

第一章 二板市场概述

第一节 二板市场的概念及特征

二板市场 顾名思义 即第二证券市场 也就是‘标准’股票交易市场之外的市场。不过 千万不要因其名为‘第二’便小看了它的重要作用。二板市场，有时称为场外交易市场，也有叫做店头交易市场的。通俗地讲，二板市场就是一国证券主板市场（第一板市场）之外的证券交易市场，它的明确定位是为具有高成长性的中小企业和高科技企业融资服务，是一条中小企业的直接融资渠道，是针对中小企业的资本市场。与主板市场相比，在二板市场上市的企业标准和上市条件相对较低，中小企业更容易上市募集发展所需资金。二板市场的建立能直接推动中小高科技企业的发展。因此，二板市场通常被称为“高科技企业的孵化器”、“新兴产业的摇篮”。

国际上成熟的证券市场绝大部分都设有二板市场 不同的国家 对二板市场有不同的命名。美国的 NASDAQ 股票市场原来是独立于纽约证券交易所 (NYSE) 和美国证券交易所 (AMEX) 的美国二板市场 现在和美国证券交易所合并已经成为交易额超过纽约证券交易所的第一大证券交易市场。NASDAQ 市场是二板市场的鼻祖，其他各国二板市场基本都是借鉴 NASDAQ 的运作建立起来的。NASDAQ 股票市场的上市要求低于纽约证券交易所和美国证券交易所，它的建立为那些不能在

纽约证券交易所和美国证券交易所上市的中小型公司提供了上市发展的机会。在英国，伦敦证券交易所主板市场设有专为中小企业服务的第二板市场——另类投资市场。对拟上市企业没有业绩要求。新加坡证券交易所主板之外的二板市场叫做自动报价市场；台湾地区的二板市场叫做柜头市场。尽管海外二板市场命名各不相同，建立时间上有很大差异，组织结构的设置上也有很多不同之处，但是，其建立的目的是相同的——都是为本国的中小企业和高科技企业提供融资服务。

进一步讲，二板市场是不同于主板市场的独特的资本市场，通过各国二板市场的比较可知，二板市场一般具有以下几个基本特征：

1. 没有统一的交易场所。主板证券交易市场的交易大厅以及各地营业厅向人们显示：这是从事证券买卖的地方。而二板市场的交易是一种典型的没有交易大厅、没有固定交易地点的证券交易形式，它是一个利用现代信息系统建立起来的电子网络交易系统。

2. 上市标准低，交易证券种类繁多。证券交易所为了保护投资者的利益，往往对上市公司的财务状况有着严格的规定。新兴中小企业虽然有好的发展前景，但在创业之初却难以达到上市标准。第二板作为主板市场的补充，对上市公司的资本规模、营业期限、前期盈利记录等方面规定相对宽，从而把那些无法在交易所上市的公司纳入市场。就交易的大类来看，主要以未能在证券交易所登记上市的证券和定期还本付息的债券为主。从发展的趋势看，交易种类呈日益上升的趋势。

3. 交易机制灵活。二板市场的交易基本上是投资者与证券商、证券商与证券商双方之间的一对一的直接交易。就交易价格来讲，一般是按净价基础来确定，交易之间没有佣金。就交易额来讲，证券交易额没有数量起点和单位限制，既可以进行零数交易也可以进行大额交易。二板市场对市场参与者没有限制，既可以是机构，也可以是个人。新兴中小企业的小盘股常会遇到流动性不强的问题，良好的流动性是二板市场发挥其功能的保证。所有二板市场都采用了区别主板市场的交易机制：一是它有众多相互竞争的做市商；二是它利用了先进的科技，是一个电子化市场。做市商制度保证了市场的活跃和交易的“深度”，而电子化带来了充分快捷的信息披露。

4. 产业构成以新兴行业为主。二板市场是一个以新兴高科技公司为主的市场，是风险资本套现和高科技公司发展壮大市场。二板

市场现代化的交易、做市商的支持、较低的上市要求和良好的服务，是高科技公司上市的首选地。

5. 投资者构成以机构投资者为主。鉴于市场风险较高，二板市场不宜成为一个向所有投资者开放的大众市场，而是发展为以专业投资者为主要对象的特定市场。个人投资者主要是通过共同基金和养老基金间接参与市场，这使二板市场投资者市场构成呈现出投资机构化的倾向。

