

【論著】

平議英／加，德／美兩大交易所 集團併購發展暨我國資本市場 因應之道

任中美（證交所
業務委員）

巨石崩雲，衝破九重霄
驚濤裂岸，捲起千堆雪

壹、前言

此次英國倫敦證券交易所集團（London Stock Exchange Group, LSEG）暨加拿大多倫多交易所集團（parent of Toronto Stock Exchange, TMX Group）於本（2011）年 2 月 9 日爆出跨洋合併訊息本不足為奇，爰以 2006 年已有美國的紐約證券交易所（New York Stock Exchange, NYSE）橫跨大西洋併購法國巴黎之泛歐證券交易所（Euronext），而共同稱名為 NYSE Euronext 的成功前例在先。惟英／加兩大交易所集團合併訊息披露翌日，德國交易所集團（Deutsche Börse Group）暨美法紐約泛歐交易所集團（NYSE Euronext）以迅雷不及掩耳的速度接踵高調宣布協議合併，掀起後續新一輪的交易所併購風潮，兩啟相繼石破天驚的訊息讓全球市場尚未有心理準備之業者招架不住，不啻我國宋代大文豪蘇軾所撰「赤壁懷古」中描述之「巨石崩雲，衝破九重霄，驚濤裂岸，捲起千堆雪」之隱喻景象。

盱衡英／加、德／美、美 BATS/歐 Chi-X Europe，美國那斯達克瑞典交易所集

團 (Nasdaq OMX Group) 擬聯手洲際交易所 (Intercontinental Exchange Inc, ICE) 醞釀籌備敵意競標 NYSE Euronext, 以及目前美國芝加哥期貨教父級商業期貨交易所集團 (Chicago Mercantile Exchange, CME) 暫維持中立立場, 並已旋赴歐洲英倫建構 CME Clear Europe 而另有盤算, 暨市場傳聞英/加合併成功後不排除擬再併 Nasdaq OMX Group, 以及亞洲之星、澳交易所集團設若有朝成功或即便未能達陣, 可能擬與 Nasdaq OMX Group 協議合併或進一步加強合作, 以及上述這些全球大型交易所集團最終均擬進軍亞洲, 透過合作或合併擴張版圖等等波波高潮訊息實令全球業界與投資公眾目不暇給。新一輪的交易所合併風潮除了日新月異之科技革新, 暨歐洲市場於 2007 年實施「歐盟金融工具市場法規」(Markets in Financial Instruments Directive, MiFID) 後導致市場暨流動性分散, 競爭益趨激烈是背後幾股重要驅動力之外, 其實「金融工具市場法規」修訂新版 (MiFID II) 稿中對交易所 (regulated markets/exchanges) 和櫃檯買賣 (Over-the-Counter, OTC) 之衍生性商品的未來規範要求, 及其所蘊藏高達 600 兆美元的無限商機始是這波合併案的真正關鍵推手。茲特為文平議此波交易所合併關鍵推手因素, 各交易所集團規劃合併之現勢發展, 歐盟市場 MiFID II 的重大變化及其對交易所的影響, 暨我市場因應之道等等如後, 以供卓參。

貳、MiFID 修法蘊藏無限商機為關鍵推手

一、MiFID 法規革新規範蘊藏 600 兆美元商機, 乃是此波交易所合併風潮之真正關鍵推手

事實上, 明確的 MiFID 法規革新規範要求才是德/美及英/加四大交易所集團規劃合併案的真正關鍵推手。歐盟目前甫完成公開諮詢的歐洲金融工具市場法規 (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID) 修訂版 (MiFID II) 稿中規範要求今後凡是櫃檯買賣市場 (OTC) 標準化的衍生性商品交易和結算, 均需透過受規範之交易所 (regulated markets) 執行, 且需經由全自動電子交易系統完成交易, 不得經由人工交易; 且須透過交易所的「集中交易對手」(Central Counterparty, CCP) 完成結算, 以降低、控制及管理市場風險, 勿再重蹈 2008 年全球金融海嘯之主要導因之覆轍。尤以, 前述法規係歐盟資本市場主管機關 (European Securities and Markets Authority, ESMA--前為 CESR, 已更名) 為落實回應及遵循 G-20 於 2009 年秋, 假美國賓州匹茲堡召開的各國領袖會議 (該次會議由美國總統歐巴馬親自主持) 的穩定金融市場決議重點而增訂, 由此可見歐洲各國政府重視金融市場及相關制度和系統穩定性, 暨保護投資人之程度。

歐盟 MiFID II 新規預計於 2012-2013 年間將經由立法實施, 並可為市場帶來約合 600 兆美元 (US600 Tril) 的商機。而橫跨大西洋的美國資本市場速度雖較歐洲慢了半拍, 現貨暨期貨主管機關 (Securiteis Exchange Commission, SEC) 暨

(Commodity Futures Trading Commission, CFTC) 現亦正同樣為依循 2009 年 G-20 全球領袖會議決策重點提示，加速就 2010 年夏美國國會立法通過的金融大改革 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) 法案推進撰擬細如牛毛的法規，並首次就「利率衍生性商品」、「信用衍生性商品」及「其他交換性衍生性商品」大幅趨嚴規管，更擬趕在 2011 年 7 月 15 日可開始實施部分法規。據聞為落實保護投資人及穩定金融市場，美國擬大幅改革的新版法規中亦為傳統交易所蘊藏提供了無限商機。

另外，2011 年春末登場的美國第 33 屆期貨界年會大戲及許多會前會暨各種論壇均出現了非比尋常的踴躍報名，業者均嚐試在本年聚焦的“趨嚴規管櫃檯買賣衍生性商品”(OTC Derivatives) 或是“趨嚴規管場外交易的巨額資產交換商品買賣”(Off-Exchange OTC Swap Block Dealing) 課題中尋求如何在法規革新，遞嬗更迭中維持利益或開創商機，和遵循未來新法，又無需肩負過多成本之間求取平衡。業者更是對先前 SEC 規管較嚴而 CFTC 規管較鬆之前例原則，目前卻大反其道，擬採趨嚴「法制細則管理」(Descriptive Rule) 以取代往昔的「原則遵循」(Principle-Based Rule) 的新趨發展而丈二金剛摸不著頭緒，且暫時無法適應，全美業界刻正熱議中，形成一種特殊景象，許多專業經紀商目前均採觀望態度，據聞許多衍生性商品成交量已自每日幾億張期約驟降為幾千張合約即為顯例。

以上現象突顯德／美暨英／加四大交易所集團能迅速掌握法規情資，及提前布局，和觀察大西洋兩岸法規趨近，都將規範：原在 OTC 場外交易之衍生性商品務需依規移轉到受規範的市場 (Regulated Markets)，並需透過全自動電子交易系統完成交易，更需依規透過具「集中交易對手」(Central Counterparty, CCP) 的平台完成結算，以及電子交易平台需具電子線上監視系統，以利追蹤所有交易紀錄等等要求的好康商機，不啻好似為大型交易所奉上對號入座的展業良機。這些大型交易所自是當仁不讓，勢攫商機，提前布局，對號補強或再行升級建構上述機制與平台服務。對彼等而言，制度及系統均已俱在，僅需調整修改程式即可未來增加提供「衍生性商品」暨「結算機制」的服務。鑒於面臨此一千載難逢的 600 兆美元商機機遇，彼等勢需聯手禦敵 (已經漸次蠶食其交易量市占率之另類交易系統平台，{Alternative Trading System / Alternative Trading Platform, ATS / ATP})，擷長補短，或合作或合併，將餅做大，共邁興榮。

二、美方洞燭機先，搶前布局，致德方緊追不放

NYSE Euronext 旗下 NYSE Technologies 前於 2010 年 7 月即搶先布局，已與歐洲重量級之交易申報資訊大廠 Markit 旗下之“Market Boat”策略合作建構為市場及業者、投資人提供「場外 OTC 交易資訊」之集中統一綜合資訊帶 (含 Market Boat 及 NYSE Europe 各自彙集的 OTC 交易後申報訊息，等同彙集全歐之 OTC 商品交易申報資訊)。NYSE Technologies 規劃將於 2011 年第 3 季依照 MiFID 新版

