



不經一番寒徹骨，那得梅花撲鼻香 ——

# 論德國暨美國紐約/泛歐兩大交易所集團設若成功合併對歐洲金融市場的影響

文●任中美 臺灣證券交易所業務委員

## 壹、前言

德國交易所 (Deutsche Boerse, DB) 暨美國紐約/泛歐 (NYSE Euronext) 兩大交易所集團自2011年2月9日宣布規劃合併，其間經送件申核過程，及至2011年8月4日歐盟主管機關書面要求補件，迄10月30日正式收悉歐盟資本市場主管機關轄下之「競爭委員會」(Competition Commission) 的「反對聲明書」(Objection Statement)，過程備受煎熬。申核方雖已依相關程序申覆提駁，業經歐盟主管機關已就其申覆補強或稍作讓步之處理意見復於11月再度對外公開諮詢，尤以發送問卷予申核者之同業及競業相關機構/中心，請彼等就問卷內容暨申核者之補救意見答覆，反映滿意支持度或提出其他反對高見，迄2012年1月16日媒體可靠消息來源指稱，已獲悉傳聞「競爭委員會」主委Joaquin Almunia已致函申核方負責首長，傳遞否決建議的訊息。

迄1月17日由歐盟27個會員會市場主管機關成員組成之「諮詢指導委員會」(Advisory Committee) 投票，依然是尊

重「競爭委員會」之觀點投下了「不受約束」的反對票。雖然傳聞申核方負責人仍掌握最後黃金時間奮力一搏，並已會晤歐盟司法部長尋求鼎力賜助，並央德國首相梅克爾出面干預，然遭澄清，不擬將此項投票泛政治化。甚者，美國方面分於去年夏、秋先後繼美方高層次之「外國投資委員會」，司法部之有條件過關，乃至美國證管會於2012年1月18日宣布審核放行，及至1月24日歐洲媒體披露歐盟「國內市場」監管首長(Michel Barnier, Commissioner of EU Internal Market and Services) 投下震撼全場「暫予保留」票，又為全案重燃生機；而紐約泛歐交易所執行長Duncan Neideirauner另於2012年1月25日於假瑞士達沃士(Davos)召開的「世界經濟論壇年會」場合中接受記者訪問時難得說明：「不到最後關頭絕不放棄，成功機會也許渺茫，此刻仍不到絕望地步」，更表示目前顯然歐盟之「國家主義」及「保護主義」在歐債風暴後重新抬頭，而「全球化」的思維和行動恐怕暫時要被“Hold”住了，交易所產業的大型合併在金融危機風暴後可能被「束之高閣」了，其間過程，可謂高潮迭起，萬眾矚目。全案迄2012年1月23日審



案截止日後，再閉門討論將於2月9日最後定奪江山。

筆者經參閱諸多歐美學界就本案對市場影響之相關文獻，睽諸德國柏林赫堤公司治理專校Hertie School of Governance教授Dr. Henrik Enderlein於2011年9月所發布研究專文，論及德、美合併後對歐洲金融市場之正面影響頗值各界關注，爰撰文以饗讀者。

## 貳、德國柏林赫堤公司治理專校專業教授看法獨到

該機構主導進行研究撰述此份專文主要檢視設若德國暨美國紐約/泛歐兩大交易所集團合併成功後，對歐洲金融市場的影響。德國柏林赫堤公司治理專校（Hertie School of Governance）主張除了應自交易所的「經濟規模」、「業績市占率」及「競爭發展」三大面向評估外，更宜以較為寬廣的角度來觀察，亦即分析下列四項重要觀點：

### 一、歐洲交易所產業發展趨勢

歐洲交易所產業之演進來自歐洲金融系統市場化的推手。交易所產業必需與時俱進，以因應競爭，更需提升市場各制度、作業及支援之科技自動化服務平台的品質水準，以突顯及回饋市場與投資人各面向之附加價值。

觀察家認為此次德國暨紐約泛歐兩大

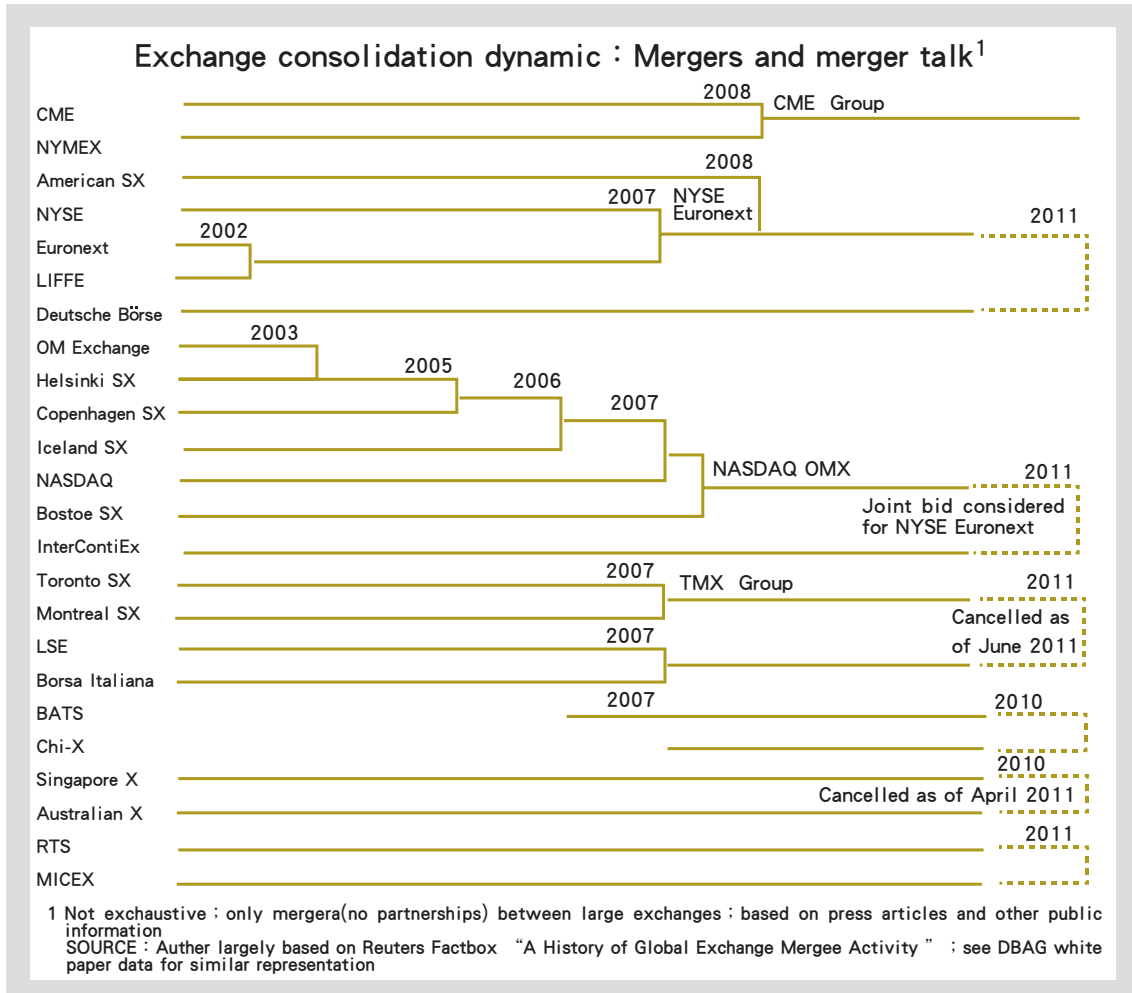
交易所集團的規劃合併實乃為因應市場結構性的丕變，亦為肆應歐洲政治，經濟和科技的演進。這些演進及變革的力量自然改變市場架構暨未來歐洲資本市場的消費行為。

