**全球证券交易所并购发展情况**

20世纪初以来，随着信息技术的迅猛发展和经济全球化程度加深，日益激励的竞争促使全球证券交易所通过兼并和收购扩大业务规模，巩固市场地位。此前，一国内区域性交易所之间的联盟与合并较为频繁，而近年来交易所并购更加趋于全球化和纵向化。

交易所并购是应对经济金融新形势的需要，有助于交易所拓宽收入渠道，增加市场份额，形成外部网络效应，帮助企业和投资者在全球范围内实现资金的优化配置。但与此同时，交易所并购也给其自身的管理运营和有关监管当局带来挑战。

**一、全球主要交易所并购背景**

为适应科技变革带来的新的金融形势和市场需求，20世纪初以来，全球主要交易所掀起了兼并收购的热潮，形成了多家市值庞大、产品多元、客户丰富的全球性交易所。

根据Visual Capitalist在2017年6月发布的报告，目前全球共有60家主要证券交易所，股票总市值达69万亿美元。其中16家证券交易所市值超一万亿美元（前十大交易所详见表1）。

**表1 全球股票市值最高的十大证券交易所**

数据来源：Visual Capitalist

对于交易所而言，成功的兼并收购能够整合资源优势，增强全球竞争力，体现在以下几方面：

**首先，产品多元化的交易所参与并购有助于扩大目标客户资源，丰富风险管理产品和手段，获得新的利润增长机会。**典型案例是纽约证券交易所（以下简称“纽交所”）与泛欧证券交易所（以下简称“欧交所”）合并。2002年，美国国会通过《萨班斯—奥克斯利法案》，提高了海外公司到美国上市的监管门槛，不少欧洲企业都转向非美国证券交易所，导致纽交所海外公司上市资源减少, 相应利润降低。为此，纽交所寻求与欧交所合并组建横跨大西洋的纽约-泛欧交易所集团，一方面可重新获得境外企业的上市和交易费用，同时为投资者投资境外企业股票提供更便利的途径；另一方面可利用欧交所在金融衍生品方面的经验，为在纽交所流通的证券提供风险对冲和信用保护，完善风险管理机制。

与此思路相类似，从事单一商品期货交易的洲际交易所于2013年将泛欧-纽约交易所集团纳为子公司后，为提高企业边际效率，次年就以IPO方式将欧交所从集团中剥离出去，仅保留其股权占比很小的衍生品业务和电子平台。据市场专业人士分析，纽交所股票业务更有优势，长期保持全球第一，而欧交所的强项在于衍生品业务，因此上述结构调整使得洲际交易所获得了质量最优的收购标的，更符合其战略发展需要。

**其次，并购有助于改善交易所的全球布局，增强交易所的国际话语权。**特别是那些业务具有互补性的交易所，如德国证券交易所集团（以下简称“德交所”）旗下拥有衍生品交易板块欧洲期货交易所，而伦敦证券交易所集团（以下简称“伦交所”）旗下拥有为衍生品提供清算服务的伦敦清算所，若合并则能在证券及衍生品所有交易环节为客户提供服务，吸引更多企业和投资者。

**再次，技术与后台操作平台的整合能够提高运营效率，降低成本，从而产生规模经济效应。**在实际业务操作中，对于合并后的交易所，通常客户只需一次登录即可完成任意平台任意产品的交易, 便利性大幅提升。发行人和投资者为寻求性价比更高的交易环境，随时可能转移到高透明度、高流通性、技术便捷的交易所，因此交易所并购后证券交易量、市场份额通常会大幅增长，而交易价差则明显下降。

**二、全球主要交易所并购特征**

纵观全球主要交易所的兼并收购历程，可以简要概括出以下特点：

**一是业务板块多元化，管理运营多边化。**主要交易所通过收购上中下游具有纵向关系的企业，不断扩充业务范畴，逐渐从单一现券交易发展至囊括衍生品交易，再到包括清算等业务的全能型交易平台，目前旗下通常有股票、债券、商品期货、金融衍生品等多家交易及清算运营商，并且分布在全球各发达金融市场所在地，设有多个区域管理中心。

