

# 全球证券交易所合并与联盟发展趋势及其启示

杨亚琴 张安然 倪璇\*

**摘要：**证券交易所是全球城市重要的金融基础设施，其合并与联盟很大程度上影响资本的全球流动格局，从而影响着全球资本市场资源配置。本文立足全球证券交易所功能作用，客观分析全球证券交易所合并和联盟发展历程，着眼当前全球政治经济和科技创新发展新背景，聚焦全球金融中心建设进程中的主要证券交易所发展新动向，观察全球资本市场发展新趋势，研究提出深入推进全球资本市场开放合作，加快证券交易所公司化改革，拓展与新兴经济体证券交易所合作空间，通过数字技术赋能促进交易所新型合作与联盟的应对之策，并针对增强我国全球资源配置能力提出相关建议。

**关键词：**全球证券交易所 合并与联盟 资本市场开放合作

纵观全球资本市场三十多年发展历史，尽管证券交易所合并与联盟的动因和产生效应不尽相同，但无论是为了争夺和整合全球金融资源，增强交易所竞争力，实现市场规模效应，还是为了顺应技术变革和金融创新与监管发展的需要，客观上促进了资本跨国流动、提高资本集聚效应，反映了全球资本市场开放合作的深化和结构性调整，显示全球城市金融资源配置功能强弱变化。当前新科技革命和产业变革浪潮汹涌，大国竞争博弈异常激烈，全球证券交易所合并与联盟出现一些新动向，新兴经济体、“一带一路”沿线国家资本市场之间的合作交流在加强，这对我国资本市场的改革开放发展带来了许多新的启示。

---

\* 上海市决策咨询委员会、上海全球城市研究院 2022 年招标课题。课题组组长：杨亚琴；成员：张安然、倪璇；执笔：张安然。

## 一、全球证券交易所合并与联盟的历史回溯

1602年荷兰成立最早的阿姆斯特丹证券交易所,之后欧洲一些发达国家先后建立起各种证券交易所。20世纪90年代以来,伴随发达国家证券交易所公司化改制和发展中国家证券交易所建立,全球证券交易所进入快速扩张阶段,特别是随着信息科技和互联网的发展,交易所垄断经营模式被打破,全球证券交易所竞争激烈,交易所之间的合并与联盟成为金融全球化发展主旋律。国际证监交易所联合会、世界交易所联合会(WFE)等国际组织是这一历史进程的见证者和推动者。

### (一) 第一波浪潮:国内合并(1990—1999年)

20世纪90年代开始发达国家证券交易所出现公司化改革趋势,交易所公司化有利于厘清内部资本结构,重塑权责组织架构,有效提升交易所行业竞争能力。1997年亚洲金融危机爆发之后,为整合国内金融资源、激发本土经济活力,各国将证券交易所合并重组作为一个重要抓手。1998年全球最大的电子化交易市场——Nasdaq与美国第三大股票交易所——美国证券交易所合并为Nasdaq-Amex集团公司。1999年日本东京证券交易所合并广岛、新潟两家地方性证券交易所;巴西圣保罗股票交易所与里约热内卢股票交易所合并;加拿大四家证券交易所重组。

这一阶段全球证券交易所合并与联盟发端于交易所改制。美国证券交易委员会(SEC)于1998年出台《交易所和另类交易系统管理条例》,明确规定证券交易所可按营利性原则运作,这为美国各大证券交易所“公司化”改革提供制度依据。因此,伴随着交易所公司制改革和上市,证券交易所合并与联盟主要发生在欧美等发达国家国内各证券交易所之间,包括证券交易所与衍生品、结算所之间的股权合并。政府主导色彩较浓,在制度、技术方面阻力较小,合并速度较快。

### (二) 第二波浪潮:跨国并购(2000—2006年)

以1999年欧元区诞生为代表的欧洲统一市场建立,出现市场主导下的欧洲国家交易所的跨国合并。2000年,阿姆斯特丹、巴黎、布鲁塞尔证券交易所合并成泛欧交易所(Euronext),合并后其上市公司数量达到1360家,市值规模达到2.32万亿美元。同年,伦敦、法兰克福证券交易所也联合组建新国际交易所(IX),市值达4万亿美元,汇集全欧洲53%股票交易。2003年,斯德哥尔摩股票交易所、冰岛期货交易所的OM集团与包含芬兰赫尔辛基证券交易所的HEX集团合并,形成北欧证券交易集

团(OMX)。2007年伦敦交易所与意大利交易所合并。伴随统一欧洲市场建立,欧洲逐步形成伦交所、德交所、泛欧交易所、北欧交易所、瑞士交易所鼎立格局。欧洲交易所合并与联盟的国际战略意义,旨在推动欧盟经济金融地位与美国形成两极平衡,改变世界经济金融市场格局。

这一阶段全球证券交易所是基于市场导向的交易所扩张和地缘关系开展的跨国合并,以股权收购兼并为主,通过共用电子交易系统驱动。伴随交易所公司化和上市步伐继续加快,全球交易所竞争亦越发明显。截至2004年底,世界交易所联合会(WFE)所有会员中,完成公司化和上市的交易所占到总数的53%。以共用电子交易系统驱动,如泛欧交易所均采用NSC电子交易系统;新国际交易所采用Xetra电子交易系统;北欧证券交易集团开发SAXESS系统,之后各加入交易所都以迁入共同电子交易系统为前提。

同时,各国证券交易所之间积极建立战略联盟。2000年,以纽约证券交易所为首,包含东京证交所、澳大利亚证交所、巴西圣保罗交易所等在内,占全球股票交易60%的10家交易所宣布结成联盟,商谈建立“环球股本证券市场(Global Equity Market)(GEM)”。2006年7月7日,东京证券交易所和韩国证券交易所宣布,以合并或者交叉持股形式加深双边合作,以增强双方在全球证券交易市场中的竞争力。2007年东京证交所与纽约证交所正式进行全面合作。

### (三) 第三波浪潮: 跨洲际交叉合并(2007—2012年)

受《萨班斯法案》限制,美国纽交所和纳斯达克交易所面临增长空间限制。两大证交易所在同步并购本土交易所的同时,开启跨洲际并购以开辟新市场。2007年纽交所并购泛欧证券交易所为纽约泛欧交易所,并于2008年并购美国证券交易所。2008年,纳斯达克并购北欧证券交易集团(OMX),还并购了本土波士顿证券交易所和费城证券交易所。至此,欧洲除伦交所、德交所、瑞士交易所外,规模化的地区交易所背后均有美国交易所的身影。洲际所先后并购伦敦国际石油交易所、纽约期货交易所、温尼伯商品交易所等,于2012年并购纽约—泛欧证券交易所,形成股票市值最大、产品最完善、功能最齐全的综合证券交易所。

这一阶段证券交易所合并和联盟主要呈现欧美发达国家跨洲交叉重组并购特点,突出强强合并,并购金额庞大,并逐渐形成具市场垄断地位的证券交易所行业格局。纳斯达克以126亿瑞典克朗及6060万份纳斯达克普通股为代价,通过交易对手Borse Dubai 杠杆收购北欧证券交易集团(OMX)所有流通股,完成对OMX集团并购。

