

张育军 主编
刘世安 胡汝银 副主编



上海证券交易所研究中心研究报告 2011

2011

S S E

张育军 主编
刘世安 胡汝银 副主编



上海证券交易所研究中心研究报告 2011

图书在版编目(CIP)数据

上海证券交易所研究中心研究报告 2011/张育军

主编. —上海:上海人民出版社,2012

ISBN 978-7-208-10349-8

I. ①上… II. ①张… III. ①资本市场-研究报告-世界-2011 IV. ①F831.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 217254 号

责任编辑 于力平 龚 权

封面装帧 王小阳

上海证券交易所研究中心研究报告 2011

张育军 主编

刘世安 胡汝银 副主编

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

世纪出版集团发行中心发行

上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 720×1050 1/16 印张 28 插页 4 字数 496,000

2012 年 1 月第 1 版 2012 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-10349-8/F·2069

定价 72.00 元

书 目

上海证券交易所研究中心研究报告 2011

张育军 主编 刘世安 胡汝银 副主编 72.00 元

上海证券交易所联合研究报告 2011

张育军 主编 刘世安 胡汝银 副主编 65.00 元

上海证券交易所联合研究报告 2010

张育军 主编 刘世安 胡汝银 副主编 48.00 元

上海证券交易所研究中心研究报告 2010

张育军 主编 刘世安 胡汝银 副主编 68.00 元

上海证券交易所联合研究报告 2009

张育军 主编 刘世安 胡汝银 副主编 70.00 元

上海证券交易所研究中心研究报告 2009

张育军 主编 刘世安 胡汝银 副主编 70.00 元

上海证券交易所联合研究报告 2008

张育军 主编 刘世安 胡汝银 副主编 68.00 元

上海证券交易所研究中心研究报告 2008

张育军 主编 刘世安 胡汝银 副主编 68.00 元

以上图书均可在上海人民出版社读者服务部购买到。

邮购地址:上海市绍兴路 54 号上海人民出版社读者服务部

邮 编:200020

联系电话:021-64313303

邮购方法:在定价的基础上加收 15% 的挂号邮寄费;量大者(请先致电联系)可免
邮寄费。

欲了解更多相关图书,请浏览上海人民出版社网页:www.spph.com.cn。

目录

1	第一篇 宏观与国际视野
3	全球交易所超级整合的原因、影响和启示
21	新兴板块设立的国际经验及启示
37	美国债券市场发展对我国场内债券市场的启示
51	上交所新十年国际合作研究
75	第二篇 市场运行与改革
77	上海证券交易所市场质量报告(2011年)
112	上海证券市场流动性新发展及其影响因素分析
144	银行间与交易所市场企业融资成本比较研究
158	股指期货与股票现货市场竞争关系研究——来自中国的经验证据
174	证券市场投资者适当性原则初探
195	第三篇 产品与交易机制
197	上海证券交易所债券市场产品创新研究——债券市场崛起的源动力
224	牛熊证的特点和风险控制研究
239	分级基金发展现状及其启示
254	融资融券交易的价格发现功能研究——基于标的证券确定与调整的视角
269	沪市开盘集合竞价虚假申报交易行为及措施研究
287	动量与反转:对板块现象的启示及投资策略构建

307 程序化交易及其在我国的发展对策

317 数据低延迟——国际趋势与我们的发展

335 **第四篇 公司治理**

337 国资管理体制对资本市场影响分析

347 不同股权集中度下独立董事的监督作用

360 并购重组后续评价机制的构建研究

377 每股社会贡献值与公司价值——基于上证 A 股公司的一项实证研究

393 从会计角度看当前股权激励乱象

406 亚洲地区公司治理最新进展——基于《亚洲公司治理白皮书》的分析

第一篇 宏观与国际视野

全球交易所超级整合的原因、影响和启示

胡汝银 司徒大年 李 科 潘妙丽 席朔漠

内容提要

过去十年间,全球化资本市场中各国交易所之间的竞争越来越激烈,并购越来越频繁。最近,德意志交易所宣告与纽约泛欧交易所集团合并,开启了全球交易所的新一轮超级整合。

当前全球交易所超级整合的原因主要源于:第一,合并有利于建立统一的行情数据系统,提高交易透明度,满足投资者需求,创造出更多的新产品,并为交易所创造新的收入来源;第二,建立跨国的衍生品交易所以及附属的中央清算公司将会极大地增强交易所的竞争力;第三,并购提供了跨境交易市场,使并购后的交易所获得范围经济;第四,信息技术、结算业务和市场运作的共享能够降低交易成本,扩大交易规模和股票交易的市场份额,使并购后的交易所获得规模经济;第五,公司制的组织形式为交易所并购提供了便利。

