

纳斯达克市场内部分层与上市标准演变分析及启示

化定奇

(深圳证券交易所, 广东 深圳 518038)

摘要: 纳斯达克在发展过程中主要通过制定差异化的上市标准进行内部分层, 并且在实践中根据形势变化, 不断调整各层次的上市标准, 探索制定出由不同指标合理搭配的多元化上市标准, 很好地满足了不同规模和不同特征企业的融资需求, 最终形成具有不同风险特征的内部多层次市场, 并发展成全球最大的交易所之一。

关键词: 纳斯达克; 内部分层; 上市标准; 融资需求

Abstract: In the history of the Nasdaq Market, it has developed three internal market tiers by different listing requirements. With respect to changing circumstance, Nasdaq also continues to adjust the listing requirement of every market tier, explores to set the more reasonable listing requirements consisted of different indicators, in order to meet the financing needs of different companies. Now, Nasdaq have become one of the world's largest exchange.

Keywords: nasdaq, internal tier, listing requirement, financing needs

作者简介: 化定奇, 深圳证券交易所综合研究行业研究员。

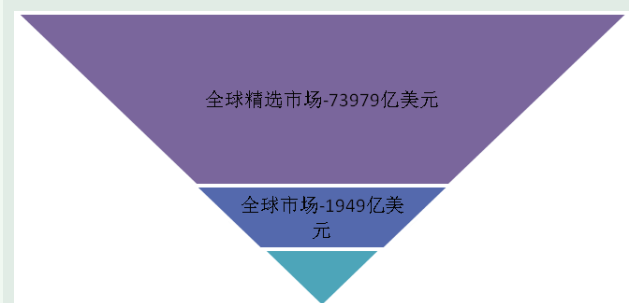
中图分类号: F830.9 **文献标识码:** A

为了更好地应对竞争吸引上市资源、为企业融资提供服务, 国际上主流证券交易所大部分都进行了市场分层, 形成交易所内部的多层次市场。其中, 纳斯达克是

证券交易所通过内部分层实现不断发展的成功典范。

纳斯达克股票市场目前分为三个层次: 纳斯达克全球精选市场(Nasdaq Global Select Market)、纳斯达克全球市场(Nasdaq Global Market)和纳斯达克资本市场(Nasdaq Capital Market)。各层次的基本情况如图1和表1所示。

图1 纳斯达克三个层次的划分及市值对比



资料来源: 根据公开资料整理

表1 纳斯达克三个层次的上市公司数量及市值(亿美元)

| | 挂牌证券 | | 中概股 | |
|--------|------|---------|-----|---------|
| | 数量 | 总市值 | 数量 | 总市值 |
| 全球精选市场 | 1651 | 73979.9 | 60 | 1909.66 |
| 全球市场 | 628 | 1949.17 | 19 | 64.71 |
| 资本市场 | 670 | 674.85 | 31 | 14.12 |

注: 数据截止日期2014年11月18日, 纳斯达克公司数量的统计口径中包括少数独立上市的ETF。

资料来源: 纳斯达克网站

纳斯达克内部分层的演变历程、差异及转移机制

一、纳斯达克内部分层的演变历程

1. 单一层次阶段(1971~1982年)

纳斯达克1971年成立初期只是一个用来集中显示全

表2 1971年纳斯达克首套标准

| | |
|----------------------------|--------|
| 财务及质量要求 | |
| 总资产 | 100万美元 |
| 股本及资本公积(capital & surplus) | 50万美元 |
| 流动性要求 | |
| 公众持股数 Publicly held shares | 100万股 |
| 股东数(round lot holders) | 300 |
| 做市商 Market makers | 2 |

资料来源: NASD, NOTICE TO MEMBERS: 81-36

美OTC市场部分精选证券价格的报价系统，成立首日就为2500支OTC市场的股票显示报价(表2)。

纳斯达克1975年设置了第一套上市标准，对挂牌公司的总资产、股本及资本公积、公众持股数、股东数及做市商数量提出了要求，只有达到标准才可以申请在纳斯达克挂牌交易。通过设置上市标准，纳斯达克将自己与OTC市场区别开，成为一个完全独立的上市场所。

在这个阶段，纳斯达克仅仅是个电子报价系统，股票的交易是在各个券商的终端上完成的，纳斯达克并不提供交易系统，并且股票成交的及时信息也不提供，要在交易日结束后才向公众公布。

2. 1982年成立纳斯达克全国市场，形成两个层次

1982年，纳斯达克在其报价系统的基础上开发出了纳斯达克全国市场系统(NMS系统)，并设置了一套更高的上市标准，将部分规模大、交易活跃的股票强制划入新成立的纳斯达克全国市场¹，见表3。