第二节 二板市场与主板市场的比较

建立二板市场的主要目的在于为新兴公司（尤其是高科技公司）提供融资途径，助其发展或扩展业务。新兴企业的高风险、高收益、高成长的特性决定了为其服务的二板市场与主板市场存在着许多显著差异：

1. 特殊的市场定位及上市要求。世界各国和地区的二板市场（如美国的 NASDAQ、英国的另类投资市场 AIM、新加坡证券交易及自动报价系统 SESDAQ、香港创业板市场等）大多数以“增长潜力”为定位主题，其主要服务对象为成长性好、发展前景广阔的中小型科技公司。

NASDAQ 及欧洲主要二板市场如 EASDAQ（欧洲证券商协会自动报价系统）和 Euro-NM（欧洲新市场）的上市公司所处行业均以软件、生物工程和微电子技术为主。相比之下，主板市场主要为较大型及基础较佳的公司筹集资金。因此，主板市场的上市标准相对严格。我国的民营高科技企业规模较小，基础稍逊，不确定因素较多，主板市场的上市标准对它们而言显然过于苛刻。二板市场较低的上市要求迎合了它们的需要。通过比较很容易发现，世界主要二板市场对上市申请人的企业规模、过往业绩、经营赢利等方面的要求均较主板市场宽松得多。

2. 上市企业的整体风险比较大。高科技企业本身基础较薄弱，它们可能要在一些尚未被开垦的领域寻求发展，因而，它们在产品开发及开拓市场过程中遭遇失败的可能性较大。另外，二板市场较低的上市要求也可能被一些质量较次的公司利用。这些因素均会造成二板市场

上市公司的整体风险远高于主板市场。这一关键性的区别决定了二板市场与主板市场在投资者类别、交易机制和监管取向等诸多方面的差异。可以说，正是高风险性致使二板市场必须在很大程度上独立于主板市场。

3. 以机构投资者为主的市场。对投资者而言，二板市场风险偏高。因此，二板市场主要针对那些有能力对公司的业务情况以及所涉及风险作出透彻、客观评价的投资者（即专业投资者和充分了解市场的散户投资者）为对象。二板市场的运作理念是“买者自负”。证券监管部门向投资者提供的指引也包括明显的风险警告。世界各国许多二板市场的交易制度特别为资金量较大且熟悉投资技巧的专业投资者（尤其是机构投资者）而设，以防许多不太了解市场的投资者盲目投资于二板市场，造成不必要的损失。这些措施包括提高最低交易额及限制投资者身份等。另外，有些二板市场对股东出售股权加以限制，并在特殊情况下发出成交单警告通知。

4. 严格的信息披露制度。由于二板市场上市公司的不确定性因素较多，因此，二板市场的上市公司应对公司信息做更为详尽、充分、及时的披露。如香港创业板市场规定：发行人在上市之初除须按主板市场上市规则进行信息披露外，还须额外进行两项重要信息披露——活跃业务活动陈述及业务目标陈述。这两项额外信息披露的目的在于：其一，让有兴趣的投资者取得有关资料以判断申请人的业务日后是否会有良好发展；其二，防范过分激进的发行人及公司发起人取得二板市场的上市地位。如美国 NASDAQ 市场要求上市公司披露季度报告及重大消息，另外，香港创业板市场也规定其上市公司的持续披露责任中应增加编制季度财务报表。

5. 特殊的保荐人制度。保荐人在为二板市场建立信心方面扮演一个关键角色。因此，二板市场保荐人必须具备高度的专业水平。通常，监管部门对二板市场上市保荐人要求较主板市场保荐人更为苛刻。保荐人的主要责任在于以一个独立的专业团体的身份，确保申请上市的公司完全符合二板市场的上市规定、所有上市文件均完全符合二板市场上市规则，并且公司已对所有重大事项和必要信息作出充分披露。此外，二板市场上市公司往往要在更长的时期内保留保荐人。如香港主板市场申请人上市后，公司须聘有保荐人的规定即告终止，而创业板

市场的发行人须于上市后至少两年内保留一名保荐人。NASDAQ规定保荐人须留任5年。为确保保荐人符合规定的要求，主管机关定期对保荐人进行评核，以确定其是否具有保荐资格。