交易所的超级整合将对全球资本市场产生深远影响,具体体现在:第一,全球证券交易所产业结构将更加集中;第二,市场流动性提高;第三,产品创新更加活跃;第四,交易监管更加困难;第五,新兴交易所面临被边缘化的局面;第六,国际金融霸权的隐忧增加。

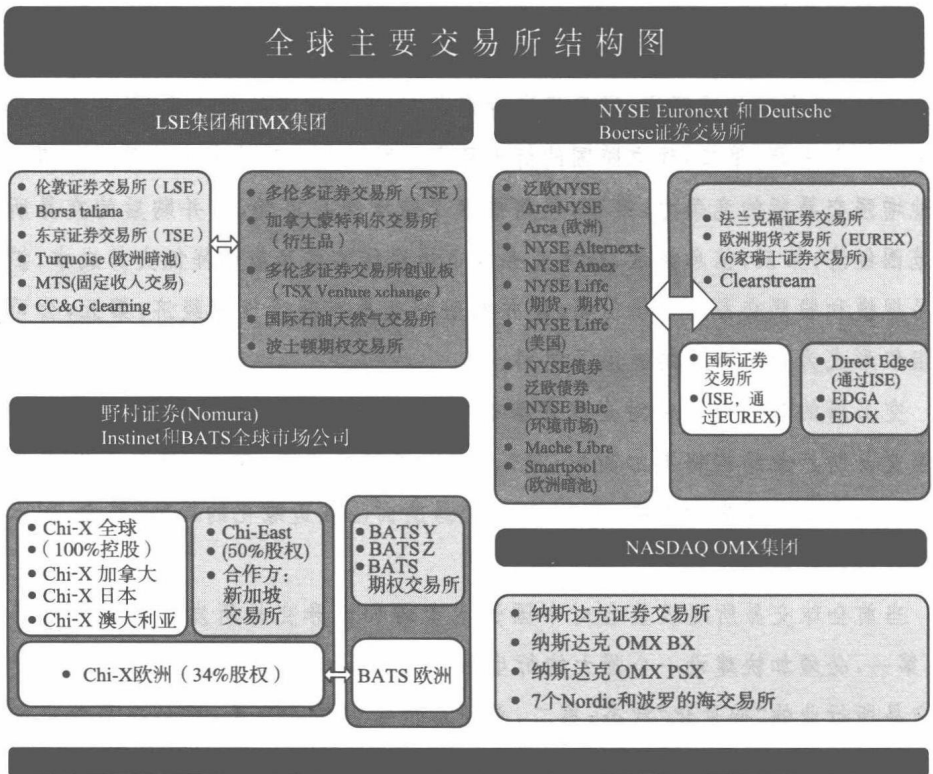
当前全球交易所超级整合对中国资本市场和证券交易所发展提供了若干启示:第一,必须加快建设一个强大的衍生品市场和逐步推动交易所一体化,改变国内交易所行业的“碎片化”状态;第二,必须加快修订相关法规,推动交易所市场化运作和公司化改革,改变交易所运行行政化、低效化状态;第三,必须加快提升交易所行业的全球竞争优势,避免国内资本市场空洞化。

一、方兴未艾的全球交易所并购浪潮

过去的十年间,全球化资本市场的一个显著特征是各国交易所之间的竞争越来越激烈,并购和整合越来越频繁。2007年4月,纽约证券交易所和泛欧交易所合并成为纽约-泛欧交易所集团(NYSE Euronext)。2007年5月,美国纳斯达克证券交易所并购北欧证券交易商瑞典OMX公司,成立纳斯达克-OMX集团(NASDAQ OMX Group)。同年,芝加哥商业交易所和芝加哥期货交易所合并,成立的芝加哥商业交易所集团成为世界最大期货交易所。2010年10月,新加坡交易所着手并购澳洲交易所。