有關營運模式的演進及交易所策略，歐盟主管機關（ESMA，原CESR）自2007年起開放資本市場交易環節自由的競爭，允許投資人及市場參與者可自由選擇透過ECN，ATS，MTF及傳統交易所下單，卻逆料促成市場分散。鑑於現今交易及結算業務已趨向國際化，市場分散的現象已致傳統交易所面臨業務流失的風險，因此交易所被迫邁向整合，以掌握龐大的業務量，再擬「以量制價」降低服務收費，和提供深度流動性以吸客源。因此，交易所及結算中心已採取改變的營運模式和經營策略，以期在激烈競爭的環境中求生存求勝。

大型的交易所已然採行「垂直整合」的方式提供一條鞭優質服務，例如德國DB集團、美國CME、ICE、Nasdaq OMX、香港交易所集團，及澳洲證交所/雪梨期交所。倫敦交易所更是後來居上，併購義大利證交所，借重其中央集中保管服務等始能提供垂直整合服務。

大型交易所近年運用的策略不外併購整合（Consolidation/M&A）及策略結盟（Alliance Partnership）。歐美交易所自2002年迄今以還不下24家相互洽商已完成整合或進行洽談中，詳下圖。





另外，非在進行合併的諸多交易所即選擇策略合作結盟（Alliance Partnership），預期當交易所受制於雙方市場趨嚴併購規範時往往選擇相互成為策略夥伴，同樣可順利合作，以提升和擴增業務範圍及規模。最近的美國芝加哥期交所及日本大阪交易所（CME-OSE）宣布共同開發期貨商品即為攜手邁向國際化的明證。另外，上海、深圳及香港三家交易所之合作開發指數和考慮開發證券衍生性商品均為佳例。再者，倫敦交易所集團先後併購的EDX London（Sola系統）及Turquoise Derivatives平台均擬補強自身

原先缺憾的衍生性商品線，現今將成為歐洲另一主要競爭市場。另外，CME及ICE已進入歐洲建置結算中心亦為一例。

交易所無論規模大小，彼此均在持續競爭。惟過度競爭將導出兩種抵消力量——「競爭中的張力」及「整合與穩定力」。益趨激烈的競爭會激勵更多的交易所和結算中心提高警覺，維持競爭力（競爭效應），但為肆應競爭而花招百出亦會降低市場的集中度，而無法達到經濟規模（分散效應）。



歐洲市場的交易和結算服務競爭凸顯競爭效應（英國知名諮詢顧問公司Oxera研究—2009年至2011年）。同時，亦符理論預測，亦即市場趨向分散導致價格撮合品質降低，惟市場透明度提高，不過某些市場不安定的因素（例如：未受規範且不透明的場外OTC衍生性商品交易）一旦未除，仍似未爆彈，將隨時為市場帶來不穩風險。綜之，繼多年的市場自由化後及交易所產業的轉型，市場確實有必要整合，以凸顯市場穩定更形重要，及取代過度競爭，因此德國與美國紐約/泛歐交易所集團的規劃合併正符現在的歐盟發展政策，擬前瞻整合穩定發展的歐洲金融市場/交易所，以期未來落實定位為真正全球化的交易所，從而提升歐盟在全球整體競爭力。

## 二、市場監理規範暨金融市場穩定目標

全球資本市場的資金流動需要統協的市場監理機制，來確保市場穩定，不失序脫軌。歐美證券主管機關事實上自1980年市場國際化起即戮力統協市場規範，以避免經由套利及操控而導致市場不穩定。

惟歐盟境內各國主管機關受制於各國之政經環境，和競爭因素，在過程中尚難全力達成此一目標，且在2008年金融海嘯前係以達成歐盟單一市場為目標，並聚焦關注市場整合，效率和統協，而未將「市場穩定」置於關鍵首要考量位置。

