

洲际交易所并购纽约泛欧交易所集团研究

廖士光

(上海证券交易所发展研究中心, 上海 200135)

摘要：本文对洲际交易所收购纽约泛欧交易所集团的案例进行分析，研究发现，随着新兴交易所的崛起，传统证券交易所之间的竞争日益加剧，传统证券交易所股票现货交易的市场份额逐年下滑，利润贡献率大幅下降；衍生品交易与结算已经成为全球交易所最具盈利性的业务；衍生品交易与清算已成为全球交易所并购市场的抢手资源。根据上述研究结论，并结合国内证券市场的发展现状，本文得到两点启示：一是积极稳妥地推进国内证券交易所公司化改制，完善交易所治理结构；二是加快推动国内交易所一体化发展进程，改变交易所行业的“碎片化”状态。

关键词：交易所并购；股票现货交易；衍生品交易

Abstract: This paper studies the acquisition of NYSE Euronext by InterContinental Exchange. It is found that with the rise of emerging exchanges, the competition among traditional exchanges keeps growing, the stock spot trading in traditional stock exchanges has been declining every year resulting in significant drop of profit; derivatives trading and settlement have become the most profitable business and a sought-after resources of global exchanges M&A. According to the research findings and current development of the domestic securities market, the paper got two things: first, actively and steadily push forward the restructuring of exchange companies, improving exchange governance structure; second, accelerate the integration of domestic exchanges, finishing the fragmented state.

Keywords: exchange mergers and acquisitions, stock spot trading, derivatives trading

作者简介：廖士光，经济学博士，上海证券交易所发展研究中心研究员，研究方向：交易所治理。

中图分类号：F830.9 **文献标识码：**A

引言

近年来，在全球交易所竞争日益激烈的大背景下，随着全球股票市场的持续走弱，以股票现货交易为主要盈利来源的传统证券交易所在组织结构、业务结构、产品结构以及盈利结构等方面正遭遇巨大调整。同时，全球资本市场已经发生了重大的内在转变，衍生品市场更加全球化和国际化，股票上市与交易更加区域化和国别化，新兴的电子化交易平台日益挤占传统证券交易所的证券现货交易市场份额，证券现货市场“去交易所化”趋势愈演愈烈，新一轮的交易所并购狂潮正在全球范围内不断兴起。

在全球宏观经济和金融市场复苏初期，全球范围内正在掀起一股跨市场、跨资产、跨业务与跨国界的交易所新型并购浪潮，盈利丰厚的各大衍生品交易所成为抢

手资源，传统的证券交易所纷纷与其并购结盟，通过强强联合方式应对与日俱增的成本削减和业务扩张压力，实现成本与收益的最大优化。2012年12月6日，香港交易所成功收购伦敦金属交易所(LME)，利用LME在基础金属期货及期权交易中的领先地位，拓展其多元化的资产类别业务。2012年12月24日，伦敦证券交易所集团收购欧洲衍生品清算商伦敦清算所(LCH Clearnet)60%的股权，试图在快速发展的衍生品市场领域夺取更大的市场份额。2013年1月1日，日本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(JPX)，并于1月4日在东京证券交易所和大阪证券交易所两地挂牌上市，两家交易所各自运营的股票现货市场并入东京证券交易所，股指期货等金融衍生品市场并入大阪证券交易所。而近期最引人瞩目的交易所并购事件当属美国洲际交易所(ICE)并购纽约泛欧交易所集团(NYSE Euronext)。2012年12月

20日，全球能源期货交易与清算市场领先运营商——美国洲际交易所，以及全球股票、股票期权与固定收益衍生品市场著名运营商——纽约泛欧交易所集团，共同宣布达成并购的最终协议，洲际交易所将以股票加现金的方式收购纽约泛欧交易所集团。自此，两家顶尖交易所集团将合并成首屈一指的全球交易所运营商，业务涵盖农产品与能源大宗商品、信用衍生品、股票及股票衍生品、外汇与汇率等各类领域。因此，本文以美国洲际交易所并购纽约泛欧交易所集团的案例为研究对象，深入分析全球交易所的发展趋势，并从中挖掘值得我们借鉴的内容。

并购历史回顾与原因分析

一、对外并购是洲际交易所不断壮大自身规模的重要法宝

洲际交易所是一家全球领先的期货交易与场外市场(OTC)运营商，其业务范围涵盖农产品、信贷、外汇、排放、能源与股指合约。洲际交易所旗下的欧洲期货交易所经营的原油与成品油期货占世界交易量的半数，其旗下美国期货交易所及加拿大期货交易所拥有农产品、外汇及罗素指数市场。洲际交易所同时也是期货与场外市场集中清算服务的领先运营商，旗下在北美与欧洲有五家接受监管的清算所。目前，洲际交易所服务的客户遍布在全球70多个国家。

洲际交易所线上能源交易起家，由杰弗里·斯普雷彻(Jeffrey C. Sprecher)在2000年创立。斯普雷彻的职业生涯开端是开发发电厂，在20世纪90年代，他发现许多电力公司和金融企业希望利用金融交易合约对冲在能源领域的投资，但是，这类交易合约市场通常存在无序且不透明的弊端。后来，斯普雷彻购买了一家名不见经传的交易所，这家买卖电力的交易所位于亚特兰大。同时，很多银行对建立一个标准化的交易场所，买卖与石油及其他大宗商品价值挂钩的金融衍生品的想法比较感兴趣。而且，在现实生活中，这些银行面对着芝加哥商品交易所(Chicago Mercantile Exchange)在期货贸易中取得的近乎垄断的地位，也希望树立一个竞争对手。因此，借助英国石油公司(BP)以及包括高盛(Goldman Sachs)和摩根士丹利(Morgan Stanley)在内的华尔街金融企业的投

