

# 研究報告

## 欧盟 MiFID II 监管改革研究

李怡芳 李丹

资本市场研究所

# 目 录

一、监管改革的背景、程序及实施计划.....	1
(一) 改革的背景 .....	1
(二) 改革的程序 .....	2
(三) 改革推进时间表 .....	2
二、主要改革举措 .....	3
(一) 赋予监管部门前所未有的权力 .....	4
(二) 实现产品和交易场所监管全覆盖 .....	4
(三) 增加交易前后数据透明度 .....	5
(四) 限制大宗商品投机 .....	6
(五) 提高交易执行质量 .....	6
(六) 加强对投资者的保护 .....	6
三、监管改革的影响及启示 .....	7
(一) 监管改革的影响 .....	7
(二) 对我国的启示 .....	8

# 欧盟 MiFID II 监管改革研究<sup>①</sup>

2018年1月3日,欧盟《金融工具市场指令》第2版(简称 MiFID II)将在欧盟全面实施,标志着近年来欧盟在金融监管方面最大力度改革举措的正式落地。MiFID II 在原有《金融工具市场指令》(简称 MiFID)的基础上进行了大量调整,更加强调完善金融市场功能和结构,加强投资者保护。该指令的实施将给整个欧盟乃至全球金融市场带来深远的影响。本报告对 MiFID II 的改革背景、主要举措及影响等进行了分析和总结,以期为我国资本市场的监管改革提供参考和借鉴。

## 一、监管改革的背景、程序及实施计划

### (一) 改革的背景

欧盟《金融工具市场指令》(MiFID)自2007年11月1日正式实施以来,在促进欧洲市场一体化、加强市场竞争、降低交易成本等方面发挥了重要作用,但同时也暴露出一些问题。一是交易平台之间市场竞争加剧,导致市场结构碎片化,越来越多的场外和暗池交易系统增加了数据搜集和监管的难度;二是日新月异的信息技术滋生出高频交易等新型交易手段,超越了原有监管框架的覆盖范围,交易的透明度和公平性面临严峻挑战;三是金融产品的创新步伐加快,对投资者保护提出了更高的要求。

2008年国际金融危机的爆发,使欧盟金融市场监管当局逐步意

---

<sup>①</sup> 本文仅代表研究人员个人观点,与所在机构无关。

识到完善现有监管制度的必要性和紧迫性，并着手多方征询完善意见，启动监管制度的改革。2014年6月12日，欧盟公布了《金融工具市场指令》第2版（简称 MiFID II），并与2014年5月15日颁布的《金融工具市场规定》（简称 MiFIR）共同形成一个新的法律规则框架。MiFID II 和 MiFIR 于2014年7月2日正式生效。

## （二）改革的程序

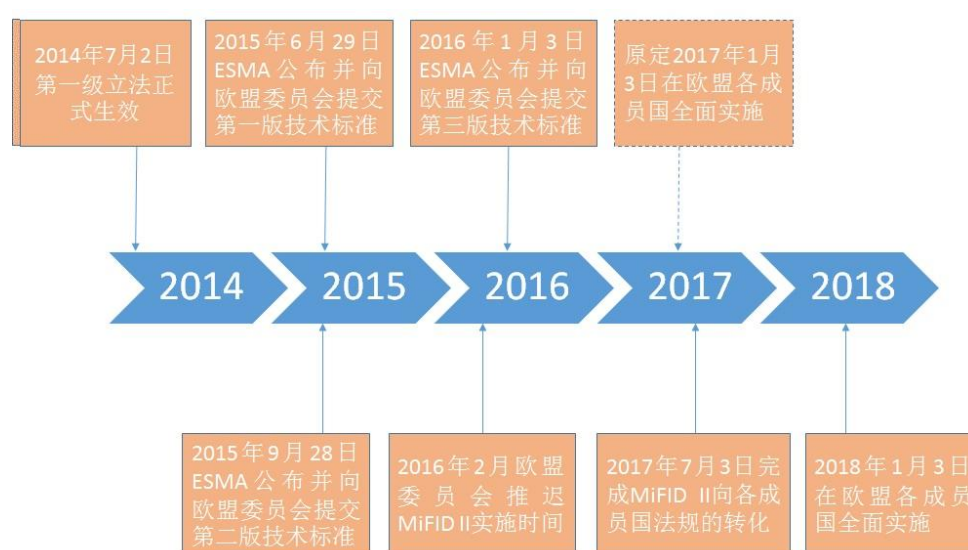
2001年1月，欧洲证券市场规范专家委员会（Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets）发布报告，正式建立了欧盟金融法规改革的四级立法程序，即 Lamfalussy Process。其中，第一级为框架立法，由欧盟委员会、欧盟理事会和欧洲议会完成；第二级是制定第一级框架指令的实施措施，由欧盟委员会及欧盟证券市场管理局等共同完成；第三级是各成员国监管机关合作并与欧盟证券市场管理局协商，将前两级立法转化为本国立法；第四级是欧盟委员会对各成员国立法与执行情况进行监督。总体而言，第一级和第二级强调框架立法和技术规定；而第三和第四级则旨在提高欧盟金融相关立法在各成员国实施的统一性和有效性，加强各国监管者之间的合作。