迄2008年金融海嘯後，歐美主管機關為穩定金融市場，公布之MiFID II、MiFIR及Dodd-Frank法案均旨力倡市場公平、透明及

趨嚴規管，並將延伸至場外OTC之衍生性商品市場。EMIR更聚焦監管規範交易後續義務申報衍生性商品交易資訊，暨務需透過「集中交易對手機制」（CCP）完成交易，和相關後續開放結算連結互通業務（CCP Clearing interoperability）之規範依循。

目前歐洲跨境交易的「集中交易對手機制」（CCP）屬歐洲各會員國市場之主管機關規管。而歐洲央行系統及歐盟主管機關ESMA已然提供歐盟境內市場作業制度統協的依循標竿MiFID II及MiFIR，惟在2012年最終立法定案前迄今仍歸歐盟會員各國市場規管。德、美合併後分散在歐洲不同城市金融中心之交易所仍受各自市場主管機關監管。因此，「統協」（harmonization）即是交易所全球化的關鍵概念，設若缺乏「統協」，市場分散即生交易套利，對市場及投資人不公，從而導致操縱和繼之而來的「市場不穩定」。因此，瞻望來茲，針對標準化商品建構的整合單一交易平台暨「統協」後的制度作業，如能獲主管機關的審核加持，無疑可落實達到「統協」的境界，歐盟境內交易的「利率衍生性商品」即為可以努力的例子，以達美國市場交易此一商品已在統一相同市場架構下運作的目標。

## 三、市場整合，成本效益及制度作業統協

德、美兩大交易所集團合併將促進整合趨勢，並確保呈現一具深度流動性的交易市場及具規模的結算交割服務中心。所謂整合，依據歐洲央行Schmiedel及Schonenberg的研究報告，意旨交易及結



算面向的趨於集中。合併案將影響個別國家市場之分散型交易趨於水平整合。德、美合併勢將觸媒跨市場，跨商品的水平整合。整合後之逆量自然迫使服務業者降低成本，以達成本效益的目標。

至於合併後預測衍生性商品市場的瀾量，尤以利率相關衍生性商品，自然將會驅動推升合併後的新組織成為全球利率商品的標竿市場。

合併後亦有利業者及投資人在安排「交易期初」及「交易追繳」抵押保證金，暨跨市場，跨產品之抵押品互抵運用保證金方面可節省成本，以達成本效益。

合併後自然瞄準全球企業前來籌資上市，以達到開放「全球進入」之境界。尤以歐盟近兩年跨境上市IPO業務因法律課題明顯趨緩，因此合併後可吸引企業針對此一全球品牌交易所前來上市，可遵循單一申報揭露標準，省却複雜程序及相關成本，熱銷可期，從而對歐盟公共政策首重的「協助促進歐洲經濟成長」有所貢獻。

合併後更可觸媒激勵「跨大西洋」之後續歐、美兩大市場之其他規模型整合及統協制度作業，惟需在歐、美主管機關的原則同意下，雙方始可洽商建構統協後之單一市場架構，單一交易平台，無縫接軌之後台結算交割平台，和作業制度等。綜之，德、美的合併無異典型的樣板，可供後續第二波挑戰者效法和突破。

#### 四、金融中心競爭力

這項大規模的合併案旨為定位歐洲在全球金融中心競爭的力度和效度上做出高度貢獻。

爰以全球各國之金融中心/交易所之風貌特色係源自各國經濟規模，政府財金政策，策略目標產業經營，金融市場架構，交易所營運等綜合因素，及再經歲月淬練演變型塑而成，各具強弱優劣特點。

德、美兩大交易所集團合併後可享雙方市場各自專擅業務之結合利益，其中尤以等同建構了全歐中央集中市場，及鞏固其在全歐之「受規範交易所之衍生性商品市場」的地位。自策略產業政策觀點論，歐盟官方研究報告早於兩年前即語重心長指出「歐洲金融市場的領導品牌」頗需倚賴具爆發成長性的衍生行商品撐局，從而躍升為全球性的金融中心及交易所，而日後絕非僅侷限於歐洲地區發展。

另外，雖然巴西、韓國及美國芝加哥期交所CME已在證券、證券指數商品及利率相關商品曾經分別領先全球，然合併後的德、美交易所集團將會在證券衍生性商品方面強力超越，其謀定之成為全球衍生性商品市場霸主有利德國之法蘭克福成為歐洲地區領先的金融中心，超越歷史悠久之英倫金融中心。佐以總部設在法蘭克福之歐洲央行，「歐盟市場系統風險控管總指導委員會」的加持，法蘭克福自可從中



獲致無形及實質之巨大豐碩利益。

### 參、本研究論述的重要發現臚列如下：

- 一、這項合併案符合歐、美金融市場主管機關期許市場穩定的目標：爰以合併後的交易所集團規模益形龐大，且將成為組織強化的受規管的正統交易所，確可在歐洲區域提供健全，流動又保證安全的「集中交易對手機制」（Central Counter Party, CCP），且風控管理亦將更臻完善。
- 二、有關市場整合成本效益和統諧性：此一合併所成就的「深度交易平台」和「規模性符合時趨需求的結算交割服務」可為歐市近四年來怨懟「市場分散」的旱魃帶來及時甘霖。
- 三、合併案所帶來其形塑改善後整合的交易市場有利降低跨境交易歐洲市場的服務成本。合併後規模性的組織可帶來業績成長的力度和效度，有利該合併集團成為歐洲具絕對影響力的衍生性商品市場，其後續發展絕對有利提升歐洲整體競爭力及落實對歐盟的貢獻度。
- 四、專擅比較交易所整合案的分析師表示這項大規模的德國暨美國紐約/泛歐兩大交易所集團合併後，將會為未來所創造的就業機會及其他相關附加價值之效益推升至最高點。
- 五、自國家金融中心競爭力的角度觀察：此項合併案設若成功，有助推升及凸顯歐盟國家金融中心的競爭力，同時亦可創造全球性的品牌，並激勵海外業務流量順利進入，從而成為全球性的金融中心及交易所。
- 六、合併案將影響主管機關監理單位重新檢視市場規範，以期確保金融市場的穩定性。
- 七、合併案對歐洲交易所同業及歐洲金融中心的整體競爭力的提升具正面效應，將可觸媒引導未來其他歐洲金融市場進一步的整合。
- 八、全案絕對有助改進目前歐洲資本市場「交易面」趨於分散的狀況而可邁回原先集中的狀態，從而有利落實達成歐洲單一貨幣，單一市場的境界目標。
- 九、合併後可帶給投資人在歐洲市場更具深度、廣度及流動性的市場龐大的交易量和結算量，更可「以量制價」帶來更加節省的成本回饋予投資人。
- 十、合併案有利市場監理主管機關與時俱進，檢視修訂相關法規。尤以，繼2008年金融海嘯及現今歐市債券危機之悲觀負面影響，市場之法規修制有利預防市場崩盤及邁向穩定。