资，2000年，斯普雷彻成功将先前购买的交易所改组成洲际交易所(参见表1)。

在创建初期，洲际交易所就寻求将所有交易都迁移到电脑上进行，从而允许贸易企业全天24小时进行交易。很快，在收购了伦敦国际石油交易所(International Petroleum Exchange, IPE)后，洲际交易所就关闭了交易大厅。同时，洲际交易所还决定自行建立清算中心，而不是依靠其他公司。2009年，洲际交易所收购清算公司(Clearing Corporation)，为信用违约互换(CDS)提供交易清算服务，并为进一步发展做好准备。

成立伊始，洲际交易所就通过不断对外并购的方式壮大自身规模，目前，已成为美国第二大期货交易所。从2001年成功收购英国国际石油交易所至2012年计划收

表1 洲际交易所发展历程

年份	主要事件
2000	洲际交易所成立，目标是建立一个更透明高效的OTC能源市场平台，为全球场外交易市场提供更多流动性
2001	进军期货市场，收购1981年成立的英国国际石油交易所(IPE)，在伦敦建立ICE欧洲期货交易所
2002	推出OTC能源合约清算服务
	ICE欧洲期货交易所转为第一家全电子化能源期货交易所
2005	ICE在纽约证券交易所挂牌上市
	ICE成为罗素1000指数和标准普尔500指数成分股
2006	ICE欧洲期货交易所推出首个电子交易的西德克萨斯中质原油(WTI)期货合约
	收购纽约期货交易所(NYBOT)及其全资拥有的清算所，成立ICE美国期货交易所
2007	ICE美国期货交易所所在ICE交易平台推出软商品电子交易
	收购Chem Connect、温尼伯商品交易所和Chatham能源
	收购在信用衍生工具的执行和处理方面全球市场的领先者和创新者——Creditex
2008	建立ICE欧洲清算所
	收购Yellow Jacket，这是一个能源期权市场领先的对等网络平台，允许交易商通过即时信息进行交流、接收数据和在OTC市场交易天然气、原油和天气市场上进行谈判
	收购清算有限公司(Clearing Corporation)，为ICE信托以及ICE欧洲清算所的CDS清算所提供风险管理框架、运营过程以及清算基础设施
2009	ICE信用清算所推出清算业务
	ICE欧洲清算所开始清算CDS
2010	收购气候交易所有限公司，这是全球环境市场领先运营商
	收购Ballista另类交易系统的运营商Ballista Securities，并将Ballista整合到Yellow Jacket期权谈判系统
2011	出资约5.12亿美元收购巴西结算所运营商Cetip的12%股权，成为其第一大股东
	成立巴西电力交易市场(BRIX)，为巴西重大的电力合同提供透明、开放的电子化交易环境
	收购针对期权市场参与者的技术、软件、信息供应商When Tech公司
2012	关闭传统的公开叫价交易大厅，自2012年10月22日开始，所有在ICE上市的期权都通过电子平台进行交易
	宣布收购纽约泛欧交易所集团

资料来源：根据洲际交易所市场资料提供的信息整理而成。

购纽约泛欧交易所集团的12年内，洲际交易所几乎每年都有大量的收购活动(2003年与2004年除外)，其收购计划与并购活动一直都不曾停止过。

但是，洲际交易所对外的大肆收购兼并活动也非一帆风顺。2011年，纽约泛欧交易所集团与德国交易所决定合并时，洲际交易所就联合NASDAQ-OMX集团出价约110亿美元竞购纽约泛欧交易所集团，但最终遭到后者的拒绝。2012年6月，洲际交易所又与香港交易所竞购伦敦金属交易所，但再度以失败告终。

随着洲际交易所自身规模的不断壮大，其营业收入也呈现大幅增长态势，在2003~2012年的10年期间，其营业收入从0.94亿美元增加至目前的13.63亿美元，年均复合增长率达31%，尤其在2006年与2007年，营业收入年增长幅度分别超过100%与80%，呈现出惊人的增长态势(参见图1)。

在骄人业绩的支撑下，洲际交易所的股价也呈现出大幅上涨态势。一度从2005年上市初期39美元/股最高上涨至2007年的194美元/股，涨幅接近400%。随后，受美

国次贷危机影响，股价大幅下挫，一度跌至2008年的50美元/股(参见图2)。但是，随着美国次贷危机影响逐渐减弱，以及自身业绩持续稳定的高速增长，加之电子交易所相比实体交易所有着更多的先天优势，洲际交易所股价很快走出低谷，出现大幅回升。目前，其每股价格水平大致维持在120美元左右。

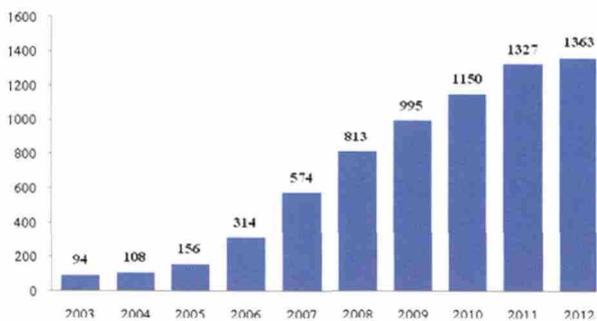
洲际交易所的主要业务是能源期货交易，其高管杰弗里·斯普雷切长期觊觎纽约泛欧交易所集团旗下的伦敦国际金融期货交易所，此次并购的主要目标也正是纽约泛欧交易所集团的衍生品交易业务，而对其证券现货业务毫无兴趣。2011年，纽约泛欧交易所集团与德国交易所合并时，洲际交易所曾联手NASDAQ，提议出价110亿美元与德国交易所竞购纽约泛欧交易所集团，并拟将纽约泛欧交易所集团拆分、各取所需，洲际交易所寻求获得纽约泛欧交易所集团的衍生品业务，NASDAQ希望控制纽约泛欧交易所集团的股票业务，但后来被美国司法部以反垄断为由否决。