(II) 規定要求，推出一個專為歐洲證券市場服務的“即時”及“延遲 15 分鐘的延時資訊”跑馬燈電子帶 (Post-Trade Consolidated Tape)。此一跑馬燈電子帶訊息將涵括全歐所有 Regulated Market (RM)，Alternative Trading System (ATS)，及 Multilateral Trading Facilities (MTF)，及 OTC 平台證券及衍生性商品交易的盤後資訊。

NYSE 更進一步表示願將此一自行勝擅開發的系統開放售予其他科技公司或資訊供應商，或是未來正式推出系統後再與有興趣的場商共同合作，共享商機。NYSE 洞燭機先，提前布局，又因歐洲知名廠商 Bloomberg, Fiddisa 及 Thomas Reuter 等前曾均已嘗試開發上述綜合電子資訊帶，且已敗北，現在 NYSE Technologies 跳出鄭重宣布推出上述可為歐市解決「市場及流動性分散」問題的服務，無疑正趕上 MiFID II 新規甫正公開諮詢熱議的此一課題，且業者均傾向建議透過 NYSE 已佈建妥當的“Post-Trade Consolidated Tape”來解決市場分散問題。NYSE 洞燭機先，形同提前卡位，無疑為歐盟主管機關 CESR (現甫更名為 ESMA) 解決了歐洲證券交易業者普遍反映「盤後資訊分散又不透明」的重大問題，同時又等同掌握蘊藏的無限商機，無怪乎德國交易所集團 (Deutsche Börse Group) 盯上 NYSE Euronext 此一未來「資訊揭露」，及「衍生性商品平台」的無限商機，而求姻緊追不放。

參、MiFID II 重大變革精神暨其影響

一、MiFID II 重大變革

MiFID II 新版與舊版相較，從制高規管面觀之，業界專家檢視重大之改變如下：EC 此次刻意調整傾向制定「統協性」之「集中規管」，將由“原則導向” (principle-based) 規範改變為“法制條規導向” (rule-based or descriptive-based) 的市場監理，將由原先歐盟各國主管機關可先依政策原則自行撰擬國家證券法規暨細則，再執行市場監理，轉變為“歐盟統一規管”，亦就是由歐盟最高主管機關 (CESR 甫更名為 ESMA) 將原先的“政策觀念指引平台”轉變為新的“法規條款遵循統一監理”。如此一來，市場生態勢必丕變。歐盟各國中全球最大、歷史最為悠久並以歐盟金融市場龍頭自居的倫敦金融中心 (倫敦證交所及其主管機關) 所受影響最大。此舉亦旨為降低投資人利用歐盟境內不同市場之法規鬆嚴的差異，而執行交易套利 (trading arbitrage)。另外歐盟國會轄下之政策觀念平台單位暨最高主管機關 ESMA 亦等同無形收回歐盟境內各國主管機關的原先較大的市場監理權。

另外，MiFID II 新規將不再僅只是歐洲本土市場的法規，該法今後對全球證券暨期貨市場的運作暨法規遵循影響深遠。美國資本市場目前正加速推進撰寫的新金融法規“Dodd-Frank Bill”細則幾乎全盤參考 MiFID II。尤以在未來規範“黑池”、“高頻交易”及“盤前、盤後交易資訊之透明度”，“交易申報”暨“集中交易資訊跑馬燈電

子帶”等等重要規管方面，均以 MiFID II 馬首是瞻，亦符合今後全球市場監理趨於一致的原則。

二、MiFID II 致力解決市場分散課題

MiFID 前於 2007 年冬實施的原先立意是促進市場競爭，提昇透明度，消弭交易所獨占生態（如倫敦、德國及法國的三大巨頭交易所長久以來獨占態勢彰顯），開放另類交易平台（如 Chi-X Europe）而可引導整體市場提昇交易撮合品質，降低投資人各項服務手續費成本，亦利歐洲整體市場的成本可與美國市場競爭。

EU 實施 MiFID I 帶動受規範的市場（Regulated Markets, RM），另類交易平台（Alternated Trading Platform, ATP），多邊交易平台（Multilateral Trading Facility, MTF）及各類業著自 2007 年冬以還相互競爭，百花齊放，叵料益形激烈的競爭雖觸媒催生更有效的市場及更具競爭性之成本，惟全新競爭生態的副產品却是業者視為毒藥的「市場分散」及「流動性亦遭波及分散」。面臨分散，現在業者勢需集思廣益，回應 MiFID II 主管機關依修法程序召開公聽會前辦理之公開諮詢，廣納各界意見，業者迄今已紛紛提出維護市場利益的「整合流動性」觀點建議，尚待主管機關彙析研議如何將建設性的建議納入修法。

MiFID II 對歐洲現貨證券交易所的影響--依據 MiFID 條文 29-44 條，受規範的傳統正規交易所（Regulated Markets）或另類交易平台（ATS / MTF）凡處理股票交易應遵循「盤前資訊透明」（Pre-trade transparency）的規定，亦即務須資揭五檔最佳買、賣價格。至於交易所或另類交易平台使用何種交易系統並不受規範，惟使用“Quote-Driven”的造市專業經紀商亦得同樣遵守揭露盤前交易的資訊，以確保市場透明。

三、MiFID 嚴管 OTC 商品交易需轉至交易所完成交易暨透過 CCP 結算

歐盟委員會（European Commission）前於 2010 年 9 月 15 日公布針對規管櫃檯買賣衍生性商品市場之相關法規 European Market Infrastructure Regulation（EMIR）。EC 主要係以 2008 年全球金融危機之導火線為殷鑑，更遵循 G-20 政府領袖於 2009 年美國匹茲堡的集會中指示務須穩定 OTC 衍生品市場，而規範所有標準化的 OTC 衍生性商品合約務須在交易所或是透過電子交易平台(非人工)完成交易，以及務需在 2012 年底前經由「集中交易對手」（Central Counterparty, CCP）機制來完成結算，如不經過 CCP 結算，資金成本被要求提高，且務需遵循盤前及盤後交易資訊傳輸及立即申報的落實市場透明規定。

四、歐盟 ESMA（原 CESR）統計證實正規交易所交易量仍為大宗

依據歐盟證券主管機關 CESR（現已更名為 ESMA）統計資料顯示，自 2007 年 11 月實施 MiFID 新法以來迄 2010 年 2 月，以市場成交值論，仍以受規範的傳統正

規交易所 (regulated markets) 為大宗，其次是場外交易的櫃檯買賣 (OTC)，再來才是另類交易平台 (ATS/MTF)，其中，以歐洲主要證券現貨市場為例，倫敦證交所的成交值仍排名第一，扮演領先角色，其次是巴黎 Euronext，再者是德國交易所，接下的順序是：西班牙交易所、Chi-X、瑞士交易所、Nasdaq OMX Nordic、Turquoise、Oslo Bors，及 BATS Europe。值得一提的前十大成交值排名中 ATS 諸如 Chi-X，Turquoise 及 BATS Europe 均已入列。ESMA 的文獻觀點提出，Chi-X 及 Turquoise 雖名列十大內，惟近期仍無力可與歐洲主要交易所媲美匹敵，不過傳統大型交易所均已拉高警戒，深諳未來多邊交易設點平臺 (Multilateral Trading Facilities, MTF) 的成交量可能爆衝的威脅擴大。

