

交易所并购风潮背后的大国博弈*

中国证监会研究中心 祁斌 蒋星辉

纵观全球证券交易所的发展历史，为了争夺市场资源、追求规模效应，证券交易所之间的并购、整合从未停歇。20 世纪末以来，随着大国竞争的加剧和全球化趋势的增强，交易所之间的跨国并购明显增多，德国和英国等几个主要欧盟国家之间，以及美国和欧盟国家之间，围绕交易所的并购展开了激烈的争夺。其中，最为突出的例子是纽约证券交易所、纳斯达克和德国交易所对伦敦证券交易所以及纽约证券交易所和德国交易所对欧洲联合股市采取的并购行动，引起了全球的广泛关注。交易所并购风潮的背后是当今世界几个大国在经济资源和国家地位上的竞争。

一、20 世纪末至今全球证券交易所的主要并购活动

20 世纪 90 年代中期以前，各国的交易所并购大多发生在本国国内，主要通过国内并购来整合资源，扩大规模，提高效率，但从 20 世纪末到现在，全球各主要交易所越过国界，频频出手，试图进行跨国并购。

1、欧洲主要交易所

伦敦证券交易所是世界上资格最老的交易所之一。1760 年伦敦的 150 名股票交易商自发组成了一个俱乐部以买卖股票，1773 年这个俱乐部更名为股票交易所。股票交易所的成立为英国工业革命提供

* 本文完成于 2006 年 3 月，发表前经作者作少量修改。

了重要的融资渠道，而英国工业的强劲发展又促进了交易所自身的壮大。截止到第一次世界大战之前，伦敦交易所一直是世界第一大证券交易市场，后被纽约交易所超过。**1973**年伦敦交易所并购**11**家英国和爱尔兰股票交易所，形成了现在的伦敦交易所。伦敦交易所的上市公司市值在欧洲一直排名第一。自**2004**年以来，伦敦证券交易所成为全球各主要交易所的并购目标，德国交易所、欧洲联合股市、瑞典的**OMX**集团、纳斯达克、纽约交易所和澳大利亚商业银行麦格理银行都分别加入到争夺伦敦交易所的战局中，德国交易所、麦格理银行和纳斯达克分别正式提出了报价，其中纳斯达克甚至提出了两次报价。与此同时，伦敦交易所在香港开设了办事处；据报道，伦敦交易所还和印度孟买国家证券交易所开始合作谈判。

德国交易所一直通过并购活动不断扩大影响，保持旺盛的发展势头：**1998**年首次对伦敦交易所提出联盟提议；**2000**年再次试图与伦敦交易所进行合并；**2002**年初动用**16**亿欧元收购了证券清算存托公司**Clear-stream**的全部股份；**2004**年**8**月将目光投向瑞士股票及衍生工具交易集团**SWX**，未获成功；**2004**年**12**月向伦敦交易所提出了**2.6**亿美元的收购要约，伦敦交易所认为报价过低而加以拒绝。尽管**2005**年德国交易所**CEO**因对伦敦交易所的收购出价引发股东不满而被迫辞职，其继任者仍然继续着收购伦敦交易所的努力。随后，德国交易所开始和欧洲联合股市讨论合并问题，但最近德国交易所宣布退出对欧洲联合股市的收购竞争。与此同时，德国交易所又和意大利交易所探讨合并的可能。

2000 年，巴黎、阿姆斯特丹和布鲁塞尔三个交易所合并成立欧洲联合股市，与伦敦交易所和德国交易所分庭抗衡。2002 年初，欧洲联合股市收购了葡萄牙里斯本交易所和伦敦国际金融期交所，将势力范围扩大到伦敦，成为拥有大型衍生金融产品交易所的金融机构。2004 年，欧洲联合股市与伦敦交易所开始进行收购谈判。2006 年 5 月欧洲联合股市宣布退出对伦敦交易所的角逐。

