



“榜样”纳斯达克

美国的注册制度满足了上市公司快速上市的需求，同股不同权的灵活性解决了公司上市后创始人失去公司控制权的一大顾虑。另外，纳斯达克的做市商制度能有效为科创企业筹集资金，提供给零售投资者相对透明的投资机会，也营造了一个相对可持续和稳定的金融生态圈。

文 | 杨思

《诗经·小雅·鹤鸣》有云，“他山之石，可以攻玉”。本文通过对科创板意图对标的美国纳斯达克市场展开介绍，分析其渊源、现状、机制等多方面情况，希望能为近期热议中的科创板提供一些借鉴。

英雄不问出处

纳斯达克有着近 48 年历史，目前也是仅次于纽约证券交易的世界第二大的证券交易所。在 48 年的发展史中，纳斯达克一直以“英

雄不问出处”为准则，有别于传统交易所。

1971 年 2 月 4 日，（美国）全国证券业者协会（National Association of Securities Dealers）为了规范混乱的场外交易和为小企业提供融资平台创立了纳斯达克，NASDAQ 是“National Association of Securities Dealers Automated Quotations（全国证券业者自动报价系统协会）的缩写。

起初，纳斯达克仅是一个报价系统，全称是“美国全国证券交易商协会自动报价表”，

后来成为全世界第一个采用电子交易并面向全球的股市的证券交易所。纳斯达克允许市场期票和股票出票人通过电话或互联网直接交易，而不用限制在交易大厅，而且交易的内容大多与新技术尤其是电脑方面相关，为世界第一电子证券交易市场。

因为纳斯达克比纽交所晚成立 150 多年，一出世便要面对纽交所对市场的绝对控制。纳斯达克于是采取了非传统的、相对宽松的上市制度，如为不符合传统盈利模式，无法在纽交所这样的传统证券交易所上市的身处窘境的高新技术企业提供安身之地。因而有人形容纳斯达克具有“安得广厦千万间，大庇天下寒士俱欢颜”的情怀。

纳斯达克起初的发展充满坎坷，它的一个重要转折点是 1980 年 12 月，苹果公司在纳斯达克的上市缔造了包含乔布斯在内的多名年轻富翁。密集的媒体报道及巨大的财富效应终于吸引了大量投资者的目光。纳斯达克从此得到了“亿万富翁的温床”称号，并成为许多全球高科技企业的上市首选。

发展过程中，纳斯达克从未停止过创新和变革，如改进自身的电子交易系统，发布不同的纳斯达克指数，尤其一系列针对上市公司（及准上市公司）的增值服务颇受青睐。例如为它们提供媒体发布、品牌宣传、董事会优化、投资数据网页门户的打造和维护服务，以及提供众多的数据分析工具以供公司的投资关系部使用等等。纳斯达克是全球第一家，也是唯一一家把服务业务作为市场一部分的证券交易所，它目前的业务模式早已不是以收取上市费、交易费作为主体收入，其信息服务、科技服务和企业服务合计占到了总业务收入的一半以上。

2006 年 2 月，纳斯达克宣布将股票市场分为三个层次：纳斯达克全球精选市场、纳斯达克全球市场（即原来的纳斯达克全国市场）

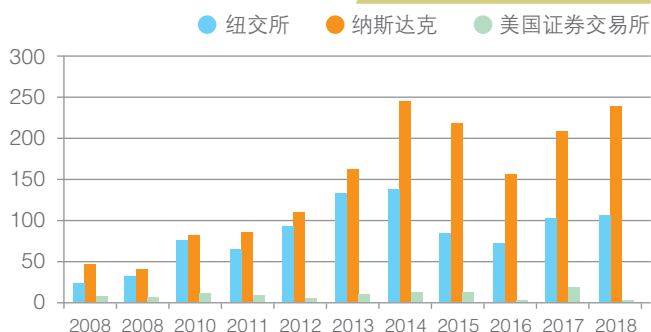
以及纳斯达克资本市场（即原来的纳斯达克小型股市场），进一步优化了市场结构，吸引不同层次的企业上市，并设立不同板块间的流动机制。