除了更高的上市标准之外，纳斯达克全国市场还为上市公司提供实时成交信息，而且成交信息(每一笔成交量和成交价格)能够在90秒之内到达投资者的手里。1987年纳斯达克全国市场又增加了公司信息披露和治理的要求。1996年，纳斯达克全国市场上市证券被纳入“联邦管辖的证券”。²

其它不满足全国市场上市标准的股票组成的市场被称为纳斯达克常规市场(Regular NASDAQ Market)。1992年7月，纳斯达克常规市场被正式命名为纳斯达克小型市场，同时开始提供与纳斯达克全国市场一样的实时成交信息。1997年，纳斯达克全国市场中关于企业治理要求

表3 1982年设立全国市场的上市标准与常规市场上市标准对比

| 财务及质量要求 | 常规市场 | 全国市场(强制指标) |
|-----------------------------|--------|------------|
| 总资产 | 200万美元 | |
| 净有形资产(net tangible assets) | | 200万美元 |
| 股本及资本公积(capital & surplus) | 100万美元 | 100万美元 |
| 流动性要求 | | |
| 公众持股数 Publicly held shares | 100万股 | 50万 |
| 股东数(round lot holders) | 300 | 300 |
| 做市商 Market makers | 2 | 4 |
| 最低股价(minimum bid price) | | 10美元 |
| 平均交易量average trading volume | | 80万(月均) |
| 公众持股市值 Publicly held shares | | 500万美元 |

资料来源：SEC，Release No. 34-20902

被扩大到纳斯达克小型市场。2007年，在纳斯达克资本市场上市的证券也被纳入“联邦管辖的证券”范围。

3. 2006年成立全球精选市场，形成三个层次

2006年7月，纳斯达克又通过引入更高的上市标准，成立了纳斯达克全球精选市场，将纳斯达克市场内满足新标准的1187家公司转移到全球精选市场挂牌。纳斯达克全球精选市场的上市标准综合来看是世界最高的；同时纳斯达克全国市场更名为纳斯达克全球市场，纳斯达克小型资本市场更名为纳斯达克资本市场，从此纳斯达克市场内部形成三个层次。

二、不同层次的制度差异目前主要体现在上市标准方面

在演变过程中，纳斯达克三个层次市场之间在交易信息透明度、信息披露³和公司治理要求以及是否属于“联邦管辖的证券”⁴等方面的差异现在已经消除。目前三个层次市场之间的差异主要体现在上市标准方面，包括初次上市标准差异和持续上市标准差异。

初次上市标准方面，纳斯达克通过对不同指标进行组合，为不同层次市场制订了差异化的初次上市标准，以吸引不同规模和风险特征的企业，其中：(1)纳斯达克全球精选市场目前有四套上市标准，是三个层次中上市门槛最高的，主要用来吸引大盘蓝筹企业和其它两个层次中已经发展起来的企业；(2)纳斯达克资本市场目前有三套初次上市标准，是三个层次中上市门槛最低的，主要用来吸引规模较小、风险较高的企业；(3)纳斯达克全球市场有四套初次上市标准，上市门槛介于全球精选市场和资本市场之间，以吸引中等规模的企业。

在持续上市标准方面，纳斯达克全球精选市场和纳斯达克全球市场一致，综合来讲要低于纳斯达克全球市场初次上市标准；纳斯达克资本市场的持续上市标准也低于纳斯达克资本市场的初次上市标准。

三、纳斯达克建立了不同层次之间灵活、便捷的转移(transfer)机制

在纳斯达克三个内部层次市场之间，只要满足相应的规定，向其它层次转移手续较为灵活和便捷。转移的方式包括：

1. 主动申请转移

在纳斯达克全球市场和纳斯达克资本市场上市的公

司，如果能够满足纳斯达克全球精选市场首次上市标准，可以随时申请转移到纳斯达克全球精选市场。在纳斯达克资本市场上市的公司，如果能够满足纳斯达克全球市场首次上市标准，可以随时申请转移到纳斯达克全球市场。

2. 自动转移

公司申请在纳斯达克全球市场上市，如果满足纳斯达克全球精选市场的首次上市标准，该公司应该在纳斯达克全球精选市场上市。另外，2014年以前，纳斯达克上市部每年11月、12月会审查在纳斯达克全球市场上市的每家公司的情况(数据截止到当年10月31日)，筛选出满足全球精选市场的初次上市标准的公司，并于次年1月份被自动转移到纳斯达克全球精选市场。2014年8月，纳斯达克取消了这条规则。

另外，如果纳斯达克全球精选市场和纳斯达克全球市场的上市公司不能满足纳斯达克全球市场持续上市标准(最长可以有180天的整改期)，但是满足纳斯达克资本市场持续上市标准，可以申请在纳斯达克资本市场上市。