## （三）改革推进时间表

与 MiFIR 一经颁布就自动成为欧盟所有成员国国家法规不同，根据上文所述，MiFID II 于2014年7月正式生效，即完成第一级立法后，在欧盟各成员国全面实施前还要经过第二、三、四级立法程序。由于 MiFID II 涉及面广、改革力度较大，导致立法进程推动速度较

慢。经过各方努力，如图 1 所示，目前欧洲证券市场监管局（ESMA）和各成员国已颁布了超过 100 多项技术标准及实施准则，基本完成了 MiFID II 的前三级立法程序，标志着 MiFID II 在欧盟各成员国的全面实施已进入最后准备阶段。2018 年 1 月 3 日，MiFID II 将在欧盟全面实施。

图 1 MiFID II 改革推进时间表



## 二、主要改革举措

欧盟 MiFID II 指令的主要内容包括：关于在欧盟提供投资服务的具体要求；豁免范围及条件；投资公司设立及开展商业活动的要求；交易场所的组织要求；数据服务提供商的持续义务；监管当局可获得的权力；以及适用于以分公司在欧盟营业的非欧盟公司的相关规定等。MiFIR 的主要内容包括：向公众和监管部门提供交易前后数据的规定；扩大投资公司交易报告披露义务范围及提高披露要求的规定；强制衍生工具在有组织的场所进行交易的规定；对金融工具和衍生品头寸进行特别监管的规定；在欧盟无分支机构的非欧盟投资公司提供金融服

务的规定等。

图 2 MiFID II 改革目标及内容



概括而言，MiFID II 及 MiFIR 在以下几个方面进行了重大改革。

### （一）赋予监管部门前所未有的权力

为了更好地发挥监管部门的作用，MiFID II 及相关技术规则赋予了欧洲证券市场管理局（ESMA）及各成员国监管部门前所未有的监管权力。例如，当监管部门发现某些特定产品、交易有可能威胁投资者保护、金融稳定和市场正常运行时，在进行充分的信息沟通和协调后，监管者可以禁止产品上市、限制产品头寸；当该市场或其他相关市场的某一金融工具在较短时间内出现显著的价格波动时，监管部门可临时停止或限制交易，并在特殊情况下撤销、变更或纠正任何交易。

### （二）实现产品和交易场所监管全覆盖

MiFID II 覆盖了除外汇现货之外的几乎所有金融产品，包括固定收益、股票及大宗商品的现货及衍生品，外汇期权、差价合约、二元期权、远期合约等。此外，还重新定义了一种新的交易平台——有组

织的交易设施（Organized Trading Facility, OTF），包含除了规范化市场和多边交易设施以外的所有集合第三方买卖利益并达成交易的系统或设施，将原有监管范围以外的 OTC 市场<sup>②</sup>，例如经纪商/做市商交叉系统（Broker/Dealer Crossing Network，简称 BDCN）、OTC 市场中的标准化衍生品交易平台等纳入监管范围。同时，要求所有符合中央结算要求并有足够流动性的衍生品必须在受监管市场、MTF 或者 OTF 上交易，仅允许基于特殊目的的股票、债券交易和非标准化的衍生品交易在不受监管的 OTC 市场中交易。

### （三）增加交易前后数据透明度

MiFID II 提高了市场数据透明度要求，规定欧盟内部所有的投资公司、受管制的市场（RM）、多边交易平台（MTF）以及有组织的交易平台（OTF）必须根据相关信息披露标准，定期披露除外汇现货之外的所有现货及衍生品的相关交易数据。披露内容应包括但不限于价格、执行速度、执行可能性、结算规模及执行地点等。数据报告必须尽可能接近实时披露。2020 年 1 月前，交易后报告披露的时限应在交易执行后 15 分钟内，而在 2020 年 1 月之后，将缩短为 5 分钟内。同时，为了提高报告效率，交易报告可委托交易场所完成，交易记录需保存 5 年以上。此外，MiFID II 对豁免暗池交易系统交易前信息披露义务的具体情形增加了更为细致的规定，并要求系统化内部撮合商必须在交易前进行公开报价。

---

<sup>②</sup>根据 MiFID 现行规定，监管所覆盖的交易平台主要包括三类：一是规范化市场（Regulated Market, RM），即传统交易所市场；二是多边交易设施（Multilateral Trading Facility, MTF），指聚集多个第三方买卖报价，并根据一定规则达成交易的系统或设施；三是系统化内部撮合商（Systematic Internaliser, SI），类似传统做市商概念，指在自有账户执行客户买卖指令的投资公司。

#### （四）限制大宗商品投机

MiFID II 要求市场参与者在大宗商品衍生品方面根据市场总规模衡量自己的业务活动，超过一定市场份额的市场参与者必须以投资公司身份申请相关部门的授权，接受其监管，从而避免由于仓位过于集中可能引发的系统性风险。欧洲证券市场管理局（ESMA）还公布了具体市场份额的计算方式。由于大宗商品衍生品市场公开数据缺乏，ESMA 从位于欧洲经济区（EEA）的交易场所收集并提供了 2015 年和 2016 年下半年的数据，辅助场内市场规模的计算，提高监管效率。

