

全球交易所并购再掀新浪潮

张 灿

(上海期货交易所发展研究中心, 上海 200122)

2008年8月, 芝加哥商业交易所(CME)并购了纽约商业交易所(NYMEX), 诞生了全球最大的商品期货交易所。之后, 全球交易所间的并购似乎平息了一段时间。两年后, 即2010年10月, 新加坡交易所(SGX)宣布以84亿澳元的高价要约收购澳大利亚证券交易所(ASX), 自此又拉开了新一轮全球交易所并购的大幕。2011年2月9日, 伦敦证券交易所集团(LSEG)和多伦多TMX集团发表声明, 宣布对等合并计划。2月15日, 纽约泛欧交易所集团(NYSE Euronext)和德意志交易所集团(Deutsche Boerse Group)宣布, 双方已经就业务合并事宜达成最终协议, 将联合组成全球最大的交易所运营商。这样, 拥有219年辉煌历史的纽交所就被只有18年历史的德交所集团收购了。在2月份刚刚过去一半的时间里, 就有两起交易所的跨境并购发生, 欧美市场上大多数分析人士认为全球交易所或将再掀新一轮的并购高潮, 由此推动了包括芝加哥商业交易所(CME)、纳斯达克(NASDAQ)、洲际交易所(ICE)等全球其他主要交易所在内的股票价格的飙涨。

一、纽约泛欧交易所集团和德意志交易所集团合并的相关情况

(一) 两家交易所集团的基本情况

1、纽约泛欧交易所集团（NYSE Euronext）

纽约泛欧交易所集团（NYSE Euronext）由纽约证券交易所（总部位于纽约）和泛欧交易所（总部位于巴黎）在 2007 年 3 月底合并组成，同年 4 月 4 日在纽交所和泛欧交易所同时挂牌上市。截至 2010 年底，纽约泛欧交易所集团的市值为 87 亿美元。

纽约泛欧交易所集团是全球领先的、最具流动性的证券交易所集团，致力于提供最高水平的服务和最具创新性的产品。旗下交易所分布在欧美 6 个国家，包括全球规模最大的现金股票交易所——NYSE、欧元区最大的现金股票交易所——Euronext、（按交易价值计算）欧洲领先的金融衍生品交易所——LIFFE 以及快速增长的美国期权交易平台——NYSE Arca Options。

纽约泛欧交易所集团现金股票市场日均成交额约为 1,500 亿美元（截至 2010 年 12 月 31 日），全球最大的 100 家公司中有 70 家的股票在该交易所交易，在交易所挂牌的约 8,500 家公司，总市值达 16.3 万亿美元。纽约泛欧交易所是标准普尔 500 指数的成员，并且是标准普尔 100 指数成员中唯一的交易所。

（1）纽约证券交易所——成立于 1792 年 5 月

纽约证券交易所（NYSE）不仅是美国，也是世界上最大的证券交易市场。1792 年 5 月 17 日，24 个从事股票交易的经纪人在华尔街一棵树下集会，宣告了纽约股票交易所的诞生，1863 年改名为纽约证券交易所，距今已有 219 年的历史。NYSE 是全球上市公司总市值第

一（2009 年数据）、IPO 数量及市值第一（2009 年数据）、交易量第二（2008 年数据）的交易所。

2005 年 4 月末，NYSE 收购全电子证券交易所（Archipelago），成为一个盈利性机构。

（2）泛欧交易所——成立于 2000 年 9 月

泛欧交易所（Euronext）由法国的巴黎证交所、荷兰的阿姆斯特丹证交所、比利时的布鲁塞尔证交所于 2000 年 9 月合并而成；2002 年初，Euronext 又收购了葡萄牙里斯本证交所（BVLP）和伦敦国际金融期货交易所（LIFFE）（图 1）。