二、寻求并购是纽约泛欧交易所集团扭转经营困境的重要途径

近年来，随着股票现货市场交易量持续萎缩，传统证券交易所之间竞争日益加剧，导致交易佣金收入持续下降，过度依赖交易佣金的盈利模式已受到较大挑战(参见图3)。同时，随着新技术的出现、银行及券商自有交易场所的兴起，这些交易场外以提供更快更便宜的交易服务，快速抢占市场份额，导致传统证券交易所来自股票现货交易的利润受到严重侵蚀。

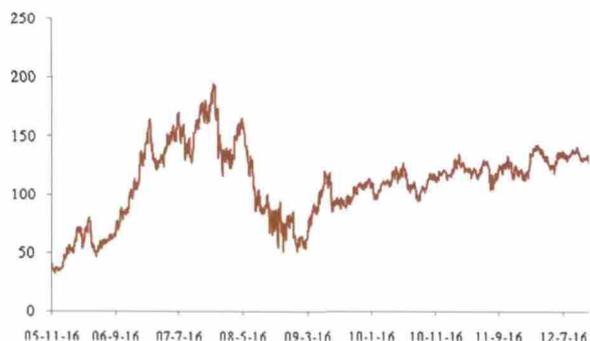
从图3中可以发现，全球交易所股票现货交易收入在其总收入中的占比呈现逐年下降态势，从2007年的58%

图1 洲际交易所历年营业收入走势



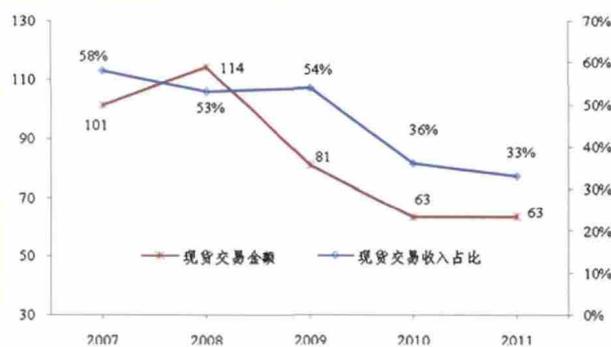
注：图中收益单位为百万美元。
资料来源：根据洲际交易所年报数据整理而成。

图2 洲际交易所股价走势



注：股价单位为美元/股。
资料来源：根据雅虎(美国)财经网站上提供的原始数据整理而成。

图3 全球交易所股票现货交易金额及收入占比趋势



注：图中左轴单位为万亿美元，表示现货交易金额，右轴表示现货交易收入占总收入比重。
资料来源：根据WFE历年“Cost and Revenue Survey”提供的原始数据整理而成。

大幅下跌至2011年的33%。不难发现，相对于蓬勃兴起的衍生品交易和清算业务而言，股票现货交易已经成为一项越来越没有吸引力的业务。

在美国，一家上市公司的股票在哪个交易所上市和在哪个交易所交易是没有必然关系的。一家公司在纽约泛欧交易所集团挂牌，但是其股票却可以由其他交易所撮合交易。如果无法提供优质的交易服务，比如更快的交易速度、更低的交易成本，则股票交易很快会流失到其他交易所，而这也正是本世纪以来纽约泛欧交易所集团面临的最严峻问题。

目前，美国已经有超过50家的另类交易所，由于这些平台的交易成本通常都远低于纽约泛欧交易所集团，因此，严重挤占了纽约泛欧交易所集团股票现货交易的市场份额。2006年，在纽约证券交易所上市的股票由其自身完成撮合的成交量有72.2%。随后成交量占比呈现逐年下降趋势，从2007年的60.5%降至2011年的34.9%，这些流失的股票市场交易份额主要被电子交易平台夺走。最早采用电子撮合的NASDAQ是其最重要的竞争对手，同时，其他由电子通讯网络交易平台(ECN)转型的交易所也是较强的潜在竞争对手。2008年，BATS获得美国证券交易所委员会的许可，正式转型为交易所，成为美国第三大交易所。2010年，Direct Edge也获得美国证券交易所委员会许可，成为美国第四大交易所。虽然纽约证券交易所集团也收购了群岛交易所(Arca)这家一度排名第一的电子通讯网络交易平台，杀入了在NASDAQ与美国证券交易所挂牌上市公司的交易市场，但纽约证券交易所从群岛交易所获得的股票交易量市场份额依然抵消不了纽约证券交易所本部市场份额的下降。

表2是美国股票市场每年第一个交易日所有股票成交量的市场分布，从表中可以发现，纽约证券交易所本部的市场份额从2008年的23%一路下滑至2012年的13%，而收购来的群岛交易所份额也小幅下降，从14%下降至12%，纽约证券交易所本部、全美证交所以及群岛交易所的合计市场份额也从2008年的38%下降至2012年的26%。与之相反，新兴交易所却发展迅速。从最新数据来看，BATS旗下的两家交易所已经占据了近11%的份额，而该比重在2010年仅为8%，Direct Edge旗下的两家交易所也有近10%的份额。

