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

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

美国洲际交易所支付　亿美元并购纽约—泛欧交易所集团,其中　以股票方式支付,　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(　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　年　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;　年　月　与　合并,　年　月　日伦敦证券交易所集团(　　)与德意志交易所集团(　　)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(

/F1 9 Tf 1 0 0 1 72 [illegible] Tm 0 0 0 rg 0 Tc 0 Tw 0 Ts 100 Tz 0 Tr 0 g 0 J 0 j 1 w 0 M 0 G [0 0 0

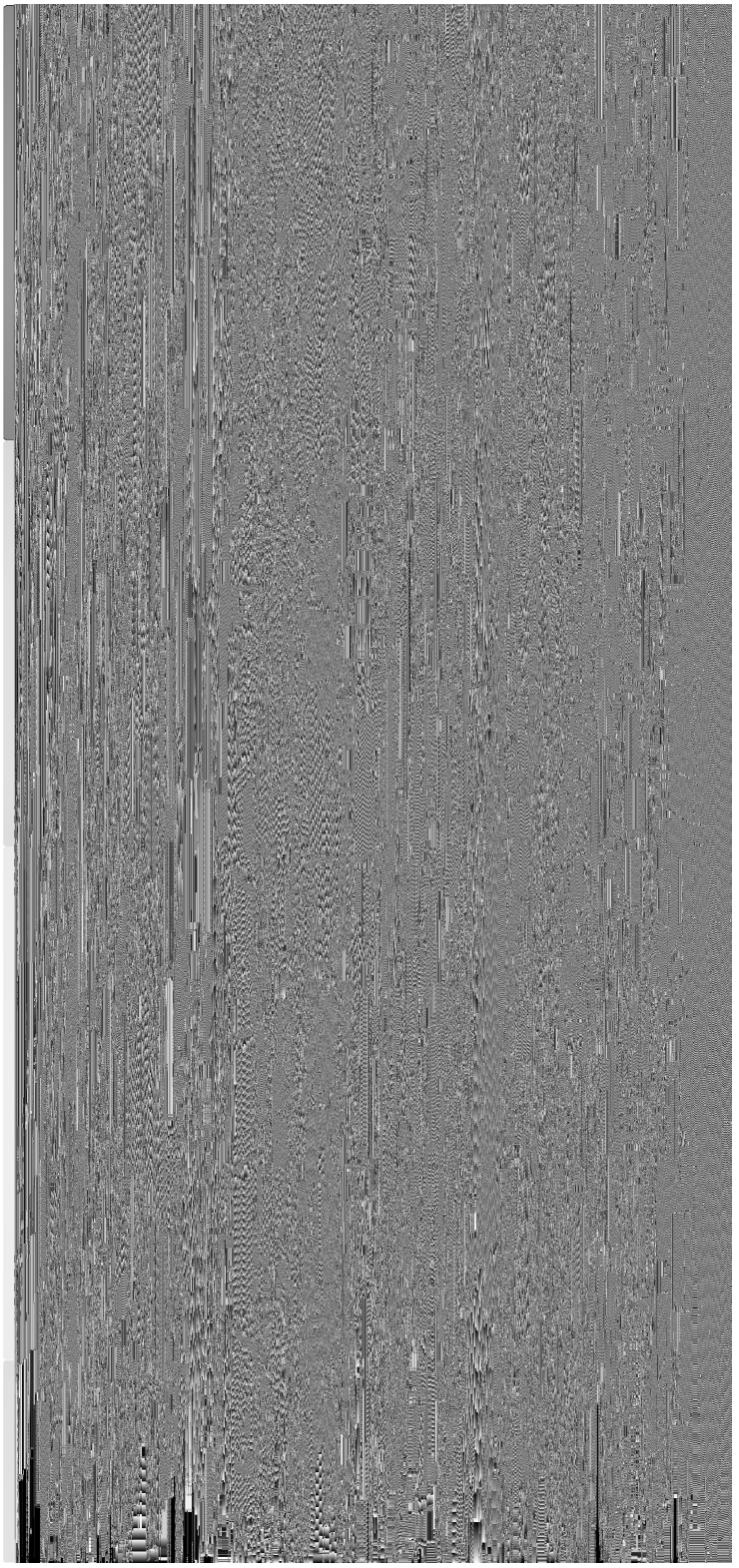

图 1　全球　券交▌所合并　联盟的　事件

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	➢ 新兴经济体开始创建证券交易所 ➢ 发达国家推进证券交易所公司化改革 ➢ 金融危机后各国重新审视金融全球化	➢ 政府行政主导色彩较浓 ➢ 国内自上而下合并重组 ➢ 证券、衍生品、结算所等交易所横向合并为主	➢ 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 ➢ 墨西哥股票交易所与墨西哥衍生品交易所合并成墨西哥证券交易所 ➢ 加拿大的四家交易所重组合并	
第二次浪潮 2000—2007	➢ 欧元区诞生后欧洲统一市场建立 ➢ 经济金融全球化发展速度加快	➢ 基于市场导向的交易所扩张 ➢ 基于地缘关系并展跨国合并 ➢ 股权收购兼并为主、共用电子交易系统驱动	➢ 阿姆斯特丹、布鲁塞尔、巴黎交易所合并为泛欧交易	