## 肆、結語

世事如棋局，事實上，逆料的歐債危機暨可能開徵的歐洲市場金融稅賦(法國總統沙克吉已於2012年1月30日宣布計畫自同年8月起單邊課徵0.1%的金融交易稅，而德國考慮股票交易趨嚴課徵印花稅，取代金融交易稅，另擬爭取英國同意歐盟全面課稅)已震動了德、美泛歐兩大交易所集團原先的棋局，不再與2011年2月初双方宣布合併新聞的時代背景完全相同。設若後續發展類同新、澳兩交易所集團擬整合却敗北的案例，不過是為2012年2月9日歐盟主管機關審核最終宣布日後再添敗北一例，不啻亦表徵交易所集團或跨洋整合著實不易，亦未必是金律趨勢，反倒是跨洋跨洲之策略聯盟，將會相繼登場。

觀察家認為設若歐盟仍然反對核准此案，則德國政治中心柏林容或會以政治施壓，但在策略上會運用DB-NYSE Euronext的說帖用字，亦即歐洲需要一個良好遵守規範，肩負穩定市場和透明的大型交易所，以和美、亞同儕鼎足而三。

然2011年12月12日英國郵報法蘭克福駐地記者James Wilson已報導德國交易所集團總部設籍所在地之主管機關黑森經濟部(The Hessian Ministry of Economy)發言人Wolfgang Harmz已表示該主管機關(有權撤銷該集團之營業執照，亦可否決該集團就合併後所進行之董事會組織及成員改組。)對合併案「另

有看法」，尤重合併後法蘭克福之原先金融位階是否變動？惟該發言人亦表示將視2012年2月9日歐盟反獨占「競爭委員會」審案結果後再議。而德國黑森經濟部(The Hessian Ministry of Economy)部長Dieter Posch, Economy Minister甫於2012年1月下旬提出同樣的質疑。

觀察家言，這是德國民族性之自然反應或是先為「否決案」結果下台階留下伏筆，業界拭目以待。另外，路透社已於2012年1月13日報導柏林已表明德國政府不會干預此案，更不會介入歐盟審視過程。德國政府的此一聲明倒與新近中國大陸國家副主席習近平就中美高層經貿合作會談時強調，解決匯率課題分歧，「經濟不該政治化」的觀點不謀而合，持平以進，另人敬畏。

綜之，德、美雙方自2010年秋起之洞燭機先，主為掌握可預期之交易所後續延伸708兆美元「場外店頭」服務商機，特別精心布此棋局，及至2011年2月公開宣布規劃合併，過程中之運帷籌幄，縝理萬機，迄收悉歐盟主管機關之「反對聲明書」後，尚需不斷審時度勢，速提補強策略肆應之道，和與主管機關的幾輪數度晤面及受詢煎熬均令人佩服。設若2012年2月裡德、美双方得以「逆轉勝」獲歐盟主管機關核准順利過關，不啻應了唐代禪師黃希運「宛陵錄」中所敘之「不經一番寒徹骨，那得梅花撲鼻香」的哲理。



## 伍、後記：歐盟主管機關審核關切與市場爭議重點

誠如周知，歐盟主管機關已於2011年10月底對此合併案正式發出「反對聲明書」(Objection Statement)，惟依據歐盟內部審案程序，申請人尚可提駁，佐以補強書件提陳進一步解釋或讓步，以搏最終核可。德國暨美國紐約/泛歐兩大交易所集團迄2011年12月第一週已兩度提陳補強及讓步說帖，復於2012年1月16日前之黃金時間再奮力一博，包括拜會歐盟司法部長，及擬於世界經濟論壇(WFE)訂於1月26日至27日假瑞士Davos召開之年會中再晤歐盟高層官員等等。本案歐盟審核結案截止日首訂為2012年1月23日，後再延為2月9日。惟回溯2011年12月5日起兩週內之關鍵期，申核方補件後雙方再度會晤，雙方攻防重點分述如後：

### 一、歐盟主管機關審核關切與市場爭議重點：

#### (一) 自由競爭，開放競業，堅反獨占

歐盟主管機關審核重點繫於「自由競爭」，因此格外關注此一合併專案有無「開放門戶」(open access)，以期打破原先德國交易所集團一條鞭之垂直式經營模式，阻斷其壟斷獨占某些特定商品交易結算業務現況，及其阻礙競爭對手業務的生態。縱使主管機關如此關切，DB和NYSE Euronext僅同意打破部分往昔從未

開放予任何協力同業可進入使用Eurex之交易後之結算服務，並容許跨市場跨商品保證金互抵機制，十分嚴格規定僅開放予真正能提出「具創新性」衍生性商品之第三方始能參與此共用機制。