纳斯达克各层次上市标准⁵的演变

为了实现不同内部层次为不同规模企业服务的目的，纳斯达克各层次上市标准均经历了多次演变，从而形成目前由不同指标合理搭配的11套上市标准。

一、纳斯达克资本市场上市标准的演变

纳斯达克资本市场是纳斯达克历史最悠久的市场，也是目前上市标准要求最低的市场，主要吸引小型企业上市，其上市标准的演变大致划分为三个阶段：

1. 1975~1997年，由资产指标组成的单一标准阶段
在这一阶段纳斯达克资本市场上市的财务标准只

有资产类指标，即“总资产+股本及资本公积(capital & surplus)”，期间指标没有发生过变化。不过门槛值方面，由于通货膨胀原因调整过两次，总资产由1975年的100万美元上调到1997年的400万美元，股本及资本公积由50万上调到200万美元。

2. 1997~2007年，标准多元化阶段

1997年，纳斯达克资本市场在原有上市标准的基础上大幅修改，形成了资产标准、市值标准和净利润标准。

对于资产标准，1997年纳斯达克资本市场将资产指标由“总资产+股本及资本公积”替换为“净有形资产”；2001年纳斯达克又用“股东权益”取代了“净有形资产”，并将数值由原来的400万美元上调到500万美元。另外按照资产类指标上市时，还要求公司有1年的经营历史。

对于市值标准，纳斯达克规定只要市值达到5000万美元，公司就可以在纳斯达克资本市场上市，并无其他财务或经营方面的要求。

对于净利润指标，1997年纳斯达克提出公司近1年或近三年中有两年的净利润达到75万美元，同时有1年经营历史，即满足纳斯达克资本市场上市的财务标准。

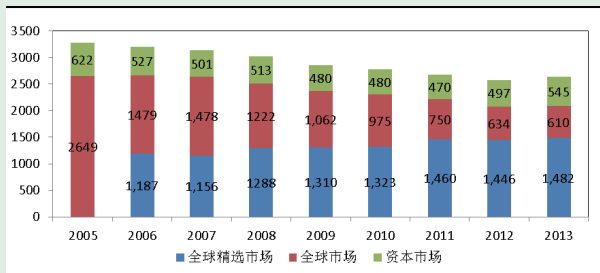
3. 2007年~至今，以股东权益为基础多元化标准阶段

2007年，纳斯达克再次修改了纳斯达克资本市场的上市标准，形成了目前以股东权益为基础的标准多元化阶段。具体为在“市值”标准和“净利润”标准中增加了股东权益的要求，即：市值达到5000万美元，同时股东权益达到400万美元；或者净利润达到75万美元，同时股东权益达到400万美元。见表4。

二、纳斯达克全球市场上市标准的演变

纳斯达克全球市场是纳斯达克中间层次市场，主要是吸引中型企业上市，该层次的上市标准也进行过多次

图2 纳斯达克三个层次公司数量分布的演变



资料来源：纳斯达克年度报告

表4 纳斯达克资本市场标准演变

| 阶段 | 标准 |
|--------------------|---|
| 第一阶段 1975~1997年 | 标准1：总资产+股本及资本公积 |
| 第二阶段 1997~2007年 | 标准1：净有形资产(或股东权益)+经营年限 标准2：市值 标准3：净利润+经营年限 |
| 第三阶段 2007年~至今 | 标准1：股东权益+经营年限 标准2：股东权益+市值 标准3：股东权益+净利润 |

修改。

1. 1982~1985年，由资产指标组成的单一标准阶段

1982年，纳斯达克全国市场设置了第一套强制性上市标准，该标准的财务指标只有资产类指标。与纳斯达克资本市场相比要求更高，用“净有形资产+股本及资本公积”代替了“总资产+股本及资本公积”组合。

1983年初又增加了一套是自愿标准，这两套标准的差异在于最低股价、平均交易量和公众持股数等流动性指标，即流动性高的股票被强制要求进入纳斯达克全国市场，而流动性稍差的股票可以自愿选择是否进入纳斯达克全国市场。

2. 1985~1997年，以资产基础，分别辅以净利润或经营年限的双标准阶段

1985年纳斯达克修改了全国市场的自愿标准(强制标准不变)，将原来单纯的资产类指标组合修改为“资产+净利润”和“资产+经营年限”两套指标。

另外，随着纳斯达克全国市场的发展，大部分满足自愿标准的发行人都选择进入该市场，强制标准就没有了存在的意义。1987年纳斯达克废除了全国市场的强制标准。

1989年纳斯达克将资产类指标“股本及资本公积”修改为“净有形资产”，并大幅提高了相应的门槛值。

3. 1997年~至今，新增“市值”标准和“总资产+总收入”标准

1997年纳斯达克再次修改了全国市场的上市标准，即在原来两套标准的基础上，增加了“市值”标准和“总资产+总收入”标准。自此之后，纳斯达克全国市场上市标准没有进行过大幅修改。

