们需要更多地对 MiFID 及其实施指令进行分析和研究,尤其注意发掘其中闪光的部分,在比较两者立法根基、市场背景的前提下,出台或完善相应的法律制度。其一,交易场所的多元化促进了市场竞争,在降低交易成本和提升服务质量的同时使投资者获益。我国目前的交易场所仅囿于传统的交易所,因此,应首先在立法上鼓励其他新型的交易平台或交易场所,其次在实践中试点推行这种新型交易设施或平台。其二,不论是有关利益冲突的管理和防范规定,还是客户指令最佳执行要求的规定,在对投资公司进行良好治理要求的同时更好地保障了投资者的利益。关于利益冲突的管理和防范在一定程度上可以“为我所用”。而关于最佳执行的规定在我国属于空白,是否引入以及如何调整修正的基础上引入还需要进一步的研究。

在证券系统电子化、同步化发展的背景下,我国证券交易所作为国内主要证券市场交易平台,应适时推出具创新性的交易系统,以逐步融入全球证券市场的联动发展。MiFID 和 Reg NMS 都在一定程度上影响着本区域、本国的证券交易系统,其中更新的交易系统能够为我国证券交易所所借鉴。要迈进全球化、国际化的发展轨道,证券交易所就必须努力提供更具竞争力的交易平台以及交易服务。这就需要强有力

的技术支撑,推进技术系统、信息系统、通讯系统等基础设施的国际化进程。

一方面,创新交易平台。借鉴国际上多边交易设施发展的实践,交易所也可以联合推出多边交易设施,为投资者提供更加便捷和富创新性的交易服务。2008年11月,纽约—泛欧证券交易为落实更具竞争力与综合性的全面发展战略而推出的用于泛欧蓝筹股交易的多边交易设施便是一例。我国两大证券交易所可以联手或是同境外交易所合作,适时推出多边交易设施,以巩固并扩大其市场占有份额。此外,证券交易所应加大人才和资金投入,研究和实施符合投资者需求的新型电子交易平台。另一方面,加大技术支撑。提供更具竞争力的交易平台及其交易服务,需要强大的技术作支撑。我国证券交易所在IT治理方面都有所发展和突破。首先,证券交易所的最基本功能在于组织多个不同类别市场的交易与结算。IT治理的原理须体现安全高效完成市场交易的组织和监管,支持多层次、多品种、跨市场的环境需求,统一规划、统一调度、共享使用的IT资源追求最大限度的资源共享和最优的投资效率,标准化与国际化。其次,IT架构涉及业务流程,数据格式和数据接口的标准化设计与实现,根据提出需求的部门归属选择由技术主管与业务主管共同完成决策。再次,IT基础设施包括交易系统、监察系统、结算系统等关键设施和其他个性化基础设施,追求高共享性和可扩展性。其中关键设施致力于实现交易所战略目标。要推进交易所的国际化进程,必然首先要推进基础设施的国际化进程。我国证券交易所按照国际标准建立自己的技术系统、信息系统和通讯系统。目前,交易所市场是技术高度依赖的市场,数据系统、信息系统等硬件方面的发展就显得尤为重要。最后,IT投资。近年来国际交易所市场竞争日益激烈,因此在IT方面的投资费用也成直线上升。从2003年WIPE全球数据的报告中可以看出,1996年的开发总额是6亿元左右,2002年上升到11亿多元。我国证券交易所也应逐步增大IT方面的投资。