由于纽约泛欧交易所集团的最大收入来源就是美国股票市场，因此，在交易量下滑的背景下，收入压力骤增。为了扭转经营不利的颓势，近年来，纽约泛欧交易所集团一直在尝试多元化经营，如出售交易技术给其他小型交易所，同时还出售市场数据，希望弥补股票方面的损失。目前，信息与技术服务收入占比出现显著上升，从2008年的6%上升至2012年的13%，但其股票上市与交易收入占比却从73%下降至63%(参见图4)，信息与技术服务收入的增加仍然很难填补股票现货市场份额下降带来的损失。

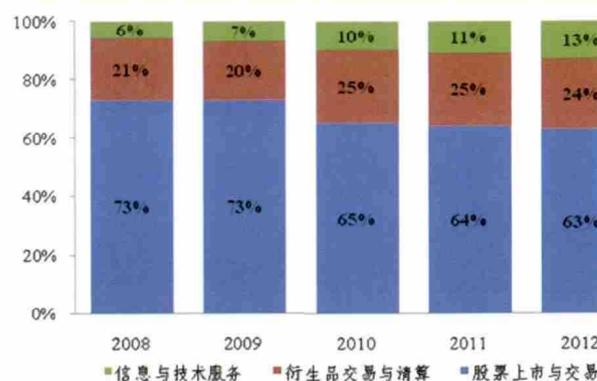
同时，从表3中可以发现，2012年，纽约泛欧交易

表2 美国股票市场成交额分布

交易所	2008	2009	2010	2011	2012
BATS BYX(Y)				1.34%	2.42%
BATS BZX(Z)		9.09%	7.89%	7.38%	8.04%
BATS合计		9.09%	7.89%	8.72%	10.46%
CBSX(W)	0.23%	0.12%	0.15%	0.19%	0.10%
CHX(M)	0.60%	0.38%	0.43%	0.53%	0.41%
EDGA(J)				4.37%	3.14%
EDGX(K)				5.87%	6.40%
Direct Edge合计				10.24%	9.54%
ISE(I)	0.75%	1.38%	2.07%		
NASDAQ(Q)	28.50%	23.80%	17.62%	15.69%	15.44%
NASDAQ BX(B)			3.35%	2.51%	2.45%
NASDAQ PSX(X)	0.09%			0.56%	0.90%
NASDAQ合计	28.59%	23.80%	20.97%	18.76%	18.79%
NSX(C)	0.51%	0.74%	1.11%	0.82%	0.42%
NYSE(N)	23.31%	17.44%	14.39%	13.44%	13.05%
NYSE Arca(P)	14.15%	16.61%	11.32%	12.21%	12.09%
NYSE MKT(A)	0.86%	0.32%	0.36%	0.66%	0.36%
NYSE合计	38.32%	34.37%	26.07%	26.31%	25.50%

资料来源：根据相关资料整理而成。

图4 纽约泛欧交易所集团收入结构



资料来源：根据纽约泛欧交易所集团年报提供的财务数据整理而成。

所集团营业收入为37.5亿美元，较2011年的46亿美元下降18%，净利润3.65亿美元，较2011年的6.03亿美元下降39%。在营业收入中，交易收入为23.9亿美元，较2011年的31.6亿美元下降24%，股票上市与交易收入为23.7亿美元，较2011年的29亿美元也下降了19%。而且，交易收入占其营业收入的比重由2011年的69%下滑至2012年的64%。同时，纽约泛欧交易所集团在衍生品业务方面的营业收入也出现显著下降，从2011年的11.4亿美元下降至2012年的9.1亿美元，下降幅度达20%。

另外，受全球金融危机影响，加之自身经营业绩也一直处于下滑状态，纽约泛欧交易所集团的股票价格呈现出大幅下降态势，从最高峰的每股100多美元下跌至最低15美元左右，下降幅度超过80%(参见图5)。在宣布洲际交易所收购纽约泛欧交易所集团的消息前，其股票价格一直处于低迷状态，大致维持在22美元/股左右。而当2012年12月20日收购消息公布后，纽约泛欧交易所集团股票当日上涨8.20美元、收盘至32.25美元，单日涨幅34%。

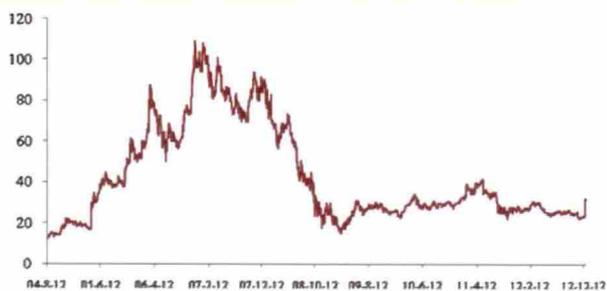
表3 纽约泛欧交易所集团营业收入结构

业务类型	2012		2011		营业收入变化率
	金额	比重	金额	比重	
交易收入	23.93	64%	31.62	69%	-24%
市场数据	3.48	9%	3.71	8%	-6%
上市服务	4.48	12%	4.46	10%	0%
技术服务	3.41	9%	3.58	8%	-5%
其他收入	2.19	6%	2.15	5%	2%
营业收入	37.49	100%	45.52	100%	-18%
衍生品	9.11	24%	11.35	25%	-20%
股票上市与交易	23.65	63%	29.29	64%	-19%
信息与数据服务	4.73	13%	4.90	11%	-3%
营业收入	37.49	100%	45.54	100%	-18%

