

北交所的参照系——NASDAQ 发展史

证券研究报告

2021年09月14日

作者

回顾美国 NASDAQ 市场的发展史，有两点经验值得借鉴。第一，定位于服务创新企业和中小企业融资，上市条件适应中小企业发展特点。第二，上市条件根据经济发展阶段不断动态调整，因时制宜。

这次北交所的设立不仅非常快，服务专精特新和中小企业的政策定位也非常清晰，NASDAQ 的发展史可能成为未来北交所发展的参照系。

风险提示：政策倾斜力度不及预期，政策推进时点慢于预期；国际形势出现超预期变化

宋雪涛

SAC 执业证书编号：

S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

分析师

相关报告

新成立的北交所，被寄望成为“中国的 NASDAQ”。任何一个市场都有特定的历史背景和制度环境下的发展路径，虽然不能简单用纳斯达克与北交所类比，但依然可以借鉴其发展经验，判断北交所的定位、特征和作用。

先看看 NASDAQ 是如何发展起来的。

1971 年纳斯达克成立时，没有交易大厅，所有交易都是通过自动报价系统完成的，还算不上一家交易所。成立之初，纳斯达克定位于为尚不具备条件在纽约证券交易所上市的中小企业股票提供场外交易服务的市场，比如脱胎于仙童公司的 Intel 和 AMD 先后于 1971 年和 1972 年登陆了纳斯达克。

纳斯达克市场的发展有几次关键的历史节点。

第一次是 1975 年，纳斯达克提出了新的挂牌标准。第一是在企业公共股东、盈利能力和市值三个方面提出了要求，避免过多不具备融资资质的企业上市给投资者带来风险。第二是规定只有在纳斯达克挂牌的股票才能在该系统报价，从场外市场转变为独立的上市场所。

第二次是 1982 年，纳斯达克将 40 家规模大、交易活跃的股票划入了新成立的纳斯达克全国市场，将不满足全国市场条件的其余股票归入纳斯达克小型市场。80 年代初，纳斯达克只有 Intel、AMD、苹果这样寥寥几个明星股。分层之后又恰逢高科技发展的黄金年代，纳斯达克市场的 IPO 数量开始井喷，1983 年纳斯达克精选层上市公司达到 682 只，1985 年达到 2194 只，影响力大大增强，吸引了大量科技公司上市。

第三次是 2006 年，纳斯达克再次分层，将小型资本市场更名为资本市场，将全美市场更名为全球市场，并增设全球精选市场，形成了具有差异化上市标准的纳斯达克资本市场（1971 年成立）、纳斯达克全球市场（1982 年成立）和纳斯达克全球精选市场（2006 年成立）三个层级。其中 NASDAQ 资本市场上市门槛最低，主要吸引小型企业；NASDAQ 全球市场上市标准介于其余两个市场之间，主要吸引中型企业；NASDAQ 全球精选市场上市标准类似于纽交所，但门槛值略高，主要服务大型蓝筹企业。

总结美国 NASDAQ 市场的发展史，有两点经验值得借鉴。

第一，定位于服务创新企业和中小企业融资，上市条件适应中小企业发展特点。

NASDAQ 如今能成为各大科技公司的首选交易所，有很大一部分原因是早期很多初创阶段的科技公司因为规模或财务等限制，无法在纽交所上市。纽交所虽然不对盈利作要求，但其市值和收入标准较高，一些限制性规定也使许多当时崭露头角的科技公司失去了 IPO 资格，因此选择纽交所上市的主要以金融、周期性消费品和工业等传统行业的大市值公司为主。

而 NASDAQ 资本市场上市门槛较低，且针对小型企业利润和市值容易操纵的特点设立了三套以股东权益为核心的上市标准，吸引了大量科技公司，成长为主要服务于蓝筹企业的 NYSE 市场的重要补充。随着科技企业在 NASDAQ 市场形成了聚集效应，即使一些企业成长为巨头也未转板纽交所，这是 NASDAQ 崛起的关键因素。**此外**，NASDAQ 允许 NYSE 主板市场上市公司**转板**至其全球精选市场，也为交易所内部转板的上市公司提供了快捷通道。

第二，上市条件根据经济发展阶段不断动态调整，因时制宜。

最能代表美国市场的纳斯达克资本市场和全球市场均经历了上市标准的多次演变，上市标准由早期的单一形式，逐渐过渡到现阶段以净资产（股东权益）为基础的多元化组合，综合考虑经营年限、净利润、收入和市值多个维度。

从演变的进程来看，纳斯达克市场在 1998 年配合轻资产的信息产业推出了市值和收入的上市标准，在金融危机后降低了上市的盈利要求，上市条件会根据经济发展阶段的变化不断进行动态调整，具有因时制宜的特点，从而拓展了服务覆盖范围，有效提升了直接融资的效率和规模，成为了美国高科技企业发展的融资保障。

表 1: NASDAQ 市场上市标准的演变史

	资本市场（原小型资本市场）	全球市场（原全美市场）	全球精选市场
1982 - 1985	标准 1: 总资产+股本及资本公积	标准 1: 净有形资产+股本及资本公积	未设立
1985 - 1997	同上	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	未设立
1998 - 2007	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	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	2006 年成立， 标准 1: 税前利润 标准 2: 市值+总收入+现金流 标准 3: 市值+总收入
2007-2010	标准 1: 股东权益+经营年限 标准 2: 市值+股东权益 标准 3: 净利润+股东权益	同上	同上
2011-	同上	同上	标准 1: 税前利润 标准 2: 市值+总收入+现金流 标准 3: 市值+总收入 标准 4: 市值+总资产+股东权益

资料来源：化定奇《纳斯达克市场内部分层与上市标准演变分析及启示》，天风证券研究所

NASDAQ 对美国的科技创新和产业升级起到了重要作用，而北交所与 NASDAQ 有着相似的定位和特征。

北交所是以新三板精选层为基础组建的，而从新三板市场的挂牌主体来看，新三板已经具有比较明显的专精特新属性。2018 年以来，全国共有 4921 家企业被评为专精特新“小巨人”。其中，在新三板或曾在新三板挂牌的企业有 783 家，占比 16%；在沪深上市的企业占比 5%；尚未进入资本市场的企业占比 79%。升级之后，北交所将是专精特新“小巨人”企业上市融资的主阵地。

这次北交所的设立不仅非常快，服务专精特新和中小企业的政策定位也非常清晰，NASDAQ 的发展史可能成为未来北交所发展的参照系。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com