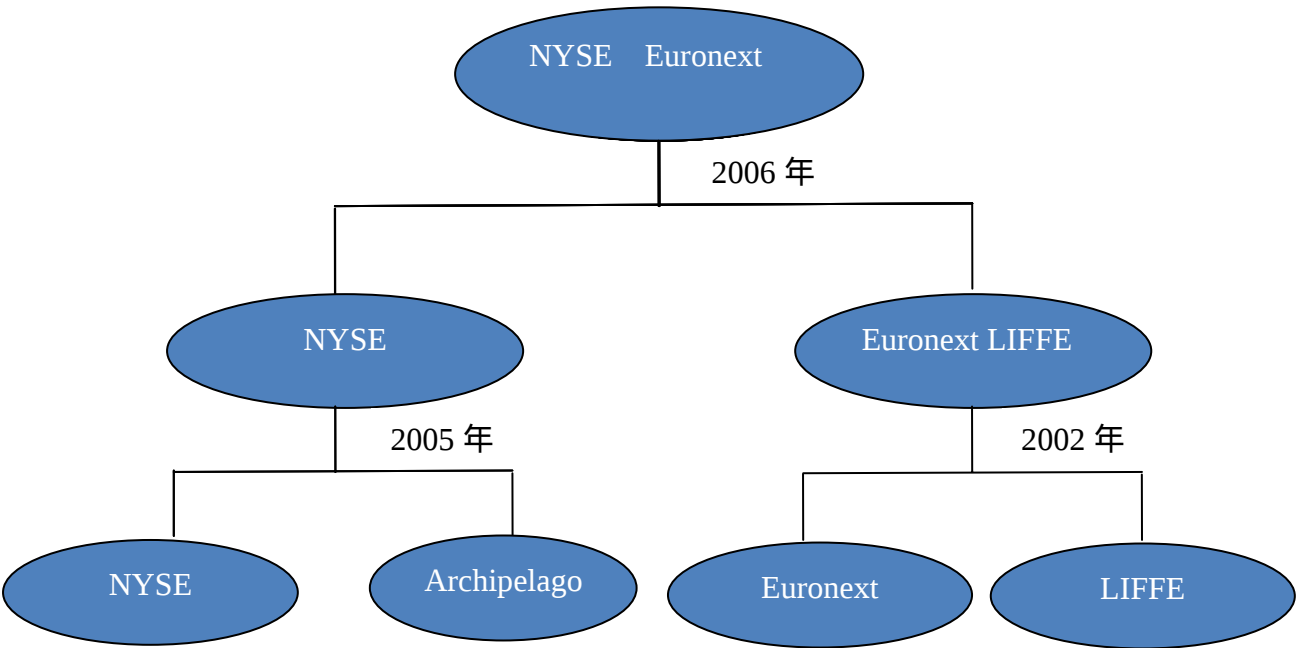


图 1: NYSE Euronext 演进框架图

2、德意志交易所集团

德意志交易所集团（Deutsche Boerse Group）成立于1993年，总部设在德国的法兰克福，在欧洲、亚洲和美国一些城市设有代表处，是欧洲最活跃的证券交易市场。德意志交易所集团在法兰克福证券交易所上市，截至2010年底，德意志交易所集团的市值为153亿美元。德交所具备综合性的一体化交易所职能，其使用的Xetra系统，是世界上流通性最高的全电子化交易平台。截至2010年12月，共有超过765家公司在德国证券交易所上市交易，总市值为1.4万亿美元。

（二）合并的初步方案

2月9日，德意志交易所集团和纽约泛欧交易所发表联合声明，确认双方正在就并购交易进行深入谈判。2月15日，两家交易所宣布，双方已经就业务合并事宜达成最终协议，将联合组成全球最大的交易所运营商。这次两强之间的联盟将建立起一个跨越美国、德国、法国、荷兰和葡萄牙的全球最大证券和金融衍生产品交易平台，垄断90%以上的欧洲期货和衍生品市场，从而彻底改变交易所之间的竞争格局。