分析師指出德方此一「有條件式」的開放，尤其特別指出僅容許未來推出的「真正創新性的衍生性商品」第三方加入，並未打算開放目前德方最賺錢的指數期貨商品(Eurex的Euro Stoxx index futures及NYSE Liffe的Euribor)給任何的同業進行開發衍生性商品，頗難滿足同業/競業需求，也就是設若倫敦證交所今後推出新設計的股指期約商品，將繼在其併購之Turquoise衍生性商品平台交易後，可自由選擇送至DB集團結算子公司Eurex Clearing進行結算，但德方嚴格指定商品務需具「創新性」始具資格享受進入(access)使用Eurex之結算服務。德方之憑藉歐盟競爭主管強調之「創新性」霸氣，擬高調制約同業自是未能滿足任何同業或競爭者的期待。

根據可靠消息來源指出歐盟督導「自由競爭」的最高主管Joaquin Almunia期盼申核者能大刀濶斧出售原Euronext旗下的Eurex平台，以落實降低雙方合併後將囊括歐洲衍生性商品逾95%之業務市占率，或是至少應同意讓英倫交易所可複製其最賺錢的期約商品指數(Euro Stoxx Index)推出上市交易。





惟申核方耳聞後起初表示設若出售Eurex 或Liffe已完全不符合併初衷，將致合併宏圖不具任何意義，但於2011年12月7日路透社已報導德方自是期盼整合案成功，惟亦不願付出過高代價，惟為了過關，也許鬆動讓步。只是出售Eurex或Liffe是用何種策略方式？未來是否仍能大部分間接掌控這些原有之子公司？且又擔心不排除會被其他大型知名交易所隨後旋即併購德、美雙方釋出之Eurex及Liffe而轉輾難眠。

再者，另有專業律師旁觀認為此次DB-NYSE Euronext之「補救說帖」智慧策略運用「創新商品」原則，以防堵被同業濫用其服務，甚或從中標竊商機，因此強調需具「真正創新」之商品始可共用Eurex結算平台服務，俾以助益落實「競爭」，似乎又切合主管機關審案之核心「競爭」的心思原則。

雖然DB-NYSE Euronext於2011年11月17日陳予歐盟主管機關的針對答覆「反對聲明書」的說帖中剴切陳析其擬投入的衍生性商品將發展為全球性的業務，而非僅限於歐洲區域，且日後更須和具前瞻性的北美最大期貨交易所CME競爭（CME已於2011年12月5日宣布開放接受中國大陸人民幣為結算抵押保證貨幣，落實突顯其全球前瞻魄力，和具充分全球競爭力），因此自全球競爭戰略言，在歐洲將不具獨占性，然主管審視官員持相反觀點，認為合併後的衍生性商品業務顯然在歐舉足輕

重，業務將逾全歐市場之95%，即使德、美泛歐已提議將出售橫跨大西洋兩岸市場的個股期權暨期約業務，以降低或減除雙方業務重疊之疑慮，仍難降低主管機關擔心合併案在歐對任何同業或競爭者甚或後起之秀的展業競爭未來壓制之疑慮。

## （二）開放授權指數商品

德國交易所集團自2000年以還即針對外界反映其應開放授權其指數予同業或競爭者，以利開發新商品上市交易乙事，堅持主張其為「智財權」課題，就像「可口可樂秘方」歎難開放。

## （三）開放其子公司Eurex Clearing結算業務並未到位

爰以歐盟已於2011年夏秋間以英國倫敦為試點開放結算中心可彼此聯通共用結算業務（Clearing Interoperability, CI），允許各結算中心，交易平台或相關機構凡擬執業者可相互洽談。因此，擁有結算子公司之交易所自是被洽商對象。惟DB及其結算子公司Eurex Clearing並未做太多迴響與讓步，迄今僅提出同意開放予未來可推出真正具「創新性」商品之對象，始可參與結算業務服務。因此，德、美僅提具「未來性」的，而未針對「既存性」的一體適用，令競爭對手及結算業者難以接受。

## （四）交易所的業務 vs. 場外櫃買業務



歐盟主管機關主張場外櫃買交易業務（OTC）應不與傳統交易所業務相衝突，因此二者未具競爭關係，且已表明審視此案擬不將OTC的競爭因素納入考量。因之，德國DB及美方不宜以因今後「尚擬與OTC市場商品業務激烈競爭，故合併後的大規模交易所不具獨占性」為由辨析。

#### （五）G-20高峰會決議的跨洋法規統協

分析師的觀點為主張衍生性商品之全電子交易絕非僅受限於歐洲市場接受委託買賣，而絕對是全球性的業務，因合併後之大型交易所尚需與北美最大的衍生性商品市場CME競爭，因此，合併案在歐洲應不構成「壓制競爭」問題。另外，分析師更關注的是G-20高峰會決議的跨大西洋歐、美市場法規改革後的統諧(post-regulation harmonization) 議題。設若未來無法達成協議，問題懸宕亦影響再度發生類似金融海嘯之金融監理合作因應問題。

## 二、歐盟公平競爭最高主管Almunia持續強調不容獨占

歐盟（European Commission, EC）轄下之國內金融市場（EC, Director General Internal Market and Services）的競爭部門（Competition Commission）之負責競爭策略和作業的負責督導最高主管Joaquin Almunia（Vice President of the European Commission），在其2010年膺任此職時即闡述歐盟競爭政策理念。

他說歐洲競爭政策應是連結歐洲的和平與穩定。競爭政策等同強化歐洲市場經濟及提升市場效率與公平，兼負促進繁榮責任。競爭更應促進提升商品及服務品質，降低價格，激勵創新暨體現更具智慧的生產力，乃至促進提升歐洲在全球舞台的整體競爭力。因此，A氏最不樂見在歐洲境內出現任何行業/服務或商品之獨占壟斷，尤以對企業合併將極為審慎檢視（maintaining a rigorous & prudential scrutiny of proposed mergers），對於背道而馳者將全力打擊（focus on fighting against cartels, preventing dominant companies from abusing their market power in any sector or in any country in Europe）。甚者，競爭策略政策務需確保市場開放，及提供高品質却價格合理的服務。