此外，北欧的瑞典 OMX 集团在欧洲也当仁不让，2000 年它通过敌意收购挫败了德国交易所对伦敦交易所的合并计划。2005 年，它向伦敦交易所表示了收购兴趣。

2、美国主要交易所

纽约交易所自 2000 年以来，曾和多伦多、墨西哥、智利圣地亚哥证券交易所进行过并购谈判，与香港联交所和东京证券交易所也有过非正式接触。2005 年 4 月纽约交易所宣布收购电子交易运营商 Archipelago 控股公司，美国证券交易委员会于 2006 年 2 月底正式批准这一收购。纽约交易所从非盈利性机构向盈利性上市公司的转型进入最后阶段，合并后的新公司名为纽约证券交易所集团公司，合并于 3 月 7 日完成，集团的股票于 3 月 8 日在纽交所上市。纽约交易所对伦敦交易所表示了兴趣，并高度关注德国交易所和欧洲联合股市的合并动向。5 月，它对欧洲联合股市提出 120 亿美元的报价，双方的谈判进展顺利，预计 2007 年会完成合并。随着在欧洲扩张的实现，纽交所的步伐逐渐迈向亚洲。2007 年 1 月，纽交所与印度国家证券交

易所达成最终协议，以 1.15 亿美元收购后者 5% 的股份。1 月底，纽交所和东京证交所达成合作协议，将在公司股票上市、产品和电脑系统等方面进行整合，并最终可能进行交叉持股、逐步实现合并。

在市场扩张方面，纳斯达克毫不逊色。1998 年纳斯达克与美国证券交易所合并为 Nasdaq—Amex 集团公司。2001 年，纳斯达克在日本成立了“纳斯达克日本”（该市场因运作成本过高，3 年后关闭），并控股了一家名为 Easdaq 的泛欧高科技股票市场，积极拓展欧洲业务，试图实现全球交易的目标。2004 年 5 月纳斯达克收购电子交易系统运营商 Brut。紧随纽约交易所宣布合并 Archipelago 控股公司之后，纳斯达克宣布收购全美第二大电子交易系统运营商 Instinet，并于 2005 年 11 月获得美国司法部批准，Instinet 公司 2005 年 12 月宣布收购案完成。此次收购进一步巩固了纳斯达克全美第一大电子交易商的地位。2006 年 1 月纳斯达克传出收购伦敦交易所的意向，分别提出了两次报价，最近一次高达 51 亿美元。在第一次报价被拒绝后，纳斯达克通过收购伦敦交易所大股东的股票，持股已达 28.75%，成为第一大股东。目前，纳斯达克和瑞典 OMX 集团开始接触谈判。

3、亚洲主要交易所

1999 年，新加坡股票交易所和新加坡国际金融交易所正式合并成为新加坡交易所，于 2000 年 11 月上市。2000 年，东京证券交易所兼并广岛和新泻两家证券交易所。2000 年 3 月，香港联合交易所、期货交易所、中央结算所有限公司、联合交易所期权结算所以及期货

交易结算公司合并成立新的控股公司香港交易及结算所有限公司，并于当年 6 月在香港联交所挂牌上市。

在美国、欧洲证券交易所并购活跃的背景下，亚洲的主要交易所也有所动作。2006 年 7 月，东京证券交易所和韩国证券交易所达成合作关系，并宣布可能在未来合并或交叉持股。2007 年 1 月，东京证券交易所和纽约交易所达成合作协议。同时，德国证交所与韩国交易所签订谅解备忘录，在市场信息、员工交换和新股上市方面进行合作。

二、20 世纪末以来全球交易所并购风潮的主要原因

1、追求规模效应的经济因素是最重要的原因

20 世纪末以来交易所的并购风潮是交易所在全球化背景和网络化趋势的压力下，为扩大业务、降低成本、提高效率、追求规模效应而采取的应对措施。随着现代通讯技术的发展，投资人对全球金融产品进行交易成为现实，但由于需在全球几十家不同的交易所中分别买卖不同的金融产品，投资成本过高，引起投资人不满。同时，交易所还不得不面对来自交易所外的巨大竞争压力：交易服务提供者（如大型投资银行[†]、另类交易体系等）和数据服务商等不断以更低的成本“分食”交易所的交易业务。交易商也要求交易所调低收费。这些因素使得很多交易所的交易量停滞不前，交易所积极寻找出路。于是，

[†] 据《金融时报》报道，来自大型投资银行的竞争也不可忽视。目前，通过将其他经纪商的交易程序加入其交易平台 REDIPlus，高盛为投资者跨地区、跨资产类型的交易提供了直接市场渠道。首批加入的经纪商包括 J.P. 摩根、美林；贝爾斯登、德意志银行和法国经纪商 Cheuvreux 也即将加入这个交易系统。目前约有 2000 余家机构投资者使用高盛的该交易平台。而摩根斯坦利和雷曼兄弟也正采取类似高盛的举措。