肆、倫敦證交所為贏得未來而併購多倫多交易所

倫敦證交所集團 (London Stock Exchange Group, LSEG) 於 2011 年 2 月 9 日宣布將合意併購加拿大的多倫多交易所集團 (parent of Toronto Stock Exchange, TMX Group)。此一併購案將以 42 億英鎊 (約合 66 億加元，或 67 億美元) 成交。LSEG 持股 55% 而 TMX 持股 45%。雙方標榜合併後將成為擁有全球礦業及能源企業上市最多的交易所，暨新興企業國際上市 (AIM of LSEG) 最多家數的交易所，對甫擬規劃在中亞、南非及中南美洲展開招徠礦企的港交所，肯定造成威脅。LSE 執行長 Xavier Rolet 將擔任合體新控股公司的執行長，多倫多交易所 (Toronto Stock Exchange, TSX) 之執行長 Thomas Kloet 將常駐加拿大，擔任 TSX 的總經理。雙方合併 3 年後預計收入可增加 3 千 5 百萬英鎊 (約合 5 千 5 百萬加元，或 5 千 6 百萬美元)。新控股公司股票將分別在 LSE 及 TSX 上市交易，原 LSE 將實質掌舵及主導新的控股公司營運，原 LSE 及 TSX 將分在兩地維持原名繼續營運。

LSEG 一向鉅資投入更新電腦科技系統，亦同時戮力銷售科技系統。LSE 之科技收入占總收入比例已自 2008 年之 5% 提升為 2009 年之 9%。英倫和加拿大 TSX 合併後亦將繼續注重聯合銷售科技服務，LSE 執行長 Rolet 深信英、加合體後將與德/美及 Nasdaq OMX 同時成為全球行銷交易所之“交易系統”的三大巨頭，目標都將先行瞄準亞洲開發中市場的交易所。Xavier Rolet 表示雙方合併成功後，將更加活化環球合作，尤以將積極瞄準亞洲市場，續予併購或聯盟，且合併後的新體壽命推估不過五年，勢將面臨新一輪的全新丕變挑戰，屆時必須再調整策略肆應。

多倫多交易所 (TSX) 之上設控股母公司 The TMX Group 已於 2011 年 5 月 20 日婉拒由加拿大反對派銀行團合組代表「加國國家主義」及「國旗象徵」的“楓葉”集團 (The Maple Group) 之競標，且表明其提案的內容並不優於倫敦證交所集團 (LSEG) 的合併方案。楓葉集團是由加拿大 Toronto-Dominion Bank, Canadian Imperial Bank of Commerce, National Bank of Canada and Bank of Nova Scotia 四家銀行團及一些退休基金合組而成，業於 5 月中宣布以涵括現金及股票合計 36 億加元 (約合 37 億美元) 的價格收購 The TMX Group，並聲稱提案價值高於 LSEG 之先

前出價 30 億美元。

惟 The TMX Group 董座 Wayne Fox 稍後亦聲明加、英將堅定彼此承諾進行友善協議之合併，雙方合併後將成為具國際性競爭的大型交易所，及同時亦會在加國國內焦點關注國內的成長機會，且此一安排符合股東最佳利益，已將加、英合併提案分別陳送加國 Ontario, Quebec, Alberta and British Columbia 四省主管機關申核。

伍、德、美合併是德、美、法三贏

德、美聯手合併後將締造全球證券暨衍生性商品最大暨優質的交易所，以交易所淨收入暨稅前純益論，德、美合併後將在全球交易所中奪魁（淨收入合計 54 億美元，稅前純益合計 27 億美元），在 2010 年合計整體收入中，衍生性商品交易暨結算業務占 37%，籌資上市業務占 29%，結算交割業務占 20%，股指授權，科技服務暨資訊服務業務占 14%。雙方合併後上設控股公司將在荷蘭註冊。新的集團將在法蘭克福及紐約分設雙總部。新的機構名稱尚在與律師專業團隊商議。董事會成員計 17 名，由 DB 原董座 Reto Francioni 擔任新集團董座，監督全球策略規劃暨全球公關管理，NYSE Euronext 的執行長將負責擔綱新集團的執行長。

NYSE Euronext 的執行長 Duncan Niederauer 於 2011 年 2 月 15 日接受美國 CNN 電視台訪問時特別說明澄清以下許多觀點：德、美合併案約值 100 億美元，雙方以股換股合併（雙方持股百分比-- 60：40）是雙贏，而非業界或媒體及一般公眾誤認此次合併案中美國市場占得下峰，爰以德國的市值迄 2011 年 1 月底為 1 兆 4 千 7 百 40 億美元（US\$1,474 bln—WFE source），市值規模夠大，雙方匹配，所以要說是德國併美國，德國以規模取勝，美國以 NYSE 品牌取勝，力上加力，是件美事。最重要的是雙方冀望成為一個真正全球化及多元化的受規範的透明市場和交易所。合併後 NYSE Euronext 今後除可在紐約、巴黎外，又增添可在法蘭克福營運，實謂德、美、法三贏，且具有衡平性質的高階管理團隊領航，有助邁向落實全球化交易所的目標。新的控股公司將由現任 NYSE Euronext 的執行長 Duncan Niederauer 擔任執行長，在紐約掌舵展業，而現任德國交易所集團（Deutsche Börse Group）董事長的 Reto Franciani 將在法蘭克福肩負董座監督重任。雙方於 3 月中耳聞美國 Nasdaq OMX Group 正洽數家老字號銀行籌措金援支持，以期墊高財力（據聞約 1 百億美元，尚未含得賠償德、美雙方協議違約金 3 億餘美元）出價，擬敵意一舉競標成功。然德方表示此案已經過週詳兵推，且雙方堅持彼此扶持的策略發展，不擬接受亦不畏第三方競標。另外，NYSE 亦公然表態主張 Nasdaq OMX Group 設若合併 NYSE Euronext 不具任何戰略意義，不過是 Nasdaq OMX Group 想佔 NYSE Euronext 為嗣應 MiFID II 新法所創造的天大商機，已在歐、美市場完成搶前布局先機的大大便宜。

紐約市長 Michael Bloomberg 認為雖然紐約證交所自 1792 年創立以來迄今，皆為美國帝國主義的象徵，且一直給人全球最大交易所的印象，際此 21 世紀全球化

的時空背景世代裡能夠成就此案，完成和德國合併，殊為難得，值得肯定。然代表美國紐約州的現任執政黨民主黨重量級資深參議員 Charles Schumer 極為關切美國資本市場之自主，尊榮，及美帝象徵。

陸、美國 BATS 併購歐洲 Chi-X Europe

美國 BATS Global Market 交易所已於 2011 年 2 月 18 日宣布以 3 億美元併購公司設於英國倫敦之 Chi-X Europe 另類交易平台，成為泛歐洲以「成交市占率」和「交易之衍生性商品的名目價值最高」之交易平台。合併後名之為 BATS Chi-X Europe。全案待主管機關核可後預料應可於 2011 年第二季底完成。雙方鑑於兩個機構之企業文化，科技系統掌握之市場架構、客戶群和勇於創新的精神雷同而決定合併，攜手共同再創搶攻傳統交易所之新高交易市占率。BATS 迄 2009 年，以成交量論，已名列全球第三大交易所，次於紐約證交所及那斯達克交易所。而 Chi-X Europe 迄 2011 年 2 月 11 日已名列全歐 10 大交易所或交易平台之首（Chi-X Europe, Euronext, Deutsche Borse, LSE, Spanish Exch, BATS Trading, Borsa Italiana, Nasdaq OMX, Swiss Exchange and Turquoise）。

依據歐洲資訊廠商 Thomas Reuter 資料顯示上提雙方合體後之歐洲交易市占率預計將達 23%，與德國 DB 交易所集團之 29.7% 相較，帶給德國之威脅不謂不大，無怪乎 DB 已加速啟動併購 NYSE Euronext。此外，依據倫敦金融時報報導鑑於 2 月末北非政局動盪，大批投銀及經紀商為避險，瞬間轉單至義大利米蘭交易所擬完成撮合，卻叵料倫敦 LSE 出現當機事件，致同樣負面影響 LSE 旗下的米蘭證交所，許多委託單立即轉單至米蘭的競爭對手交易平台 Chi-X Europe 及 BATS Global Markets 完成撮合，瞬間致此一合體兩造坐收漁利。此外，新合併之兩造刻積極規劃擬登記註冊為正規交易所，並且亦擬進軍上市平台業務。