美国洲际交易所支付 82 亿美元并购纽约—泛欧交易所集团,其中 67%以股票方式支付,33%以现金方式支付。全球两大巨无霸交易所垄断证券市场,并通过美元超发和加息周期影响全球资本。

#### (四) 第四波浪潮:合作联盟主导(2013 年之后)

经过前三轮的合并与联盟,全球证券交易所分布呈现以欧美主要证券交易所集团为首的寡头垄断格局,其他各国证券交易所纷纷尝试抱团取暖式合并。如 2013 年 1 月处于守势的日本东京证券交易所和大阪证券交易所合并为日本交易所集团;2014 年 1 月 BATS 与 Direct Edge 合并,2016 年 3 月 17 日伦敦证券交易所集团(London Stock Exchange Group PLC)与德意志交易所集团(Deutsche Boerse AG)宣布,双方同意进行全股票合并,共同成立一家新的证券交易公司。但随后不久,欧盟向伦敦证交所与德意志交易所间合并亮出红牌——宣布阻止这一并购。

新兴经济体证券交易所之间开展多种形式的合作联盟,一般为半开放状态,进程缓慢、规模较小,仅就某些特定产品互融互通。如香港交易及结算所有限公司、巴西证券期货交易所、俄罗斯莫斯科银行间外汇交易所(MICEX)和俄罗斯交易系统(RTS)、南非约翰内斯堡证券交易所于 2011 年签署合作联盟协议,允许各成员市场的基准股市指数衍生产品可以在其他交易所以当地货币挂牌买卖。金砖五国新兴经济体,如俄罗斯、印度、巴西、南非等整合本土证券交易平台;中国证券交易所积极尝试国际合作,上交所、深交所与港交所、伦敦交易所、瑞士交易所等合作推出沪深港通和沪伦通等。

图 1 梳理总结了 1999—2019 年间全球证券交易所合并与联盟中有代表性的重要事件和发展脉络,大体勾勒经过几轮合并与联盟后,当前全球证券交易所的分布版图和全球资本市场发展总体格局。表 1 比较分析了全球证券交易所合并与联盟四个不同发展阶段的情况,旨在客观展示全球证券交易所发展趋势特点。

总的来说,证券交易所作为资本市场的主要组织者和秩序维护者<sup>①</sup>,通过制定交易规则、维护交易秩序、降低交易成本、提供交易信息等,为国内外投融资主体及其相关机构提供交易平台和各种功能服务,是保障资本市场安全高效运行的重要基础设施和组织载体。其核心功能在于链接资产端和资金端:丰富的交易资产(上市公司股票及其金融衍生品)能满足投资者需求以吸引更多资金,更多投资者和活跃的交易