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

（二）全球证券交易所合并与联盟呈多元发展格局

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。

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　　年洲际所收购北美原油交易所　　（　　），　　、　　年北美外汇交易公司　　分别收购固定收益产品电子交易平台　　和　　，　　年收购抵押服务公司　　和金融借瓠碉嶷亢剽

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

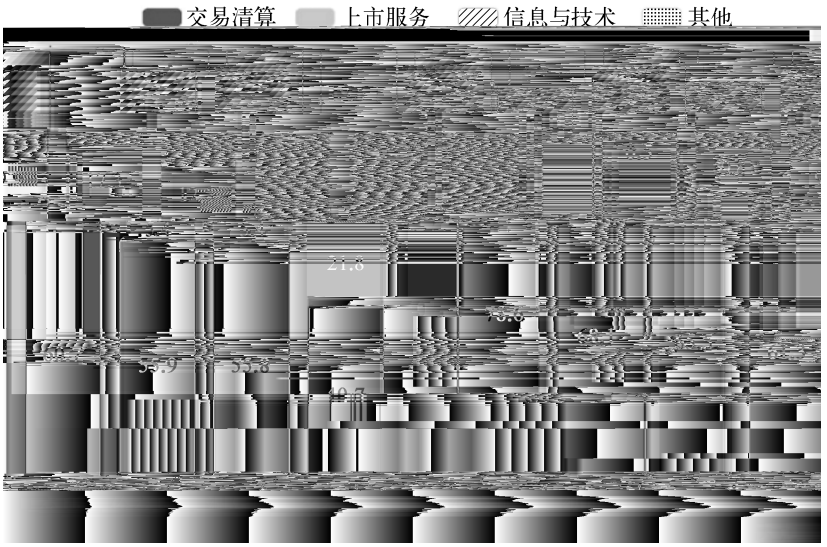

图 2　全球主要证券交易所营业收入构成（2020）

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
	洲际所			伦交所			德交所	
	伦交所						洲际所	
	纳斯						泛欧所	
							纳斯达克	
							日交所	
							交所	
							港交所	
							伦交所	

如纳斯克达交易所 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 年收购汤森路透旗下的 和多媒体服务部门 年收购市场领先的投资数据平台 年收购 报告及解决方案提供商 年收购反金融犯罪解决方案提供商 如伦交所 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屎臘娠鼎凊裝岒樉徶錚巛蕘

（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。

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　　云平台向客户交付市场服务平台，并加大对新技术平台　　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”（　　–　　）、“新一代交易后平台”重点项目　　，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（　　），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。

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。中国已与

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。

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。① 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

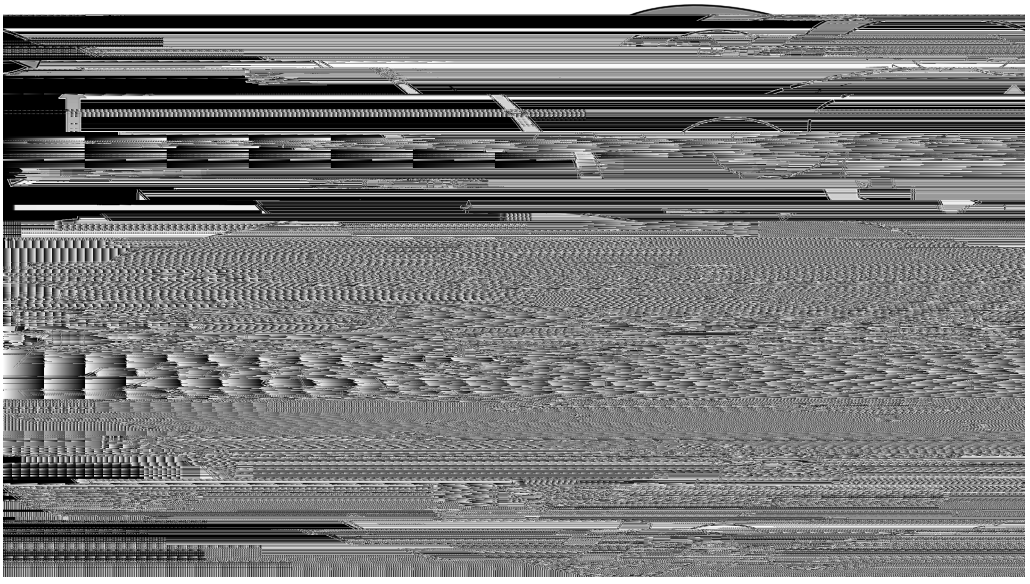

图4 证券交易所合并和联盟的双边网络效应模型

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。① 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

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，　　年前为金融监管协会（　　）独资控股，　　年股权分散化并成为上市公司。　　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　　普通股，并购了

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

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，如在各类银行、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

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、证鴪声懃憭憓曳齡齡靈

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　　区域的交易所进行合作。

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　　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。

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[illegible]

(　　)、大力发展　　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讨内部分层方式,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。