1、新交易所集团概况（图2）

公司名：暂未命名

注册地：荷兰阿姆斯特丹

股份构成：德意志交易所集团 60%，纽约泛欧交易所集团 40%

总营业额：2010年为54亿美元

利润总额：2010年为27亿美元

成交金额：预计全年超过20万亿美元

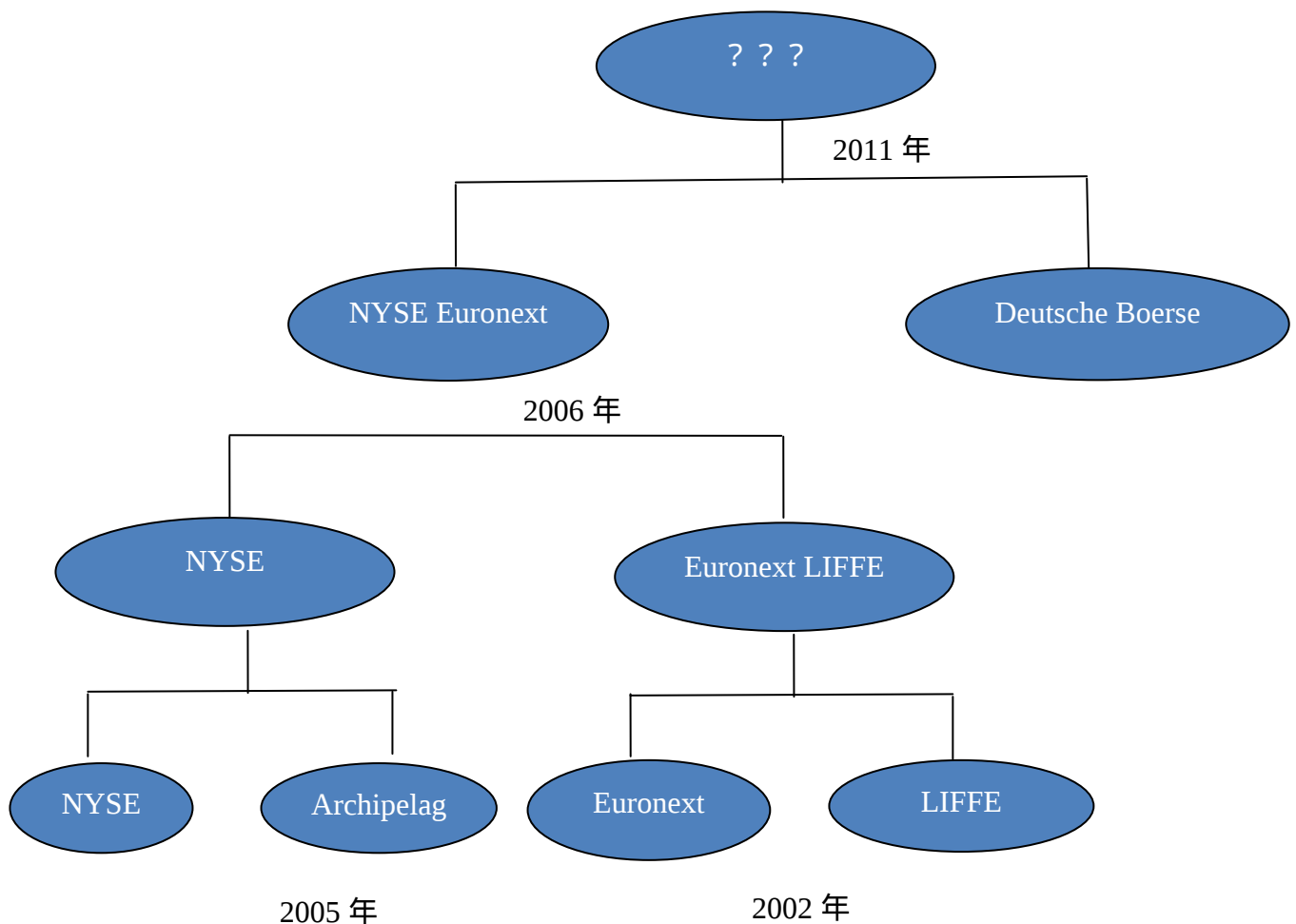


图 2：合并后的交易所集团演进框架图

2、合并协议的主要内容

根据合并协议，两家交易所集团将合并成为“航母级”交易所集团，成为衍生品交易和风险管理的行业领导者以及最大、最知名的资本募集和股票交易市场。合并将通过新成立一家在荷兰阿姆斯特丹注册的控股公司进行，分别在纽约及法兰克福设立总部，同时在巴黎、伦敦、卢森堡及世界其他地方开展业务活动。而该集团在阿姆斯特丹、布鲁塞尔、里斯本等其他地方的全国性交易所，仍将保留其各自在当地市场的名称，所有交易活动将在当地管理规则与框架下运营，合并后的集团将与所有市场的管理者保持密切合作。