**二是法律性质集团化，相互持股常态化。**主要交易所以母公司为基础，以产权关系为纽带，通过合资或股权投资等方式把若干个独立的企业法人联系在一起，形成了规模更大的集团，实现经济规模效应，降低成本及提升市场竞争力。在集团化过程中，不少交易所也通过相互持股实现战略协作，共同抵御敌意收购，同时在一定程度上相互抑制。

**三是欧美与亚太差异化明显，体现在并购动因差异化和业务主导差异化。**并购动因方面，亚太地区大多由政府主导，将国内现存几家交易所合并而成一家交易所集团，发展脉络较为简单，典型案例如日本交易所集团；而欧美地区的交易所则是为满足市场需求主动发起数次并购，通过整合欧洲、北美、亚太等多地资源增强实力，形成跨境“巨无霸”，典型案例如美国洲际交易所集团（以下简称“洲际交易所”）。业务主导性方面，在股票市值超一万亿美元的16家交易所中，亚太和欧美各占一半，但欧美交易所股票市值占60.1%。此外，根据美国期货业协会发布的数据，衍生品交易规模全球前5的交易所中有4家位于欧美（芝加哥商品交易所、欧洲期货交易所、洲际交易所、莫斯科交易所），亚太地区交易所在衍生品业务方面不具优势。

**三、全球主要交易所并购沿革**

（一）欧美市场并购案例分析

**1. 洲际交易所并购情况**

洲际交易所是典型的集团化运作的交易所，集团内各成员企业在财务、运营、决策等方面保持一定的独立性，集团总部以派驻高管、听取汇报等形式对成员实施管理。目前洲际交易所的主要业务包括证券及金融衍生品交易、商品期货期权交易、碳排放交易、清算等，其中商品期货领域的标志性成员企业为ICE欧洲期货交易所、ICE美国期货交易所等，证券交易领域的标志性成员企业为纽交所。

在2000年成立之初，洲际交易所仅涉及场外市场能源交易。之后十余年内，洲际交易所一是通过收购伦敦国际石油交易所（现ICE欧洲期货交易所）、纽约期货交易所（现ICE美国期货交易所）、加拿大温尼伯商品交易所（现ICE加拿大期货交易所）、新加坡商品交易所（现ICE新加坡期货交易所）奠定了在欧洲、北美和亚太市场期货交易及清算的业务基础，二是通过收购纽约-泛欧交易所集团填补了在有价证券及相关金融衍生品交易领域的空白。

**2. 伦交所、德交所并购情况**

伦交所和德交所作为欧洲最具代表性的两家交易所集团，其并购路径也较为一致，即均从证券交易入手，逐渐延伸至衍生品交易、结算清算乃至技术平台，旨在于覆盖证券业务整体流程链。

伦交所作为欧洲市值最高、综合性最强的证券交易所，先后收购了意大利证券交易所、MTS（欧洲主要固定收益证券交易市场）、Turquoise（泛欧股票交易平台）和伦敦清算所。德交所是欧洲最活跃的股票交易场所之一，在发展过程中相继收购了法兰克福证券交易所（欧洲第二、德国最大的证券交易所）、Tradegate交易所（欧洲地区以个人投资者为客户目标的股票交易所）、美国国际证券交易所、欧洲期货交易所和明讯托管结算行。

**（二）亚太市场交易所经典并购案例**

日本交易所集团和香港交易及结算所有限公司（以下简称“港交所”）均经历了典型的政府主导型并购事件。

**1. 日本交易所集团并购情况**

日本交易所集团是亚洲第一大交易所。2011年，在日本经济持续低迷、竞争力日益下降的形势下，为增强交易所的全球话语权，日本政府将东京证券交易所和大阪证券交易所合并成立日本交易所集团，其中东京证券交易所主要承担股票交易业务，大阪证券交易所主要承担衍生品市场业务。