6. 先进的交易系统。二板市场的交易往往不如主板市场活跃，如果采用电脑自动撮合成交易的买卖盘驱动制，很可能造成市场的流通性和连续性欠佳。有鉴于此，世界各地许多二板市场全面采用以报价驱动的系统(Quotation Driven Market)，包括美欧四大高科技产业证券市场(NASDAQ、EASDAQ、AIM、Euro - NM)在内。报价驱动系统又称做市商制度，在这样一个交易机制下，相互竞争的做市商(Competing Market Maker)为其所负责的股票挂出买卖双向报价，投资者即按此报价以做市商为对手进行交易。每只股票均有几名做市商，为同一只股票报价的做市商互为竞争对手。如NASDAQ市场每只股票必须有3名以上活跃的做市商。做市商制度较好地维持了证券的流通性、价格公正性及市场连续性，并大大抑制了二板市场的投机心理和投机可能性。从这一角度来说，二板市场不宜采用主板市场的交易制度。当然，为节约交易成本，二板市场可考虑采用主板市场的结算及交收设施，两个市场可采用联合形式。

7. 以信息披露为核心的监管取向。与主板市场相比，二板市场往往波动性较大、股份流动性偏低、公司倒闭及破产的可能性较高。同时，上市公司质地两极分化较严重。因此，二板市场的监管理念以“加强信息披露为本”这有别于主板市场“以公司本身条件为本”的监管取向。

第三节 二板市场产生的理论诠释

美国二板市场——NASDAQ二十多年的巨大成功表明：第二板市场作为一种新型的市场形态，其在实践上的尝试是成功的。探寻并深刻理解蕴藏在实践背后的理论依据是一个有意义的命题。众所周知，资本市场最本质的功能是实现资源的合理配置，第二板市场的意义就在于使这一功能得以充分发挥。首先，第二板市场特有的高风险 - 高

收益的资源配置结构，是对主板市场单一结构的重要补充，它使资本市场变成一个交易品种琳琅满目的超级市场，从而吸引更多的企业和投资者前来参与，扩大了资源配置的“广度”。其次，第二板市场普遍采用的是做市商报价制度，这种报价交易系统与主板市场的竞价系统相比较，在市场效率和市场风险方面具有自身的优势，从而提高了资源配置的“深度”。

1. 从增加资源配置“广度”来看，二板市场比主板市场更加宽泛。主板市场的构造设计假定投资者都是“风险厌恶者”，因而主板市场制定了严格的上市条件来保证交易客体的品质。但事实上市场主体对风险——收益组合的偏好是不尽相同的，其偏好的共同趋向是一定收益下的最低风险和一定风险下的最高收益，而不是单纯的低风险。当追求高风险—高收益的投资者参与主板市场交易时，其交易行为必然与暗含风险厌恶偏好的主板市场构造体系相背离，从而造成市场的结构性风险。从公司角度讲，主板市场的上市造成了公司融资的悖反现象：能够达到上市标准本身说明公司财务状况良好，从而其可获得的融资便利比较充分，即使不上市，亦可在合理成本上获取资金；而急需融资支持的公司，往往是处于初创或投资阶段，财务状况不理想，无法达到主板市场的上市标准。二板市场则可以很好地解决这些问题。二板市场的上市标准相对宽松，例如，NASDAQ规定凡属研发性质的高科技公司只要有1200万美元的净资产，即使亏损也能上市。这样既为新兴中小企业的成长创造了直接融资支持，也为不同偏好的投资者提供了丰富的风险——收益投资组合，形成一个范围更广、功能更强的资本市场。

2. 从增加资源配置“深度”来看，二板市场的做市商制度带来了交易效率、配置效率的提高和风险处置能力的增强。

(1) 交易效率是指市场以尽可能低的成本提供交易便利的能力。一般来讲，投资者进行证券投资至少要付出两种成本：信息成本和交易成本。分析表明：二板市场的信息成本和交易成本要较主板市场低。首先，二板交易的信息处理分布在两个层面上，即做市商对做市证券进行信息处理并据此提出报价，这种报价进而又成为投资者层面上进行信息处理的重要参考指标。这种机制使投资者的信息成本大为降低，特别当市场存在大量散户时，这种作用更加显著。其次，二板市场上的

做市商与投资者之间是纯粹的买卖关系，他们之间的交易不需支付佣金。当买卖价差相同时，投资者在二板市场的交易利润较竞价市场高，特别是当发生大额交易时，这种成本差异更加明显。