<sup>①</sup> 刘贺元:《论证券交易所新股首发自律监管及完善》,载《法制与社会》,2015 年第 11 期。

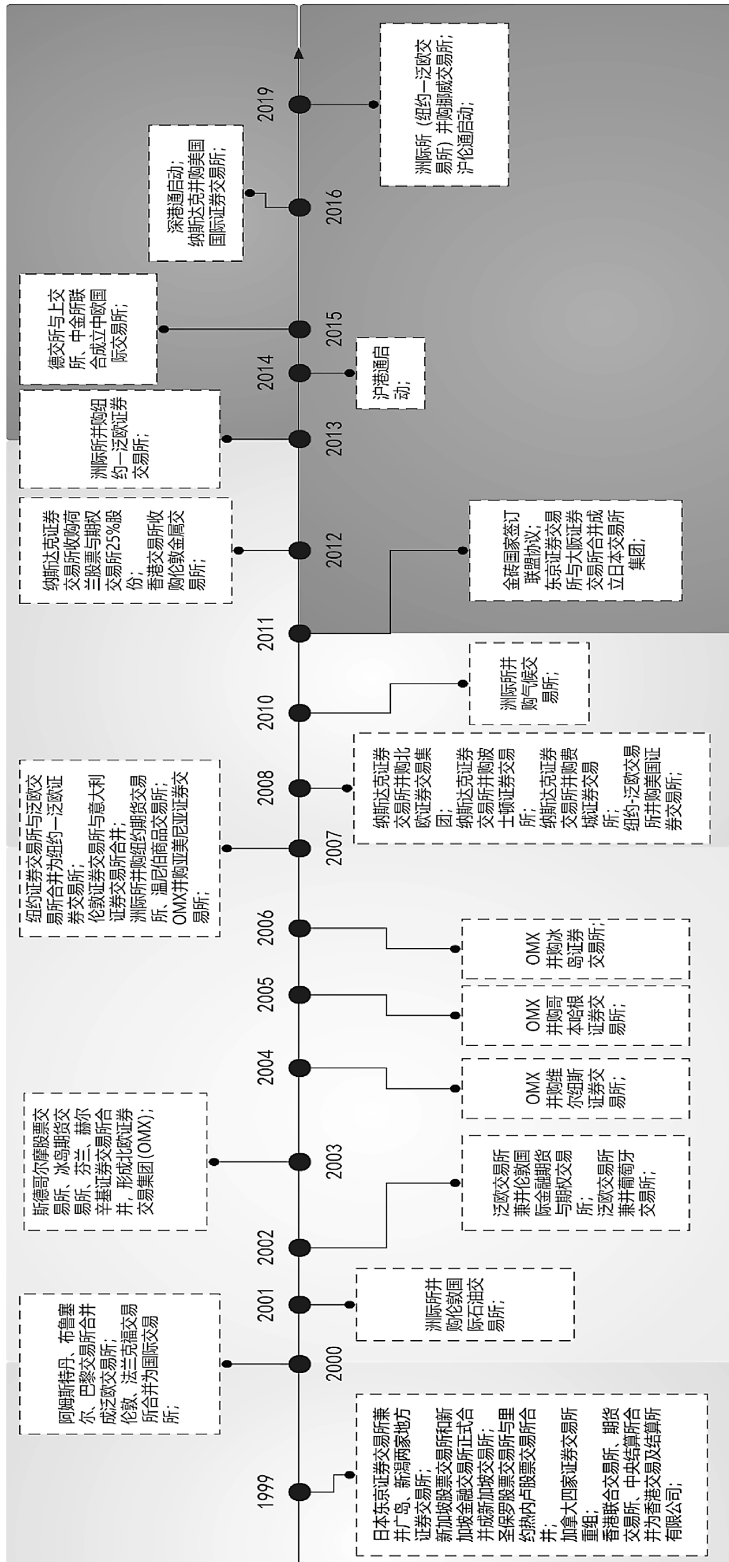


图 1 全球重要证券交易所合并与联盟的主要事件

表 1 全球证券交易所合并与联盟四次浪潮的发展趋势特点

四次浪潮	发展背景	主要特点	代表性案例	说明
第一次浪潮 1990—1999	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 新兴经济体开始创建证券交易所</li> <li>➢ 发达国家推进证券交易所公司化改革</li> <li>➢ 金融危机后各国重新审视金融全球化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 政府行政主导色彩较浓</li> <li>➢ 国内自上而下合并重组</li> <li>➢ 证券、衍生品、结算所等交易所横向合并为主</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 新加坡股票交易所、新加坡金融交易所合并成新加坡交易所</li> <li>➢ 圣保罗股票交易所与里约热内卢股票交易所合并成巴西证券交易所</li> <li>➢ 加拿大的四家交易所重组合并</li> </ul>	<p>证券交易所经历了本国内部合并使业务多元化、企业化改制、上市交易、横向与同类竞争者合并与联盟、纵向收购优化企业服务公司的过程</p>
第二次浪潮 2000—2007	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 欧元区诞生后欧洲统一市场建立</li> <li>➢ 经济金融全球化发展速度加快</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 基于市场导向的交易所扩张</li> <li>➢ 基于地缘关系开展跨国合并</li> <li>➢ 股权收购兼并为主、共用电子交易系统驱动</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 阿姆斯特丹、布鲁塞尔、巴黎交易所合并为泛欧交易所,伦敦、法兰克福交易所合并组建新国际交易所</li> <li>➢ 斯德哥尔摩股票交易所、冰岛期货交易所、芬兰证券交易所、赫尔辛基证券交易所合并为北欧证券交易所集团</li> </ul>	
第三次浪潮 2007—2012	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 《萨班斯法案》限制美国证券交易所扩张</li> <li>➢ 信息技术加速发展</li> <li>➢ 全球资本市场竞争加剧</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 欧美跨洲际重组并购</li> <li>➢ 强强合并,形成市场垄断</li> <li>➢ 新兴电子交易方式兴起</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 纽交所并购泛交所形成纽交所泛欧交易所</li> <li>➢ 纳斯达克并购北欧证券交易所集团</li> <li>➢ 洲际所并购伦敦石油交易所等,后又并购纽交—泛欧交易所,形成最大综合性交易所集团</li> </ul>	
第四次浪潮 2013年至今	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 新兴经济体崛起</li> <li>➢ 全球政治经济格局新动向</li> <li>➢ 信息科技、互联网深入发展</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 全球交易所垄断局面形成</li> <li>➢ 国内交易所抱团取暖式合并</li> <li>➢ 新兴经济体交易所合作加强</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 金砖国家基准股市指数衍生产品异地挂牌</li> <li>➢ 上交所、中金所与德交所合建中欧国际交易所</li> <li>➢ 上交所、深交所与港交所、伦敦交易所合作推出沪港通、沪伦通、深港通等</li> </ul>	

增加了市场流动性,增加资产估值水平从而带来更多资产集聚,上市公司融资需求和投资者投资需求得到充分满足。因此,全球证券交易所合并与联盟,通过上市公司数量、发行的股权债权等证券资本市值、证券交易量等扩张直接体现资本市场的规模和结构变化。通过对上市公司准入审核、制定交易规则、加强市场监管等制度安排影响着全球资本市场开放合作的态势。

## 二、新形势下全球证券交易所合并与联盟新趋向

当前新科技革命和产业变革浪潮汹涌,新冠疫情大爆发和俄乌战争不断升级更使世界进入动荡不定期,全球经济结构及国际创新版图迎来重塑新机。伴随中美经贸冲突加强,全球证券交易所合并与联盟也出现一些新动向,发达资本市场与新兴资本市场之间出现分割苗头,而新兴经济体资本市场之间呈现开放合作新势头,金砖国家、“一带一路”沿线国家间资本市场交流不断加强,出现多种形式的证券交易所合作联盟,这无不给全球资本市场发展增添了一抹亮色。

### (一) 全球证券交易所合并与联盟呈新区域化趋势

由于 WTO 功能弱化及区域贸易协定兴起,以跨国公司为主导的全球范围内配置资源发展模式正发生调整。未来一段时间内,国际经贸由全球化向区域化转变趋势特征越来越明显,区域价值链抑或会逐步代替现有全球价值链网络。反映到全球资本市场上,与前 30 年比较,全球证券交易所合并与联盟可能会出现新的区域化趋势,主导力量和核心因素都会发生变化。

#### 1. 中美“脱钩”态势加剧全球资本市场割裂

2018 年中美贸易战开始,尤其是 2021 年拜登当选以后,中国与欧美在经贸领域冲突愈发激烈,美国试图与中国强制脱钩的目的越来越明显。除了在经贸领域对中国施压和制裁,在资本市场也动作频频。2020 年出台《外国公司问责法》,提出赴美上市公司连续三年不接受美国审计监督机构检查,美国可以禁止上市公司证券交易;颁布《上市公司披露信息法案》,一批中概股企业都在美国公布的预退市名单中,同年 5 月美国商务部将 33 家中国公司及机构列入“实体清单”进行制裁。根据美国《外国公司问责法》,目前已有 159 家中概股列入“预摘牌”名单中,这给中国在美上市公司带来较大冲击,中概股板块经历金融危机以来最严重跌幅。美国拉着西方盟友搞小圈子,企图边缘化中国,分割全球资本市场,这对全球证券交易所合并与联盟带来更

多障碍和壁垒。

港交所作为联结中国境内资本市场与全球资本市场的窗口,积极吸引境外投资者参与境内证券投资,促进中国与全球资本市场互联互通,在中美脱钩中发挥桥梁平台作用。2018年4月港交所修订《主板上市规则》生效,放开了对于采用同股不同权结构企业的限制,为面临退市窘境的中概股企业离美赴港上市减少制度障碍。2021年3月港交所发布放宽海外发行人上市门槛的文件,放宽二次上市和双重上市的资质要求,使得二次上市和双重上市成为中概股回归的路径选择。截至2022年7月,已有26家中概股公司完成赴港上市,合计募集资金超过3400亿港元,公司市值超过5.3万亿港币,占香港市场总市值的14%。

## 2. “一带一路”沿线国家交易所合作联盟趋活跃

20世纪90年代基于地理位置形成的交易所联盟格局中,目前仅世界交易所联合会、伊比利亚美洲证券交易所联合会和欧洲证券交易所联合会相对活跃,而欧亚证券交易所联盟、非洲证券交易所协会等发展中国家间形成的联盟大多有名无实,尤其是欧亚证券交易所联盟几乎处于停摆状态。2013年,习近平总书记提出建设“新丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”合作倡议以来,中国已与150个国家、32个国际组织签署200多份共建“一带一路”合作文件,由此以中国为引领的“一带一路”沿线国家资本市场之间加强合作,各证券交易所之间合作联盟趋活跃。2017年1月,中金所、上交所、深交所完成对巴基斯坦证券交易所部分股权的联合收购,三家交易所合计持股30%,2018年5月,由深交所牵头与上交所组成的中方联合体成功竞得孟加拉国达卡证券交易所25%股权,推进双方在交易技术、市场培育、产品开发等重点领域的务实合作。以参股形式与境外交易所达成合作,但未实行控股。