注册制、股权结构与做市商制度

美国对公司上市施行注册制，这是纳斯达克（及纽交所）吸引众多中国科技创新公司的重要因素。相比于中国的核准制，美国上市流程环节相对简单，所需的时间周期短。在美国，向 SEC 注册备案是公司上市前耗时最长的所需步骤，而 SEC 的首个回复一般都是 1 个月内（约 25 天），所以公司通常都是在向 SEC 备案后的 3~6 个月内就能上市。科技创新公司因为往往存在珍贵的窗口时期，一旦上市的准备期过长，就很可能错过行业发展机会。同时，SEC 等监管者对上市公司的注册备案数据要求透明完整，且对有疑问的交易有着相对成熟的调查和追责机制，如对在 2012 年上市的美社交平台巨头脸书的调查。

美国允许同股不同权的结构安排也是吸引科技创新公司的第二个重要因素。在这种股权

美国主要股票市场历年上市企业数量



资料来源：Wind，恒大研究院

结构下，创始人和管理层很容易拥有及保留更多的投票权，而不用担心会被辞退或面临敌意收购，也能从容面对对冲基金和活跃型投资人想抢占公司决策权的情况。所以，科技创新行业的创业者往往采用该股权结构，如脸书和谷歌等美国的大型科技公司，这也是阿里巴巴当年弃选港交所而远赴美国上市的重要原因之一。

做市商制度是纳斯达克的另一项重要机制。根据 SEC 及全国证券交易商协会 (NASD) 的有关规定，做市商必须做到以下两点：第一，不间断地主持买、卖两方的市场，在最佳价格时按限额规定执行指令，且坚持达到指定的记录保存和财务责任的标准；第二，在交易完成后的 90 秒内向公众公布相关的交易情况，如发布有效的买、卖两种报价。做市商的制度安排对于科技创新类公司所普遍具有的市值较低、交易次数较少的股票非常重要。

在纳斯达克上市的股票，被要求至少要有两个以上的做市商为其股票报价；一些规模较大、交易较为活跃的股票是做市商甚至可能达到 40 余家。平均来说，非美国公司股票的做市人数目约为十余家。这些做市商包括摩根、高盛等世界顶尖级的投资银行。

做市商拥有普通投资者相对缺乏的长期跟踪科技创新公司所累积的专业判断和估价，且能以其自身的名声帮助提高一些名不见经传的上市公司的知名度与可信度，以上两点都能提高股票和市场资金的流通性。而且，多个做市商之间的相互竞争，和纳斯达克所要求的 90 秒交易内容汇报即向公众公布每一笔交易细节的透明机制，则有利于上市公司股票的价格趋向理性和一致。