注：表中营业收入单位为亿美元。

资料来源：根据纽约泛欧交易所集团2012年年报提供的原始数据整理而成。

图5 纽约泛欧交易所集团股价走势



注：股价单位为美元/股。

资料来源：根据雅虎(美国)财经网站上提供的原始数据整理而成。

因此，市场竞争的日趋激烈以及股票市场成交量大幅萎缩严重挤压了纽约泛欧交易所集团的利润。对于纽约泛欧交易所集团而言，为了摆脱传统证券交易所在全球化竞争、金融市场变革、现代化电子交易以及“去交易所化”背景下的窘境，寻求更加优化的合作路径是其当务之急。

并购概况

一、并购方案

如果洲际交易所和纽约泛欧交易所集团获得监管机构和股东批准，该项并购交易将创造出一个自身总市值约174亿美元的全球第三大交易所集团(洲际交易所市值94.2亿美元、纽约泛欧交易所集团市值79.6亿美元)，一举超越德国交易所，仅次于香港交易所(总市值219亿美元)与芝加哥商业交易所集团(总市值181亿美元，数据截至2013年1月11日)。合并后的交易所集团将在市场上占据更有利的竞争地位，并通过整合全球品牌、专业技能和基础设施，为客户提供更广泛的各类资产服务，成为与时俱进的全球顶尖交易所运营商。

两家交易所董事会一致通过协议，正式同意洲际交易所收购纽约泛欧交易所集团；基于2012年12月19日洲际交易所的收盘价128.31美元/股，对纽约泛欧交易所集团的估值为每股33.12美元；该项并购交易总对价约为82亿美元，包括67%的洲际交易所股票及33%的现金，洲际交易所将通过自有资金及授信额度支付交易对价的现金部分；并购交易结束后，纽约泛欧交易所集团股东将持有合并后的洲际交易所36%股份。而且，纽约泛欧交易所集团每股33.12美元的估值，相对2012年12月19日每股24.05美元的收盘价，有37.7%的溢价；相对2012年平均每股25.97美元的收盘价，也有28%的溢价。

纽约泛欧交易所集团的股东有以下三种选择兑现每股对价：(1)33.12美元现金；(2)0.2581股洲际交易所普通股；(3)11.27美元现金加0.1703股洲际交易所普通股。而且，整个并购交易的现金对价支付总额不超过约27亿美元，洲际交易所普通股对价加总不超过约4250万股。

洲际交易所董事长兼首席执行官杰弗里·斯普雷彻继续担任合并后公司的董事长兼首席执行官，洲际交易所首席财务官斯科特·希尔(Scott A. Hill)出任合并后公

司的首席财务官。纽约泛欧交易所集团首席执行官邓肯·尼德奥尔(Duncan L. Niederauer)出任合并后公司的总裁兼纽交所集团的首席执行官。纽约泛欧交易所集团董事会的4位董事将加入洲际交易所的董事会,使后者董事席位扩大至15席。

同时,洲际交易所将积极保留纽约泛欧交易所集团的品牌,并搭建亚特兰大与纽约双总部的架构。纽约总部将坐落在拥有标志性交易大厅的华尔街大楼,洲际交易所也将在2013年6月在曼哈顿中城开设新的办公地点。

另外,为了排斥其他交易所中途加入此次并购,保证并购活动的顺利推进,两家交易所还设置了较高的分手费门槛。如果洲际交易所以82亿美元并购纽约泛欧交易所集团无法得到监管部门的反垄断批准,则需要向纽约泛欧交易所集团支付7.5亿美元分手费;如果其中有一方董事会改变对该项交易的推荐,另外一方将获得4.5亿美元的赔偿;如果纽约泛欧交易所集团选择其他并购方的更高报价,则需要向洲际交易所支付3亿美元分手费;如果洲际交易所或者纽约泛欧交易所集团的股东中有一方未能批准该交易,也需要向对方支付1亿美元。因此,如此高额分手费意味着其他竞争性交易所很难加入到此次竞购活动。

考虑到两家交易所股东的审批流程及欧洲与美国两地的监管审批,预计该项交易将于2013年下半年完成。同时,由于洲际交易所专注于石油、天然气和棉花等大宗商品期货交易,并一直回避股票和股票期权交易,而纽约泛欧交易所集团主要做股票现货和股票衍生品交易,两者很少有直接的业务重叠,而且,两者合并后在期货市场的占有率仅为10%左右,估计不会引发监管部门对并购活动反垄断方面的忧虑,因此,该项并购交易顺利通过审查的概率相对较高。

二、市场架构

在竞争力与市场结构方面,该项并购交易是洲际交易所对市场结构演变做出的回应,有助于改善市场透明度,并集中更多的优势资源应对股票市场结构变化给纽约泛欧交易所集团带来的挑战与机遇,为合并后的交易所集团提供一系列的增长契机,增强交易所集团在美国与欧洲利率市场中的创新力与竞争力。同时,该项并购交易使洲际交易所能在经济周期低谷时延伸进入新的业

务市场,包括全球最大的资产类别——利率市场,并在全球平台上提供更多资产组合的多元化运作以及更加创新的产品与服务。另外,并购后的交易所集团可以实现更高的运营效率,并通过提高业绩及整合技术基础架构,将发展重心逐渐转移到市场安全性与可靠性上来。

合并后的交易所集团将拥有14家股票、期货交易所以及5家清算所,在商品、金融类期货等合约的交易双方之间充当中介角色,涉足的地区和业务显著多于其他任何竞争对手(参见图6)。而且,洲际交易所一直处于高速增长和高回报阶段,且在清算和并购业务上经验丰富,对并购后的公司具有较强的业务整合能力。该项并购交易完成后,伦敦国际金融期货交易所的交易执行及清算业务将并入洲际交易所下属的欧洲清算所,彻底解决伦敦国际金融期货交易所长期以来没有独立、高效结算机构的难题。