交易所的并购成为一项比较合理的选择。交易所的合并在短期内可以减掉昂贵的交易系统的维护费用，同时在交易量、流动性及发现价格能力方面都能有所提高。例如纽约交易所并购欧洲联合股市，可以获得以伦敦为基地的衍生产品交易市场；而纳斯达克收购伦敦交易所，则可以将市场从高科技企业扩大到蓝筹企业。

2、交易所的公司制组织形式使收购更简便可行

交易所由传统的会员制组织形式转向实行公司制并自我上市，使交易所之间的并购变得极为简便可行。在传统的会员制形式下，要成功收购，必须经过目标交易所会员大会同意，程序复杂，成功的可能性大大降低。实行公司制的交易所具有开放性的股权结构，收购者只要获得足够多的股份，就可以控制目标交易所。20世纪90年代以来，澳大利亚股票交易所、香港交易及结算所有限公司、新加坡交易所、伦敦交易所、德国交易所、纽约交易所等先后成功上市，日本交易所和韩国交易所也表示出上市意向。上市潮流大大提高了交易所并购的活跃程度。

3、跨境交易所并购背后的大国博弈

政治因素是促进交易所国际并购的重要原因。交易所跨国并购是国家利益和国家竞争的必然产物。英美等国经济发展的历史证明资本市场充分发挥资源配置功能对国民经济发展的巨大支持作用，尤其是当代高科技企业的发展，在很大程度上是依赖于资本市场而发展壮大

的，因此，资本市场已是大国竞争的重要舞台。交易所作为资本市场的载体，是资本市场发挥功能的必要环节，因此，对交易所的争夺是大国之间在资本市场方面的争夺，也是对经济资源的争夺。并购他国交易所可以聚集国际资本，加强自身的金融中心地位，并有助于提高资本市场的效率。20 世纪末以来的交易所并购风潮体现出欧洲主要国家之间、美国和欧洲国家之间在资本市场和交易所规模方面的激烈竞争格局。最近各国对伦敦交易所和欧洲联合股市的争夺更是充分证明了欧洲与美国竞相试图主导国际资本市场体系的图谋，以及围绕欧洲一体化进程，欧洲和美国在伦敦资本市场这一战略高地所进行的争夺和部署。（详情请见附件。）

三、全球交易所并购潮流对我们的启示

国家竞争、交易所之间的市场竞争、技术发展等问题交织在一起，引发了当前交易所的国际并购风云。这些并购活动也存在一些问题：如并购的成本降低效果尚未完全显现，不同市场之间的整合并非易事，交易所之间频繁的跨国界并购带来复杂的监管问题，能否完全实现预计的规模效应还有待证明。但是，复杂的交易所并购给我国证券市场的发展很多启示：

1、交易所的竞争和并购直接影响一个国家资本市场的发展，并进一步影响该国整体经济实力

如前所述，资本市场的发展状况既反映了一国的经济发展水平，也影响一个国家在全球经济竞争中的胜负。交易所作为资本市场发挥

资源配置功能的中心场所，成为国际竞争的目标，实质上反映了国家之间的竞争，尤其是当今一些大国之间的竞争。与此同时，交易所的国际并购格局会反过来对一国资本市场的发展产生深远影响，进而影响到一国科技和经济的发展。国际社会交易所的激烈竞争和并购再次提醒我们资本市场的重要性。我们应该充分利用我国宏观经济持续发展的良好条件，迅速做大做强交易所，推动资本市场整体实力的强大，为经济可持续发展提供动力机制。

2、交易所国际竞争的趋势是强者愈强，弱者愈弱

纵观过去上百年，尤其是近年来的交易所并购历史，一个明显的趋势是强者越强。历史上，纽约交易所、纳斯达克、德国交易所、欧洲联合股市、伦敦交易所等经过多年的发展，逐渐成为该地区或领域中的领头羊，然后又都是通过一系列的并购活动，强化和固化其地区或领域强者的地位，现在又想通过并购其他交易所成为世界性交易所领导者。而在它们之间，哪一个先成功并购其他交易所，就会将对手远远地甩在后面，这也是围绕交易所的收购和反收购的博弈之所以如此激烈的重要原因。哪两个先一步合并，都会加快其他几个交易所强强联合的步伐。与此相对应的是，随着竞争的展开，实力较弱的交易所不断落后，而竞争对手实力不断增强，弱势越来越明显，在国际竞争中处于更加不利的地位。