预计新公司将在法兰克福、纽约及巴黎上市。据悉，交易结束后，原德交所集团的股东将持有合并后集团 60% 的股份，原纽约泛欧交易所集团的股东将持有合并后集团的 40% 股份。依据协议，德交所集团的每 1 股股票将转换为合并后集团的 1 股股票，而纽约泛欧交易所集团的每 1 股股票将转换为合并后集团的 0.47 股股票。从这个意义上讲，拥有 219 年辉煌历史的纽约证券交易所被只有 18 年历史的德交所集团收购了。

3、新交易所集团的董事会构成

包括董事长与首席执行官在内的新交易所集团董事会将有 17 位成员，在 15 位董事中，德交所占 9 位，纽交所占 6 位。德交所的首席执行官雷托·弗兰西奥尼将担任董事长，而纽交所的首席执行官尼邓肯·尼德奥尔将出任新集团的首席执行官。

二、欧美各方的反应

（一）欧洲和美国的监管部门对两家交易所集团的合并事实和未来前景尚未明确表态

对于德交所集团与纽交所集团合并产生的这家“第一交易所”，欧美双方监管部门都有顾虑，这一交易将很可能受到司法部门的特别反垄断审查。据悉，美国证券交易委员会目前尚未对德交所集团与纽约泛欧交易所集团合并的可能性发表看法。《华尔街日报》的分析称，美国监管机构可能会因为具有美国经济王冠明珠之誉的纽约泛欧交易所落入外人之手而大为不满。有反垄断方面的专家表示，德交所集

团合并案最大的阻力可能来自欧洲，欧洲监管部门可能对合并后的新交易所集团在衍生品市场的占有率心存忧虑。

（二）市场反应强烈

1、高盛前主席呼吁监管部门否决这一交易。纽交所是代表华尔街甚至美国资本主义的旗帜，现在却被德交所集团收购了。因此，这一收购并不受美国人欢迎。高盛集团董事会前联席主席约翰·怀特黑德日前就公开表示，拥有 219 年辉煌历史的纽交所被只有 18 年历史的德交所集团收购是对整个美国的侮辱，呼吁监管部门否决这一交易。

2、美国本土交易所或将对纽交所提出竞争性要约收购。有海外媒体报道，芝加哥商业交易所集团可能携手纳斯达克—OMX 集团，对纽交所提出竞争性要约，破坏纽交所集团和德交所集团的合并计划。

3、各交易所寻找合作伙伴。有海外媒体报道，纳斯达克—OMX 集团和芝加哥期权交易所控股公司（CBOE）可能也将竞相寻找合并伙伴，打造服务于国际机构投资者的区域交易门户，以提高各自旗下的交易所全球的竞争力。

三、亚洲各交易所对合并的反应

欧美交易所纷纷进行跨国并购，使得亚洲交易所面临的竞争压力陡然加大，有分析人士认为，全球交易所合并浪潮或将波及亚洲。而与内地仅一桥之隔的香港交易所何去何从，更是业界关注的重中之重。

（一）亚洲交易所整合相对落后

相比欧美交易所合并浪潮的风起云涌，亚洲交易所的合并则相对显得波澜不惊。据纽约时报资料显示，自 2000 年以来，全球交易所前十大合并交易中，涉及亚洲交易所的交易仅有两宗。其中，2010 年 10 月新加坡交易所向澳洲交易所提出的收购建议应是目前亚洲交易所合并迈出的最大胆的一步，如果合并成功，将成为全球第五大上市的交易所运营商，并会吸引高频交易商和寻求融资的公司等支付费用的大客户，从而对位于香港和东京的亚洲主要交易所构成威胁。目前，该计划还有待相关监管部门批准。

近日，东京以及香港交易所纷纷表示暂时没有合并计划。东京证券交易所社长齐藤敦表示，在全球交易所重整加快速度之际，东京对各种选择持开放态度。但他明确表示，目前东交所不急于加入任何合并谈判。香港交易所新闻发言人则重申，目前还没有发现任何明显的结盟机会，并且不会为了投资利益而寻求合并，但如果有机会在国际上建立同盟、合作等关系，且能带来与专注内地市场相符的战略利益，香港交易所将会予以考虑。

（二）部分亚洲交易所尝试合作

在亚洲部分地区，一些交易所已开始尝试合作。2010 年 2 月份，新加坡、马来西亚、菲律宾和泰国的交易所宣布，将在年内建立联席交易机制，使投资者可以在其中任何一个交易所买卖在其他上述交易所挂牌的股票，同时在本地进行交易结算。