柒、Nasdaq 擬和 ICE 合併敵意競標 NYSE Euronext 各有盤算

Nasdaq OMX Group 已於本（2011）年 3 月初宣布規劃合併美國洲際衍生性商品交易所（Inter-continental Exchange Inc., ICE），雙方心比天高，擬聯手敵意競標合併 NYSE Euronext。Nasdaq OMX Group 現在較不具競爭力的弱點在於：1.商品線不夠豐富；2.在歐洲的衍生品市場運作不強，迄 2010 年底 Nasdaq OMX Group 的財報上「衍生性商品交易及結算服務收入」只占整體收入的 17%，相對於德國及紐約交易所兩大集團（Deutsche Börse Group 及 NYSE Euronext）的同樣收入計占 40%，顯然較弱。再以期貨商品合約張數比較，迄 2009 年底，Nasdaq OMX Group 全球排名第八，次於 NYSE Euronext、Deutsche Börse Group、CME，甚至低於許多新興市場，包跨括韓國交易所及巴西交易所。

Nasdaq OMX Group 如與 ICE 合併，雙方可直接受益於 ICE 的逐漸擴增的油源衍生性商品市場大餅業務，尤以此波全球交易所的併購追逐不外有三：1.衍生性商

品市場的商機擴大；2. 衍生品市場商品交易後的結算服務火紅；3. 擬提前卡位亞洲市場或先鋪脈絡，以利後續掌握版圖。因此，Nasdaq OMX Group 與 ICE 的合作對 Nasdaq OMX Group 而言可直接受惠之處在於充份掌握紐約（NYSE）的現貨證券市場，而 ICE 擬受惠接收掌握的是 NYSE Euronext 旗下的 Liffe 衍生品市場，以及在美國本土新開發之 NYSE Liffe 暨 NYPC 的新結算業務，而可大發利市。

不過，現階段 Nasdaq OMX Group 財報數據黯淡，阮囊羞澀，已接觸諸多銀行耆老，視彼等是否願解囊參股，以利 Nasdaq OMX Group 在和 ICE 合併後再進行競標 NYSE Euronext。爰以 Nasdaq OMX Group 此番勢將被迫出價高於 Deutsche Börse Group 的 100 億美元數倍（尚不含雙方協議違約金 3.37 億美元），亦未必穩操勝算。

目前觀察家一致認為 Nasdaq OMX Group 似宜採取財務上較不吃力的作法，亦即暫與 ICE 合作，再謀發展，甚者，鑒於 Nasdaq 目前的 PE 均比 ICE 不夠亮麗，設如仍擬挾抱著 2000 年中葉想併倫敦證交所（LSEG）之威勢，口說大話，可能現時會因全球現勢的風雲詭譎，變化萬端，連想吃下 ICE 均有困難，Nasdaq OMX Group 諸多財務數據應被定位為被收購者，而非是出擊併購者。另有一派專家觀察設若星、澳合併暨 Nasdaq OMX Group/ ICE 合併和後續計劃雙雙敗北，則星方會與 Nasdaq OMX Group 進行較前更加密切的合作。惟 Nasdaq OMX Group CEO Bob Greifeld 甫於 3 月下旬在倫敦出現，又致媒體揣測 G 氏已洽倫敦證交所二度求婚，愷陳利弊，擬策略聯合 LSE 及 ICE，始有份量和戰略意義競標 NYSE Euronext。

隨著時序發展，雖然 Nasdaq OMX Group 暨 ICE 已聯手於 2011 年 4 月初宣布將以 110 億美元敵意併購，然因 NYSE Euronext 董事會置若罔聞，未開洽商大門，致彼等旋於 5 月 2 日逕函 NYSE Euronext 之股東們陳述收購後可為渠等帶來之價值，更為因應對手 7 月初之股東大會，原擬準備長期抗戰，惟一切均不敵主管機關之“聖”意，Nasdaq OMX Group 暨 ICE 業於 2011 年 5 月 16 日已聯合宣布將撤銷敵意競標 NYSE Euronext 案，爰以美國司法部「反托拉斯」的單位主管 Christine A. Varney 已發表聲明「雙美合併勢將壟斷美國現貨股市，從而消殆競爭中始有進步暨創新的活力，不利投資公眾，更不利擬使用美國證券市場募資、交易等等服務的新、舊企業和市場參與者」。觀察家分析 Nasdaq 被迫出此「下」策後容或再擬規劃併購規模較小之對象諸如 Bats Global、Direct Edge 等等，然均將面臨美國司法部「反托拉斯」單位的審慎檢視，結局如何，或是屆時已然反主為賓，迫於情勢變化，而很可能反倒成為倫敦證交所（LSEG）或芝加哥商品交易所（Chicago Mercantile Exchange Group, CMEG）的下一個合併目標，市場均靜待觀察。而 Nasdaq 暨 ICE 的抽離競標雖然看似有利德、美合併，惟結局究竟如何發展，仍需觀察歐洲主管機關如何看待暨審查德、美併案。

捌、ICE 強調衍生性商品交易暨結算為歐市搶手業務

甫獲 2010 年全球衍生性商品交易所年度風雲獎之美國洲際交易所 (ICE) 的董座兼總裁 Jeffrey Sprecher 於頒獎典禮受訪時表示：「衍生性商品交易暨結算服務及其收入商機係自 2009 年迄今全球業最夯的話題和最火紅的業務，尤以自 2010 年起，CME、Eurex、ICE 及 NYSE 皆開始熱烈追逐衍生性商品「交易後」的結算服務。ICE 自成立伊始迄今均將結算服務視為單項獨立業務，而非交易所附帶的後臺業務，因此 ICE 早於 2009 年 3 月在紐約成立“ICE Trust”，專門為衍生性商品 CDS 結算，之後 7 月又成立 ICE Clear Europe 專門為歐洲櫃檯買賣衍生性商品提共結算。另外，迄 2009 年 12 月 17 日，ICE 在美結算指數商品收入達 3 兆 1 千 3 百億美元，及在歐洲大賺 8 千 60 億歐元；而 NYSE Liffe 則因結算生意太少而關閉了 CDS 結算平台，德國之 Eurex 雖也成立了 CDS 結算服務，惟收入僅 9 千 5 百萬歐元。Sprecher 強調 ICE 仍在全球衍生性商品交易之結算服務收入方面遙遙領先，其中能源商品交易及結算收入亦在全球奪魁，占其收入之三分之一。」

ICE 經營模式經年有成，不僅輒獲國際經營及業績獎座，從而獲得諸多交易所之青睞，且不提 Nasdaq OMX 的聯姻建議，連夏皆曾提過在全球交易所眾多之併購活動中，夏氏最為欣賞 ICE 早於 10 年前 (2001) 收購國際石油交易所 (International Petroleum Exchange, IPE) 的模式。夏佳理指稱 ICE 在初期各部分之規模皆小兒美，惟幾經勵精圖治而能發展成具 80 億至 90 億美元的市值規模，令人敬佩。

一、WFE 統計顯示衍生品交易/結算已成全球交易所兵家必爭業務

爰以 WFE2011 年 1 月份統計資料顯示 2010 年在受規範的交易所，而非「場外或店頭市場」交易的衍生性商品為歷年之最，打破新高，亦即自 2003 年迄 2010 年底已增加 25% (其中現貨證券交易占整體之 61%)。WFE 會長港交所主席夏佳理 (Ronald Joseph ARCULLI, Independent Non-executive Chairman, HKEx) 強調上提衍生品交易成交量的增長，不啻明晰反映各主管機關繼 2008 年全球金融危機海嘯後，主張針對 OTC 市場衍生品交易開始嚴格規範的方向完全正確。這些規管間接良性導引了 OTC 衍生品交易趨往受規範交易所交易，以降低風險。Arculli 更說明另外依據 BIS 銀行的統計，在 OTC 場外交易的衍生品名目價值已自 2009 年 6 月迄 2010 年 6 月降低 13%。上曷統計資料及觀點無疑更加佐證了衍生品交易及相關結算業務已是目前全球交易所兵家必爭之業務收入，更是此波全球交易所規劃合併前即已預應布局，並憑以深化及鞏固掌握的衍生性商品相關業務及收入。