最近,全球资本市场发生了影响更为深远的交易所并购浪潮和超级整合。2011年2月8日,多伦多证券交易所集团宣布将和伦敦证券交易所集团寻求合并可能,如合并成功,新成立的证券交易所将成为全球最大的证券交易运营商之一。紧随其后的是,2011年2月9日,德意志交易所集团也宣告计划与纽约泛欧交易所集团合并,并于2011年2月15日达成合并协议。

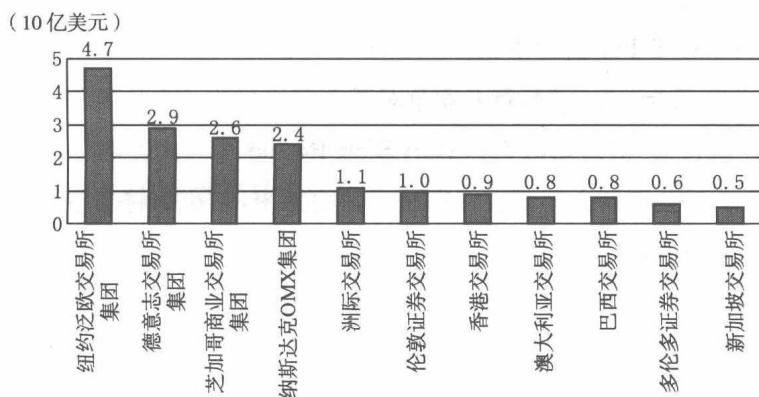
此番世界交易所行业两大巨头的并购将刷新世界交易所竞争的版图(见图1)。



资料来源:Tabb集团。

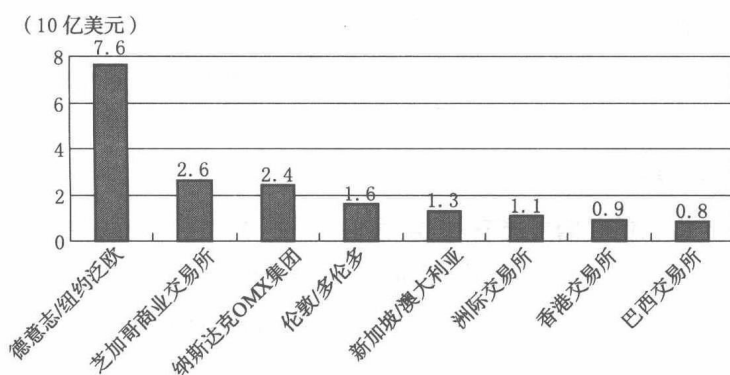
图1 合并后交易所集团的架构

数据显示,2010年德意志交易所集团和纽约泛欧交易所集团营业额总和为54亿美元,利润为27亿美元,合并后将成为全球营业收入和利润最大的交易所集团。而从市值方面看,合并之后两公司市值将达250亿美元,将取代港交所成为新的全球市值第一的交易所集团,后者以最新收盘价计市值为1806亿港元(约为231亿美元)。(见图2、图3)



资料来源:公司年报。

图2 并购前各交易所收入排名



资料来源:公司年报。

图3 并购后各交易所收入排名

同时,从其管理的交易所分布来看,合并后的纽约泛欧交易所集团和德意志交易所集团将分布在德国、法国、英国、阿姆斯特丹、葡萄牙、比利时和美国,总部分别设在纽约和法兰克福。德意志交易所集团股票将按照1:1的比例转换为合并后新集团股票,而纽约泛欧交易所集团的每股可转换0.47股的新集团股票。交易完成后,德意志交易所集团的股东将持有新集团60%的股份,而纽约泛欧交易所集团股东持股份额为40%。

此次德意志交易所集团和纽约泛欧交易的并购有望在 2011 年底最终完成,其间仍有以下问题需要解决:

1. 经股东投票:纽约泛欧交易所集团需向美国证监会提交草案,同时征得 50%以上股东赞成。另外,德意志交易所集团也需向德国监管机构(BaFin)和美国证监会提交并购申请书,并获得 75%以上赞成票。

2. 通过金融监管机构的审核。股东投票通过后,仍需金融监管机构(美国:SEC;欧洲:FSA, BaFin)进行审核。

3. 反垄断调查。在美国,行业竞争对手之间的并购及合作需符合监管部门颁布的《哈特-斯科特-洛迪诺法案》(Hart-Scott-Rodino Act)。美国司法部反垄断小组将决定是否对其展开全面调查。在这起并购案中,司法部将会重点关注其在期权交易上的垄断问题。而在欧洲方面,欧盟委员会将重点关注其在欧洲市场上的交易与上市的垄断问题。有鉴于此,以前的并购案例并未面临较大的障碍,如纽交所和泛欧交易所的合并,伦敦交易所并购意大利交易所,以及芝加哥商业交易所(CME)并购芝加哥期货交易所(CBOT)和纽约商品交易所(NYMEX)的衍生品交易。

4. 美国 CFIUS 调查。CFIUS 负责外国机构并购美国公司的审核与调查,调查其是否影响美国国家安全。起初主要针对防止国防安全产品落入外国投资者手中,现在已慢慢扩展至重要金融机构。直到今天,该机构仍然鼓励纳斯达克交易所就其 2008 年向迪拜交易所(Borsa Dubai)出售 30%出具调查报告。

随着世界交易所并购潮的兴起,可以预见,未来几年交易所之间的并购与整合将越来越多。潜在的并购可能有:纳斯达克-OMX 集团(Nasdaq OMX Group)和芝加哥期权交易所控股公司(CBOE Holdings Inc)可能也将竞相寻找合并伙伴。新加坡、马来西亚、菲律宾和泰国的交易所也希望在各市场间建立联系交易平台,计划到 2011 年底前能进行上市股票跨地交易。马来西亚交易所也于 2011 年 2 月 10 日表示对寻求合作持开放态度。同时,智利、哥伦比亚和秘鲁交易所也表示,将在 2011 年底前合并运营交易平台,组建起一个仅次于巴西的拉丁美洲第二大股票交易所。

全球化背景下频繁的交易所并购为中国资本市场和交易所行业的发展提出了许多问题。首先,为什么当前交易所发生频繁的并购,即当前交易所并购的原因是什么?其次,当前交易所频繁并购产生了哪些影响?最后,当前的并购对中国交易所行业和资本市场发展有何政策意义和启示?

二、全球交易所超级整合的原因

当前交易所并购浪潮的原因主要源于在放松管制背景下交易所盈利和增强竞争力的动机,包括建立统一的行情数据系统,建立跨国的衍生品交易所以及附属的中央清算公司,提供跨境交易市场,实现信息技术、结算业务和市场运作的共享,扩大交易规模和股票交易的市场份额等。

第一,合并有利于建立统一的行情数据系统,这将提高交易透明度,满足投资者需求,创造出更多的新产品,从而为交易所创造新的收入来源。

美国和欧洲地区与电子交易技术迅速发展相伴随的越来越多替代性交易系统,对传统交易所现货市场交易份额的不断侵蚀,激烈的交易市场竞争导致现货交易收入和盈利能力不断下降,现货交易市场的发展空间不断缩小,相比之下,标准化证券衍生品的交易市场具有突出的成本收益性和盈利空间。

合并之后,德意志交易所集团的数据将移往纽约泛欧交易所集团在巴西尔登的数据中心。阿姆斯特丹、布鲁塞尔、里斯本、巴黎和法兰克福市场和伦敦的 Liffe 和 Eurex 的衍生品市场都将在同一个数据中心。位于巴西尔登的技术系统的延时性对不同市场、甚至不同产品都是一样的,有利于投资者利用价格偏差进行跨资产套利。纽约泛欧交易所合并前就曾提议在欧洲建立一个统一的行情数据系统,这不仅为合并后的交易所创造新的收入来源,也提高了交易透明度,满足投资者需求,合并后在欧洲建立统一数据库的可能性会更大。