新加坡交易所首席执行官伯克尔表示，未来交易所整合是全球大势，且速度只会加快。但也有分析人士认为，许多亚洲国家的交易所难以实现直接合并，因为该地区国家往往不愿将本国交易所的控制权让给外方。

（三）港交所将加大与沪深交易所的合作

面对未来可能加大的竞争，市场人士认为香港交易所前景岌岌可危。香港交易所在并购对象上的选择并不多，最好的选择是和内地交易所合并。有市场人士分析，香港交易所与内地交易所合并存在四大障碍：（1）沪深交易所乃政府事业单位，是非盈利性的自律组织，目前还是采取会员制形式，尚未进行公司化改制，在技术上难以与香港交易所换股合并；（2）内地实施资本账户管制，人民币非自由兑换，人民币与港币关系相对不密切；（3）两地证券市场交易系统、计价单位不统一；（4）沪港两地在金融发展方向上有同质化矛盾，中央政府对沪港金融中心定位不同。虽然近期香港与内地沪深交易所并购的可能性不大，但香港交易所还是应与沪深交易所进行更深入的合作，如发展人民币基金，在B股市场、中小板和创业板进行两地上市挂牌，在债券市场以及权证市场上进行合作与学习，以及进行交易系统联网等深度合作。

（四）新加坡交易所携手伦敦金属交易所推出金属期货

2011年2月15日，新加坡交易所携手伦敦金属交易所（LME）推出铜、锌、铝金属期货合约。以美元为报价单位的LME—SGX金属期货合约在新加坡时间上午8时起在新交所开始交易和结算，每一合

约单位代表 5 吨金属，而伦敦交易的金属期货合约单位为 25 吨。新交所还将就推出铅、锡和钢坯期货合约征询公众的意见。随着亚洲对金属需求的增长，LME 正在努力拓展亚洲的业务。该交易所于 2010 年在新加坡设立了办事处，并于 2011 年 1 月 24 日推出了铜、铝、锌金属的亚洲基准价格。

（五）上海证券交易所与巴西交易所建立长期合作关系

2011 年 2 月 21 日，上海证券交易所与巴西交易所在巴西圣保罗签署了一份合作谅解备忘录。这份备忘录的主要内容为：债券产品及交易设施的合作开发；两所的信息共享；建立高层互访机制；定期互派人员；定期就感兴趣的课题进行联合研究和举办专题研讨会等。至今，上证所已经与 30 多个国家的证券期货交易所签署了合作备忘录，但是在这个时间节点与巴西交易所签订备忘录，让外界猜测与上海证券交易所正在计划推出的国际板有关，双方可能计划跨境互相挂牌，即巴西的一些大型资源性企业将到上海证券交易所挂牌上市，而在上海证券交易所挂牌交易的一些大型上市公司也将到巴西交易所挂牌上市。

四、交易所合并的原因分析

自上世纪 90 年代以来，国际上发生的交易所并购浪潮，是在金融全球化、交易网络化背景下，交易所为扩大业务范围、降低运营成本、追求规模效应而采取的措施。具体原因包括以下几个方面：

（一）交易所公司化改制及公开上市，为交易所之间的合并提供了可能

20 世纪 90 年代以来，国际上的主要交易所都进行了从会员制向公司制的转化，并且先后在证券交易所挂牌上市，如纽约证券交易所、芝加哥商业交易所、纽约商业交易所、伦敦证券交易所、香港交易所、澳大利亚证券交易所、新加坡交易所、德意志证券交易所等。实行公司制的交易所具有开放性的股权结构，并购者只要获得一定数量的股份，就可以并购目标交易所。尤其是交易所公开上市后，更是大大提高了交易所之间并购的活跃程度。

（二）合并源于需求

纽交所是全球历史最悠久的证券交易所之一，在一开始，纽交所也是非营利性质的。随着时间的推移，纽交所成为一家全国性的交易所，并且其本身也从会员制的自律组织转变为以股东利益为中心的上市公司。但是，在与纳斯达克这样完全的电子化交易平台的竞争中，纽交所已经显现老态。在当今金融市场日益全球化的时代，伦敦、法兰克福都已经开始交易与纽交所上市股票挂钩的衍生产品，纽交所再不与时俱进，就有被淘汰的危险。