二、CME 放眼歐洲新設據點擬增提供店頭衍生品結算服務

面臨德／美兩大交易所集團的合併，CME 當頭迎面的挑戰即是開啟其全球成

成交量最高的明星商品（利率期貨期約）之保衛戰。

分析師觀察 CME 繼 2007 年秋及 2008 年先後完成併購小型對手 CBOT 暨 NYBOT 後，現今會隨勢再併購芝加哥選擇權交易所（CBOE），以擴增商品線？或是擬併期貨界標悍黑馬洲際交易所（ICE）？如何透過合併來整合戰略商機商品？分析師發現雖然 CME 具歷 40 年來其日均量每年穩定成長 15% 的實力，以及歷來之鉅額資本支出均帶回亮麗的回收報償，惟最近一次出爐的 CME 年報中，現金流量大幅降低，這可能會導致 CME 今年設若進行併購及繼與目標對象進行談判時，導致對方獅子大開口，硬抬價碼，因此現階段 CME 選擇按兵不動，暫不併購，持續觀察。

際此時刻，CME 董座 Craig Donohue 於 2011 年 3 月 2 日的一項國際會議中特別指出，在 DB 宣布併購 NYSE Euronext 前，CME 已早為預應規劃，已向英國主管機關申請，並業於 2010 年 12 月獲准在倫敦和 20 家知名銀行聯手成立一全新的期貨及店頭交易所和結算平台 CME Clearing Europe，更將針對逾 150 種 OTC 能源及其他大宗物資衍生性商品提供結算服務，這項服務與歐盟 MiFID 新版（II）稿中要求規範原本在櫃買交易的衍生性商品務須透過交易所交易，暨透過「集中交易對手」（Central Counterparty, CCP）機制完成結算的要求不謀而合，亦正體現其提前卡位以攫獲商機的行動魄力。

另外，CME 獨占的核心金雞母商品—公債期約及利率期約（歐洲美元利率，2010 年第 4 季已淨賺 US\$175.5 mil，名目價值等同 30 兆美元，且成交量幾占全球期市之 98%）--不但規格已被 NYSE Euronext 之 NYPC 抄襲，其結算機制好康特色亦被 NYPC 如法泡製，為肆應和管理此一危機，CME 不得不先發制人，已旋宣布立刻推出針對凡交易 CME 之招牌商品「美國公債期貨」及「CME 各利率期貨商品」之經紀商可另外登記為「另組結算會員」，從而具資格可享特級結算優惠價碼服務。CME 之“歐洲美元利率期約”和“各公債期約”，均可互跨、互抵、互計保證金及抵押款等服務，據聞 CME 為迎戰未來益趨激化之割喉競爭，此一新措可為投資人及專業經紀商之委託下單成本雷同打下 65% 的特級優惠犧牲折扣，由此可見期貨商品結算業務的激戰將在歐、美兩岸延燒。

三、LSE 肆應歐洲新一輪的全面競爭亦推行衍生性商品平台

英／加此次防禦性的合併旨為雙方帶來更多的附加價值，讓全球對彼等再另眼相看，亦擬震懾已在蠶食歐、美市場傳統交易所交易市占率的另類交易平台（ATS）--如歐洲之 Chi-X Europe（現已與 BATS 合體），Burgundy 等，以及加國市場的 Alpha Group 等等。

倫敦證交所為肆應歐洲市場新一輪的激烈競爭，已於 2 月 24 日宣布擬借重加拿大交易所集團（TSX）之先進高科技系統 Solar 優勢，推出一個專伺交易歐洲衍生性商品之交易平台。另外亦擬將 LSE 去年新購的 Turquoise 衍生性商品系統平台

合併運作，在歐洲市場提供服務。此一合併後的新平台預計測試後將在 2011 年第一季底可正式針對泛歐的衍生性商品展開交易服務。

另外，LSE 擬推出比例分享上市費收入的機制與國外六大交易所就彼等知名藍籌股暨 LSE 之 FTSE100 指數涵括股票跨境相互掛牌，以帶動新一波的上市熱潮，及提增上市費收入。再著，LSE 宣布將於 2011 年 5 月推出證券衍生性商品交易平台“Turquoise Derivatives”，將針對泛歐股價指數期貨及選擇權等衍生性商品提供電子交易服務，以掌握 MiFID (II) 規範提供的商機。此項平台科技專業將由加拿大 TSX 交易所支援。透過此一平台交易後的結算將委外，由長期配合 LSE 之廠商 LCH. Clearnet 提供結算服務。

與同業競爭者 DB 及 NYSE Euronext 相較，彼等為肆應歐盟 MiFID 新版 (II) 法規所蘊藏提供予交易所之無限未來商機，已搶前布局，增闢衍生品服務平台，直如探囊取物，未來可輕易擴增龐大收益，LSE 顯然步調慢了許多，且 DB 及 NYSE Euronext 的合併對 LSE 在歐之業務收入上勢將迎頭負面打擊，LSE 似應積極趕上，以免陷入達爾文之理論終局。

此外，TSX 前於 2010 年 3 月 10 日宣布在 TSX 旗下將增設「另類交易平台，ATS」(TMX Select)，旨為未來吸引高頻交易，以利預因未來全球益加激烈的交易競爭。不過，雖然英倫一片看好併購遠景，惟加國業者表示反對被英併購，他們主張 TSX 已擁有自己的結算中心及證券集保中心，加國之市場架構和制度作業亦很完備，自行發展並非沒有遠景，設被併購，市場經營模式和市場架構可能生變，均不樂見，更表示先前美／法合併 (NYSE 與 Euronext) 雙方相互掛牌的股票並未獲益，亦未見特別合併綜效。最終結局如何發展，尚待密切後續觀察。

四、NYSE Euronext 預應美國新金融法商機亦在紐約佈署結算服務平台 NYPC

NYSE Euronext 除前已於 2009 年建構 NYSE Liffe Clearing，專為倫敦上市的衍生性商品提供結算服務外，已於 2010 年 5 月對外宣布將終止與結算服務供應商 LCH. Clearnet 的合約，更擬自行再耗資 6 千萬美元建構兩個分別位於倫敦及巴黎的結算中心，以利穩掌歐盟 MiFID 新版 (II) 法規稿中規定衍生性商品務需透過交易所交易，暨務需透過 (「集中交易對手」 (Central Counterparty, CCP) 完成結算所帶來的無限商機。同時，為肆應美國大幅改革後之金融法規 Dodd-Frank Act) 目前美國現貨及期貨主管機關正集會熱議，並可能撰擬雷同規範，NYSE Euronext 更已向美國主管機關申核完竣在紐約建構 New York Portfolio Clearing (NYPC)，以準備在美迎接蘊藏無限的衍生性商品交易及結算業務的服務商機，並更於 2011 年 3 月 17 日宣布全球知名且具十足影響力的投資銀行經紀商已申核獲准成為 NYPC 結算會員，以帶動其他業者早日跟進。

NYSE Euronext 更說明此一系統將開放予全球其他衍生性商品交易所及結算中

心連線，以利付費使用 NYPC 服務。NYSE Euronext 更表示投資人、基金經理人、經紀商等均將樂見交易所可提供「跨商品」，「跨各種資產種類」相關衍生品之垂直式高效共同結算系統平台及服務（mark-to-market One-Pot margin system common platform），以降低使用者成本。NYSE Euronext 信心滿滿預測自 2013 年起在美至少會有每年 1 億美金的結算收入。

五、德／美合併未來可共擁金雞母“LIFFE”暨德方 Clearstream 鼎力支援美方新設 NYPC

DB 及 NYSE Euronext 的集團旗下期貨交易所 Eurex 及 NYSE Liffe 的重疊性不高，設若合作應可迅速定位為全球最具主導態勢之衍生性商品市場，而速將美國期貨界教父級交易所 CME 推至老二地位，雙方勢必全力應戰，而致歐洲的倫敦證交所在衍生品方面更形冷落且唏噓嗟嘆，爰以 LSE 曾於 2001 年有黃金機會吃下當時英國的金融衍生性商品交易所（Liffe），卻因大意失荊州，輸給了巴黎的 Euronext 運用策略捷足先登，真謂彼時「差之毫釐」，現今「失之千里」之嘆。