A氏於2011年12月於比利時布京布魯塞爾召開之「2011年競爭高峰會」中專題演講提及之競爭策略主軸更是聚焦強調歐盟的競爭政策旨為促進經濟效率及提倡創新。分散歐盟單一市場的任何壁壘均將被打破，不容市場獨占勢力存在，各會員國市場的主管機關之現存不同規管的壁壘也將逐一被瓦解。

## 三、金融時報資本市場首席記者卯上歐洲重量級前朝大老觀點

爰以歐盟布京資本市場主管機關已繼兩度與申核整合之德美兩大交易所集團面



談，及接受其補救說帖後，已再度開放同業或競業者及公眾公開諮詢回應，其中，引人矚目者為一來自Mr. Jacques de Larosiere的迴響。

L氏以「讀者投書」方式作法致函英國金融時報（UK Financial Times）資本市場資深首席記者Jeremy Grant，爰以其身分敏感，為前法國中央銀行總裁，前國際貨幣基金（IMF）高級官員，前歐洲復興銀行高級主管，暨與資本市場密切相關之「三十人團體」（Group 30）高級顧問，故記者G氏為因應L氏之挑戰「偏向較不支持德、美合併」的報導，而為文回應L氏。

L氏主張DB 及NYSE德美兩大交易所集團的規劃合併，乃為肆應市場不夠透明暨歐盟市場目前發展至極端分散狀態的自然發展。他認為整合應可解決衍生性商品市場交易極端分散的現況，暨有利歐盟金融法規改革的實踐。

惟金融時報記者Jeremy Grant的看法是L氏似乎不宜主張衍生性商品之交易也太過分散，因整合前之歐洲衍生性商品市場現在幾乎已由Euronext的子公司Liffe 及DB之子公司Eurex雙馬車並轡主導，雖非寡頭，看似已為雙獨占（duopoly），並非形成分散的市場。再者，記者Grant駁斥L氏強調德、美整合將會促進歐洲經濟及有利市場法規改革的看法，記者G氏表示目前歐盟經濟衰退，市場低迷，更不見量，整合後亦未必是萬靈丹，G氏不認為

交易所整合可以改變現狀，雖然DB/NYSE已釋出之兩項彌補善意：1.出售交易所衍生性商品業務（競爭者揶揄此一收入僅占其總收入之1%，僅約2千萬歐元）。2.部分開放結算業務一針對未來再推的那些真正具創新性質的衍生性商品始可進入享受DB 之Eurex Clearing的互通連結結算服務（Clearing Interoperability），如此並未能滿足同業對手或結算中心之期望，僅是更加鞏固DB子公司結算中心的專業主導性。因此，此次以審核「競爭課題」為核心的檢視案，仍應視其後續德、美尚有無其他重大善意突破，以及同業和競業的滿意度及支持度而定，而非一味僅為「交易所整合是經濟成長的觸媒」而應過關。

#### 四、歐盟各會員國市場主管機關援例背書否決提議

路透社於2012年1月17日報導根據可靠消息來源，即使申核兩家交易所集團不斷在做奮力之搏，以便扭轉乾坤，其間兩家交易所之負責人亦會晤以對市場友善聞名的歐盟司法部長Viviane Reding請其鼎力賜助。觀察家已預測德、美應會在1月26日至27日假瑞士舉行之「世界經濟論壇年會」中再行遊說。

然由歐盟各會員國市場主管機關27名成員組成之該案「諮詢指導委員會」應會援例就Joaquin Almunia的否決建議全力背書支持。Almunia已建議要想過關，兩家交易所集團務需同意出售德國之期貨交



易所子公司Eurex的各類衍生行商品業務，或者是NYSE Euronext出售其在英倫的子公司金融衍生品交易所Liffe，以解決未來衍生品業務在歐幾乎獨占和阻礙競爭的局面。可是，因為此議完全與合併申核者初衷背道而馳，因此歉難同意。

### 五、英國財長疾聲呼籲「MiFID II就是鼓勵競爭」

英國財長Mark Hoban無視德國交易所集團董事長甫於2012年1月中假盧森堡的國際會議中強調合併後對歐洲金融市場的穩定貢獻度，完全與前述Hertie School of Governance倡議之整合後正面效應吻合，新近在歐洲另一場合中大聲呼籲歐洲在交易所的領域內就是要挹注活力競爭的元素，尤其強調在上市衍生性商品市場方面就是要享受競爭激勵的動力，況且新規MiFID II就是鼓勵競爭。

### 六、德、美泛歐兩大交易所集團最新一輪聯名致歐盟主席Barroso整合說帖書函重點

德、美泛歐兩大交易所集團繼先前幾輪的說帖後，續於2012年1月13日聯名致歐盟主席Jose Manuel Barroso, President of the European Commission的書函再度強調雙方合體可扮演歐盟市場穩定的守護神，更有助G-20 2011年峰會決議指示之「市場改革及邁向穩定」的落實執行。甚者，歐盟核准合體有利彼等建構一個跨大

西洋的真正「透明」及「受規範」的大規模市場，更有助發揮制定全球市場相關制度標準的功能。如未蒙核准，歐盟將面臨全球市場規管重心會向“趨馳鬆懈”傾斜的風險，如此勢將嚴重負面影響歐洲資本市場的“穩定性”的優先課題。

德、美雙方強調將承諾信守支持歐盟就「國際市場間統協制定標準」(如IFRS, XBRL…等等)的稽查監理。假設合併案未被核准，歐盟將失去歐洲可和美國、亞洲等對手市場抗衡的黃金時機。雖然吾輩(德、美泛歐交易所集團)深諳來自德國首相梅克爾的政治干預可能有助核可，惟際此關鍵時刻，德、美不會選擇如此安排，而毀損「競委會」負責人Almunia之清譽，對他無疑是重大的侮辱與抨擊，吾輩不會擇此卑鄙手段而行。