于是，纽交所试图改变。它首先通过收购 Archipelago Holdings 获得了电子化的交易平台，紧接着又收购了泛欧交易所和全美股票交易所，实现了全球化的布局。现在，与德意志交易所的结盟，不仅将节省其后台运营的成本，还将有利于提高交易所结算速度、适应全球 24 小时交易的需要，以及获得更广泛的衍生品交易平台。

不仅仅是纽交所，伦敦证券交易所也面临同样的问题，甚至那些曾经走在科技进步前列的交易所如纳斯达克，也必须对新的竞争形势作出响应，进一步的整合已经是大势所趋。

（三）通过并购，使证券、期货交易形成一个价值链，以获得最佳经济效益

交易服务提供者（如另类交易系统）和数据服务商正日益吞噬着证券交易的“领地”，现货股票这一交易所最令人瞩目的业务，正由此变成一项近乎无足轻重的业务。科技把证交所赶下了自然垄断者的神坛，因此对现有的交易所来说，最佳出路便是扩大规模并专注于进入成本仍然很高的衍生品业务，尤其是期货业务。通过证券交易所、期货交易所的并购，使证券、期货交易集中在一个控股公司之下，以实现证券、期货市场从产品开发到产品交易的无障碍联通，形成一个价值链，从而获得最佳经济效益。

（四）技术进步及新的交易需求促进了交易所之间的合并

随着电子技术和现代通讯技术的迅猛发展，投资者对全球金融产品进行交易的需求变为现实，但是在全世界几十家交易所中分别买卖不同的金融产品，会增加投资者的交易成本。投资者期待着一个交易品种众多、成本更加低廉、能够进行 24 小时不间断交易的综合性交易平台。交易所为了向投资者提供更多的便利以吸引更多的投资者，加强了地处不同国家、拥有不同交易品种的交易所之间的并购。而这些并购反过来又促进了交易技术的提升、交易方式的创新和交易成本的降低，这些对于投资者和交易所的发展都非常有益。

（五）降低运营成本和风险的目的驱动了交易所之间的合并

集中交易、清算和托管平台，不仅能降低运营成本，而且还能起到分散金融风险 and 稳定金融市场的作用。于是，交易所之间的合并就成为合理的选择。交易所合并后进行集中交易、清算，不仅能够减少昂贵的交易、结算等系统的运营成本，而且在交易量、流动性、清算和抵抗风险等方面都将有所提高和完善。

五、合并后的效应分析

（一）正面效应

1、新交易所集团将成为全球最具影响力的衍生品交易所运营商。德意志交易所集团和纽约泛欧交易所集团一旦完成合并，将形成一个跨越美国、德国、法国、荷兰和葡萄牙的全球最大证券和金融衍生产品交易平台，并取代芝加哥商业交易所（CME），成为世界上交易量最大的期货交易所，成为美国期权市场无可争议的领导者。目前，CME 在美国期货交易市场上的占有率高达 97%。但是两个集团合并之后，新交易所集团旗下的欧洲两家期货交易所——LIFFE 和德意志欧洲期货交易所将组建成为全球最大的期货交易平台，从而成为 CME 在全球扩张的最强对手。

2、新交易所集团将增强在美国股票一期权交易市场上的地位。2011 年 1 月 FIA 的统计数据显示，纽约泛欧交易所集团旗下的两大期权交易平台与德意志交易所集团旗下的国际证券交易所（ISE）期权交易的市场份额总和，相当于美国期权市场交易量的 40.5%。

3、新交易所集团将增强泛欧洲交易平台的市场整合度。纽约证券交易商协会主席坎吉姆称，新交易所集团将在大西洋两岸都设立大型分销网络，建立强大的交易网络，这也将对目前的泛欧洲交易平台市场产生巨大的影响。为此，目前欧洲两大电子交易平台运营商 BATS Europe 和 Chi-X Europe 也正就合并的可能性进行商讨，以与新交易所集团抗衡。

4、新交易所集团将强化纽约证券交易所作为世界最大股票交易所的领先地位。目前，纽约泛欧交易所集团旗下已经拥有纽约证券交易所以及四家欧洲交易所。如果此次合并成功，这一尚未命名的新交易所集团又将增添德意志证券交易所这支新军，这将进一步扩大纽约证券交易所作为世界最大股票交易所的领先地位。