DB 及 NYSE Euronext 自然預見進行合併過程接受主管機關審議時，當會面臨“雙方合併更加突顯衍生性市場 Eurex 及 Liffe 已幾乎超逾全歐 80% 之市占率，確有獨占好康特性之嫌”的障礙課題，雖然業界觀察家認為 DB 及 NYSE Euronext 為了輕騎過關，不無單獨出售“Liffe”的可能性，而達克服「獨占」障礙課題，這倒也提供 LSE 可重新撿回“寶貝 Liffe”的機會。嚴格說來，LSE 並不具嚴謹的衍生性商品市場特色，如今擬與加國 TSX 合併，亦擬倚恃其礦產衍生品優勢，雖言 TSX 係於多年前在加國境內整合數個地方性之交易所後才升格定位為全國性交易所，尚稱不上真正國際大型交易所，因此業界觀察 LSE 若有機會，並願耗貲重金撿回“金雞母 Liffe”仍屬值得，其回收價值要比投資 TSX 更佳。

然筆著認為 LSE 想抱回此一金雞，大勢已去，覆水難收，且 NYSE Euronext 已安排 NYSE Liffe 與 DTCC 合作，在紐約成立結算服務據點 NYPC（New York Portfolio Clearing Center），而 DB 自將樂意以其在歐洲旗下知名的專擅結算平台機制 Clearstream 鼎力支援，發揮配合法規規範為衍生品結算之功能，從而更加突顯德／美合併後雙方皆具垂直經營（vertical silo model）模式的重砲火力，而可輕易將 ATS 及其他場外競爭者擱於門外，攜手共創雙贏。鑑此，NYSE Euronext 應不太可能於此關鍵時刻單獨出售即將在歐、美兩岸市場炙手可熱的金融衍生性商品寶殿“Liffe”。甚著，經由法律專業團隊諮詢，德、美雙方應更珍惜手中現握之「護身符」（詳六、如后）。

六、NYSE Euronext 因有德拉瓦州（Delaware）登記註冊公司法之「護身符」而有恃無恐？

NYSE Euronext 在應對 Nasdaq OMX / ICE 於 4 月 1 日以 113 億美元（vs 德方

因近月歐元升值，出價約等同 100 億美元)正式求婚後已兩次出面婉拒，迫使 Nasdaq OMX / ICE 於 5 月 1 日逕向 NYSE Euronext 之投資股東們鼓動股東行動主義著出列，以影響持股之投資公眾向 NYSE Euronext 董事會要求應同意會面洽商，以及引導投資人之思維主張 NYSE Euronext 應安排更高，更具體之「股東價值回饋」。Nasdaq OMX / ICE 已公布將予 NYSE Euronext 的股東們每股現金 14.24 美元，佐以分配 0.40692 股的 Nasdaq OMX 股票，及 0.1436 股的 ICE 股票，約值 NYSE Euronext 每股 42.26 美元，惟 5 月 1 週一 NYSE Euronext 的股價已收在每股 40.40 美元，差異不大。

最重要者為愛以 NYSE 是在美國東岸德拉瓦州 (Delaware) 註冊登記的公司，依循該州公司法 (按全美逾 50% 之公開上市企業及逾 60% 之 Fortune 500 大企業均在德拉瓦州登記註冊)，NYSE 如依規是被保護可選擇婉拒 Nasdaq OMX 開出以較高的價格敵意競標。

為何該州法支持 NYSE? 以 1985 年 Ronald Perleman 擬敵意併購 Revlon (露華濃) 化妝品公司為例，Revlon 依規除非公司內部有「經營控制權之轉變」(a change of control) 或是「企業進行分割」(breakup of the company)，否則 Revlon 無需接受被最高出價競標者 Perleman 收購，之後多樁類似訴諸法律官司案均循此例進行，故名之為 Revlon (露華濃) 條款。另外，任何企業之董事會一旦集會決議擬出售予他方純為獲利，則名之為進入“Revlon-Land”。

目前極待法律觀點釐清的是 NYSE Euronext 與德方「以股換股」的併購案是否進入「控制經營權的轉換」(a change of control)，如是，則 NYSE Euronext 將依法被迫接受最高出價的收購者 Nasdaq OMX/ICE 進行整合。雖然法界對此條款提出爭議看法，惟紐約時報「法律觀點專欄」法學教授 Steven M. Davidoff 更舉證前例諸如 Time 及 Warner 合併 v.s. Paramount 之敵意競標，以及之後的 Viacom 及 QVC 合併又臨 Paramount 之敵意競標前例個案等等，說明往昔迄今多年以來，類似德、美雙方「以股換股」的併購個案只要不違反前述兩點 (不更新經營控制權；不分割)，通常可不需適用「露華濃條款」。

而另一項觀點考量更有利 NYSE 有權可不選擇最高出價標購者，亦即德州公司法中敘明 -- 只要企業賣方不放棄其「長期展業策略」的定位，且非純屬追逐利潤，即可有權選擇「非最高出價標購者」。NYSE 至少在目前尚未被 Nasdaq OMX/ICE 之合併提案中涵括的建議將 NYSE Euronext 一分為二 (將現貨暨期貨衍生品市場分開出售) 等種種條件誘使同意，而中計陷入了接受等同「進行分割」的泥沼前，均可避免適用「露華濃條款」(Revlon Clause)，亦即 NYSE 依 D 州法律有選擇權售予非最高出價標購者—德國交易所集團 (Deutsche Börse Group)。

回顧 NYSE 執行長 Duncan Neideauer 之多次公開談話，均一致性的表示“德、美合併旨為雙方策略發展”，以避免 NYSE Euronet 陷入「露華濃地雷區」(Revlon Land) -- 「出售純為獲利」的泥沼。因此 N 氏在二度婉拒 Nasdaq OMX / ICE 說明

時再次強調「德、美雙方合併旨為因應全球市場丕變採取之策略發展，和應對業界進化，而將型塑成全球性具最大規模的多元性之交易所」。甚著，NYSE Euronext 兩度婉拒 Nasdaq OMX/ICE 時均稱雙美（NYSE + Nasdaq）合併將立即面臨；1. 「無法完成執行合併的風險」（incapable of execution risk）；2. 無法就「市場獨占」及「反托拉斯」主管機關審核觀點過關；3. 不具任何戰略或策略發展意義。

綜上，目前階段 NYSE Euronext 似可依其所好，在原先已在德拉威州註冊登記公司法之保護傘下與德方推進併購案件，惟在本年 7 月 7 日股東們在股東大會投票前，少不得將會面臨 Nasdaq OMX/ICE 之再次出招而需應對的多個回合攻防戰。

玖、交易所合併綜效首重電腦系統高效整合

誠如 DB+NYSE Euronext 合併計劃顯示預計三年後來自高效合併營運之綜效獲益可節流 3 億美元（US\$ 300 mil），節流中的 26% 將來自雙方電腦系統整合後之高效運作。而 LSE+TMX 說明預計二年後可節流 4,100 萬歐元（約合 5,700 萬美元）。

市場專業人士 Paul Pickup（Director of Exchange Technology Consultancy of Trading Technology Corp.）表示交易所整合能夠節省的最龐大財源即係來自電腦科技系統整合，惟整合過程耗時費日，且過程龐大複雜。他說明德／美合併後需要整合的交易系統有：NYSE Euronext 的 UTP（the Universal Trading Platform），原 Euronext 全球知名的 NSC 交易系統，以及其於 2001 年併購成功接收的衍生性商品交易系統 Liffe Connect；德國交易所集團（Deutsche Börse Group）有主打現貨證券的 Xetra 交易系統，負責衍生性商品交易的 Eurex，專攻結算的 Clearstream 及專擅選擇權的 Optimise。而 LSE+TMX 有三個現貨交易系統 TradElect, MillenniumIT, 及 TMX 的 Quantum，暨 TMX 的衍生品交易系統 Sola Trading。