(2) 配置效率是指市场对稀缺资源进行最优配置的能力。配置效率的核心问题是交易信号即价格的准确性。在二板市场中，价格信号是这样形成的：做市商作为专业证券分析者优先掌握信息，通过合理分析得出报价，并将该报价交由交易者判断，市场对报价的接受程度反过来又促使报价向公平价格不断趋近，由此可见，二板市场中价格的形成是做市商综合研究与市场竞争的双重结果，它具有相当的合理性和准确度。虽然，理论上认为主板市场的竞价交易对价格揭示更有深度，并通过对金融资产的自由配置使资源由低效率部门向高效率部门流动，但这个结论是建立在完美的理论前提下，即假定交易主体是成熟理性的“经济人”市场充分竞争且充分流通。现实中的证券市场几乎都达不到这一要求，特别是对于发展中国家的证券市场而言，因而，在许多场合中，二板市场的价格会比竞价市场来得准确和可靠些。

(3) 在风险处置方面，二板市场的做市商制度表现出独特的灵活性。竞价市场是一个由众多同质“节点”连接而成的平面网状结构。“节点”是指交易主体，它们不论是个人投资者还是自营商，在作为交易者这一角色方面是同质的。在市场还不够成熟时（即达不到充分竞争和充分流动两个要求），竞价市场的风险就会迅速扩大和深化。其原因在于竞价市场主体的同质性，在以利润最大化为唯一经营目标的约束下，市场行为同一化，市场缺乏对冲机制和稳定力量。这时竞价市场的平面网状构造与信息平行传导机制可能反而成为加剧市场波动的因素。二板市场也是一种网状构造，但它分为两个层次：投资者作为最基本的“节点”形成第一层次，做市商构成市场的第二层次。两个层次的“节点”是不同质的，因为做市商的利润来源主要是双向报价差额，而投资者的目标是获取单向预期价差。这样，市场风险冲击被分散于两个层次上，尤其是对于非系统风险，做市商可以比较有效地加以削减。

第四节 二板市场的功能和作用

由于二板市场与主板市场之间存在着前面所述的诸多差异，导致了二板市场的功能和作用与主板市场相比也有着自身的特点：

1. 二板市场的市场交易容量的伸缩性，缓解了证券市场扩张期的风险。证券市场的发展往往是不平衡的。一般来说，有固定交易地点的证券交易所的扩容能力是有限的。当一国的证券发行量迅猛增长时，证券市场上的交易量不会以同速度增长，否则容易导致发行市场和交易市场发展的不平衡。因此，如果仅以加快证券上市的速度来解决证券市场容量不足的问题，则有可能会因证券交易所的超负荷运营而诱发证券市场的风险。

但二板市场则不同，由于没有固定的交易场所，二板市场的扩容能力近乎是无限的。如果把大量的新发证券分流到二板市场进行交易，充分利用二板市场的市场交易容量的伸缩性，在一定程度上可以起到化解证券市场的潜在危险的目的。

2. 二板市场的自由性，加快了资本社会化的进程。随着经济的不断发展，社会公众手里拥有的闲散资金量也在不断地扩大。如何把巨额闲散资金变成资本投资，是一国经济发展和社会稳定过程中需要解决的一个重要问题。作为证券市场的一个重要组成部分，二板市场具有提高社会公众从事投资的热情和从根本上改变公司资本结构和经营机制、提高资源配置效率的重要作用，从而可以使资本的社会化程度越来越高。

3. 二板市场促进了新兴产业的成长与发展。由于新兴产业在总体上是一个高收益、高风险的产业，国际经验表明，二板市场这种直接融资方式在促进高科技产业等新兴产业发展中的作用主要体现在以下几个方面：

第一，从融资效率的角度来看，资本市场和直接融资可以为高科技产业发展提供一种高效率的融资机制。在这种融资机制下，既能保证资金筹集与使用过程具有较高的透明度，避免了间接融资时的黑箱操

作和与此相联系的高风险、低效率 促使将社会资金配置到生产率最高的企业 又能通过股票二级市场的流动性 实现投资期限的转换 将投资者进入股市的短期资金来源转换为一级市场上对上市公司的长期投资 保证充足的长期资本供给 改善企业的财务结构 降低企业的财务风险。