5、合并将产生较大的财务协同效应，共享成本。德意志交易所集团与纽约泛欧交易所集团宣称，此次合并预计每年将节省 3 亿欧元成本，约相当于合并前两个集团税前利润的五分之一（主要来自于信息技术、结算、市场运营、公司管理以及支持等方面），每年还将从结算业务和交叉销售产品中新增至少 1 亿欧元的营业收入。此外，新交易所集团将为所有地区的雇员带来优越的发展机遇。

6、合并除了有利于削减成本、扩大规模外，更专注于新兴业务。虽然纽交所和德交所并购后所能控制的上市企业市值将超过 20 万亿美元，约占全球上市公司市值总额的 36%，但并购交易最大的吸引力并不在于此，而是并购后将提供种类更多的交易产品，包括期权、期货以及金融衍生品。

（二）负面影响

1、全球交易所将面临更为激烈的竞争环境。每一次因并购而产生的“第一交易所”，将给投资者提供更为多样的交易品种和更低成本的交易机制，从而给那些交易品种类别较为单一的传统交易所带来越来越大的压力。为了在激烈的竞争环境中获得发展，交易所进行整合将是大势所趋，各家交易所纷纷寻找合作伙伴，以实现优势互补，获取更多的收益。

2、纽约国际金融中心地位可能被动摇。由于德意志交易所集团将拥有新交易所集团 60%的股份，而纽约泛欧交易所集团仅拥有新交易所集团 40%的股份，从这个意义上说，纽约泛欧交易所被德意志证券交易所收购了，美国华尔街传统金融机构的重要性将大不如前。若新交易所集团的名称里不出现“纽约”字样，将会大大降低纽约国际金融中心的影响力，从而动摇纽约的国际金融中心地位。还有分析认为，如果并购成功，投资者将直接被吸引到纽约以外的市场，纽约在国际金融市场上的主导地位将逐步衰落。

六、启示与建议

以前发生的一些交易所并购主要是在一个国家内或一个地区内进行的，但近年来受技术发展和市场竞争激烈程度增加等因素的影响，交易所跨境并购不断掀起新的浪潮。虽然目前我国资本市场尚未完全开放，处在一个封闭市场中的国内交易所尚可以隔岸观火，但是中国证券市场和期货市场却不应该漠视全球交易所整合背后的本质

——技术进步、减少成本与技术创新。整合与并购将是今后交易所发展的一个大趋势，我们应该密切关注和研究应对策略。

（一）增强忧患意识

我国传统文化向来强调“未雨绸缪”、“人无远虑，必有近忧”的忧患意识。目前由于我国资本市场尚未完全开放，还不会受到并购的直接威胁，但是我们应该看到，全球主要交易所之间并购案的频频发生，将使我国交易所面临更为严峻的国际竞争环境。近年来，美国、伦敦、香港、新加坡、韩国等国家和地区的交易所都在采取各种手段吸引我国内地优质企业到其市场上市，与我国证券交易所在上市资源方面形成了竞争。2011年2月15日，新加坡交易所也与伦敦金属交易所携手推出了铜、铝、锌金属期货，而且还将推出钢坯、铅等期货。这些都是我国商品期货的上市品种。在新加坡交易所上市这些品种后，不仅将分流一部分交易量，而且还将影响我国对有色金属价格话语权的进一步形成。所以，我们必须增强忧患意识，对我国交易所所处的竞争环境有一个清醒的认识。

（二）提前研究我国交易所的公司化改制，为交易所今后的进一步发展和并购打下基础

目前，我国的两家证券交易所和三家商品期货交易所还是会员制交易所，而且产品不够丰富、交易机制不够完善。从国际上交易所发展的经验来看，会员制转变为公司制将是一个大趋势，公司制有利于交易所进一步提高服务水平、提升核心竞争力，同时加快新产品的推

出，这样才能更好地吸引企业上市和投资者的加入，使我国国内的主流交易所发展成为地区、乃至全球性的主流交易所。

（三）加强对外开放与合作

目前国内交易所的对外开放还停留在国际交流合作的非实质性阶段。我们应该学习国外交易所的国际化经验，趋利避害，取长补短，走出一条行之有效的国际化道路。应加强国内交易所与香港、台湾地区交易所的联系与战略合作，尽快采取措施做大做强国内交易所，努力提升国内交易所的国际化水平与国际竞争力。

（责任编辑 张 敏）