### 七、歐盟「國內市場」監管首長Barnier投下震撼全場「暫予保留」票，亦為全案重燃生機

歐盟「國內市場」法籍監管首長B氏(Michel Barnier, Commissioner of EU Internal Market and Services)於2012年1月24日在布京歐盟總部就EU 27個會員國市場主管機關負責人集會討論本案時，投下「暫予保留」(put down “waiting reserve vote” 票，不僅讓外界頓然覺得其不僅公然挑戰歐盟轄下「競爭委員會」(Competition Commission)的負責主管Almunia之觀點，更為DB-NYSE規劃合體



重燃一線生機。

Barnier的震撼投票將致歐盟勢須再度安排後續正式辯論。一 是否推翻先前Almunia已提「否決建議」及傳聞會員諸公的「DB-NYSE合併反對案」，值得追蹤觀察。英國金融時報資深記者Jeremy Grantz甫於1月23 - 24日兩日在布京歐盟投票會場觀察表示，雖然有些市場的主管機關私下贊同合併，但援例通常是照「競委會」的出具意見依樣蓋下橡皮圖章，無人敢提相左意見。

金融時報記者G氏感悟Barnier因職務，職責與其多年管理工作上培養的遠見，尤以鑒於B氏輒與美國市場對手，日益崛起亞洲市場對手，及亞洲其他數個正等待升格的「新興市場」高手洽處過招經驗，其全盤視野與前瞻的高度自是與眾不同。尤以Barnier主張有關「已上市衍生性商品的交易和結算」的格局實不適只限於歐洲本土，而是「資金無國界」的全球場域，這與德、美泛歐兩大交易所集團擬合併申覆的「說帖」觀點如出一轍，亦正是目前德、美刻正在瑞士達沃斯(Davos)年會上擬再次拋出的中心思想，不啻正與該年會本年主題「變革思潮—大轉型 —塑照新模式」(The Great Transformation: Shaping New Models)，以及德國首相梅克爾在瑞士達沃斯(Davos)年會中講演甫發表—「歐洲不團結整合即成度假勝地」的觀點似乎不謀而合。

另自實務面論，全球有數不清的歐元避險者(Euro hedgers)就是鍾情選擇Eurex及Liffe執行下單交易。再者，投資德國公債期貨者就是要透過Eurex下單，而投資歐元利率期貨Euribor就是歡喜透過Liffe下單。因此，Liffe交易最熱絡的短期利率明星商品Euribor和Eurex的廣受青睞的長債Bund, Bobl, Schatz可謂相輔相成，缺一即無法滿足市場參與者及專業交易商的需求，因此EU監理單位如B氏(Barnier)何忍硬性要求德、美出售Eurex和Liffe?

現今最重要的關鍵乃為Barnier已前瞻未來市場發展監理趨勢，他已針對MiFID II及EMIR未來有關監理原先不透明(opaque)及未受規範(unregulated)的場外店頭交易(OTC)之商品買賣，要求儘量轉移至真正透明又完全受規管的交易所(fully regulated exchanges)暨正規具組織的交易平台(official organized platforms)，他近半年的幾次講演均強調此重點，因此B氏的高度絕非僅在探討「降低及限縮衍生品市場可能在歐洲獨占」的課題，而是更加大開大闢的隱觸「全球定位」和「未來霸權」之不可說的秘密。

#### 八、紐約泛歐交易所執行長Neideiraurer感喟「全球化」已暫被“Hold住了”(束之高閣)

紐約泛歐交易所執行Duncan Neideiraurer於2012年1月25日在假瑞士



達沃士(Davos)召開的「世界經濟論壇年會」中接受記者訪問時難得說明：「不到最後關頭絕不放棄，成功機會也許渺茫，此刻仍不到絕望地步」(“You don't give up until the end. It certainly looks like a low probability of success. But it is not hopeless” )。

N氏於1月13日迄同月中、末旬風塵僕僕，往返於大西洋兩岸多次穿梭遊說本案。他表示：事實上，交易所與場外店頭交易均已不限國界，是全球業務，設若界定其僅為歐洲場域業務的觀念其實並不符合時代趨勢。他又說他先前可能誤判歐盟「競委會」負責首長Almunia的思維，未想其審案立場如此屹立不搖。顯然目前歐盟之「國家主義」及「保護主義」在歐債風暴後重新抬頭，而「全球化」的思維和行動恐怕暫時要被“Hold”住了。交易所產業的大型合併在金融危機風暴後可能將被「束之高閣」了。(Regulators and politicians had clearly tuned against the concept of large-scale deal making in this sector after the financial crisis. There is a lot of protectionism, a lot of nationalism. Globalization is being put on hold.)

不過，N氏隨即亦補充即使德、美合併案失敗，亦不影響其原先既定的小規模併購具新意的科技公司，結算服務專業公司，以拓新局。尤以擬藉由增邀專業大量入股專擅選擇權交易之子公司Amex，以期

激量擴增規模，轉型其為美國最大的證券衍生品市場。雖然N氏在一絲希望中充滿悲觀想法，惟NYSE的對手Nasdaq OMX執行長Robert Greifield同一時間在Davos受訪時表示此案尚未最後定案，應持樂觀態度等待(deals were still possible……)。

### 九、該案設若最終未獲通過的啟示與發展

目前市場上傳聞的否決案清楚送出未來交易所透過合併擴大規模，以期大者恆大，未必一定可行的跡象符號。主管機關現今更加鼓勵競爭，而不樂見單一霸主，並強調此次本案檢視聚焦範圍為歐洲，而非全球，故不接受申核方強調未來戰略是在全球競爭，尤以將矛頭指向北美芝加哥期交所CME，而模糊歐洲境內的爭競的遊說企劃。