在业务运营方面,该项并购交易将创造出一个在交易所及清算机构领域无与伦比的全球运营商,业务范围将涵盖农产品与能源大宗商品、信贷衍生品、股票与股票衍生品、外汇及利率等。合并后的洲际交易所将通过控制纽约泛欧交易所集团旗下的欧洲第二大衍生品交易所——英国伦敦国际金融期货交易所,进入欧洲金融期货市场,特别是涉足利率交易业务。利率是全球最大资产级别之一,也是芝加哥商业交易所集团(CME Group)的强项。在短期利率合约交易方面,芝加哥商业交易所集团素来是英国伦敦国际金融期货交易所的较强竞争对手。因此,通过并购可以推动洲际交易所从能源期货交易领域全面拓展至金融期货交易市场,并进一步增加同

图6 并购后洲际交易所业务架构



芝加哥商业交易所集团进行竞争的能力。

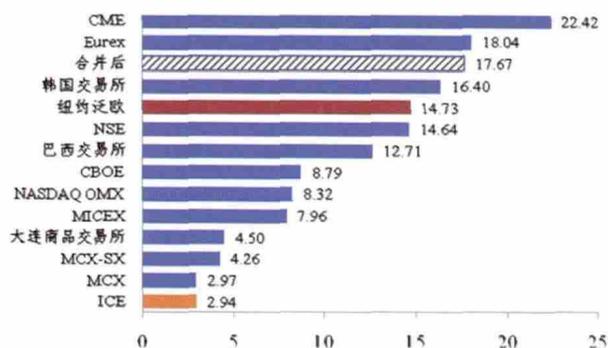
而且，一旦该项并购交易得到监管部门的批准，将在全球衍生品交易及清算领域创造出一个可以挑战芝加哥商业交易所集团的新机构。并购后洲际交易所衍生品合约交易量的全球排名将从第十四位大幅上升至第三位，仅次于芝加哥商业交易所集团与欧洲期货交易所(Eurex)(参见图7)。

三、绩效架构

在财务方面，该并购交易可以带来较大的成本协同效应，释放出巨大的并购价值。在过去的10多年时间里，洲际交易所已经成功完成了一系列收购和整合，在兑现承诺的或高于承诺的协同价值上具有丰富的经验。预计该项并购交易结束后的第二年，并购产生的协同效应可以为合并后的交易所集团节约4.5亿美元左右的成本；预计交易结束后的第一年，合并后的交易所集团有望实现超过15%的盈利增长。

而且，合并后的交易所集团将具备强大的运营实力，能够维持经常性收入的健康水平，并从市场复苏中受益，即在利率上升与股票市场改善的环境中取得较好的经营业绩。该项并购交易完成后，预计第一年可以实现盈利高增

图7 全球衍生品合约交易量排名



注：1.图中数据截至2012年9月30日；2.衍生品合约交易量单位为亿份。
资料来源：根据纽约泛欧交易所集团对外公布的新闻资料内容整理而成。

表4 并购前后交易所的经营情况(最近12个月)

指标	洲际交易所	纽约泛欧交易所集团	合并后	协同效应
营业收入	13.67	23.90	37.57	37.57
EBITDA	9.71	10.49	20.20	24.70
债务	8.50	24.82	51.32	51.32
现金与短期投资	12.41	3.41	5.21	5.21
债务/EBITAD	0.9	2.4	2.5	2.1

注：1.债务、现金与短期投资的数值截至2012年9月30日；2.营业收入、EBITDA、债务、现金与短期投资的单位为亿美元；3.预计并购交易导致负债增加18亿美元，需要11亿美元现金用于支付并购交易的对价。
资料来源：根据纽约泛欧交易所集团对外公布的新闻资料内容整理而成。

长，预计最近十二个月(LTM)的净收益达38亿美元，息税折旧及摊销前收益(EBITDA)达20亿美元，发生协同效应后的息税折旧及摊销前收益达24.7亿美元(参见表4)。合并完成后，新交易所集团将拥有强大的现金流和强劲的资产负债状况，不但能继续对增长项目进行投资，而且能快速推动合并后的去杠杆化。另外，从合并完成后的第二年起，交易成本以外的投资将会获得回报。

从净收益的业务结构分析，新交易所集团的盈利水平主要依赖于期货期权交易，期货期权交易净收益占净收益总额的比重高达44%；传统的股票现货上市与交易业务占比出现显著下降，两者比重合计仅为23%，而在纽约泛欧交易所集团2012年的盈利结构中，股票现货上市与交易业务比重高达69%；另外，新交易所集团的市场数据业务净收益占比13%，技术服务及其他服务收入占比16%(参见图8)。而且，从净收益的地区结构分析，新交易所集团净收益的地区分布比较均衡，其中，来自于美国本土市场的净收益占比为55%，来自于美国之外的国际市场净收益占比45%。