3、交易所并购风潮对我国交易所发展的启示

我国资本市场并没有完全开放，国际并购离我国交易所似乎还很遥远。但是，近年来国际交易所并购风潮依然为我们提供了很有价值的借鉴。

截止到目前，我国交易所存在规模小、缺乏国际竞争力等问题。根据国际交易所联合会（World Federation of Exchanges）公布的最新数据，到 2006 年 10 月，上海交易所以 6130.3 亿美元总市值居全球第 20 位，深圳交易所以 1749.4 亿美元总市值居第 28 位，沪深证券交易所加起来的总市值，仅略超过韩国，相当于纽约交易所的 5.3%。而东京、纳斯达克、伦敦交易所和欧洲联合股市的总市值，分别是沪深交易所总和的 5.7 倍、4.8 倍、4.6 倍和 4.3 倍。同时，我国交易所竞争上市公司资源方面面临着强大的挑战。近年来，香港、新加坡、日本、纽约、纳斯达克甚至韩国 KOSDAQ 等交易所都采取手段吸引我国优质上市资源到这些交易所上市（具体情况另见《海外交易所竞争中国潜在上市公司资源》的研究报告）。因此，尽管我国交易所没有面临直接的并购威胁，实际已经不可避免地参与到国际竞争中去，必须迅速做大做强。扩大交易所交易品种和范围，加快整合国内主板市场，推动发展创业板市场，与其他交易所建立跨境合作关系等等，是可以考虑的选择。

与此同时，自 1993 年开始，我国企业开始在香港联交所上市融资，香港联交所逐步成为我国企业境外上市的最主要场所，大型蓝筹企业多在香港上市，2006 年 2 月底，内地在港上市公司总市值占香港上市公司总市值的 40%，达到 35,959 亿港元。2000 年，香港联交

所成为上市公司。从主要交易所通过国际并购来扩展资本市场的世界趋势来看，一些发达国家在未来向香港联交所采取收购行动，并不是完全不可能，对此我们应该未雨绸缪。

附件:

竞购伦敦交易所和欧洲联合股市

- 1998 年，德国交易所首次对伦敦交易所提出联盟提议。
- 2000 年，德国交易所再次试图与伦敦交易所进行合并。
- 2000 年，瑞典 **OMX** 集团试图收购伦敦交易所的部分股份。
- 2004 年 12 月，德国交易所向伦敦交易所提出 26 亿美元的收购要约被拒绝，双方继续谈判。
- 2004 年底，欧洲联合股市与伦敦交易所开始进行收购谈判。
- 2005 年 5 月，德国交易所 **CEO** 被迫辞职。
- 2005 年，德国交易所开始和欧洲联合股市讨论合并。
- 2005 年 7 月，英国公平贸易办公室所属竞争委员会认为：
德国证交所和欧洲联合股市在目前状况下并购伦敦交易所都会削弱英国证券市场的竞争氛围。不过竞争委员会并未全盘否定任何一方的收购方案，而是建议它们及时提供避免垄断行为的补救计划。
- 2005 年 12 月，澳大利亚麦格理银行收购 26 亿美元报价被拒绝。
- 瑞典 **OMX** 集团向伦敦交易所表示收购兴趣。
- 2006 年初，人们预测纽约交易所上市后会收购伦敦交易所。
- 2006 年 2 月，英国竞争委员会经过 14 个月的调查，提出，如果德国证交所和欧洲联合股市并购伦敦交易所，必须保证伦敦交易所清算的独立性。
- 2006 年 3 月，纳斯达克 42 亿美元收购报价被拒绝。