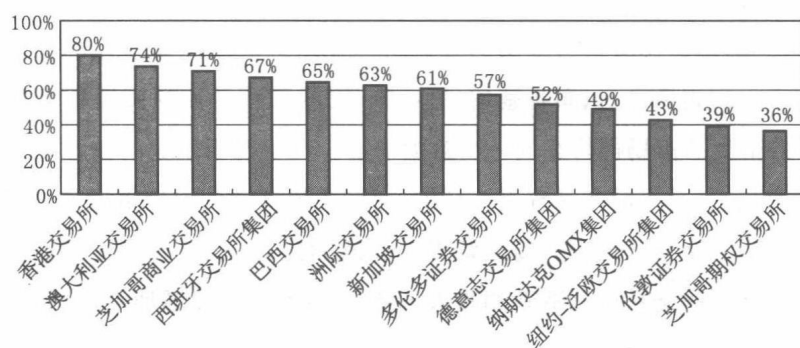
从理论上讲,在统一平台上交易的产品是无限的,交易所合并后建立统一数据库将为交易所提供创新产品的基础,纽约泛欧交易所集团就有开展外汇交易的计划。

第二,建立跨国的衍生品交易所以及附属的中央清算公司将会极大地增强交易所的竞争力。

在交易技术、金融全球化和交易所行业一体化不断发展的条件下,拥有完整的产品线、产业链和先进交易技术的交易所具有更强的市场组织能力、资源整合能力和市场创新能力,能对市场参与者的多样化需求作出快速响应,更便利地为市场参与者提供更好的流动性和成本更低、价值更高的一站式全能交易服务,具有更出色的核心能力和更强的全球辐射力。

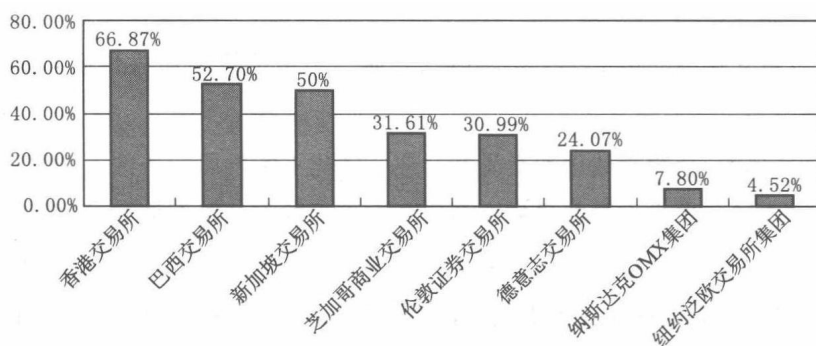
发展衍生品市场及其清算系统是这次交易所并购的重要驱动力之一。首先,高利润率的衍生品市场是全球交易所竞争的焦点。衍生品市场近年来发展迅速,利润率极高。通常,国际交易所衍生品利润率平均在 55%,而现货市场业务的利

润率只有 30%。当前市值和利润率较高的交易所都是有衍生品业务的交易所(见图 4、图 5)。可以说没有衍生品市场业务的交易所在全球交易所竞争中有逐渐被边缘化的危险。纽约泛欧交易所集团近年来就一直致力于发展衍生品市场,以和本土的衍生品交易所芝加哥商业交易所集团进行抗衡。新的纽约泛欧交易所集团和德意志交易所集团将垄断欧洲 90% 的衍生品交易和美国 43% 的股权类交易。衍生品业务高利润率的一个重要原因是,衍生品流动性有很高的“粘性”(sticky)和市场集中度,一个衍生品合约通常只在一个交易所交易,很难被其他交易所夺走,交易所有很高的定价权。这是因为衍生品市场核心是保证金管理和清算系统,通常一个衍生品在一个交易所交易,也在那个交易所附属的清算系统进行清算,这是与现货交易一个显著不同之处。现货交易的流动性通常分散在不同地方,竞争激烈,利润率不高。



资料来源：公司年报。

图 4 各交易所按息税前利润率排名情况 (截至 2011 年 1 月 31 日)



资料来源：公司年报。

图 5 各交易所按净利润率排名情况 (截至 2009 年年报)