近年来,上海证券交易所已与来自55个国家的境外交易所签署备忘录、合作协议,合作的境外交易所主要集中于东南亚、中亚、东欧、中东、非洲等“一带一路”及新兴市场国家。深交所与老挝证券交易所、莫斯科交易所、华沙证券交易所等签署合作谅解备忘录,以期在信息共享、人员交流、市场培育、产品研发和创新资本服务等方面展开深入合作。深交所基于科技2.0平台打造跨境资本服务平台,通过网上路演、网下对接,推动跨境投融资项目对接;与海通国际(印度)赴印度孟买联合举行投资项目网上路演活动,促进中印创新资本跨境对接,开展“一带一路”跨境资本服务。中柬签署《跨境金融服务合作协议》,通过信息展示、路演对接、互动交流等方式,促进中国资本与柬埔寨项目对接。

## (二) 全球证券交易所合并与联盟呈多元发展格局

21 世纪以来,国际主要证券交易所通过兼并收购实现全球扩张,促进了资本市场规模扩大和开放合作。随着信息技术发展,跨地区间的信息传播和电子化交易变得越来越便捷,投资者对跨地区、跨品种资产配置的需求不断提升。从全球范围来看,主要交易所通过横向、纵向等交叉收购细分领域交易平台,拓展投资品种,增强市场活跃度,提升核心竞争力,由此全球证券交易所呈多元发展格局。

### 1. 全球证券交易所在互联互通中实现横向扩张

受国际经贸区域化发展趋势影响,证券交易所扩张呈现与过去不同的特点,发达国家证券交易所合并联盟以整合国内交易所等资源为主,跨国合并重组步伐明显放缓。如 2017 年洲际所收购北美原油交易所 Natural Gas Exchange (NGX),2017、2018 年北美外汇交易公司 Fast Match 分别收购固定收益产品电子交易平台 TMC bonds 和 Bond Point,2019 年收购抵押服务公司 Simplifile 和金融借贷公司 Ellie Mae 等,拓展能源、固定收益、场外交易和抵押投资市场。日交所 2019 年收购东京商品交易所 (TOCOM),拓宽其商品市场。

以中国为代表的新兴经济体证券交易所,积极探索同欧洲、日本、新加坡等海外资本市场展开合作。2018 年沪伦通开始运行,2022 年证监会优化沪伦通存托凭证机制,放宽互联互通渠道,将德国和瑞士纳入境内外证券交易所互联互通存托凭证业务适用范围。交易所债券领域开放稳步实践,制定“一带一路”债券管理规范,境外优质企业到上交所、深交所债券市场发行熊猫债券。交易所期货期权特定品种开放范围持续扩大,已向境外投资者开放了原油期货、铁矿石期货共 7 个期货品种。新兴经济体交易所与发达经济体交易所,在证券、商品期货、债券、ETF 等不同产品等均有合作案例,但从交易量和品种而言,仍处于试水阶段。沪伦通仅有 12 家公司在伦敦、瑞士发行全球存托凭证(GDR),累计融资 85 亿美元;熊猫债累计发行 78 只,规模 1182 亿元;中外 EFT 互通产品有 11 只中日 ETF 与 6 只香港 ETF。未来与其他国家证券交易所合作仍有较大空间。

### 2. 全球证券交易所在纵向扩张中延伸业务和功能

近年来,世界主要交易所通过外源并购,围绕交易业务主业持续拓展业务链条,发展上市服务、以数据及分析工具为主的信息与技术、市场技术等其他业务板块。这使得交易所收入趋于多元,传统交易业务收入占比逐步降低。如果将交易所上市服务、信息与技术、市场技术等其他业务板块收入归为解决方案板块,在全球前十大交

易所中,洲际所解决方案板块实现收入 36 亿美元,在总营收中占比 44%;纳斯达克解决方案板块实现收入 18 亿美元,在总营收中占比 32%,伦交所解决方案板块实现收入 15 亿美元,在总营收中占比 44%。图 2 和表 2 展示了全球主要证券交易所营收构成情况及相关排名。

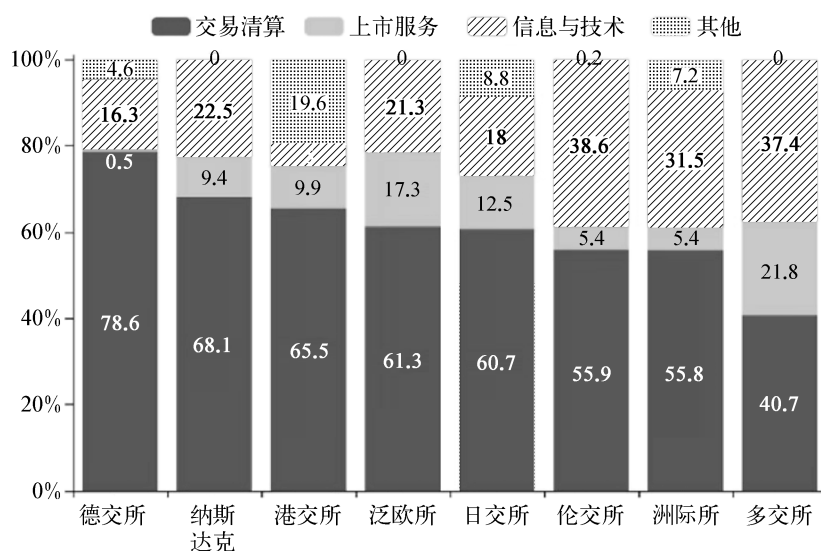


图 2 全球主要证券交易所营业收入构成 (2020)

表 2 全球主要证券交易所的信息与技术业务收入 (2020)

排名	交易所	绝对额	排名	交易所	相对额	排名	交易所	增长率
1	洲际所	26	1	伦交所	39%	1	德交所	51.70%
2	伦交所	12.9	2	多交所	37%	2	洲际所	17.60%
3	纳斯达克	12.7	3	洲际所	32%	3	泛欧所	13.30%
4	德交所	7.5	4	纳斯达克	22%	4	纳斯达克	13.20%
5	多交所	2.5	5	泛欧所	21%	5	日交所	9.80%
6	日交所	2.3	6	日交所	18%	6	多交所	8.00%
7	泛欧所	2.3	7	德交所	16%	7	港交所	3.70%
8	港交所	1.2	8	港交所	5%	8	伦交所	2.40%

数据来源:各交易所 2020 年年报、上交所资本市场研究所。

如纳斯达克交易所。2020 年提出最重要愿景——成为技术领先、分析工具好的基础设施提供商,围绕交易和上市主业加速纵向布局,聚焦企业平台、投资情报和市场技术三大领域。2012 年收购汤森路透旗下的 IR、PR 和多媒体服务部门;2017 年收购市场领先的投资数据平台 eVestment; 2020 年收购 ESG 报告及解决方案提供商 OneReport; 2021 年收购反金融犯罪解决方案提供商 Verafin。如伦交所,2015 年后加速数据分析领域布局,收购罗素指数公司,并与富时指数合并为富时罗素,进一步加强信息数据领域优势,2017 年以来,先后收购商业金融信息提供商 Mergent、固定收益分析平台 Yield Book、指数服务 Citi Fixed Income, 2021 年完成数据分析行业巨头路福特的收购,成为金融数据及基础设施领域的全球领导者。