**2. 港交所并购情况**

与日本相类似，为提高香港金融市场竞争力和迎接全球化挑战，香港特区财政司在1999年对香港证券及期货市场进行全面改革，将香港联合交易所有限公司、香港期货交易所有限公司实行股份化，并与香港中央结算有限公司合并，成立港交所。但港交所成立后，较之日本交易所集团，发展的市场化程度更高。鉴于中国大陆企业赴香港上市的资源逐年减少，港交所近年来自主寻求业务转型，将发展重点转向大宗商品期货交易。考虑到商品期货交易在全球几大交易所的格局早已形成，此时再进入该领域很难有所建树，故港交所以并购为发展战略，后通过激烈的市场竞争收购伦敦金属交易所。

**四、全球主要交易所并购带来的挑战**

交易所并购在给交易所带来规模经济效应和客户扩张等正面影响的同时，也给自身及有关监管当局提出了新课题。

**（一）交易所并购使得经济政策和经济风险具有极强的溢出效应**

由于交易所并购具有显著的规模经济效应，“赢家通吃”规律不断强化，导致更为深入的资本套利，使得全球短期实际利率的离散度进一步降低。若某些经济强国坚持宽松政策，则可能通过本国交易所的规模经济效应在国际市场上传递，导致其他国家的汇率政策、货币政策、财政政策和税收政策在一定程度上失灵。此外，交易所也可能放大单个市场的波动，降低部分国家官方干预的有效性，增加市场冲击强度，进而点燃全球系统性风险的导火索。

**（二）交易所并购需要承担沉重的成本，包括合规支出、裁员、管理层分歧、制度重建、所有权纠纷等**

纽交所与欧交所合并后，为应对美国和欧盟的双重管辖，提高了交易手续费，将合规费用转嫁到客户身上。再如德交所与纽交所于2008、2009年屡次进行合并谈判，但德交所管理层内部就合并后企业总部所在地产生严重分歧而导致并购失败。此外，伦交所也曾与加拿大TMX集团讨论合并事宜，但TMX管理层最终因其股东强烈反对而放弃。而伦交所与德交所，德交所与纽约-泛欧交易所集团更是屡次达成合并协议，在招标谈判过程中付出昂贵费用，但均被欧盟监管当局以不符合反垄断相关规定的原因予以否决。

**（三）监管协调已经成为主要交易所能否真正实现全球同步交易的核心问题**

2007 年，美国证监会SEC与欧交所有关监管机构签署了谅解备忘录，但由于双方在市场结构、立法体系、行业标准、监管重点等方面存在诸多显著差异，故监管合作很难付诸实施。此外，并购主体还可能会受到来自不同国家监管层方面的压力。如德交所曾与泛欧-纽约交易所集团签署收购协议，虽然实际上该起并购失败的原因是不符合欧盟反垄断法，但在欧盟监管当局对该案件审查之前，法国监管机构就明确表态，巴黎证券交易所是欧交所重要成员之一，合并可能会导致巴黎失去欧洲金融中心之一的地位，因此其一定会向欧盟监管当局施压。在此情形下，监管协调不仅涉及各国法律规则的衔接，而且糅合进复杂的政治因素和国家利益考量，对相关国家乃至地区监管机构的挑战更加严峻，亟需国际性金融组织及各国监管当局进行认真探讨。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 名称 | 所在地区 | 股票市值（单位：美元） |
| 纽约证券交易所 | 北美 | 18.5万亿 |
| 纳斯达克证券交易所 | 北美 | 7.4万亿 |
| 日本交易所集团 | 亚太 | 4.9万亿 |
| 上海证券交易所 | 亚太 | 4.46万亿 |
| 深圳证券交易所 | 亚太 | 3.42万亿 |
| 泛欧证券交易所 | 欧洲 | 3.38万亿 |
| 伦敦证券交易所 | 欧洲 | 3.27万亿 |
| 香港交易及结算有限公司 | 亚太 | 3.17万亿 |
| 德国证券交易所 | 欧洲 | 1.74万亿 |
| 加拿大TMX集团 | 北美 | 1.7万亿 |