惟分析師以汽車業為例，設若德國車BMW僅與德製車賓士Mercedes競爭，而忽視日本車Toyota，無異是與當今「地球是平的，資金及服務無國界」的觀念背道而馳，尤以期貨衍生性商品交易是全時全球的作業觀點，為何歐盟主管機關不將「全時全球」平台作業納入考量？

如此一來，德、美泛歐將仍如往昔為兩個交易所集團，仍然維持垂直營運模式，而倫敦證交所亦一如往昔，將仍十分困難與Liffe及Eurex衍生性商品市場競爭。






倫敦證交所將首當其衝，或首先受惠。倫敦證交所為了因應本案合併，不惜規劃耗資併購LCH·Clearnet，即為就結算業務加入戰場，LSE已前瞻確認勢需擁有自己的結算業務能力，而非先前多年的外包形態，因此已耗資成本積極進行此一計劃，亦正可迎接歐盟嶄新規範EMIR 及MiFID II中所提開放結算業務而帶來之龐大商機。

另外，市場傳言，NYSE Euronext敗北後將轉過來擬合併LCH·Clearnet，以肆應未來交易所宜自己擁有結算所，而非外包服務的趨勢，更擬充分掌握Euronext旗下荷、比、葡、法的證券市場結算服務及Liffe衍生品結算業務，如此有利NYSE下一步的結算業務規劃，可首先納入歐洲目前最受歡迎的Euribor利率期貨，及目前是由LCH·Clearnet轉包Swap Clear Serice負責結算的場外店頭利率交換商品（Interest Rate Swap）。NYSE的競爭對手Nasdaq OMX已悄然於東歐布局，掌握波羅的海三小國Lithuania, Latvia及Estonia的證券集保公司控制性的股份。

另有一說為德國集團也許會再回頭向LSE求婚合併以壯大歐洲勢力與規模。然分析師觀察也許Nasdaq OMX亦會再度接觸LSE。至於NYSE，容或會在美國境內重尋商機，例如可能規劃合併CBOE芝城選擇權交易所。此外，美國之ICE早已盯梢英倫Liffe，却忘了螳螂捕蟬，黃雀在後，爰以市場傳言，NYSE在與德合併案敗北後可能

再轉回頭接觸ICE，但也別忘了2011年春夏Nasdaq OMX擬與ICE合併，已遭美國司法部否決。因此，假設以「漸次的策略聯盟」取代「激進的完全合併」也許會再成為新趨。

反觀我市場，除宜密切觀察後續發展，及於其間迅速握合作商机，以符「尋春須是先春早，看花莫待花枝老」的哲理外，更似宜提前預應準備多套策略，靈活運用。際此迎接龍騰鳳翔的壬辰新年，深信在新內閣新氣象的加持下，暨我資本市場由臺灣證券交易所扮演龍頭角色，素秉主管機關的新策指導，定將聯同周邊單位攜手全力拼新局，呈榮景，創盛世。 

#### 參考資料

- 1.[http://www.hertie-school.org/fileadmin/images/Downloads/enderlein\\_merger\\_Study/Enderlein\\_mergerstudy\\_final.pdf](http://www.hertie-school.org/fileadmin/images/Downloads/enderlein_merger_Study/Enderlein_mergerstudy_final.pdf)
- 2.<http://business.financialpost.com/tag/nyse-uronext/>
- 3.[http://ec.europa.eu/commission\\_2010-2014/barnier/headlines/articles-interviews/2011/09/20110926\\_en.htm](http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/barnier/headlines/articles-interviews/2011/09/20110926_en.htm)
- 4.[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm)
- 5.[http://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/case\\_details.cfm?proc\\_code=2\\_M\\_6166](http://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/case_details.cfm?proc_code=2_M_6166)



6. <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/11/803&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en> Nov. 24, 2011.
7. [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb\\_navigation/press/10\\_Latest\\_Press\\_Releases](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb_navigation/press/10_Latest_Press_Releases)
8. [www.hertie-school.org](http://www.hertie-school.org)
9. <http://online.wsj.com/article/SB10001424052970203914304576629052895335720.html>
10. <http://www.efinancialnews.com/story/2011-11-24/eu-seeks-feedback-on-nysedb-concessions>
11. <http://www.ft.com/cms/s/0/c994eb6af271-11e0-931e-00144feab49a.html#ixzz1aJD2Xqul>
12. <http://www.ft.com/cms/s/0/fd4adc0e2033-11e1-8462-00144feabdc0.html#ixzz1frlaw58b>
13. <http://www.ft.com/cms/s/0/d89ed90a120a-11e1-8ab1-00144feabdc0.html#ixzz1eM7otJC7>
14. <http://www.ft.com/cms/s/0/a279105019e1-11e1-b9d7-00144feabdc0.html#ixzz1f6dLrAID>
15. <http://www.ft.com/cms/s/0/4271ee001768-11e1-b00e-00144feabdc0.html#ixzz1f9iRKGQU>
16. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/48f41d9c-00a8-11e1-ba33-00144feabdc0.html#axzz1beRepzpg>
17. <http://www.marketwatch.com/story/deutsche-nyse-battle-to-keep-merger-on-track-2011-12-07>
18. <http://www.reuters.com/article/2011/10/04/eu-deutscheboerse-nyse-idUSL5E7L42H320111004>
19. <http://www.reuters.com/article/2011/12/02/dboerse-nyse-eu-idUSL5E7N21TZ20111202>
20. <http://www.reuters.com/article/2011/12/07/us-nyse-deutscheboerse-remedies-idUSTRE7B60QM20111207>
21. <http://www.reuters.com/video/2011/08/12/breakingviews-eu-regulators-weakened-by?videoId=218257403>
22. <http://www.reuters.com/article/2011/10/04/us-eu-deutscheboerse-nyse-idUSTRE7932ID20111004>
23. <http://www.spreadbettingaccount.uk.com/eu-to-object-to-deutscheboerse-nyse-deal-sources/>
24. <http://www.stepto.com/practices-257.html>