其中，2001年进行过小幅修改，即将资产类指标“净有形资产”修改为“权益资产”，并再次上调了门槛值。见表5。

表5 纳斯达克全球市场标准演变

| 阶段 | 标准 |
|--------------------|--|
| 第一阶段 1982~1985年 | 标准1：净有形资产+股本及资本公积 |
| 第二阶段 1985~1997年 | 标准1：净有形资产(或股东权益)+利润 标准2：净有形资产(或股东权益)+经营年限 |
| 第三阶段 1997年~至今 | 标准1：股东权益+经营年限 标准2：股东权益+净利润 标准3：市值 标准4：总资产+总收入 |

三、纳斯达克全球精选市场上市标准的演变

纳斯达克全球精选市场2006年才成立，成立时其基本上是照搬了纽交所当时的上市标准，即“税前利润”标准、“市值+收入+现金流”标准和“市值+收入”标准，但是门槛值略高于纽交所。2008年纽交所增加了“市值+总资产+股东权益”的标准，2010年纳斯达克全球精选市场也增加了相同的标准，同样设置了略高的门槛值。

而纽约证券交易所(NYSE)的上市标准也是经历多次调整才形成的，1958年以来其上市标准的演变历程表现在如下4个方面：

1. 1958~1995年，上市标准主要侧重于盈利指标(表6)

1958~1995年，纽交所上市标准主要侧重于公司盈利能力，最初采用的指标是“净利润”，后来替换为“税前利润”。另外，纽交所还规定了“净有形资产”门槛，但该指标仅作为“公众持股市值”的补充，在某些情况下适用。⁶

2. 1995年，放松了盈利的限制

1995年，纽所在原有两套盈利标准的基础上，增加了“调整后净利润⁷+市值+收入”的上市标准，其中要求过去三年累计“调整后的净利润”不低于2500万美元且每年均为正，同时市值不低于5亿美元、最近12个月收入不低于2亿美元(2001年降为1亿美元)。

新标准用“调整后的净利润”来衡量公司盈利水平，并增加了“市值”和“收入”的限制。与之前标准相比，新标准剔除了折旧、摊销等对公司盈利的影响，有助于吸引那些由于前期投资规模大，折旧高而达不到盈利门槛的优质公司。

3. 1999年，允许未盈利企业上市

表6 1958~1995年纽交所上市标准演变(美元)

| 生效时间 | 最近1年净利润 | 前1年净利润 | 最近1年税前利润 | 前2年税前利润 | 过去3年累计税前利润 | 净有形资产 |
|-----------|---------|--------|----------|---------|------------|-------|
| 4/23/1958 | 100万 | | | | | 800万 |
| 4/20/1961 | 100万 | | | | | 1000万 |
| 3/19/1964 | 120万 | 120万 | 200万 | 200万 | | 1000万 |
| 4/15/1965 | 120万 | 120万 | 200万 | 200万 | | 1000万 |
| 5/23/1968 | | | 250万 | 200万 | | 1400万 |
| 7/15/1971 | | | 250万 | 200万 | | 1600万 |
| 5/20/1976 | | | 250万 | 200万 | | 1600万 |
| 2/22/1982 | | | 250万 | 200万 | | 1800万 |
| | | | 450万 | | 650万 | |

1999年，纽交所增加了第四套标准，即“市值+收入”，要求企业满足市值不低于10亿美元，且收入不低于2.5亿美元。⁸这是纽交所首次对企业的盈利水平没有设置门槛。

新的上市标准允许没有盈利但市值或收入达到一定规模的企业在纽交所上市，因为企业没有盈利的原因可能是(1)由于企业所处发展阶段造成的；(2)由于当地经济处于过渡期造成；(3)或者是由于公司的盈利能力出现短暂的变化导致的。

4. 2008年，增加了“市值+股东权益+总资产”上市标准

2008年，纽交所增加了第五套标准，即“市值+股东权益+总资产”，要求满足市值不低于1.5亿美元，股东权益不低于5000万美元同时总资产不低于7500万美元。新标准允许那些即使没有产生收入，但资产规模较大、质量高，未来具备盈利潜力的企业上市。⁹

纳斯达克现阶段上市标准运行情况分析： 以2009~2011年IPO企业为例

纳斯达克通过调整和优化各层次的上市标准，为吸引上市资源发挥了非常积极的影响，本文以2009~2011年在纳斯达克上市的企业为样本进行了统计分析。

一、2009~2011年在纳斯达克上市的企业概况

2009~2011年，共有176家企业在纳斯达克挂牌上市，剔除9家SPAC(Special Purpose Acquisition Corporation)，共有167家。其中14家在纳斯达克资本市场