如洲际所于 2010 年、2016 年分别收购了 Interactive Data、SPSE 等数据运营商,2017 年收购美银美林债券指数(BofAML),并通过业务重整,为客户提供数据技术增值服务,图 3 展示了洲际所从 2000—2021 年间成立及收购兼并的发展历程。德交所紧跟市场发展潮流,大力投资数字化业务,2019 年收购风险管理解决方案的供应商 Axioma 合并为 Qontige,2020 年收购衍生品数据分析服务商 Quantitative Brokers,2021 年收购 ISS 与 Discover Data,2022 年收购 Kneip。泛欧所收购了软件服务供应商 Commcise,投资卢森堡的金融科技公司 Tokeny Solutions,加强区块链技术研究。多交所收购数据分析平台 Trayport。港交所收购金融科技公司港融科技(又称“融汇通金”),投资北京华控清交信息科技公司,提升数据市场竞争力。

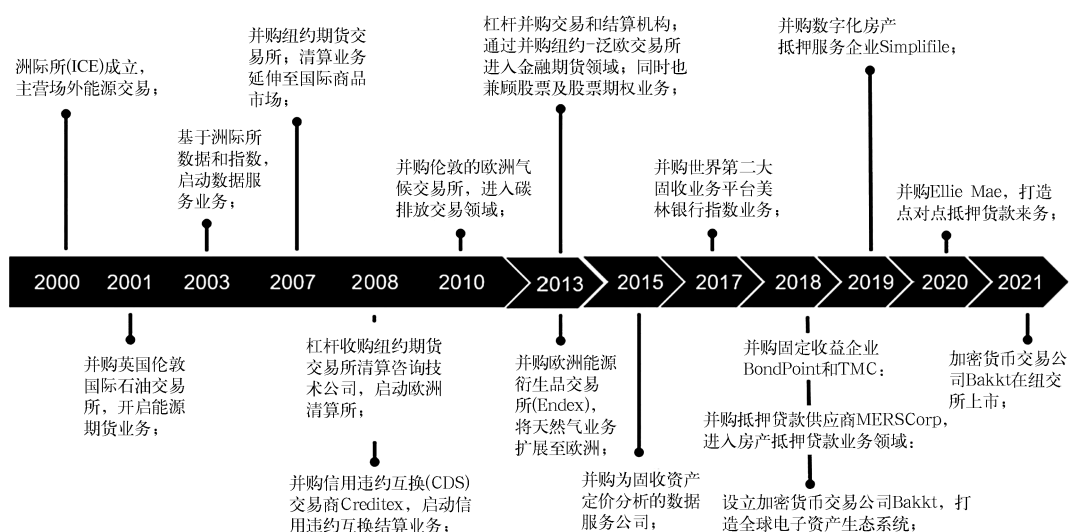


图 3 洲际交易所兼并收购的发展历程(2000—2021)

### （三）全球证券交易所合并与联盟趋于协同创新监管

当前全球各大交易所均致力于推进数字化转型,借助新技术克服市场运行障碍,提高内部运营效率,强化数字科技对交易所的技术支撑。新形势下全球证券交易所合并与联盟发展更多强调技术、业务和监管模式方面的协同创新,在合并与联盟中特别强化监管科技运用路线,提高信息技术安全自主可控、加强数字赋能监管、促进科技与业务深度融合、推进行业技术共享共建共治。

#### 1. 证券交易所合并与联盟强调科技赋能交易所功能

交易所通过外部并购、业务链纵向扩张,加大新技术平台投资,提升交易所运作效率。如纳斯达克与微软公司合作,借助微软 Azure 云平台向客户交付市场服务平台,并加大对新技术平台 NFF 的投资,统筹整合全交易周期环节,集成连接外部应用程序。港交所推出全新证券交易系统“领航星交易平台-证券市场”(OTP-C)、“新一代交易后平台”重点项目 Client Connect,采用开放技术结构,提高系统灵活性,支持更大的交易量。多交所建立证券代币服务(Security Token Offering),将区块链技术嵌入交易平台,突破企业融资规模限制,并推出全新加密货币经济平台,提供比特币和以太币交易。

#### 2. 证券交易所合并与联盟实施跨境联合交易与监管

全球证券交易所合并与联盟重在加强双多边交流对话,推动跨境共同监管合作进一步深化。如中美积极推进审计监管合作,成功签署跨境上市公司审计和监管合作协议。中国已同 67 个国家(或地区)建立监管合作机制,担任国际证监会组织(IOSCO)常任理事,共同制定国际行业标准。在可持续和绿色金融领域,上交所牵头制定了世界交易所联合会的《可持续交易所原则》,参与制定全球发行人气候信息披露指南等事项。中国优先选择新加坡、泰国、印尼、马来西亚、伊朗、南非等证券交易所合作,优先解决跨时空交易技术问题,建立统一交易机制及联合监管机制。

#### 3. 全球证券交易所合作共同探索发行上市模式创新

近年来,纽交所、纳斯达克等境外交易所通过调整上市制度,实行直接上市(DPO)、大力发展 SPAC 等举措积极抢夺“新经济”企业,上市融资活动大幅增加。2018 年纽交所成功申请直接上市新方案,规模较大的独角兽企业绕过传统流程直接上市,避免出售股票对原有股东权益稀释,降低上市费用。2020 年纳斯达克、纽交所修改新上市规则,鼓励 SPAC 公司转板至场内,目前 SPAC 上市数量、筹资金额分别占美股 IPO 数量、IPO 筹资金额的 52%、52%。SPAC 的火爆极大地地震动了全球资本市场及

各国交易所,2021年以来,港交所、伦交所和新加坡交易所积极研究在本土市场推出SPAC的可行性,并积极推进实施。

### 三、全球证券交易所合并与联盟发展的动因与成效

全球证券交易所合并与联盟的快速发展是有其内在动因和发展逻辑的。一方面伴随经济全球化发展,国际证券市场竞争空前激烈,在“丛林法则”残酷较量中,并购成为交易所快速抢占市场、形成优势的绝佳路径。另一方面信息化及网络通信技术突飞猛进、全球投融资需求上升、资本市场规模扩张。因此,为应对竞争对手强势挤压、扩大市场有效控制以及角力全球金融产品定价权,证券交易所通过合并与联盟强化金融资源配置功能,推动全球资本市场一体化发展。