第二 从激励机制的角度来看 资本市场和直接融资能为成功的高新技术的研究与开发提供巨大的刺激和示范效应。通过公司的成功运营和成功上市，公司的创建者能够获得较高的创业利润和较高的社会声誉 从而能够鼓励更多的创业活动 推动人们更有效地配置和使用资源 创建更多的高科技企业 创造更多的、为社会所需要的产品、知识和财富 鼓励生产性的谋利活动。

第三 从经营管理的角度来看 通过加强对上市公司的监管 提高上市公司运作的透明度，资本市场和直接融资可以促进高科技企业高标准地运作 建立科学合理的经营管理机制 提高内部效率 化解、控制和降低经营风险，最终跻身于世界优秀企业之林。

第四 从公司成长的角度来看 资本市场和直接融资既能够帮助高科技企业高起点地运作 迅速进入成熟健全的发展轨道 又能够借助外部融资和公司购并等手段，帮助优秀的高科技企业实现跳跃式地发展，形成合理的产业组织 并加速高新技术的扩散效应、示范效应和乘数效应 迅速带动相关产业的发展。

第五 从资金配置等角度来看 通过上市 创业投资者在公司上市以前阶段投入的资金可以带来大量创业利润，并可在二级市场上卖出股份 迅速套现 从而加速创业投资资金的周转 推动对创业阶段的高科技项目的投资 扩大高科技领域中研究与开发活动的资金来源 促进创业投资活动的专业化，带动创业基金和创业投资公司的发展。

第五节 二板世界的世界发展

事实上，19世纪70年代美国就已经开始出现了场外交易的方式。当时，一些中小公司因不能上市 便直接委托银行买卖公司股票 有了

交易中间人（经纪人）以后，就由他们代企业和投资者交易。随着交易规模逐渐扩大，经纪人的行会组织出面进行管理，订立了行业规章制度，逐渐就形成了规范化的市场。美国证券商工会于 1971 年 2 月 8 日正式建立了电子股市系统，也就是 NASDAQ。通过这个系统交易的企业从开始时的 100 多家已经增加到现在的 5000 多家，而 NASDAQ 也变成了全世界最大的电子交易市场。

现代二板市场的一个突出特点是为许多高增长型中小企业募集创业资金创造了条件。没有 NASDAQ，微软、英特尔、雅虎和亚马逊网上书店等一批高科技企业就不可能取得今天的成就。NASDAQ 是全球二板市场的鼻祖和典范，它的成功主要来自三个方面：

1. 先进的技术手段。NASDAQ 从建立起就采用了先进的计算机网络系统。目前该系统拥有几十万台终端。通过这一网络及其遍布于各地的终端提供的报价，买方和卖方可随时随地进行交易。这就摆脱了传统的主板市场必须在一个固定的交易场所通过经纪商进行交易的模式，大大地降低了交易费用。与小型的地方性的场外交易相比，NASDAQ 具有规模巨大、透明度高、交易过程充分可监测，因而可及时发现异常并进行监管的优点。因此，NASDAQ 兼有主板市场和场外市场的优点，既可降低费用又能控制风险，较好地解决了费用——风险这一阻碍交易有效进行的问题。

2. 合理的市场定位。NASDAQ 定位于中小型企业，专门接纳那些没有资格进入主板市场的新兴公司，特别是高科技企业。这些企业具有较大的风险，同时拥有巨大的潜力。NASDAQ 不但为这些企业提供了融资和变现的渠道，而且为具有较高风险偏好的投资者提供了适当的投资品种。美国一些著名的高科技公司，如苹果、微软，以及最近的雅虎等，都是这一市场的明星。

3. 做市商制度。做市商又称庄家。由于 NASDAQ 的上市公司规模较小，知名度较低，其交易可能过于清淡。为此，它要求每只证券至少有两名做市商为其坐庄——他们有义务为这些证券提供买进和卖出的报价，并按此报价完成交易。NASDAQ 的这一制度，使其成为一种以报价带动的市场，即客户通过其终端显示的庄家报价，做出买卖决定后通过自己的经纪商向庄家买入或卖出证券。这使其交易具有一对一的可讨价还价的特征，而与主板市场以拍卖为基础，即我们在沪深 A 股