表7 样本企业的财务特征

| 企业类型 | 数量 | 占比 |
|---------------------|----|--------|
| 上市前1年盈利企业 | 98 | 56.68% |
| 上市前1年亏损企业 | 69 | 41.32% |
| 其中：上市前连续3年亏损企业数量 | 60 | 35.93% |
| 上市前1年暂时亏损企业数量 | 9 | 5.39% |
| 上市前未产生收入或者收入很低的企业数量 | 12 | 7.19% |

表8 纳斯达克资本市场上市标准运行情况

| 纳斯达克资本市场 | 满足标准的企业数量 | 占比 |
|--------------------------------|-----------|---------|
| 标准1：股东权益标准(股东权益500万美元，经营历史2年) | 14 | 100.00% |
| 标准2：市值标准(股东权益400万美元，市值5000万美元) | 5 | 35.71% |
| 标准3：净利润标准(股东权益400万美元，净利润75万美元) | 9 | 64.29% |

注：由于同一企业可能同时满足多套标准，所以占比之和大于100%。(表3、表5同样)

上市、97家在纳斯达克全球市场上市、56家在纳斯达克全球精选市场上市。样本企业的财务特征见表7所示。

二、纳斯达克各层次上市标准运行情况

1. 纳斯达克资本市场上市标准运行情况

纳斯达克资本市场共有3套上市标准，14家在该市场上市企业中，满足各套标准的数量及占比见表8所示。可以看出“股东权益标准”是在纳斯达克资本市场这一层次上市的企业最容易满足的标准，而“市值标准”最难满足。

由于14家企业都能满足“股东权益标准”，所以从样本企业情况来看，纳斯达克资本市场中“市值标准”或“净利润标准”对于“股东权益标准”的互补性不强。当然，也可能是由于样本较少导致的。

2. 纳斯达克全球市场上市标准运行情况

(1)“市值标准”是企业在该层次上市最容易满足的标准

纳斯达克全球市场目前共有4套上市标准，97家在该市场上市的企业中，满足各套标准的数量及占比见表9所示。可以看出，“市值标准”是企业在该层次上市最容易满足的标准，而“总资产/总收入标准”最难满足。

(2)不同标准之间的互补性分析

纳斯达克全球市场1997年以前的上市标准共有2套：“净利润标准”和“股东权益标准”。1997年引入了“市值标准”和“总资产/总收入标准”。我们主要考察

表9 企业满足纳斯达克全球市场上市标准的情况

| 纳斯达克全球市场上市标准 | 满足标准的企业数量 | 占比 |
|--------------------------------------|-----------|--------|
| 标准1：净利润标准(股东权益1500万美元，税前利润100万美元) | 44 | 45.36% |
| 标准2：股东权益标准(股东权益3000万美元，经营历史2年) | 53 | 54.64% |
| 标准3：市值标准(市值7500万美元) | 89 | 91.75% |
| 标准4：总资产/总收入标准(总资产7500万美元和总收入7500万美元) | 34 | 35.05% |

表10 “市值标准”与“净利润或股东权益标准”的互补性分析

| 不同情形 | 满足标准的企业数量 | 占比 |
|---------------------------------|-----------|--------|
| 满足“净利润标准或股东权益标准” | 61 | 62.89% |
| 其中：满足“净利润标准” | 44 | 45.36% |
| 仅满足“股东权益标准” | 17 | 17.53% |
| 仅满足“市值标准或总资产/总收入标准” | 36 | 37.11% |
| 其中：不满足“净利润标准或股东权益标准”，满足“市值标准” | 36 | 37.11% |
| 不满足“净利润标准或股东权益标准”，满足“总资产/总收入标准” | 8 | 8.25% |

“市值标准或总资产/总收入标准”与“净利润标准或股东权益标准”之间的互补性。

其中97家样本企业中，能够满足“净利润标准或股东权益标准”的企业数量为61家，占比62.89%；不满足“净利润标准或股东权益标准”，仅满足“市值标准或总资产/总收入标准”的企业数量为36家，占比37.11%。详见表10。

从行业分布来看，“市值标准”对于“净利润标准或股东权益标准”的互补性比较强，不满足“净利润标准或股东权益标准”，满足“市值标准”的企业更大比例集中在信息技术和医疗保健这两个行业(图3)。

3. 纳斯达克全球精选市场上市标准运行情况

(1) “(市值/资产/股东权益)标准”是在该层次上市最容易满足的标准

纳斯达克全球精选市场目前共有4套上市标准，56家在该市场上市的企业中，满足各套标准的数量及占比见表11所示。可以看出“市值/资产/股东权益标准”是在该层次上市最容易满足的标准，“市值/收入标准”最难满足。

