

方博亮
陶志刚

纽约股票交易所、泛欧证券交易所和证券交易所的未来¹

证券交易所允许公司在那里上市发行股票。新股上市发行在一级市场进行。证券交易所同时也为已挂牌的股票提供二级市场。

在一级市场里，证交所为吸引公司在其交易所上市而进行国际间的竞争。这种竞争受到不同国家证券规定和交易规则的影响。伦敦股票交易所(LSE)的另项投资市场(AIM)吸引了世界各地的小公司去那儿上市。

一些公司在多个交易所上市。例如：汇丰(HSBC)同时在LSE和香港证交所上市；美国新闻集团(News Corporation)同时在纽约股票交易所(NYSE)和澳大利亚证券交易所(Australian Exchange)上市；Anglo American 同时在LSE，约翰内斯堡证券交易所(Johannesburg Stock Exchange)和纳斯达克(NASDAQ)上市。

证券交易所也面临二级市场的竞争。美国的股票投资者可以与股东及银行之间直接进行股票交易，或者间接的通过经纪行交易，抑或是新兴的机构，譬如Liquidnet, POSIT, 以及 Pipeline. 超过半数的英国和德国的上市股票交易发生在相关证交所之外。

直到上个世纪九十年代，大部分的证券和期货交易所都是由参与交易的经纪人共同拥有的。公司化或者非互助化改革的潮流有助于将所有权从交易业务中分离出来。一个公司化的证券交易所能够把目标定在股东利益最大化上而不是提高经纪人的利益。

¹ 2006, 方博亮和陶志刚。由倪娟翻译。案例不作为任何形式的商业决策依据。

2001年，欧洲最大的三家证券交易所 -- 伦敦股票交易所(LSE)，泛欧证券交易所(Euronext)以及德意志证交所(Deutsche Borse)实行公司化改革。2000年的时候，香港股票和期货交易所实行公司化改革，与香港股票清算公司合并成立独立挂牌的香港交易及结算有限公司。

2005年4月，纽约股票交易所(NYSE)宣布实行公司化并且收购了Archipelago。纽交所的市值增加50%，从21亿上升至32亿美元。之后，在2006年三月，纽交所将股份在自己的交易所挂牌。

除了合并之外，垂直分工也影响了金融交易所的组织架构。买卖股票、衍生工具，以及其他的汇率相关的金融工具事实上包括三种业务：交易，清算以及结算。

传统上，交易所提供所有上述的三种垂直一体化的业务。技术固定成本带动了一种新的专业化的潮流。交易所专供交易，而其他的实体将会专攻清算以及结算。

2003年，伦敦国际远期和择期交易所(Liffe)和Euronext合并了它们的清算业务，伦敦清算中心以及Clearnet,并最终形成LCH Clearnet. LCH Clearnet自此成为欧洲最大的清算中心。LCH Clearnet宣称这种单一的泛欧洲的清算中心能够使得清算业的成本大幅下降。

美国证券交易所包括NYSE和NASDAQ，他们专攻交易，将清算以及结算业务外包给市场清算业务中心DTCC公司(Depository Trust & Clearing Corporation)。泛欧证券交易所Euronext专攻交易，而将清算业务外包给LCH Clearnet,同时将保管和结算业务交给各个国家的存管代理人。伦敦股票交易所(LSE)提出让客户自己选择通过伦敦结算所或是SIS清算。

然而，德意志证交所(Deutsche Borse)遵循垂直一体化模式。他的全资子公司提供保管和结算服务。垂直一体化的战略差异是 Euronext 拒绝 Deutsche Borse 并购的理由之一。

交易、清算和结算以及保管系统属于技术密集型，有很高的固定成本。

通过更大的贸易量，更多的股票上市，以及更多地例如衍生工具之类的金融产品，服务商能够达到规模经济。而这种规模经济同样可以通过兼并获得。

会员制的组织架构严重阻碍交易所之间的合并。任何的收购合并都要通过相关交易所每一位会员的同意。

相比之下，上市的公司制证券交易所以股份比较容易买卖。证券交易所的公司化浪潮极大的推动了交易所的合并。2002 年，泛欧证券交易所（Euronext）收购 Liffe，亦即伦敦国际远期和择期交易所。Euronext 本身也是三家欧洲交易所合并的产物。纳斯达克（NASDAQ）拥有伦敦股票交易所（LSE）25%的股份。

2006 年 5 月，德意志证交所(Deutsche Borse)表示愿意收购 Euronext, 不过被拒绝了。相反，在 6 月 1 日，Euronext 接受了纽约股票交易所（NYSE）的收购报价。根据兼并方案，NYSE 股东每股将获得 1 股新公司：NYSE Euronext 的股票，Euronext 的股东每股将获得 0.98 股外加 21.32 欧元的现金。

在NYSE和Euronext合并不久，法国总统希拉克(Jacques Chirac)与德国总理默克尔(Angela Merkel)举行双边会议，并对此竞标发表评论。德国总理默克尔表示任何的兼并只是“一个纯粹的经济决定”并表示“我们并未对此施加影响”。相反，法国总统希拉克强调他倾向于“法国和德国的决定出于原则性的考虑”。²

² “希拉克抨击美国竞标泛欧证券交易所”，金融时报，2006 年 6 月 7 日。

讨论问题

1. 请解释交易、清算和结算系统的固定成本和证交所间的兼并趋势的关系。
2. 各国证券和交易规则的不同如何影响两个证交所通过兼并的潜在得益。
3. 证券交易所间的哪种兼并会形成范围经济？
4. 为了产生规模经济和范围经济，证交所必须扩大交易量，吸引更多的股票上市，以及更多地开发衍生金融产品。考虑一个会员制证券交易所，在这个会员制的证券交易所中，不管交易量或者生意的规模，每一个经纪人拥有一样的投票权。请解释小经纪人怎样做来增加效率？
5. 为什么公司化能增加证交所的市值？