表 1 全球主要交易所收入结构(截至 2009 年)

	现货市场	衍生品市场	清算收入	信息服务
并购前				
新加坡交易所	N/A	N/A	N/A	N/A
多伦多证券交易所	N/A	N/A	N/A	N/A
澳大利亚证券交易所	N/A	N/A	N/A	N/A
巴西交易所	61%	N/A	35%	N/A
香港交易所	43.20%	14.84%	32.22%	9.89%
伦敦证券交易所	46%	N/A	35%	N/A
洲际交易所	89%	N/A	N/A	N/A
纳斯达克 OMX 集团	87%	N/A	N/A	N/A
芝加哥商业交易所	83%	N/A	N/A	N/A
德意志交易所	12%	39%	35%	N/A
纽约泛欧交易所	56%	18%	26%	N/A
并购后				
新加坡/澳大利亚	35%	N/A	N/A	39%
伦敦/多伦多	47%	N/A	27%	N/A
德意志/纽约泛欧	39%	26%	19%	N/A

资料来源:公司年报。

其次,衍生品交易系统与现货交易系统的不同之处在于,一个国家交易所的衍生品交易系统很容易和其他国家的远程会员连接起来,而现货市场股票交易系统一般很难得到其他国家的监管批准。因此,衍生品交易所可以跨国、跨地区进行交易,而现货股票交易所则很难。

最后,为加强对全球衍生品交易的监管,全球的监管机构都在推动衍生品的中央结算。次贷危机后,美国和欧洲监管机构出台一系列监管条例,要求场外衍生品在交易所内进行交易和进行中央清算。这些监管条例对交易所市场是相当有利的。据 TABB 研究机构估计,将有 2 万亿美元的衍生品双边清算转为中央清算。因此,拥有一个跨国的衍生品交易所以及附属的中央清算公司,将在全球交易所竞争中占据非常有利的地位。Eurex 清算和纽约泛欧进行垂直一体化并购后,新的交易所集团有望在场外衍生品中央清算中获得相当大的份额。据瑞银的估算,Liffe 交易的衍生品通过 Eurex 清算后,能够增加收入 1 亿欧元。这也能够降低投资者的保证金要求,更加吸引投资者进行交易。如果 OTC 衍生品通过 Eurex 清算,将增加 1 亿欧元收入。

第三,并购提供了更有广度和深度、纵向与横向一体化的跨境交易市场,从而使并购后的交易所获得范围经济。

德意志交易所集团虽然有一些跨境交易的连接,但缺乏跨境交易市场。德意志交易所集团直接进入美国市场发展跨境交易面临非常大的困难。尽管随着电子交易系统的广泛采用,交易所行业的进入壁垒有所降低,但是交易所行业仍然是一个寡头垄断的行业,各交易所对自身市场的控制力非常强,直接进入竞争对手的市场进行跨境交易成本非常高,而收益较低。

通过与纽约泛欧交易所集团合并,德意志交易所集团能够利用纽约泛欧交易所集团的市场影响力发展美国市场的衍生品交易,进行衍生品的跨境交易,从而获得完整产品链交易的范围经济,降低交易成本,提高交易收益。交易所的范围经济来源于上市公司和投资者两个层面。从企业角度来看,企业会选择上市公司数量众多、投资者买卖活跃的交易市场挂牌上市。这是因为:上市公司数量多意味着市场质量高,可提高企业的社会形象;投资者数量多、买卖活跃则会带来市场的高流动性,而流动性高低是影响股票定价的重要因素。从投资者角度而言,随着投资组合多元化和风险管理活动的日益发展,投资者显然更乐意选择金融产品齐全的交易所进行交易活动。与此同时,投资者数量众多、交易活跃的市场具有较高的流动性,因此,投资者也自然青睐这些市场。可见,交易所的流动性和吸引力随市场规模和产品线的扩展而递增。欧洲交易所的竞争导致了流动性分散,不利于投资者交易。交易所范围经济的特点使得德意志交易所集团和纽约泛欧交易所集团利用各自市场的流动性来创造更大的流动性,合并后的纽约泛欧交易所集团和德意志交易所集团的规模和产品线远超其他交易市场,有望发展成为一个巨大的泛欧及横跨欧美等地的全球交易市场,从而在全球竞争中占有明显的战略优势。