(2)不同标准之间的互补性分析

如前所述，纳斯达克全球精选市场的上市标准是借鉴了纽交所的上市标准，我们把1995年以后引进的标准

图3 全球市场中满足不同上市标准企业的行业分布

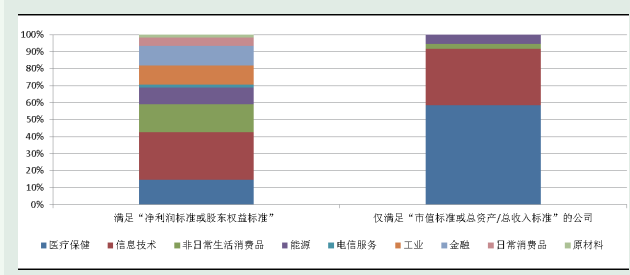


表11 纳斯达克全球精选市场上市标准运行情况

| 纳斯达克全球精选市场上市标准 | 满足标准的企业数量 | 占比 |
|--|-----------|--------|
| 标准1：净利润标准(前三年合计超过1100万美元,同时前两年每年超过220万美元,同时前三年中每年均有营业收入) | 31 | 55.36% |
| 标准2：市值/收入/现金流标准(三年合计超过27.5亿美元同时每年均为正,市值超过5.5亿美元,上年度收入超过1.1亿美元) | 22 | 39.29% |
| 标准3：市值/收入标准(市值超过8.5亿美元,上年度收入超过9000万美元) | 18 | 32.14% |
| 标准4：市值/资产/股东权益标准 ¹⁰ (市值超过1.6亿美元,总资产超过8000万美元,股东权益超过5500万美元) | 52 | 91.07% |

2、标准3和标准4统称为“非盈利标准”。其中56家样本企业中，满足标准1的企业数为31家，占比55.36%；不满足“净利润标准”，满足“非盈利标准”的企业数合计为15家，占比44.64%。详见表12。

从行业分布来看，按照非盈利标准上市的企业与按照“净利润标准”上市的企业之间的差异性不大(图4)。

4. 按照不同标准上市企业的上市后的表现分析

(1)退市企业上市时满足的上市标准情况

167家样本企业中，截止到目前已经有45家从纳斯达克退市，26家是由于被收购或者私有化等原因退市，19家是由于不能满足纳斯达克的持续上市标准而退市。其中2家是在纳斯达克资本市场上市，11家在纳斯达克全球市场上市，6家在纳斯达克全球精选市场上市的。

从表13可以看出，按照不同标准上市的企业都有退市的情形。纳斯达克全球市场退市的11家企业中，满足“净利润标准或股东权益标准”上市的企业数为8家，而仅满足“市值标准”上市的企业数为3家。纳斯达克全球精选市场中退市的6家企业中，4家满足“净利润标准

表12 全球精选市场后引入标准与原先标准的互补性分析

| 不同情形 | | 企业数量 | 占比 |
|-------|----------------------------|------|--------|
| 净利润标准 | 满足“净利润标准” | 31 | 55.36% |
| | 不满足“净利润标准”，满足“市值/收入/现金流标准” | 9 | 16.07% |
| 非盈利标准 | 不满足前两套标准，满足“市值/收入标准” | 3 | 5.36% |
| | 不满足前三套标准，满足“市值/资产/股东权益标准” | 13 | 23.21% |

图4 满足“净利润标准”或“非盈利标准”企业的行业分布

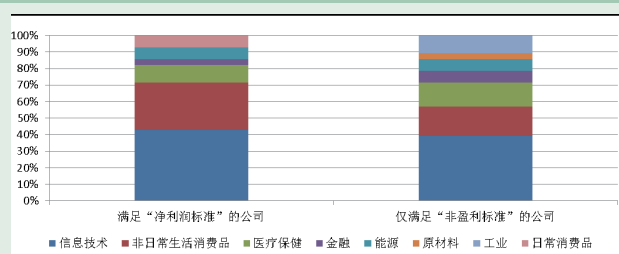


表13 退市企业上市时符合的上市标准

| | 退市企业数量 | 上市时符合的上市标准情况 |
|------------|--------|--|
| 纳斯达克资本市场 | 2 | 2家满足“股东权益标准” 1家满足“市值标准” 1家满足“净利润标准” |
| 纳斯达克全球市场 | 11 | 8家满足“净利润标准或股东权益标准”，退市比例13.11% 3家仅满足“市值标准”，退市比例8.33% |
| 纳斯达克全球精选市场 | 6 | 4家满足“净利润标准”，退市比例12.9% 2家仅满足“非盈利标准”，退市比例8% |

准”，2家仅满足“非盈利标准”。

(2)上市三年后市值表现情况

企业上市三年后的表现详见表8。对于纳斯达克全球市场，仅满足“市值标准”企业上市后三年的表现要明显好于满足“净利润标准或股东权益标准”的企业。对于纳斯达克全球精选市场，满足“净利润标准”的企业上市后三年的表现略好于仅满足“非盈利标准”企业上市的企业，但是差异不明显(表14)。