美国的注册制度满足了上市公司快速上市的需求，同股不同权的灵活性解决了公司上市后创始人失去控制权的一大顾虑，另外，纳斯

达克的做市商制度能有效为科创企业筹集资金，造就了相当一批机构投资者，提供给零售投资者即大众相对透明的投资机会，也营造了一个相对可持续和稳定的金融生态圈。

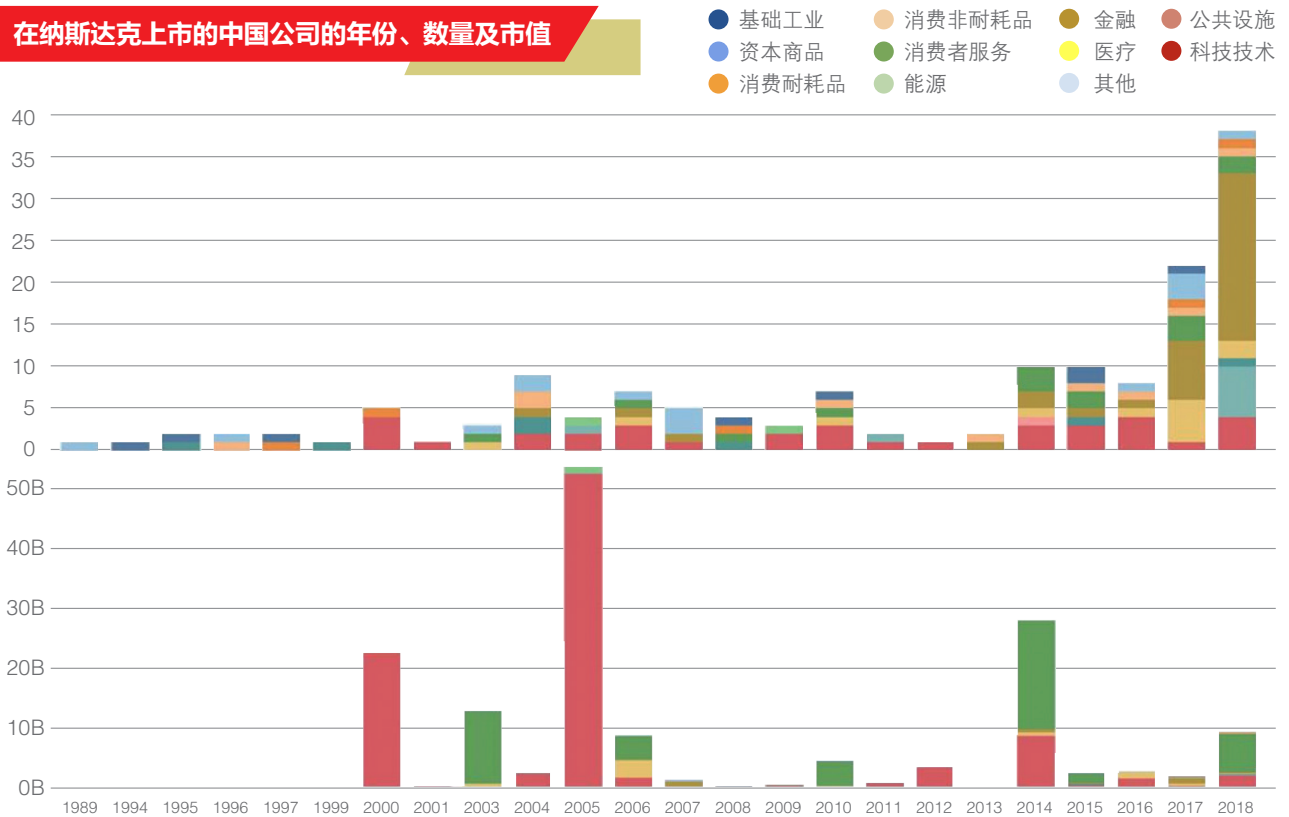
中国与纳斯达克

纳斯达克现有上市公司达 3000 多家，以高科技公司为主，来自美国的知名公司包括了苹果、谷歌、微软、英特尔等。另外，最新数据显示，选择在美国上市的 200 多家中国公司，有约 3/4，即 150 多家（其中包含了近 10 家台湾公司和 20 多家香港公司）选择了在纳斯达克上市，占纳斯达克全部上市公司总数的 4% 左右。从市值来说，这 150 多家中国公司的总市值接近 1500 亿美金，占总市值约为 12 万亿美金的纳斯达克的 1%。

从表面数据来看，每家中国公司的平均市值为 10 亿美金，不过需要留意的是这里面有着很大程度的“被增值”。因为百度、京东、携程、网易这 4 家在纳斯达克上市公司的总市值就已经接近 1000 亿美金，也就是 3% 的公司享有 66% 的市值。与此相应，剩下 140 多家公司的总市值只有 500 亿美元。事实上，中国在纳斯达克上市公司的市值约为 4300 万美元。更为严峻的现实是，有近 30 家中国公司每股价格低于 1 美元，正面临着“被退市”的巨大风险。

对于即将推出的科创板而言，纳斯达克有更多方面值得借鉴。前面提到纳斯达克发展中的一个转折点起到了强大的榜样作用，即是 1980 年苹果公司的成功上市真正激发了投资者们对纳斯达克的热情。这是一个可供参考的有价值的案例，因为高流动性、充足的交易量及不被低估的市值都是衡量科创板是否成功的指标。苹果公司的成功不易复制，但是若在

在纳斯达克上市的中国公司的年份、数量及市值



> 资料来源：作者依 2018 年 11 月 25 日纳斯达克官网数据整理

未来有一两家国内的“明星级别”公司在科创板上市能充分引起投资者们的热情，造就一批新的创业者千万富翁，且上市后保持可以持续的市值，那么大部分此前“吃瓜围观”的投资者或将放下怀疑、不再观望，开始了解并投入登陆科创板的企业，进而逐步稳定地解决如资金流动性和企业估值等问题。

最后，纳斯达克允许上市公司在板块之间流动（升板/降板）的体制可能也较有参考意

义。若允许表现好且符合某些条件的上市公司从科创板上升进入主板，一些优秀的科创公司也许会更愿意考虑先在科创板上市以得到更多的关注和政策红利，再在时机成熟的时候进行升板，这也会吸引更多的投资者跟随和投资科创板，并鼓励有升板意愿或不愿意被降板的已上市公司进一步加强自身的管理及盈利能力，以达到升板或不被降板的目标。☐

（作者系华尔街资深投资人士）