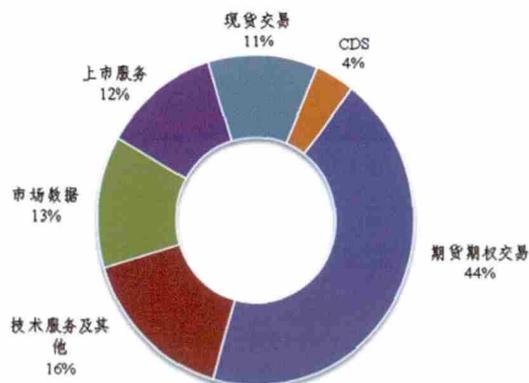
结论与启示

一、研究结论

第一，传统证券交易所股票现货交易的市场份额逐年下滑，利润贡献率大幅下降。

随着股票市场现货交易量的持续萎缩，传统证券交易所之间的竞争日益加剧，导致其交易佣金收入持续下降，过度依赖交易佣金的盈利模式已经受到较大挑战。同时，随着新技术的出现、银行及券商自有交易场所的

图8 并购后洲际交易所净收益的业务结构



注：图中净收益是指最近十二个月的数值。
资料来源：根据纽约泛欧交易所集团对外公布的新闻资料内容整理而成。

兴起，这些新兴交易场所通过提供更快更便宜的交易服务，快速抢占市场份额，导致传统证券交易所来自股票现货交易的利润受到严重侵蚀，盈利压力进一步加剧。

相对于蓬勃兴起的衍生品交易和清算业务而言，传统证券交易所股票现货交易的市场份额逐年下滑，收入贡献率大幅下降，现货交易已经成为利润率极低的业务。在2007~2011年间，衍生品交易收入占全球交易所交易收入的比重呈逐年上升态势，从2007年的25%大幅升至2011年的49%，占比翻了近一番，并在2011年首次超过股票现货交易的比重；而股票现货交易收入占比却从2007年的68%大幅下降至2011年的46%，占比缩水近三成，表明在全球交易所股票现货交易收入大幅下滑的同时，衍生品交易业务收入快速增长，并成为全球交易所交易收入的主要盈利来源。同时，随着股票现货交易佣金收入的大幅下降，以股票现货交易收入为主要盈利来源的传统证券交易所的盈利能力显著下降。以2011年为例，WFE统计数据 displays，全球股票现货交易所的利润总额占全球交易所利润总额的比重仅为6%。

第二，衍生品交易与结算已经成为全球交易所最具盈利性的业务。

多年以来，以衍生品交易与清算业务为主的交易所运营利润率都相对较高。从全球主要交易所的运营利润率对比中可以发现，以芝加哥商业交易所集团、洲际交易所以及芝加哥期权交易所(CBOE)为代表的衍生品交易所运营利润率都在35%以上，其中，芝加哥商业交易所集团的运营利润率高达60%。而以股票现货为主的交易所运营利润率却相对较低，且运营利润率的变动幅度较大，如东京证券交易所、NASDAQ以及纽约泛欧交易所集团的运营利润率大都低于30%，其中，纽约泛欧交易所集团的运营利润率最低，尚不足20%。由此可见，随着股票现货交易收入水平的持续下滑，衍生品交易与清算业务已经成为全球交易所最具盈利性的业务。

第三，衍生品交易与清算已成为全球交易所并购市场的抢手资源。

在全球宏观经济和金融市场复苏初期，全球范围内正在掀起一股跨市场、跨资产、跨业务与跨国界的交易所新型并购浪潮，盈利丰厚的各大衍生品交易所成为交易所并购市场的抢手资源，传统的证券交易所纷纷与其

并购结盟，通过强强联合方式应对与日俱增的成本削减和业务扩张压力，实现成本与收益的最大优化。

而且，随着场外衍生品市场的种种问题在此次金融危机中被暴露出来，全球监管机构都在推动将更多的场外衍生品交易转移到高透明度的交易所场内市场。如美国的《多德-弗兰克法案》(Dodd-Frank Act)就要求先前缺乏监管的场外衍生品交易纳入至清算中心和受到监管的交易所市场，大部分衍生品须在交易所内通过第三方清算进行交易。这一新规的实施将导致场外市场衍生品合约的结算需求大幅提高，又会进一步提高衍生品交易的盈利水平与并购吸引力。

二、相关启示

第一，积极稳妥地推进证券交易所公司化改制，完善交易所治理结构。

后金融危机时代的交易所并购反映了全球资本市场之间的相互渗透、结盟与博弈的趋势，同时也是交易所在全球经济持续低迷、交易所之间竞争日益加剧与股东盈利要求不断提高的多重背景下自我调整的必然结果。但是，交易所之间并购结盟必须具备最基本的前提条件，即已经完成公司化改制或成为上市公司。

近年来，无论是境外成熟市场抑或是新兴市场，交易所公司化改制并公开上市已经成为主流趋势，超过60%的全球交易所已经完成公司化改制，近50%的全球交易所已经成为上市公司。因此，作为传统的会员制证券交易所，国内证券交易所应在尊重客观现实的基础上，顺应全球交易所公司化的变革潮流与发展趋势，积极稳妥地推进交易所公司化改制，实现交易所所有权和经营权分离，既可以改善交易所公司治理结构，使交易所运营更加市场化，有效提高交易所的综合竞争力，又可以使交易所之间的并购结盟成为可能。

一方面，理顺中国证监会和证券交易所的分工关系，促进各自归位尽职。按照国际惯例推进监管专业化、合理化改革，实现监管机构职能转换，使监管机构从侧重于行政控制和行政审批转为监管风险和惩处违规行为、完善监管规则、提高监管的效率、效果与成本收益性等方面，从而由现行的全能行政控制者转型为专注于金融监管的专业机构。

另一方面，推进交易所市场化改革，使其成为自主

运作、高效发展、治理规范、形神兼备的独立市场主体。以公司化、市场化、法治化和国际化为发展方向，加快调整证券交易所的治理结构，推动交易所的实质性公司化，与国际上公司化交易所的运作惯例接轨，切实改变目前交易所运作的行政化、低效化状态，有效提升交易所的市场活力、创新能力和综合竞争力。