对我国交易所市场发展的启示

一、通过分层形成具有不同风险特征的内部多层次市场

纳斯达克成立初期只是一个用来显示OTC市场公司报价的系统。一直到1987年，美国媒体和标准普尔发布《每月股票指引》仍然把纳斯达克称之为OTC市场。而到21世纪初期，纳斯达克已经是全球最大的股票市场之一，并出现了很多世界级的企业，但还被认为低于纽交所的“二板市场”。在与纽交所竞争过程中，一部分企业在纳斯达克长大以后就会选择转板到纽交所。

纳斯达克通过制定首套上市标准，将自身与其他OTC市场区别开来，制定更高的上市标准成立纳斯达克全国市场，制定全球最高的上市标准成立纳斯达克全球精选市场，纳斯达克通过内部分层逐渐形成具有不同风险特征的内部多层次市场体系。其中纳斯达克全球精选市场的企业规模最大、估值最高、波动率最低；纳斯达克资本市场的企业规模最小、估值最低、波动率最小；纳斯达克全球市场则介于两者之间。¹²

目前国内交易所已经进入全面竞争阶段，应该允许各个交易所进行自主内部分层并建立灵活、便捷的内部层次之间的转移(transfer)机制，通过市场竞争方式使各个交易所逐步探索形成具有不同风险特征的内部多层次市场体系。而且通过内部分层，使风险特征相似的上市公

司在同一层次内聚集，无论是对于交易所监管、上市公司和投资者都有内在需求。

二、量体裁衣，针对不同层次市场探索适合不同规模企业的上市标准

为了更好地为不同规模的企业提供融资服务，纳斯达克通过不断摸索，为各个层次制定了多套差异化的上市标准。

1. 对于小型企业，上市标准设计重在控制风险

小型企业面临的最大问题是生存，其经营风险高、稳定差。纳斯达克资本市场针对小企业这些特点，并考虑到小规模企业的利润和市值容易操纵的特征，提供了三套以“股东权益”指标为核心的上市标准。纳斯达克资本市场曾为小型企业提供了单独“市值”标准和“净利润+经营年限”标准，但这两套标准最终被修改为“股东权益+市值”组合和“股东权益+净利润”组合。

2. 对于中型企业，上市标准强调灵活性，以提供更多可能性

当企业度过生存期，达到一定规模时，其死亡的概率大大降低，面临的主要问题在于成长。上市标准的制定就要围绕“什么样的企业可能长大”。所以纳斯达克全球市场的上市标准更加多元化，除了类似纳斯达克资本市场“股东权益+净利润”和“股东权益+经营年限”的标准外，还有单独“市值”标准和“总资产+总收入”组合标准。

3. 对于大型企业，上市标准更加苛刻，以确保公司的高质量

纳斯达克全球精选市场设立的目的打造一个高标准的蓝筹市场形象，以吸引优秀大型公司在该市场挂牌上市。在标准设计方面，纳斯达克选择了“拿来主义”方式，采用了纽交所的指标组合，并小幅提高了门槛值。其特点是要求企业有较高的盈利水平，或者标准门槛值更高且约束指标更多。

上市标准差异是不同层次市场之间差异的重要体现。目前我国各层次资本市场上市标准均以“净利润”或“收入”为核心，除了门槛值以外，差异性并不明显。深沪交易所可以根据自身不同层次市场的行业定位、拟吸引的上市资源等因素，在上市标准中引入差异化的财务指标，最终形成差异化、良性竞争的多层次资

表14 满足不同上市标准企业上市后三年¹¹的市值表现

| 层次 | 不同情形 | 涨幅 (市值加权平均) | 涨幅 (中位数) |
|------------|------------------|----------------|-------------|
| 纳斯达克全球市场 | 满足“净利润标准或股东权益标准” | 37.83% | -35.28% |
| | 仅满足“市值标准” | 94.08% | 55.86% |
| 纳斯达克全球精选市场 | 满足“净利润标准” | 46.79% | 31.44% |
| | 仅满足“非盈利标准” | 37.87% | 28.56% |

本市场体系。

三、因时而变，建立多元化的上市标准，放松盈利限制

纳斯达克经常调整上市标准以适应经济发展、上市资源特征和竞争等方面的变化。20世纪末，美国经济环境和产业发展发生了显著变化，包括：(1)美国第五次并购浪潮开始真正进入高潮，并购成为当时企业快速成长主要方式，但是由于美国当时会计相关规定，并购产生的商誉不属于净有形资产的，导致很多企业难以达到净有形资产¹³的门槛值。(2)1996年美国颁布了电信改革法案，长期以来处于严格管制下的电信业开始自由竞争，并进入一段高速增长期，融资需求高涨。据Thomson Financial统计，当时电信公司的银行贷款和债务发行规模居各行业之首。但是资产负债率高、高折旧等特点导致电信类公司难以满足净有形资产或净利润的门槛值。为适应形势变化，纳斯达克1997年推出了“市值标准”和“总资产/收入标准”。另外，纽交所也在同期放松了盈利要求，1995年推出“现金流/市值/收入标准”，1999