市場諸多專業人士目前泰半對德美合併可以節流說法抱持存疑，原因如下：1) 整合科技系統曠時費日，非一蹴可幾；2) 設若完全以功能發揮最大效益之擇定系統為留用決定因素倒也單純，爰以轉移（migration）在技術上皆不成問題，惟凡予牽涉“人為”及“政治”考量因素即形複雜。例如 NYSE Euronext 已費時三年及諸多人力、財力，將原來 Arca 的系統等成功納入 UTP（the Universal Trading Platform），一定會費心爭取保留 UTP 系統。而德國亦不會輕言放棄 Xetra，據聞雙方已為此開始角力，雖然今後新合併機構的 IT 主管將由來自 NYSE Euronext 的 Dominique Cerutti 擔任，惟外界傳言即使德國如果因為其現貨交易系統 Xetra 不夠賺錢，惟科技專家認為德國衍生品交易平台 Eurex，在歐廣被認為較 Euronext 的 Liffe Connect 更強，因此很有機會出線，被留下來擇用；3) IT 科技系統亦會因為這些交易所原先已出售或正洽售出之電腦系統之後續收入課題而被左右去蕪存菁，因此衡酌「預估已收或應收收入獲利比例」及「影響未來的財報收益數字」的因素亦會導致擇定汰留那些系統的課題更形複雜。

另外，諸市許多場資深經紀商表示這些節流數字說得漂亮，實在願聞其詳，更大、小股東亦擬傾聽這些正規劃合併的交易所未來就 IT 系統節流以及整合後發揮高效的運作細節，以利將來於股東大會上決定是否投下「認可同意合併」的神聖一票。

拾、合併審核，關卡重重

依據澳洲當地重要媒體「雪梨早報」於 3 月 19 日刊登批露星交所暨澳證所之協議合併案似已遭外資投審局（FRB）駁回，似疑更突顯澳洲財政部、國會等高層均可能口徑一致主張此一合案併案對澳洲不具任何彰顯益處，甚而貶損澳洲原本在此區的金中心地位，此為審核過程暫時受阻一例，之後澳洲財政部長 Wayne Swan 已於 4 月 21 日宣布基於國家政策整體考量，該案並未通過。而星方執行長 M. Bocker 表示已學得教訓，仍將持續尋求合作或聯盟的對象。

另外，歐盟公平交易委員會委員 Joaquin Almunia 曾於本（2011）年 3 月在歐盟律師集會場合發表演說，誓言將不會以「先入為主」的偏見審議交易所合併案，而將就全案之「市場規模」、「市場架構」及「合併綜效」等因素來衡酌合併是否恰當；更重要的是將隨著「市場實務的演進」和「真實的需求」，以及依照歐盟公交會向來「審案的原則和指引」來作為考量的重要依據。話雖如此，全球業界及投資公眾其實也預期德、美協議合併案暨英、加協議合併案均須面臨各國公平交易審議會，主管機關，司法部門及國會等重重把關，曠時費日。然引述 Nasdaq OMX CEO R. Grefield 新近就敵意競標 NYSE Euronext 乙案於 5 月 1 日新近的發表觀點謂雙美合併自是構成「市場近乎壟斷」的現象與境界，深信美國司法部繼其已請雙方就申報文件二度補件說明外，預測應會再度來函關切如何「修復矯正市場壟斷」，這些答案將是投資公眾、市場業者及相關機構拭目以待。

惟即使兩樁大案最終實質未被通過，然四個巨型交易所之領導高層及策劃團隊之能夠前瞻歐、美兩大法規革新的龐大商機，精準之策略掌握商機，穩控時程進度，預應各種準備佈署，暨其不空談而戮力起而行，攜手共締一個真正落實具全球戰略發展的交易所亦不枉費其合併規劃的苦心，即使最終成為「免費廣告的宣示」取代了「實質合併的美夢」，各方均仍是贏家，值得吾人敬佩借鑑。

拾壹、亞洲主要市場就合併前景保守應對 港、日、韓回應咸認現階段宜對合併保守因應

一、香港交易所-擬維持目前戰略地位

繼全球多家證交所於本年 2 月宣佈合併計劃後，香港證券交易所於 2 月 10 日表示，港交所目前尚未有明確目標，但碰到適合機會時再予以考慮。而港交所主席夏佳理（Ronald Joseph ARCULLI, Independent Non-executive Chairman, HKEx）在

先前曾表示將更積極加強港交所的上市平台地位。另外，香港特別行政區政府財經事務及庫務局局長陳家強認為港交所的市值於 2010 年底名列全球之首，全球對香港國際金融中心的戰略發展地位應都認同，港交所要尋找合作伙伴並不困難，只是因時制宜，目前宜持續聚焦的戰略定位為：「香港交易所是晉身國際，達成環球目標的國際交易所；香港交易所是進軍內地市場、實踐內地計劃的首選中國交易所。」

觀察家亦分析港交所近年的業務成長速度及高盈利令全球同業矚目。根據彭博統計資料，港交所 2007 至 2009 年的營業淨利率介乎 78.6% 至 86%；毛利率介乎 78.4% 至 92.7%，屬於極高盈利行業；而且港交所近十年來，不斷成功邀得大陸各省企業上市，交易額不斷增加，的確是內企對外集資、及外企投資內地的典範平台，加上監管體制成熟的優勢，只要繼續融合內地市場及拓展人民幣業務，估計其業務發展空間無限，因此港交所現階段似無必要刻意為回應國際交易所併購風潮而尋求併購對象，況且其於 1997 年已回歸中國，在「一國兩制」的特殊政經體制下運作，恐怕即使想主動進行併購或被收購都身不由己吧！

二、東證所願與紐證所連線交易暨擬與大阪所合併

東京證交所與紐約證交所集團於 2011 年 3 月 2 日聯合召開記者會表示，規劃容許各自的客戶買賣在對方市場上市的企業股票，兩所目標是預計在 2011 年底前達成協議。東證並且考慮把交易連線未來擴大至香港、新加坡和澳洲。東證更關切和規畫將來要安排這些知名交易所之已上市企業批次來日掛牌交易。另外，東證所目前亦正考慮與英國倫交所設立債券交易平台。

而 NYSE Euronext 的執行長 Duncan Neiderauer 表示雙方連線合作實為是為未來參與亞洲及其他新興市場成長的動力與商機鋪路。亞太市場確係是紐約下一波擬合併的目標市場。上提 DB+NYSE Euronext 規劃新合體的董座 Reto Francioni 亦表示亞洲市場是未來新合體的首要業績拓展目標，而亞太市場中就屬東證所之業務產品最為多元，市值最大（4 兆美元），且應算是在亞太證券市場結構最為進步的，佐以日本之外國業者均已佐證近年東證所已執行許多制度上的友善改進，以利外資投入及作業。

東證所深諳澳證所及新交所（ASX+SGX）合併案設若成功，將成為亞洲最大之交易所，勢將超越東京排名，以及新近 ATS 的規劃在亞洲崛起（如 Chi-X Japan 於 2010 年已在日本營運）均對東京造成威脅，因此東京主張在尚未公開上市（IPO）更具價值前，能和天王紐約證交所合作而得新恃，或互相幫襯，致日後互利上市及其他互惠業績，有利雙方未來發展或進一步合作。至於論及互相持股或合併均會面臨東京外資持股上限（10%）的課題，佐以日本政府相當保守，雙方沒有必要跨越紅線，徒增困擾，而現階段以聯盟合作方式最為有效，而達策略聯盟目

的。

至於東證所預計於明、後年 IPO 前先在國內展開合併案件，以利突顯日本交易所價值，原擬與大阪證交所洽談合併，現因逢日本千年一遇之 311 海嘯核災而將延宕再議。

三、韓國交易所擬速公開上市及向外合併，韓金管會持迥異看法

韓國金管會官員 Mr. Cho In-Kang 表示韓國交易所 (KRX) 去 (2010) 年衍生性商品交易表現名列全球第一 (衍生品年度成交量為 37 億張) ，高於芝城 CME 之同年成交量的 30 億張。衡諸韓國交易所現擬加速公開上市，並擬和國外交易所合併，Mr. Cho 主張現階段無法確定韓國交易所加速公開上市，並和國外交易所合併有何益處，會為韓國市場帶來何種綜效。原則而言，韓國交易所公開上市以利未來籌資，佐以資本支出以支應未來展業所需應屬必要，惟 KRX 未來發展策略亦可透過幫助東南亞鄰近新興市場建構具水準的交易所 (柬、寮、越三個市場即為顯例) 不失為優良策略，齊大非偶，並非一定要攀附歐美知名交易所聯姻。