第二，加快推动国内交易所一体化发展进程，改变交易所行业的“碎片化”状态。

全球交易所竞争与并购的实践表明，实现产品、交易、清算、数据服务和交易技术服务于一体，并拥有更出色的交易技术和金融衍生品市场营运能力是在全球竞争中立于不败之地的法宝。而我国国内交易所市场、交易所行业高度分割，处于过度“碎片化”状态。不仅现货和衍生品市场割裂，交易和清算环节也出现分

离，这种人为的“碎片化”降低了交易所行业的资源配置效率和组织效率，增加了市场运行成本，抑制了交易所的产品创新能力和发展动力，不利于提高交易所综合竞争力。

因此，需要在国家宏观和战略层面对交易所行业进行整体性的长远规划，整合国内交易所资源，实现产品、交易、清算、数据和交易技术服务于一体，彻底改变国内交易所行业的“碎片化”状态。目前，可对国内交易所进行一体化整合，即采取控股公司架构，实施“3+1”，即设立由沪深交易所、中国金融期货交易所和中国证券登记结算公司组成的中国证券交易所集团。在每个交易所集团内部，进行技术平台、产品线和业务流程整合，最大限度地实现协同效应，提升交易所行业的全球竞争优势和影响力。

(上接第9页)

9. 20世纪90年代，日本学习英国1986年颁布的《金融服务法》，希望构筑除银行和保险以外的各种投资商品、服务的总括的法律规制。1997年日本大藏省(现在日本金融厅)召开“关于新型金融趋势座谈会”，为了构建横向金融商品法律规制，开始启动修改《证券交易法》。2006年，日本大范围地修改了《证券交易法》，并将其更名为《金融商品交易法》。伴随着《金融商品交易法》的实施，《金融期货交易法》、《投资顾问业法》、《关于外国证券业者的法律》以及《关于证券抵押业规制的法律》等被废止。

10. 参见注释5，第66页。

11. 山下友信、神田秀树编：「金融商品取引法概説」，有斐阁2010年，第412页。

12. 夙佳世子：「証券取引所の現状と課題」，調査と情報603号(2007年)，第3页。

13. 参见注释5，第67页。

14. 森本学：「「総合取引所」の背景とその規制のあり方」，証券レビュー52卷7号(2012年)，第7页。

15. 参见<http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/special/global/finance/08/item1.pdf>，2013年5月12日访问。

16. http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20070613/01.pdf，2013年5月12日访问。

17. 同注释5，第67页。

18. <http://www.kantei.go.jp/jp/sinseichousenryaku/sinseichou01.pdf>，第51页，2013年5月12日访问。

19. “综合交易所研讨组”汇总报告，<http://www.fsa.go.jp/news/23/syouden/20120224-2/01.pdf>，2013年5月12日访问。

20. 根据日本《金融商品交易法》第35条规定，第一金融商品交易业是指以下列任一行为为事业的金融商品交易者，(1) 有价证券的买卖、买卖的中介·代购代销·代理、交易所金融商品市场·外国金融商品市场中有价证券的买卖委托的中介·代购代销·代理，有价证券的清算代办、卖出，募集·卖出的操作，私募的操作；(2) 店头衍生品交易以及其中介、代购代销、代理、清算代办；(3) 有价证券的；(4) 私设交易程序的运营；(5) 涉及金融商品交易业的委托保管顾客金钱或有价证券的行为；(6) 公司债的过户转账业务。

21. 日本经济新闻(电子版)http://www.nikkei.com/article/DGXNASGD190AZ_Q2A121C1000000/，2013年5月12日访问。

22. 参见大崎贞和：「日本取引所グループ発足の意義と今後の課題」，資本市場329期(2013年)，第39-40页。

23. 同注释5，第69页。

24. 将证券交易所解释为会员制事业单位法人的主要理由有：(1) 证券交易所不是财团法人，而是社团法人，《证券法》有关证券交易所的条文之中也多次出现“会员”、“会员费”等概念；(2) 证券立法强调证券交易所的非营利性。因为“证券交易所的积累归会员所有，其权益由会员共同享有，在其存续期间，不得将其积累分配给会员”。在证券交易所的组织形式上，仍然延用了会员制形式。刘俊海：“证券交易所的公司化趋势及其对中国的启示”，<http://www.civillaw.com.cn/article/default.asp?id=33362>，2013年5月12日访问。也有学者认为我国的上海和深圳证券交易所是在政府主持下成立，其组织制度不是严格意义上的会员制，而是政府领导下的交易会会员制。参见陈浩：《证券法的变革与走向》，法律出版社2011版，第107页。

25. 刘俊海：《现代证券法》，法律出版社2011年版，第272页。

26. 由于证券交易所和证券交易参加者相分离，从而使证券交易所不受交易双方的任何一方影响，从而保障证券交易活动的公平、公正。参见刘俊海：《中国资本市场法治前沿》，北京大学出版社2012年版，第146页。

27. 关于会员制证券交易所和公司制证券交易所之间区别，参见注释24，第279-281页。

28. 鲁篱：“证券交易所自治地位的比较研究”，载《社会科学研究》2004年第4期，第86页。

29. 鲁篱：“证券交易所自治地位的比较研究”，载《社会科学研究》2004年第4期，第88页。也有学者将我国证券交易所自律监管和政府行政监管的关系表述为“政府完全主导型模式”，参见注释24，陈浩著书，第106页。

30. 同注释24，陈浩著书，第110页。

31. 同注释25，第295页。