年推出了“市值/收入标准”。

经过优化和调整后的上市标准对于吸引新的上市资源发挥了重要的作用。以2009~2011年IPO企业为例，“市值标准”或“总资产/收入标准”为纳斯达克全球市场吸引的企业数占比约37%，而“非盈利标准”为纳斯达克全球精选市场吸引的企业数占比约45%。而且从对样本企业上市后的表现分析结果来看，是否盈利与企业上市后表现并无必然关系。¹⁴

目前我国正处于经济转型的关键时期，许多发展潜力很大的科技创新型企业(如互联网企业和生物医药企业)有着巨大的融资需求，但是由于前期需要大量的研发或营销投入，短期内很难实现盈利，甚至连收入都没有。但是我国目前的发行上市标准中的指标均是历史指标，已经难以适应这些企业融资需求，建议在IPO市场化程度提高时，逐渐将目前以盈利为核心的发行上市指标逐渐多元化，允许优质未盈利企业发行上市。譬如，增加“市值”这一预期公司未来价值的指标，但基于风险可控原则，可以搭配其它指标使用或设置合适的门槛值。

注释

1. 1993年，纳斯达克全国资本市场系统才被正式命名为纳斯达克全国市场。

2. 1996年，为了降低联邦和州政府双重注册带来的管辖权重叠，美国联邦国会通过了《资本市场改善法》，规定某些证券由联邦专属管辖，州不得插手，这些证券叫做“联邦管辖的证券”(Federal Covered Securities)。

3. 在信息披露方面，美国证券市场信息披露的管理主要由美国证券交易委员会(SEC)统一负责，差异主要体现在不同规模的企业之间。SEC针对小型企业制订了定制化的信息披露规则，目前可以进行定制化披露的企业目前包括：(1)较小报告公司(smaller reporting companies)，指公众持有的普通股价值少于7500万美元的公司；对于无法计算公众持有的普通股价值的公司，则以上一财政年度年收入少于5000万美元指标代替。(2)非加速申报公司(Non-accelerated Filer)，指市值少于7500万美元的公司。(3)新兴成长型公司(Emerging Growth Companies)，最近一个财政年度的总收入不超过10亿美元的公司。相对于普通上市公司，这些公司在对业务活动的年限、管理层讨论与分析、历史财务数据等方面的披露年限可以缩短，或对管理层薪酬方面的信息可以简化，或年报报送时间方面可以延长等。由于低层次市场的公司规模更小，所以更多公司适用小型企业定制化的信息披露规则。

4. 1996年，为了降低联邦和州政府双重注册带来的管辖权重叠，美国联邦国会通过了《资本市场改善法》，规定某些证券由联邦专属管辖，州不得插手，这些证券叫做“联邦管辖的证券”(Federal Covered Securities)。

5. 上市标准可以分为财务标准、流动性标准、公司治理标准、信息披露要求等，还可以分为初次上市标准和持续上市标准。本文主要研究初次上市的财务标准，文中“上市标准”主要代表初次上

市的财务标准。

6. 净有形资产门槛值和公众持股市值一致，当公司的“公众持股市值”指标低于门槛值不超过10%时，公司的净有形资产达到门槛值时也可以上市。1999年，纽交所用“股东权益”代替了“净有形资产”。

7. 1995年，该指标的名称为“调整后的净利润(adjusted net income)”；2000年修改为“调整后的现金流(Adjusted Cash Flow)”。

8. 经过1年的运行，纽交所认为该标准设置过于保守，于是在2000年将收入门槛降为1亿美元。

9. SPAC公司不允许按此标准上市。

10. 该标准是纳斯达克2010年5月新增的，本文对于在该标准引入之前上市的公司也按照该标准进行了比对。

11. 计算标准为从企业上市日开始到上市三年后的市值表现，比如：某企业2011年2月22日上市，则计算周期为2011年2月22日——2014年2月22日的市值表现。

12. 企业规模方面，纳斯达克全球精选市场上市公司平均市值约48亿美元，全球市场平均市值约3亿美元，资本市场平均市值约1亿美元左右。在估值方面，纳斯达克全球精选市场的市盈率为21倍、市销率为2.18倍，全球市场的市盈率为16倍、市销率为1.31倍，资本市场的市盈率为5倍、0.77倍。波动率方面，全球精选市场上市公司最近1年的平均收益率波动率为38.46%，全球市场平均为52.8%，资本市场平均为58.49%。

13. 按照当时的会计相关规定，净有形资产等于总资产(包括专利、版权和商标，但不包括商誉)减去负债。

14. 这需要以信息披露为中心的发行制度，投资者以机构为主且投资者保护机制完善，定价市场化程度较高等一系列前置条件。