市场上看到的那种最低卖价和最高买价的自动撮合方式有着本质区别。与自动撮合方式相比，做市商在 NASDAQ 市场上起到了活跃市场的作用。由于 NASDAQ 上市公司本身的性质，吸引了一些著名的机构充任其做市商，美林、高盛、摩根斯坦利等都在其列。著名的投资银行给投资者带来了信心，从而起到了降低风险并增加市场活跃度的作用。另一方面，大机构凭借其本身的专业水准和资金实力提出的报价，也具有发现价格的功效，从而进一步增进市场的效率。

近两年，随着欧洲一体化进程的加快，欧洲人铆足了劲儿要与美国争高低，但二板市场发展滞后却延缓了他们经济前进的步伐。许多高新技术公司一时由于种种原因不能上市，难以筹措足够的发展资金，只好去敲美国 NASDAQ 市场的大门，更有的或是心甘情愿地被美国公司收购，或是干脆跨海过洋转移到美国去发展。

在这样的背景下，欧洲的二板市场发展开始出现了转机。自 1995 年以来，各国政府加快了建立二板市场的步伐。在目前各国的二板市场中设在布鲁塞尔的 EASDAQ(欧洲证券商工会电子交易系统)号称最具泛欧性质。尽管这个创建于 1996 年的市场目前只有 39 家上市企业，但电子交易网却已连接 15 个国家的 68 个成员，其资本总额自成立以来已经增长了 72% 接近 130 亿美元。从规模上讲，目前各国的二板市场中还是以英、德、法三家为大。德国的二板市场有 60 多家上市公司，法国的二板市场有 70 多家公司，伦敦的二板市场 AIM 建立较早(1995 年建立的)，目前有 260 多家上市企业，但只有 18 家是外国企业。

在亚洲，新加坡于 1987 年建立了附设于新加坡证券交易所的自动报价股市，马来西亚是 1988 年在吉隆坡证券交易所成立了以小型公司为对象的二板市场，又于 1998 年年底成立了主要以高科技公司为对象的马来西亚自动报价市场。此外，日本政府也于 1983 年分别在大阪、东京和名古屋建立了二板市场，并于 1991 年正式成立日本自动报价市场。我国台湾十分重视以高科技产业为中心的产业结构调整，近年来台湾的柜台市场 OTC 很活跃，至 1998 年 11 月，台湾的 OTC 市场上柜公司总数为 157 家。其中，资讯电子业上柜公司 58 家，占 40% 的比重。台湾还制定了一系列宏观经济政策扶持信息、电子和生物技术的发展，如 1983 年颁布的新政策，开始向投资于高新技术领域的风险资本提供

大量的税收减免和补贴，这些政策对台湾二板市场的发展产生了积极的作用。

第二章 美国 NASDAQ 市场

证券市场在培育高科技产业上功不可没、不可替代。然而其功能的充分发挥离不开各种条件的配合，世界各国的实践充分证明了这一点。由于新生高科技企业具有风险高、规模小、建立时间短等特点，要想为其营造良好的市场条件就必须在上市标准、上市费用、交易制度等方面作深入细致的研究，以制定出一套合适的办法。由于在国外，尤其是美国，在这方面已有成熟的经验，因此分析美国通过成熟的证券市场培育高科技产业的运作机制对于构建有中国特色的第二板市场将不无裨益。

在人们的印象里，高科技企业总是与微软、英特尔、戴尔等具有代表性的计算机公司联系在一起，这些公司与其他一大批计算机、生物制药、电子通讯等高科技领域的企业都是 NASDAQ 市场的上市公司。NASDAQ 市场是世界公认的高科技企业成长的摇篮，它是各方关注的焦点，更是各国二板市场群起学习仿效的对象。为此，我们主要从市场份额与市场结构及其演化趋势来研讨 NASDAQ 作为高科技市场的内在必然性。

截止 1997 年底，美国所有高科技上市公司中，96% 的因特网公司、92% 的计算机软件公司、82% 的计算机制造公司和 81% 的电子通讯和生物技术公司在 NASDAQ 上市。另外，美国《商业周刊》所列出的最具成长性的公司中高达 92% 的比例来自 NASDAQ 上市公司。

在 NASDAQ 上市的 5487 家公司中，科技公司占 20%、电子通讯公

司占 8%、化学公司和生物医药公司分别占 7%。从 90 年代初开始 高科技企业在新上市公司中所占的比例，已远超过了原来占统治地位的金融企业，占据了主导地位。在近 5 年上市的 NASDAQ 公司中 科技公司占 37%、电子通讯公司占 14%、医疗和生物制药分别占 13% 和 12%，而金融业和机械制造业则分别仅占 10% 和 3%。