——2006年4月，纳斯达克从伦敦交易所大股东 Threadneedle 公司手中获得 14.99%的股权。

——2006年5月，纳斯达克的持股比例上升到 18.7%，随后上升到 25.1%。

——2006年5月，欧洲联合股市表示不再对伦敦交易所感兴趣。

——2006年5月，欧洲联合股市表示正在和德国交易所及其他对象进行合并谈判。

——2006年5月，纽约证券交易所提出与欧洲联合股市合并。

——2006年11月，德国交易所退出对欧洲联合股市的竞争。

… …

目前，伦敦交易所、德国交易所和欧洲联合股市并列欧洲三大交易所。交易所的繁荣和衰败反映出一国经济水平的发展状况。英国经济国际地位的日薄西山在伦敦交易所的现状中得到充分体现。由于技术落后和管理不善，伦敦交易所已风光不再。但是按交易所上市公司市值计算，伦敦交易所在欧洲仍然名列第一，获得伦敦交易所控制权的一方将能够统领欧洲股票交易市场，因此伦敦交易所成为理想的并购对象。

在英国经济衰落的同时，德国在欧洲经济中逐渐处于火车头地位，德国交易所的强劲扩张势头正体现了这一点。随着两国力量对比的变化，英德之间对欧洲证券市场及欧洲事务控制权的竞争更加激烈，德国交易所对伦敦交易所的执着追求体现出德国追求欧洲领导地位的决心。

北欧的瑞典虽然不如德国咄咄逼人，但是其频繁出手，也表明其扩大在欧洲市场影响力的动机。

在欧洲大国角逐欧洲领导地位的同时，为对抗美国的影响，提高在世界中的地位，欧洲内部联合的步伐加快。自 1993 年欧盟正式成立后，欧洲经济步入快车道，成员国之间的经济联系日益密切，欧盟整体经济实力增强。随着经济融合的不断深入，欧洲各证券交易市场相应出现一体化趋势，欧洲联合股市的出现就是例证。

从美国方面看，美国在资本市场上保持世界第一强国的决心分外清晰。美国在经济发展、尤其是科技创新方面始终保持领先。美国两大主要交易市场纽约交易所和纳斯达克不断扩张。

2006 年 1 月，纽约交易所在其年会中提出要争取行业领导地位 (Industry Leadership)，人们普遍认为无论是基于业务发展需要还是与纳斯达克的竞争，伦敦交易所很可能是它的下一个收购目标。但是，纽约交易所一直没有正式提出报价，反而避其锋芒，转向欧洲联合股市，双方拟定于 2007 年完成合并。

2006 年 3 月，纳斯达克对伦敦交易所 42 亿美元的报价被拒绝；此后纳斯达克逐步从伦敦交易所的股东手中购买股票，持股比例达到 28.75%，成为第一大股东；并提出了高达 51 亿美元的第二次报价。虽然该报价又被拒绝，但是目前伦敦交易所的前三大股东都有美国背景，第二大股东美国 Heyman 投资公司持有 8.98% 的股份，另外两家关系紧密的美国基金合计持有 6.4% 的股份。

纽约交易所收购欧洲联合股市、纳斯达克收购伦敦交易所都至少

是一石三鸟的机遇：对于纽约交易所来说，可以扩展业务范围，开展衍生品交易业务（欧洲联合股市的伦敦国际金融期交所是非常重要的衍生品交易市场），借此扩大现金流和交易量，增加利润；在与纳斯达克的竞争中处于优势地位，牢牢保持世界第一大交易所的地位；遏制德国交易所的发展势头，提高在欧洲市场的影响力，与德国交易所和伦敦交易所抗衡。如果纳斯达克收购成功，可以顺利将业务扩展大蓝筹市场；扩大市场规模，在与纽约交易所的竞争中居于优势；扩大在欧洲市场的影响力。因此，不论纽约交易所或纳斯达克哪家最终成功，都充分保证了美国在全球资本市场上领导者的地位。

地理距离较远的澳大利亚随着金融市场的发展和经济实力的增强，也不甘寂寞，加入全球竞争的战局。麦格理银行收购伦敦交易所的报价虽然被拒绝，但是，这客观上表现出澳大利亚参与国际竞争的實力，也表现出英联邦国家对英国的复杂态度。

处在群强争夺之下的英国虽然逐渐衰败，却仍然奋力一搏，试图维持其昔日的地位，扩大影响力。开设香港办事处、与印度孟买国家交易所进行合作谈判，一方面可以看作是英国为抵抗并购压力而采取的举措，另一方面也可以发现，英国试图在新的经济增长热点分一杯羹。