#### (一) 全球证券交易所合并与联盟的主要原因

全球证券交易所的合并与联盟既是信息科技快速发展、资本市场竞争加剧等外部因素作用的结果,更是证券交易所自身内在驱动力的作用,证券交易所是天然的平台经济,具显著的双边网络效应。证券交易所合并与联盟,就是通过链接资产端和资金端,在双边网络效应作用下促进整体交易量螺旋式上升,迅速扩大资本市场规模,以增强平台经济载体功能,从而提升交易所核心竞争力。

#### 1. 信息科技快速发展为交易所合并与联盟奠定基础

信息网络通信发展使得传统证券发行模式、交易模式、清算模式等都发生变化,破除了时空阻隔壁垒对各交易所合并与联盟的制约。互联网发展使得信息交换效率提升,基本实现全球信息共享。<sup>①</sup> 证券发行通过信息技术进步变得简化,并且提高了认购效率,各种发行费用得以降低;证券交易撮合效率、清算速度得以提高,这使全球范围内证券交易所的联合成为可能。从交易平台来看,统一的计算机逻辑基础、开源方式、平台软件等,使得具有不同交易流程的证券交易所有了统一的标准体例,进而共用一套交易基础设施,各交易所通过迁入共同电子交易系统以降低合并与联盟难度。

#### 2. 应对市场竞争是交易所合并与联盟的必然选择

在证券市场日益全球化背景下,各证券交易所、期货交易所以及结算所等纷纷进行合并重组,以应对激烈的市场竞争,保住或提高其国际金融配置功能地位。随着国

<sup>①</sup> 桑榕:《全球证券交易所合并与联盟、原因、影响及障碍》,载《经济导刊》2001年第3期。

际资本市场开放,资本国际流动愈发频繁,发行人可跨出国门融资、投资者可选择在全球多个交易所投资,这使得交易所对上市资源、投资者的争夺通常在国内外两个市场间同时展开。证券交易所合并与联盟就是通过同业合并、整合资源,将原来分割的市场合并成统一市场。<sup>①</sup> 交易方式、结算制度、资金管理的统一有利于证券交易所风险管理。如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,既可重新获得境外企业上市资源和交易费用,为投资者投资境外企业股票提供便利途径;还可利用欧交所在金融衍生品方面经验,为纽交所的证券提供风险对冲和信用保护,完善风险管理机制。<sup>②</sup>

### 3. 提升核心功能是交易所合并与联盟的内在要求

证券交易所实现公司化和上市之后,作为市场主体的利益诉求和创新需求越来越突出。信息技术发展为交易所业务创新提供了可能,世界主流交易所围绕交易业务主业持续拓展业务链条,发展上市服务、以数据及分析工具为主的信息与技术、市场技术等其他业务板块,收入来源由主要通过佣金获利发展到通过数字赋能,大幅提升营收和利润水平。为此,目前全球主要证券交易所合并与联盟,往往立足于发展战略目标,按照业务类拓展(横向合并)、产业链扩展(纵向合并)等路径来整合资源优势,提升其在全球资本市场中的战略优势和竞争力。

证券交易所是天然的平台经济,具有显著的双边网络效应特征。证券交易所合并与联盟,通过链接资产端和资金端,在双边网络效应作用下促进整体交易量螺旋式上升。根据双边网络效应模型,证券交易所合并与联盟从资产端来看属于供给侧,会拓宽产品交易品类;从资金端来看属于需求侧,会带来跨时区和多品种的交易标的,能更好地满足投资者需求,提高投资活跃度,吸引更多证券挂牌上市。如下页图4所示,证券交易所合并与联盟通过资源整合,实现不同交易场所的交易品类、企业和存量黏性客户的链接,使得资产端和资金端总量增长,从而进一步增强交易所的核心功能,并使之逐步实现循环式增长。

#### (二) 全球证券交易所合并与联盟的积极效应

在经济全球化快速发展大背景下,全球交易所合并与联盟是资本市场发展的大势所趋,也是证券交易所公司化发展的内在需要,有利于布局新市场、实施新技术,有效提高全球资源配置能力。目前全球证券交易所经过多轮跨国并购,已实施全球布

<sup>①</sup> 李海龙:《全球并购背景下的证券交易所——以美国经验为重心》,载《清华法学》2014年第8期。

<sup>②</sup> 《全球证券交易所竞争力报告(上)》,载《互联网资源》2019年9月16日。

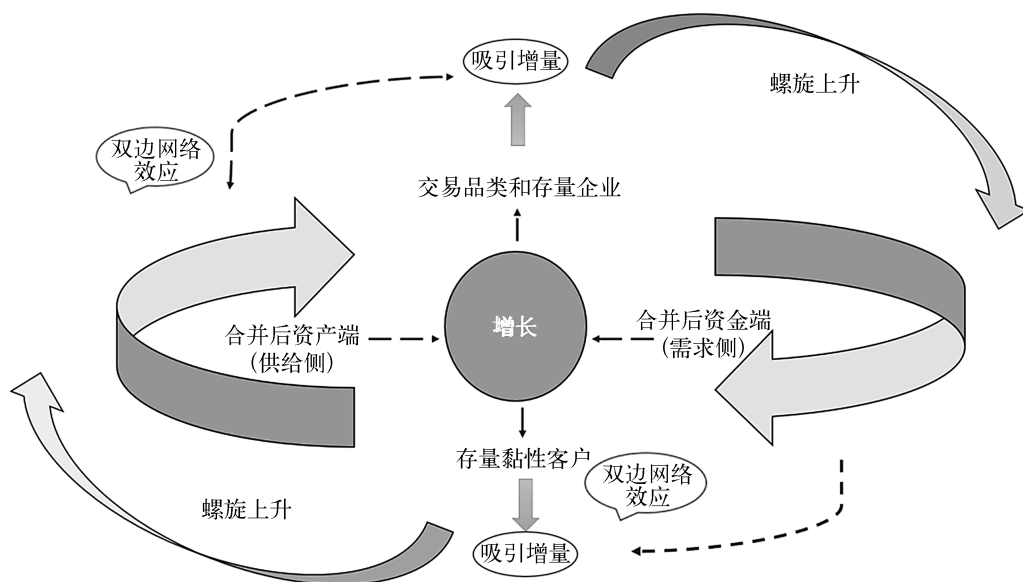


图4 证券交易所合并和联盟的双边网络效应模型

局,形成证券资本市场垄断竞争的发展态势。全球证券交易所制度趋同性在加强,形成统一的交易规则、统一的交易平台、统一的结算系统,且打破了交易时间限制,提高互联性,促进资本市场规模和结构优化。

### 1. 证券交易所合并与联盟促进资本跨国流动

交易所并购后,不仅降低自身交易成本,还为客户节约成本和提高资金流动性。对投资者,资金跨国流动变得更加便利;对于融资方,上市公司在任意一间证券交易所上市,都可以获得证券交易所集团带来的融资便利。证券交易所集团旗下满足条件的投资者,可以购买联通系统上的所有股票,对上市融资企业,无疑是巨大利好;对证券市场方面,证券交易所合并推动信息流动,科技进步促进电子自动报价系统普及,全球报价信息几乎在一瞬间就可以同步,信息匹配度进一步提高。<sup>①</sup> 在信息披露方面,市场效率高的地区优于市场效率低的地区,证券交易所合并后,对信息披露不够完善的地区,将会对其信息披露制度进行相应改进,对市场效率具有正面促进作用。