从 1990 年到 1997 年，在 NASDAQ 上市的公司在一级市场上筹得近 1000 亿美元，若按上市公司数的比例推算，NASDAQ 市场在 8 年时间里为美国高科技产业注入了近 75 亿美元，这个数字是美国私人风险资本业总资本的 2 倍多。

NASDAQ 市场的一大批高科技企业在股票发行上市后获得了迅速发展。以微软公司为例，发行上市前的 1985 年 微软的总收入为 1.62 亿美元 到 1997 年 总收入增加到 130.9898 亿美元 增长了 80 倍 其净收入从 0.31 亿美元增加到 38.95 亿美元 增长了 125 倍。股票上市发行为微软实现增资扩张创造了良好的外部条件。从 1995 年到 1998 年 4 月 微软公司顺利实施了 28 项兼并和 32 项投资，使其总资产和净资产分别增长了 1.7 倍和 1.4 倍。

在 NASDAQ 市场上，类似微软这样的公司还有不少，如 Amazon.com、Cisco、Ecom、Oracle、Amgen、Sun 等等。正是由于这些高科技企业在 NASDAQ 市场上不断成长为世界著名的大公司，才使 NASDAQ 市场成为价格表现最佳、市值增长最快、交易最活跃和筹资能力最强的美国证券市场。

第一节 NASDAQ 市场的起源与发展

一、美国证券市场的结构

美国的证券市场可以分为四个层次：第一个层次是主板市场即纽约证券交易所，它对上市公司的要求很高，上市公司需达到较大的规模、有良好的业绩水平、有较高的盈利能力和管理制度等，为了避免不对称信息产生的逆向选择和道德风险对投资者利益的损害，实际上，只有那些声誉好、经营稳健的大公司才可以获得上市融资的便利，还不够

成熟的、风险较高的高科技企业很难达到这些上市标准。第二个层次是第二级市场如美国证券交易所（现在已经和 NASDAQ 合并）它对公司的注册资本、获利水平、资本结构等要求较低，那些较为成熟的高科技企业也可在这一层次的市场上市。第三个层次是美国全国证券交易系统即 NASDAQ 证券市场，他对企业上市的财务要求更低，但交易方便，管理规范。第四个层次是地方性证券市场，如美国的波士顿、费城等证券交易所。这四个层次的证券交易所在美国经济中发挥着不同的作用，但从美国近几年经济发展的推动力来看，NASDAQ 的功绩则是最大的。

二、NASDAQ 市场的起源与现状

NASDAQ 全称是全美证券交易协会自动报价系统（National Association of Securities Dealers Automated quotations）源于 1961 年。1961 年国会授权美国证券交易委员会（SEC）对证券市场进行特别研究。美国证券交易委员会经过调查研究对场外证券市场交易分割和模糊的现象进行批评并提出一方案——自动撮合——并责成全美证券商协会（NASD）执行。1968 年被称为全国证券经纪商自动报价协会建成，该系统就是 NASDAQ。

1971 年 2 月 8 日全国证券经纪商自动报价协会（NASDAQ）开始运作为 2500 家场外交易证券提供中间报价。通过与全国范围做市商终端系统相联结，NASDAQ 实现了自动撮合场外证券市场交易。这是世界上第一个电子股票市场，其最大特点在于利用现代电子信息技术建立了自己的交易系统，现在已经成为全球最大的无形交易市场。

1992 年 NASDAQ 导入国际服务网络系统，这使得全球投资者在欧洲交易的同时可参与泛太平洋 NASDAQ 交易网络。同年，NASDAQ 小型资本市场（The NASDAQ SmallCap Market）设立，也称小盘股市场，其上市标准和业绩要求更低，即时交易报道在 NASDAQ 小型资本市场启用。新的证券交易委员会报单处理规则（要求揭露投资者内部限制性报单和把所有权交易系统合并入 NASDAQ 系统）分阶段引入，缩小股票市场波幅和增加证券市场信息发布。

