

要钱，还是要面子 ——中国企业的纳斯达克与纽交所上市之选

给我们钱的是纳斯达克，给我们面子的是纽交所。对于奔赴美国上市的中国企业来说，要钱还是要面子？

文/《法律风险观察》研究员 任明远

喝可乐，你选择百事还是可口？中国企业赴美上市，你选择纳斯达克还是纽交所？

面对同样的问题，不同的中国企业可能会给出不同的答案。

在中国，这两个伙伴兼对手的交易所正在对上市资源展开争夺：去年底，中美双方同意两家交易所在中国国内开设办事处；今年4月3日，纳斯达克更是在北京和纽约同步举行远程开盘仪式。此前，纳斯达克正式任命新一任中国首席代表，前任首代劳伦斯·潘（Lawrence Pan）离职。所有的一切正在显示一场同城暗战在两家之间展开。

曾经有对这两个美国最重要的交易市场的评价：给我们钱的是纳斯达克，给我们面子的是纽约证券交易所。对于奔赴美国上市的中国企业来说，什么最重要呢？

纳斯达克和纽交所的中国策略

据媒体报道，今年3月12日，纳斯达克任命埃里克·兰德希尔（Eric D. Landheer）为纳斯达克亚太区负责人，3月14日，徐光勋被任命为纳斯达克联席中国首席代表，与劳伦斯共同掌管中国市场。从1998年开拓中国市场开始，纳斯达克中国区首代10年间已三易其人。

人事的“走马灯”凸现纳斯达克迫于压力而频繁变更的中国策略。在纽交所的压力之下，纳斯达克在中国显然已经无法从容。在劳伦斯任期内，25家中国内地企业、32家大中华区企业在纳斯达克上市。劳伦斯认为自己已经成功地帮助纳斯达克改变了其在大中华区的形象，“由原来的IT和.com企业为主转型为综合性的市场。中国纳市上市企业中，IT概念的比例已经从原来的91%下降到63%。”

2006年12月，借助中美首次实现战略经济对话的契机，纳斯达克与其竞争对手纽交所同时获准在境内设立代表处，劳伦斯认为，这也是其任内的重要贡献。

但纳斯达克总部显然对这样的一份成绩单仍不满意。2005年4月底，劳伦斯走马上任时就开始向中国的电信、保险、银行、汽车、钢铁等类型企业传达纳斯达克的信息。很显然，他没能做到把中国的大型企业、国企吸引到纳斯达克。

更让纳斯达克难堪的是，不仅在新兴市场资源的争夺上不敌对手，与纽交所全球建立战略联盟的无限风光相比，从2004年开始坚持“不走全球化路线”的纳斯达克，年内股价已经下跌了30%。

对于纳斯达克来说，徐光勋的回归是否有助于推进其最新的中国策略，目前尚不得知。继4月3日北京远程开市之后，纳斯达克还宣布将从2007年二季度开始发布“中国指数”，可方便世界各地投资者追踪在美上市的中国公司的表现。

与此同时，纽交所在4月6日召开媒体说明会，大力宣传与泛欧证券交易所集团合并后自身的强大，并针对纳斯达克拥有众多高科技企业这一点，强调自己多元的理念，同时用技术市场4亿多的市值，明确阐明自己在科技领域的功力并不逊于纳斯达克。

百年老店与初生牛犊

已有 200 年多年历史的纽约证券交易所，其前身是 1792 年由 24 名经纪人签订的“梧桐树协定”，1817 年，由于股票市场的活跃转化为“纽约证券和交易管理处”，1863 年，改纽约证券交易所。如今它正成为西方乃至世界经济变化的晴雨表。

目前，纽交所是世界上规模最大的上市股票登记、买卖公债、公司债券、股票有价证券的市场，在全美国 13 家证券交易所的股票交易总额中占 80% 以上。纽交所市场较为成熟，上市要求也十分严格，美国财富 500 强企业大多都在纽交所挂牌。而通观纽交所的中国上市企业名录可以看出，被接纳的中国企业以大型工业企业居多。

与纽交所相比，纳斯达克更像不怕虎的小牛犊。纳斯达克于 1971 年成立，完全采用电子交易，为新兴产业提供自我监管的竞争舞台。纳斯达克是美国自由精神的代表，成立之初就鼓励中小企业上市，曾经创造了新经济奇迹和风险资本家阶层。

纳斯达克给人一种扶持企业的印象，无形中在某种程度上被当成了纽交所的辅助和补充，然而 1996 年其交易量一举超过纽交所。为了保证电子交易系统的领先地位，纳斯达克每年需投入超过 2 亿美元进行技术设备的升级换代。在纳斯达克挂牌的多是科技股，其接纳的中国企业也以成长型企业为主。