### 2. 证券交易所合并与联盟提高全球资本集聚效应

证券交易所合并与联盟直接效应即是扩大资本市场规模。对投资者而言,可

<sup>①</sup> 徐东鹏、林德钦:《跨国证券交易所合并对证券市场效率影响研究》,载《中国市场》2022年第3期。

选择股票债券等证券交易品种增加,可不再受时间、空间限制,无论出于投资或投机目的,选择长期优质标的或短期量化策略,机会更均等,这自然能吸引更多资金,表现为融资额加速上升。如纳斯达克,2000年前为金融监管协会(FINRA)独资控股,2002年股权分散化并成为上市公司。2004年正式开启并购扩张战略,国内并购了保险公司、波士顿、费城证券交易所等直接竞争对手,以及能源信用清算公司和各类金融产品服务公司等产业链上下游;国外收购了英国伦交所近30%普通股,并购了OMX集团和清算业务公司,一系列并购措施促使纳斯达克成为全球增长最快,影响力最大的证券交易所。如洲际交易所,2013年收购了纽约证券交易所之后,成为世界领先的综合性交易所集团,所有符合条件的投资者可以购买联通系统上的任何股票,高效地实现投融资国际化和多元化,提高了资产端和资金端匹配效率和整体运转效率。

### 3. 合并与联盟提升证券交易所吸引优质企业能级

证券交易所合并与联盟延伸了证券交易服务效能,促进了信息汇聚,通过提供系列金融信息、分析工具及研究服务,提高了信息时效性和全面性,增强了信息传递水平,吸引跨国公司总部及相关生产性服务者集聚。而且证券交易所合并与联盟能通过规模化、多元化,有效化解企业经营风险。交易所并购发生后,资本集中可以为待上市企业提供更高的估值,且通过打通内部壁垒,整合产品、技术和操作平台,为企业提供多种服务闭环。上市企业在关联平台内申请融资和购买抵抗风险类的衍生物,使得企业现金流处理更加便捷,提高企业经营和风险管理效率。另外,规模化效应带来了熟练度提高,创新性增强,专业化程度高,且规则统一,信息透明度高,这也成为吸引全球优质企业的原因。

### 4. 合并与联盟提升证券交易所的监管协调

证券交易所合并与联盟,促进跨国、跨洲际间交易所的监管协调。交易所并购发生后,跨境交易所在多个司法管辖区从事经营活动时,往往面临冲突性监管要求,监管协调通过化解监管标准的冲突,降低发行人和投资者的交易成本和行政成本,使得投资者和发行人受益,另外,监管者自身也将通过更加高效地分配调查和审计资源而受益。<sup>①</sup>如纽交所与泛欧证券交易所的合并,促使美国证监会(SEC)将国际协议纳入其监管体制,从而确保欧盟证券法律和规定在很大程度上与美国的证券法律和规定

<sup>①</sup> 刘春彦:《世界交易所合并浪潮及其启示》,载《中国金融》2011年第5期。

相匹配,从而进一步实现美国与欧盟之间的监管协调。

综上所述,证券交易所合并与联盟的效应是形成一个更强大的优质平台资源,企业和投资者的双向选择促使证券交易所强者恒强,其上市交易规则、监管要求及运营方式愈发灵活,竞争力愈发强。

#### 四、全球证券交易所合并与联盟发展的启示及建议

纵观全球证交所合并与联盟发展历程可以发现,公司化改革与上市是交易所竞争力提升的可行路径。港交所、伦交所、纽交所、纳斯达克等上市证交所都通过激烈的市场竞争脱颖而出,其市值成为交易所合并的参考锚定价值。其发展路径呈现从国内资源整合重组到跨国跨境收购兼并,再发展到跨洲际合并;从同类交易所业务横向扩张,到证券、衍生品、结算所等不同业务类别的交叉合并,进而实现纵向产业链、全方位覆盖的交易所合并与联盟。这对我国正确认识证券交易所的发展定位、加强证券市场建设具有十分重要的启示。

##### (一) 全球证券交易所合并与联盟发展的启示

###### 1. 顺应全球资本市场开放创新发展的内在要求

在全球城市网络结构中,国际金融中心所在全球城市,是各种资源和能量高度集聚与释放的空间节点,具有最广泛、最密集的全球网络连通性,具有较强的控制权和影响力。全球证券交易所合并与联盟是全球城市资本流动网络和枢纽功能重塑的重要窗口期,要积极洞察全球证券交易所合并与联盟发展趋势,把握好其进程中的有利契机,借鉴全球证券交易所先进的营运经验和监管水平,适时对我国证券交易所进行公司化改革和上市,如筹划组建上海证券交易所集团并择机上市、逐步并购或重组国内外相关交易所,推进我国资本市场开放的节奏,有序提高资本市场国际化程度,以提升上海国际金融中心地位。

###### 2. 提升我国国际金融资源配置优化的能级水平

证券交易所合并与联盟强化全球资本市场流动的规模和格局:增加资产端——上市公司的数量市值规模和交易量,并通过创新产品、交易规则和流程管理效率,提升市场流动性。增加资金端——投资者的吸引力,并通过叠加累积效应,巩固有实力的证券交易所垄断地位,并提升其所在城市的枢纽链接功能。目前境外企业能在港交所、台交所上市,但占比均不到10%,上海深圳等证交所境外企业挂牌凤毛麟角,上

交所 2 146 家上市公司中境外注册企业仅 8 家,占比 0.4%,深交所还没有实现零的突破。相比新加坡证交所上市企业 673 个中境外企业数 231 个,占比高达 34%。

### 3. 提高资本市场高效运行、健康发展的重要手段

证券交易所合并与联盟优化了交易平台功能,促进了资本市场各类业务的融合发展,如证券交易所与期货所、清算所是否能融合。目前,我国证券交易所 3 家,期货交易所 5 家,证券登记结算有限公司 1 家,交易所分割和壁垒导致资金流动速度低下,二级市场交易平台衍生品同质竞争严重,如各类银行、支付软件、各类“钱包”的基金理财,所融资金实际也是通过机构去购买股票等标的,而机构所谓“交易策略”,实际是类似的一套决策逻辑,结果是优势资金形成量化竞争,呈现零和博弈状态,投资机会不平等,劣币驱逐良币,脱离了最初设立时希望通过市场甄别优质企业并促进企业良性发展的目的,资金高效配置失效,普通投资者预期不明确,信心缺失。因此,调整市场资本力量对比,处理好垄断与竞争关系,塑造健康平等的市场,不断提高市场对投资者和优质企业吸引力。