#### （五）提高交易执行质量

MiFID II 不断强调“最佳执行（best execution）”的概念。“最佳执行”是指投资公司需综合考量价格、成本、速度、执行、清算、规模、性质等各种因素，并收集相关市场数据，以确保提供最公平的价格给客户。MiFID II 法规规定“最佳执行”的义务适用于所有金融工具和金融场所，市场参与者要有“足够充足的措施”（第 64-4 条）来贯彻落实这一理念。

#### （六）加强对投资者的保护

MiFID II 进一步强化了投资者保护机制。主要包括四大举措：一是优化投资者适当性管理，将结构性产品纳入复杂产品范畴，就独立投资咨询服务每年进行适当性评估；二是增加对投资者的信息披露内容，充分披露服务的性质和内容，丰富市场分析材料的内容，就复杂产品的特点进行必要阐述；三是加强机构内部控制与管理，提出独立的投资建议概念，要求员工薪酬与考核体系不得与向客户提供的咨询



服务挂钩，避免利益冲突，在开展资产管理、投资咨询和结构性金融产品销售等业务时，基金经理或咨询师禁止从第三方获取佣金；四是严格限制各类诱导客户交易行为，研究服务费用必须独立于交易费而单独计价收取。

此外，MiFID II 建立了新的第三国公司市场准入机制。针对非欧盟成员国的第三国公司在欧洲开展投资服务，如果客户是零售群体，只需开设分支机构即可；如果客户为合格交易对手方，需在欧洲证券市场管理局注册。

### **三、监管改革的影响及启示**

#### **（一）监管改革的影响**

长期来看，MiFID II 金融监管改革的各项举措，诸如拓宽监管范围、填补监管空白、强化监管职权、提高交易执行效率及信息透明度等，将有助于提高欧盟金融市场的监管效率，完善市场运行机制，加强投资者保护。然而，由于 MiFID II 监管改革涉及范围较广，改革力度较大，将大幅增加金融机构运行成本，限制其创新步伐。目前，已有多家国际知名机构在进行成本收益分析后，决定逐步从欧洲市场撤出。可以预见，在短期内 MiFID II 将给欧盟金融业的国际竞争力和未来发展带来一定负面影响。

此外，美国特朗普政府目前正在进行金融监管改革，美国财政部发布了以银行部门改革为主、以加大对证券违法行为处罚、提高监管效率、改善中小企业直接融资为主要内容的金融监管改革九项主张。从特朗普政府强调的观点来看，主要目标之一是放宽对银行的限制以

便增加信贷供给。尽管上述金融改革举措目前尚停留在讨论、建议阶段，然而未来一旦付诸实施，将对世界其他地区，特别是欧洲产生溢出效应。欧洲可能迫于压力，为了其金融业的竞争力在未准备好的情况下贸然放松监管，这将对 MiFID II 的改革的长期实施效果造成较大影响。

## （二）对我国的启示

当前，我国已经跻身金融创新的前沿，资产管理、互联网金融、区块链技术、虚拟货币等金融创新蓬勃兴起，亦伴生了多种金融风险。欧盟的金融监管改革举措为我们提供了以下几个方面的启示。

一是解决监管难题需要开创性的监管思路和举措。以诱因研究分拆政策改革为例，为了提高金融机构收费项目的透明度，防范买方机构受卖方机构捆绑提供的投资研究诱导而罔顾投资者权益进行不合理交易，从强化投资者保护的角度出发，MiFID II 要求金融机构对研究和交易分类计价收费，将投资研究费用从原先的交易费用总账目中分拆出来。这一监管改革与国际通行的监管法规存在明显差异，在全球资本市场的监管实践中具有开创性意义。

二是要把握好监管改革的步伐和节奏。监管改革是一个长期过程，不会一蹴而就，更不能寄望毕其功于一役。纵观 MiFID II 全部改革举措，由于涉及面广，改革步伐大，可能在短时间内给市场参与机构造成较大的成本冲击，影响市场效率，也导致监管改革阻力较大，改革推行的进程受到较大影响。在未来的监管改革中，应当进一步厘清监管与发展、监管与稳定、监管与创新等关系，把握一定的尺度和节

奏。

三是顺势而为，保持监管定力，加速金融监管升级。无论国际金融监管改革的趋势如何变化，我们都应当从我国基本国情出发，尊重市场发展的客观规律，突破分业监管局限，强化穿透监管、功能监管与监管协调，及时覆盖金融新业态、新产品，引导金融创新、提高金融效率，切实做好金融监管升级革新。

## 免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与上海证券交易所无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“上海证券交易所资本市场研究所”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

---

单 位：上海证券交易所资本市场研究所

微 信：上交所资本市场研究所

微信号：sse\_yjs

联系人：浦老师

传 真：021-6880 5057

地 址：上海市浦东南路 528 号南塔 12 楼

二维码：



邮 箱：rypu@sse.com.cn

网 址：www.sse.com.cn

邮 编：200120

---