第四,信息技术、结算业务和市场运作的共享能够降低交易成本,扩大交易规模和股票交易的市场份额,从而使并购后的交易所获得规模经济。

电子交易方式的普及极大地提高了交易所的交易能力和产品创新能力,通过交易所之间的并购,各交易所能够分享同一个交易技术平台,因而能够降低交易所的交易系统开发成本,以及金融产品开发成本。目前,日新月异的信息技术革命改变了证券交易所的生存法则。在运作层面,电子化交易消除了传统大厅交易的时空限制和信息流动障碍,降低了信息的收集、处理和传递成本。在系统设计层面,电子交易系统仅需提高电脑的处理能力就可处理更多的交易,而不像传统交易大厅那样需要增加大厅面积和交易商数量。随着世界经济发展,过往的老牌交易所面临着越来越激烈的竞争,光环逐渐消退。全球多个新兴交易所不断崛起并积极抢占市场,造成传统老牌交易所不断丧失市场份额。目前,伦敦交易所面临欧洲交易平台 Chi-X Europe 等竞争对手的挑战,其竞争对手在衍生品交易上也先于其发

展多年。而多伦多交易所也处境不妙,其市场份额被 Canadian unit of Chi-X 以及其他交易所新生力量逐渐侵蚀。伦敦交易所已经失去过往遥遥领先的地位,按市值计算,已经跌出了世界交易所排行榜的前十名,TMX 集团则排名第十一位。

纽约泛欧交易所集团继续发展传统的上市公司股票交易业务将不再具有规模经济效应。与交易处理功能相反,上市公司事务处理涉及的大都是复杂的非标准化信息,常常需要面对面的沟通、理解与协调,这种工作量将随着上市公司数量的增加而不断增强。对全球 38 家主要证券交易所的研究发现,^①上市公司数量与单位运作成本之间并不存在明显的负向关系,即交易所在上市公司事务处理方面并不存在规模经济。对纽约泛欧交易所集团来说,在传统的上市公司股票交易方面,随着纳斯达克等电子交易市场的快速发展,仍未完全电子化的纽约泛欧交易所集团日益感受到压力。到 2010 年 11 月,纽约泛欧交易所集团上市公司数量为 2 318 家,纳斯达克交易所的上市公司数量为 2 800 家。传统交易所股票交易份额已经大幅下降,纽约交易所和纳斯达克上市公司只有三分之一的交易在自己交易所交易,其余三分之二在其他交易所、ECN 和另类交易系统进行交易。相反,盈利能力更丰厚的衍生品交易的迅速壮大,给纽约泛欧交易所集团等专注于传统现货股票业务的交易所带来生存危机。

通过与德意志交易所集团合并,纽约泛欧交易所集团能够利用德意志交易所集团的信息技术、结算业务、市场运作和企业中心功能,扩大交易规模,降低交易成本。对全球 38 家主要证券交易所的研究发现,交易所的平均运作成本与交易金额之间存在负向关系,即平均运作成本随着交易金额的增加而降低,交易处理功能存在着规模经济。据纽约泛欧交易所集团和德意志交易所称,双方的结合一年可在信息技术、结算业务、市场运作和企业中心功能方面节省成本 3 亿欧元(合 4 亿美元)。同时,合并后的交易所能够增加交易所股票交易份额。合并后双边挂牌可以提供跨时区的无缝交易,为交易所扩大交易份额提供了一个机会。

第五,公司制的组织形式为交易所并购提供了便利。

证券交易所的公司制改造为交易所跨国并购提供了便利条件。传统的证券交易所采用的是会员制的组织结构,然而,自 20 世纪 90 年代以来,交易系统的自动化彻底改变了大厅交易的空间限制和市场进入限制,而证券市场全球化的来临也使各交易所面临着日趋激烈的竞争,这些因素使利益冲突、决策和组织效率低下这些互助会员制的弱点暴露出来,传统的会员制组织结构已经越来越不适应迅速变

^① 施东辉:《交易所竞争力分析》,上海人民出版社 2010 年版。