拾貳、臺灣資本市場之因應之道

際此二十一世紀網路數據、科技日新月異時代，投資大眾及專業小眾消費暨投資潮流變化莫測，資金無國界，全球化快速流動及交易的資金，全球化的資產配置與投資策略，鬆綁革新的法規所提供的商機，及益形嚴峻的競爭生態皆是此波全球交易所進行規劃合併，擬落實成為真正全球化的交易所的驅動推手。鑑於任何企業、機構或交易所設若凡事靠自己「有機式」的內部擴張成長，必定事倍功半，因此這些全球大型交易所才選擇透過合併，掌握商機，擷長補短，擴大規模，借力使力，共同禦敵，以大制險，就像加裝超大引擎的名車，驅往各地，風馳電掣，無往不利，以上作法似較適合西方國家市場交易所，惟仍得經過重重審核關卡，始得竟功。而在亞洲或我國，實因政經、文化、國情、民情、市場法制規範，作業規章，及公眾投資習慣等等皆不雷同，設若冒然推動與國外交易所合併，尚須審度時勢，以港、日、韓三個亞洲重要證券市場為例，彼等近日皆已宣布現階段洽談合併事宜時機並不合適。

雖然我國資本市場約在數年前曾研議推動「前階段」將國內市場之證券現貨、期貨、櫃買及集保進行「四合一」之方案，更檢視是否宜於「四合一」後在整合新體上設控股公司，並適時上市掛牌，以期借「力」使「力」，借「價值」衍生「乘數價值」，再於「後階段」研議是否推動與境外交易所洽談合作，或待價而沽，謀定而後動。惟之後主管機關於彼時曾在內部就國外交易所「合併後」與「合併前」進行追蹤比較研究，發現國際間交易所整併之效益尚有待觀察，故「四合一」案暫

時擱置。甚著，此一模式更涉及外資持股上限及其他相關修法，暨國家形象和主權等之障礙課題，恐牽一髮而動全身，費時耗日；故現階段似應因時制宜，仍宜遵循臺灣證券交易所薛董事長琦於近半年出席國際會議和於相關場合接受媒體訪問時之主張和觀點為宜，亦即臺灣證券交易所現階段仍採務實穩健作法，以合作代替合併，似宜將臺灣證券交易所定位為「大中華那斯達克的科技平台」，稟持主管機關政策，積極推動台灣成為國際化籌資平台，持續吸引新、港、日、澳、美企業與大陸紅籌暨其他企業來台發行 TDR 及 IPO。此外，我最高主管機關行政院金融監督管理委員會前已送件申請並於 2011 年 3 月成為國際證券監理機構組織（IOSCO）的多邊監理協定（MMOU）會員國。我方升格後其他 A 級會員國也須依規承認與我國的監理協定，未來此措有助我主管機關和其他 A 級會員國執行彼此證券市場的資訊交換，從而更加有利我資本市場與境外適合的市場進行實質合作。

拾參、結語

睽諸上述巨型交易所合併案發展及彼等預應掌握未來商機之時效與魄力，暨未來歐、美交易所業務發展之趨勢，吾人似宜深思自 90 年代末迄今之交易所產業的合併與收購不外：1)地區及環球整合；2)資產類別的結合；3)增強核心能力：科技革新及擴增或補強衍生性商品交易和結算服務；4)增添附加能力及商機：指數授權，數據資訊服務，另類交易平台及合作夥伴與聯盟。

吾人自本次新一輪之全球性交易所推進合併案觀察，不難端倪傳統交易所似不宜縮編結算部門，似更宜以自身之結算部門或垂直模式經營旗下之結算中心，而逕予對市場投資人提供結算服務，以取代委外。甚著，交易所勢需擁有能力開發提供各種優質科技系統及備妥完善的市場作業制度，更需與時俱進。再著，交易所亦急需定期開發推出本低利高，易被投資公眾接受歡迎，未來更可銜軌國際的多種新商品，始可吸引全球大型交易所前來叩門合作。再以星島及香港為例，雙方已各自開始提供及規劃於 2012 年將針對 OTC 的衍生性商品提供結算服務，此一預應銜接歐、美新法，以利為未來全球化連線或合併或策略聯盟之需求紮實奠基，俟可隨時肆應新局變化，掌握機遇，應對爭競，深值吾人借鑑與傲習。

參考資料

1. <http://www.bloomberg.com/news/2010-12-22/taiwan-allows-higher-chinese-institutional-investment-update1-.html>
2. http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/listcontent/gdb_navigation/investor_relations/60_News/20_Ad_hoc_Announcements/Content_Files/10_adhoc/db_ad-hoc_15022011.htm
3. <http://www.taipeitimes.com/News/biz/archives/2010/12/23/2003491633/2>

4. <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704835504576060194226346876.html> (dark pools)
5. <http://www.moneymarketing.co.uk/regulation/regulation-what-will-the-next-12-months-have-in-store/1024113.article>
6. <http://www.itg.com/2011/02/01/mifid-ii-response-brings-to-light-new-research-on-atss/>
7. <http://www.reuters.com/article/2011/02/15/us-nyse-deutscheboerse-asia-idUSTRE71E74Y20110215>
8. <http://www.ft.com/cms/s/0/6818b01c-dcfe-11df-884a-00144feabdc0.html>
9. <http://www.reuters.com/article/idUSN0115101320101101--LSE-set-to-challenge-futures-trading-status-quo>
10. <http://www.ft.com/cms/s/0/21237e44-4446-11e0-931d-00144feab49a.html#axzz1FoaMexsj>
11. <http://www.reuters.com/article/2011/03/02/us-finance-summit-cme-london-idUSTRE7217VS2011030>
12. <http://www.bloomberg.com/news/2011-03-06/london-stock-exchange-considering-a-bid-for-nasdaq-times-says.html> (Mar 6 Bloomberg LSE has interest in bidding Nasdaq)
13. <http://www.reuters.com/article/2011/03/14/us-nyse-nasdaq-idUSTRE72D77E20110314>
14. <http://www.ft.com/cms/s/0/e128d678-54d9-11e0-96f3-00144feab49a.html#axzz1HZqEiX8D>
15. <http://www.ft.com/cms/s/0/c40ee2f0-3461-11e0-993f-00144feabdc0.html>
16. <http://www.ft.com/cms/s/0/0100cbd8-3548-11e0-aa6c-00144feabdc0.html>
17. <http://www.ft.com/cms/s/0/59eb25bc-3549-11e0-aa6c-00144feabdc0.html>
18. <http://www.ft.com/cms/s/0/84d7b8ca-354a-11e0-aa6c-00144feabdc0.html>
19. <http://www.ft.com/cms/s/0/c40ee2f0-3461-11e0-993f-00144feabdc0.html>
20. http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/home
21. www.dslreports.com/forum
22. www.takeoverchatter.com/2011/02/canad
23. www.montrealgazette.com/business/deal
24. www.theepochtimes.com/n2/canada/tsx-m
25. www.canadians.org/campaignblog/%3Fp%3
26. www.cbc.ca/news/canada/toronto/
27. www.torontolife.com/daily/informer/my
28. http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/listcontent/gdb_navigation/investor_rel

ations/60_News/20_Ad_hoc_Announcements/Content_Files/10_adhoc/db_ad-hoc_15022011.htm

29. <http://www.ft.com/cms/s/0/8c443eca-764b-11e0-b4f7-00144feabdc0.html#axzz1LKxW3fpB>

30. <http://www.finextra.com/News/Announcement.aspx?pressreleaseid=39020>



投資股市應瞭解公司財務業務，
勿聽信謠言。