1997 年证券交易委员会同意了 NASDAQ 关于 10 美元以上股票交易最低报价限度从八分之一美元增至十六分之一美元标准和增加在

NASDAQ 小型资本市场上上市公司的公司治理条件要求。

下面就是 20 来年 NASDAQ 的发展历程中具有影响的几件大事 见表 2-1。

表 2-1 NASDAQ 证券市场发展历程大事记

1998	NASDAQ 证券市场宣布和美国证券交易所合并。
1996	股票交易量突破 1012 亿美元,日均交易量 4.01 亿美元(历史记录)。
1995	市值突破 1 万亿美元。
1995	NASDAQ 证券市场综合指数第一次突破 1000 点。
1993	编制行业指数,包括生物科技行业指数和计算机行业指数。
1992	NASDAQ 小型资本市场开始实时交易报告。
1991	NASDAQ 证券市场同纽约证券交易所、美国证券交易所一样不必受各州的《蓝天法》(Blue-sky regulations) ^① 的限制。
1986	1.73 亿美元的 NASDAQ 运作中心(NASD Operations Center)在马里兰成立。
1985	NASDAQ 证券市场创下年交易量为 207 亿美元的记录。
1982	NASDAQ 全国市场成立,上市公司为 NASDAQ 证券市场的前 40 强。
1979	NASDAQ 证券市场斥资 1.25 亿美元更新电子设备。
1971	NASDAQ 证券市场开始运作。

三、NASDAQ 的未来之路

1998 年 10 月 30 日,NASDAQ 与美国证券交易所 AMEX 合并成立 NASDAQ-AMEX 市场集团。这形成了世界上最先进、最有效和最具有全球竞争力的市场。

1998 年 12 月 18 日,NASDAQ-AMEX 与香港联交所达成一项信息共享协议,双方建立共同的因特网网页(网址是 www.portraker.nasdaq-sehk.com),免费提供双方上市公司的即时报价。双方还成立了一个操作班子,进一步研究技术分享以及双重上市的合作。目前 NASDAQ 还

^① 《蓝天法》要求证券发行人在销售证券前必须进行在所在州登记。大多数《蓝天法》都包括有关证券欺诈和对证券发行人颁发许可证等条款。由于 NASDAQ 证券市场监管标准更高 因此可免于大多数州《蓝天法》规定的限制。

在进行与德国股票交易所的合作项目，以寻求在欧洲的商业机会。

通过相似市场的合并，NASDAQ 为全球范围的公司提供了更为便捷的资金融通途径，给全世界的投资者提供了全球范围的投资机会。在世界范围内建立了一个全球交易平台，连接起了全世界的投资者和筹资者，使投资收益更高，筹资成本更低，市场交易更有效。

NASDAQ 和 AMEX 的合并以及和香港联交所的合作也只是全球证券交易平台建立的开始。借助于先进的电子计算机技术，通过进一步的合并与合作以及国际范围的联盟，NASDAQ 将继续扩展，有效连接投资者和筹资者，在世界范围内，提供给上市公司更高的公开性以及国内和国际市场的融资途径。

第二节 NASDAQ 的市场主体

上市公司是证券市场的核心，证券市场的生命力就体现在上市公司的生命力上。通过下面的分析我们将发现，NASDAQ 之所以能够取得如此骄人的业绩是和在该市场上市的公司密不可分的。

一、上市公司结构

在近 10 年，在 NASDAQ 交易市场挂牌上市的公司数目增幅超过 17%。挂牌上市的大型公司数目也不断增加，且随着市场资本总额的增大，驻留市场的公司亦不断增加。今天，在 NASDAQ 挂牌上市的千万美元以上的公司几乎是 1987 年的 5 倍，增幅达 373%。1997 年，有 40.5% 以上的在 NASDAQ 挂牌上市公司价值超过千万美元。今天，在 NASDAQ 挂牌上市超 10 亿美元公司是 1987 年的 6 倍之多，增幅为 564%。所有的 NASDAQ 上市公司中，1600 余家在 NASDAQ 挂牌上市的公司符合纽约证券交易所上市要求，但选择继续在 NASDAQ 挂牌交易。

截至 1997 年末，NASDAQ 市场的上市公司已达 5487 家，其中在 NASDAQ 全国市场上市的公司有 3900 多家，在 NASDAQ 小型资本市场上市的有 1400 多家。其行业分布包括农业、采掘业、建筑业、制造业、交通、商业、保险、科技等等，具体行业分布比例及数量如下所示（见