### 4. 拓展新兴经济体证券交易所间合作的空间较大

尽管欧美证券交易所在全球处于垄断地位,但金砖国家和“一带一路”沿线国家的证券交易所正在快速崛起,尤其是中国、印度等新兴经济体的证券交易所最为活跃。面对中美竞争、俄乌冲突等地缘政治经济格局新变化,未来在“一带一路”、RCEP、金砖国家等框架下形成新的交易所合作与联盟,取代传统的基于地理位置形成的联盟,在国际交易所格局中达成新平衡。此外,金砖国家交易所间未来最有可能达成合作联盟,主要是因为金砖国家一直是全球经济增长的领跑者,交易所联盟能够拓展相互之间的新合作渠道,在对抗世界主要交易所无序扩张的同时,为内部资金自由流动提供便利,减轻汇率波动等风险。

### 5. 数字技术赋能未来交易所新型合作与联盟

区块链、人工智能等数字技术快速发展,在全面提升交易所结算等运行效率的同时,还能有效增强交易所的监管水平、降低合作和联盟中可能引发的金融市场风险。尤其是跨境数字平台为资金流动、信息共享等提供便利,将进一步激化证券交易所间的竞争,倒逼全球交易所走向新一轮的合作联盟。为了适应交易所的数字化转型与联通性增强等最新变化,全球交易所监管标准、规则制度等将会进一步趋同,这也将为新一轮的合作与联盟提供可能,如上交所将要实行的注册制,大数据等技术会为其信息披露、新股定价等方面提供技术支撑。

## 6. 多元化合作是未来交易所合作联盟新常态

交叉上市和互相持股依然是交易所合作联盟常态,其中“沪港通”“沪伦通”等正在开辟发达国家和发展中国家交易所合作交叉上市的方向,其基本特征是通过为两地发行人和投资者提供进入对方市场进行投融资的便利渠道,开创了交易所互联互通新模式。此外,在合作内容上,交易所之间从简单的交叉上市模式,向股票、证券发行、交易、上市、清算、转让等全领域全面合作。在相互持股方面,新兴经济体交易所之间正通过相互持股来集体壮大,发展多层次股票市场、债券市场及衍生品市场,并提升技术水平。

### (二) 增强我国金融资源配置功能的建议

观察全球证券交易所合并与联盟发展趋势特点,寻求国内外证券交易所合作的目标与路径,在加强资本开放和制度创新中寻找与全球重要交易所合作新模式,促进国内外资本市场联系,增强我国金融资源配置功能。

#### 1. 深化互联互通合作机制,扩大我国与全球资本市场链接

“沪伦通”“沪港通”“深港通”等作为我国证券交易所对外合作的“王牌”,是我国金融市场对外开放和人民币国际化重要抓手,截至2022年9月底,沪港通和深港通的资金累计净流入规模分别达到1.12万亿元和0.97万亿元,占各自交易所流通市值的2.9%和3.9%。建议在深化“沪伦通”“沪港通”基础上,进一步扩大金融市场开放,不断增强我国国际金融资源配置的竞争力。一是进一步扩大合作内容和相关规模,除了双向上市外,还应向债券、清算等领域进行合作。尤其是“沪港通”,重点需要强化双方在外汇风险管理、国际付费模式等领域的合作,提升上海交易所的产品创新能力。二是进一步扩大合作范围。针对目前“沪伦通”放宽互联互通渠道,中资企业可赴瑞士、德国证券交易所上市发行存托凭证等新动向,加快与欧洲证券交易所合作。此外,进一步与RCEP区域国家的证券交易所进行合作扩展,特别是“一带一路”沿线国家的主要交易所建立联通机制,推进国际金融资产交易平台建设等,推动上交所“科创板”国际化市场化,探索“走出去”的路径。

#### 2. 构建金砖经济体交易所联盟,提升新兴交易所国际竞争力

为应对来自美欧证券交易所垄断的挑战,我国应首倡和引领新兴经济体间交易所的合作联盟:一是基于区块链技术建立通用交易平台,建议采用集中式系统,即在保留成员国现有系统的基础上,重新设计新的交易系统,具体由各国代表组成的执行委员会运行管理。二是结合成员国金融发展水平,建立适应金砖经济体交易所的统

一规则、标准和程序,提高相互之间的联通性,为成员国交易所间的跨境交易提供便利。此外,还需要交易所的统计数据等进行及时交换,便于充分利用成员国内的金融资源,提升金砖经济体的金融市场的国际竞争力。三是在合作内容和合作伙伴上逐步扩大。在合作内容上,建议逐步邀请其他从事股票、证券发行、交易、上市、清算、转让等业务的金融机构参与。在合作伙伴上,逐步扩展到与“一带一路”和 RCEP 区域的交易所进行合作。

### 3. 借助自贸区金融开放,探索建立国内外资本市场联通新机制

充分利用上海自贸区临港新片区金融开放的政策优势,建立完善自贸区与国际证券市场接轨的证券法规体系,积极吸引境外机构投资者参与上交所“科创板”投资,包括海外 ETF、中国在海外上市的红筹股,“一带一路”沿线国家优秀科创企业到“科创板”上市等。考虑适时推进国际版建设,遴选优质境外企业上市,特别是大量业务在国内、以中国为重要市场并对人民币需求较大的外资跨国公司。还要考虑与欧洲、东南亚地区交易所开展更深层次合作,将国际版作为我国一带一路倡议的重要纽带和桥梁。

### 4. 加强交易监管制度创新,提高我国证券交易所国际影响力

一是为跨境金融数据流动提供便利。根据《数据安全管理办法(征求意见稿)》和《个人信息出境安全评估办法(征求意见稿)》等文件,目前我国金融数据出境监管规定和要求较为严格,未来会给交易所联盟等合作带来不便,建议参照欧盟《通用数据保护条例》,对成员国的数据保护能力进行评估,对符合我国数据安全保护要求的成员国,允许金融数据跨境有序流动。二是建立国际化监管制度。上海证券交易所的监管机制与纽约证券交易所等仍存在很多差异,注册制尚未真正落到实处。需要借助落地中美《审计监管合作协议》,不断提升上海交易所审计监管的国际化水平。三是加快建立数字生态系统。目前,伦敦证券交易所等均在推进数字化转型,以此来开发新产品和新服务,不断提升投资者的体验。上海证券交易所应重点推进区块链和人工智能等技术在数据开发和信息模型搭建中的应用,便于投资者更好进行资本管理,同时也可用来应对市场操作、欺诈等行为。

### 5. 推动国内证券交易所合作,探索分层发行上市新模式

伴随着上交所、深交所快速发展,以及北交所设立、中概股回归港股市场,国内各大交易所抢夺上市资源和投资者的竞争越来越激烈。为此,要学习借鉴美国纽交所、纳斯达克等境外交易所近年来的创新实践,通过调整上市制度,实行直接上市

(DPO)、大力发展 SPAC 等举措积极抢夺“新经济”企业,结合新经济新赛道企业特点,我国各交易所要积极探索内部分层方式,针对不同企业特点设置灵活的上市财务标准和不同的流动性要求,向更多符合发展定位的企业敞开大门,提高融资效率,充分发挥我国资本市场对实体经济的支撑功能作用。