中国企业的抉择

对于有意赴美上市的中国企业而言，纽交所和纳斯达克的这张“华尔街和曼哈顿的战争”，既是观战者，又是参与者。

纳斯达克共有两个板块：主板和场外议价板 OTCBB，主板又分为全球精选市场、全球市场和资本市场。其中，OTCBB 门槛较低，具有真正的创业板特征，但美国证券交易委员会在对其监管上并没有特殊照顾。由于 OTCBB 的存在，企业通向纳斯达克主板市场有了跳板。但是与香港创业板比较，OTCBB 是真正意义上的风险市场，投资者要承担较大的风险。

初涉美国资本市场的国内企业可能还在资本市场运作、上市理解、风险规避等方面存在一些问题，而 OTCBB 提供的缓冲可以让企业更好的准备在主板市场上市。中国民营企业上市中有很多这样的例子，如中国技术有限公司等。企业在 OTCBB 中若经营业绩和市场表现赢得投资者的关注和认同，且管理也适应了美国资本市场监管要求，之后再向主板市场攀升或转换会容易得多。有人说，纳斯达克对上市门槛的要求，取决于其对风险投资本质深刻的哲学认识：决定一个公司是否满足上市标准的是投资者，而非纳斯达克。

纳斯达克市场以在主板（全国市场）挂牌上市的难度为最高，它对持有公司整股人数、股价等方面均有严格要求。但企业若能步入主板，融资渠道和投资机构关注度都会比在 OTCBB 上高很多。

对于中国企业来说，纳斯达克的知名度和电子交易平台带来的便利，将会是最大的吸引力。

相对来讲，中国企业较不熟悉纽交所。不过不可否认，纽交所在过去几年中的努力有目共睹，其发展态势和公众认同度均有大大提升。尤其是 2006 年 3 月，收购美国第三大交易所群岛控股并定位其为高增长板块之后，明确了与纳斯达克竞争的纽交所，在抢夺成长型公司的业务方面风头正劲。今年 4 月，首家在纽交所高增长市场 IPO 上市的美国达尔文职业责任保险公司成功转板至纽交所主板市场，这一消息令诸多关注高增长板的企业兴

奋不已。由于纽交所上市标准世界最高，每年在美上市企业只有约 30%能达到其要求，高增长市场的出现，为一些公司提供了新的机会。

据统计，2006 年从纳斯达克转板到纽交所的公司共计 13 家，总市值达 428 亿美元。2007 年至今，已经有数家公司从纳斯达克转板到纽交所，其中包括领先的服饰品牌 American Eagle 和石油天然气公司 PetroHawk。

纽交所集团 CEO 约翰·赛恩表示，投资者对创业型企业的兴趣，尤其是对来自中国这个蓬勃发展的经济体的企业的兴趣，促成了中国企业上市的最好机会。

无论是纳斯达克，还是纽交所，最适合自己的命运的，才是最好的。

2006 年在两家交易所上市的中国企业（部分）

纽约证券交易所	纳斯达克
新东方教育科技集团	如家快捷酒店
深圳迈瑞生物公司	富基旋风科技公司
常州天合光能有限公司	林洋新能源有限公司
	河北奥星集团药业有限公司
	CSI 阿特斯太阳能有限公司
	煌佳南丰蜜桔科技股份有限公司
	河南众品食业股份有限公司
	深圳国人通信公司

纳斯达克和纽交所对比

	纽约证券交易所	纳斯达克 (NASDAQ)
监督机构	董事会、主要城市的中立仲裁小组	董事会下设市场检查委员会 (MSC)、国家/地区性商业行为委员会
管理机构	董事会	股东大会、董事会
监管对象和内容	会员：销售行为、财务和运作、交易及场内违规（如内幕交易、市场操纵、专家作市商与专家作市商公司维持其作市的股票的有序交易失败、非注册的场内经纪人进行无证自营等）。 上市公司：自我监管结构、交易检查系统、客户资产安全、注册和质量认证检查、风险评估、特殊目的考核	股票发行监管：对在NASDAQ上市发行活动实行紧密监督 交易活动监管：对所有上市企业的交易活动进行实时监控（手段的先进性和严密性）
电子监管系统	大量电子技术、电子监视系统	股市了望自动跟踪系统
对同时在国外上市的公司 的特殊监管	外国上市公司在与其国内做法一致的前提下允许从每季度公布一次会计报告延长到每半年公布一次	在其他交易所挂牌交易的公司将继续接受NASDAQ的监管制度规范和上市规定，必须以NASDAQ为第一上市地。不允许这些公司使用除NASDAQ以外的上市规则

资料整理：《法律风险观察》研究员 任明远

版权所有 © SGLA 2008。

此出版物仅供阁下参考和兴趣阅读之用，无意作为完整全面的信息，并不构成亦不应予以依赖为法律意见。请根据自身情况寻求专门咨询。