

「创业板市场」释义

刘杰雄

2011年4月11日

创业板市场自我国香港把其创新股票市场命名为「创业板市场」而流行起来，我国在2009年成立新板块，亦定名为「创业板市场」。我们可以从定性方面来定义创业板市场。由于创业板市场为那些处于企业生命周期前期、科技含量高、经营历史短、规模小达不到传统股票交易市场上市标准的中小企业融资而设立的股票市场¹，所以可以将创业板市场定义为扶持成长型、高科技型等新兴中小企业而设立的并且可提供上市和融资服务的股票市场。根据此定义，它涵盖了独立的创业板市场，与主板相对的创业板市场，和一些柜台交易市场中有组织有规管的集中报价与交易以及主要为成长型、高科技型等新兴中小企业服务的股票交易市场。

我国官员、学者在讨论创业板市场的时候，多与二板市场互用，究竟创业板市场与二板市场是否意义相同、指涉相同，或是两者有所分别，笔者在本文加以厘清，避免在应用上出现混淆不清的情况。

首先我们要了解什么是二板市场。如果从二板市场的位置相对性来下定义，它有广义和狭义两种理解，广义来说，有学者认为二板市场是指所有证券交易所主板市场以外的证券交易市场²（包括有形或无形通过电子交易市场），有形二板市场是指在证券交易所集中交易、但上市条件低于主板的市场和场外柜台市场，作此范围理解的二板市场有一种次级市场的含义。狭义来说，二板市场不包含场外柜台市场，它是相对于主板、场外柜台市场（Over-the-Counter Market，也称为店头市场，俗称为三板市场）、甚至私募市场（俗称四板市场）³而说的。这里所指的三板市场就不一定是有组织、有规管的柜台市场，它是泛指场外交易的柜台市场。如果从两者的定义重点来看，创业板市场的定义是从其功能定义，而二板是从位置相对性来定义，两者肯定

1 由于创业板市场的内在固有风险已经比主板为高，所以创业板市场普遍都是交易股票，不作高风险的证券衍生工具的买卖交易。

2 张育军：《关于设立我国创业板的思考》，深圳证券交易所策划国际部编：《创业板市场文集（1999-2003）》，中国金融出版社，2004年7月版，第12页。

3 Barnock G., Doran A., Going Public A Report on the Market in Unlisted Securities (Special Report No.224), London, The Economist Publications Limited, 1985, p.7.

不同，所以有学者在讨论创业板市场时，并不称它为二板市场。⁴如果从两者的外延来看，创业板市场与二板市场有时不同，但亦有时相同。有些创业板市场是单一、独立的，没有一个主板市场与其对应，但它是创新股票市场，例如已关闭了的欧洲伊斯达克市场，它是一个泛欧洲的股票市场，设立的目的是为欧洲的新兴公司提供一条融资渠道。由于它是一个通过电子交易系统运作的股票市场，交易对象是整个欧洲，一般公认其为创业板市场之一，在此情况下，就不能称它为二板市场，二板市场就不同于创业板市场。在另一个情况下，如果一个市场是混合型的⁵，例如美国纳斯达克市场，它在1971年开始时是提供一个电子交易系统，把美国众多分散的场外柜台市场的交易联系起来，扩大交易；后来发展成为一个单一、独立但对象综合的股票市场，市场内包含了几个层次：资本市场(Capital Market)、环球市场(Global Market)、环球优选市场(Global Select Market)和柜台交易公告板市场(Over-the-Counter Bulletin Board)。一般公认纳斯达克市场是创业板市场的鼻祖，如果根据上述二板市场的定义，纳斯达克市场没有一个主板市场对应，则它不能称为二板市场。我国有学者就指出，把纳斯达克市场看成是二板市场是个误解，因为它本身就是一个多层次的资本市场。纳斯达克国际公司总裁约翰·沃尔页不认为其是一个次等的二板市场，因为它是独立的资本市场，每月的交易量比传统的证券交易所更大。⁶成思危认为在纳斯达克市场中，环球市场应视为主板市场，资本市场应视为二板市场，柜台交易公告板市场应视为三板市场⁷。

但是，如果一个国家或地区只有主板和另一个创新股票市场，则在此情况下，二板市场（广义及狭义）的外延与创业板市场的外延相同，则我们可以说两者是相同的，可以通用。例如在我国香港，除了香港联合交易所主板外，就只有创业板市场，而没有其他场外交易的柜台市场，在此情况下，我们亦可称它为二板市场。我国现在建构多

4 金小刚：《创业板是什么——中国创业板启蒙读本》，中国国际广播出版社，2001年8月版，第14-15页；深圳证券交易所综合研究所：《创业板市场前沿问题研究》，中国金融出版社，2001年6月版，第4-5页。

5 成思危在2000年12月12日在“中国资本市场高级论坛”上说纳斯达克市场是孪生式的，见王国刚著：《中国创业板市场研究》，社会科学文献出版社，2002年11月版，第28页。

6 《今日证券》2002年5月23日报道，见中国网：<http://china.com.cn/chinese/chuangye/149488.htm>。浏览时间：2006年9月21日。

7 成思危：《分三步推进我国多层次资本市场体系建议》，见深圳证券交易所策划国际部编：《创业板市场文集（1999-2003）》，中国金融出版社，2004年7月版，第408页。

层次资本市场，原有深、沪两证券交易所的主板，又有深圳证券交易所的中小企业板，再有代办股份转让系统、产权交易中心等，还有创业板市场，如果以广义的二板市场来套入我国多层次资本市场，则除了深、沪主板和中小企业板外，其他市场恐怕都变成了二板市场了。狭义的二板市场仅包涵创业板市场，而不包涵一般俗称三板市场的代办股份转让系统和其他场外交易市场，那么它的外延指涉与创业板市场就相同了，可以互相混用。所以，我国很多学者在讨论创业板市场时，为了称呼简便，都以二板市场相称。⁸

此外，有些学者从二板市场的功能性质来给予定义，其定义与创业板市场的定义差不多，例如李恒光就说：“二板市场是指专门支持高成长的新兴公司特别是高科技公司筹集并进行资本运作的市场。”⁹由于两者都是从功能性质来定义，而且定义又差不多，从这意义来说，两者是可以互换混用的。但有一点要注意，二板市场名称本身就有一种次级的意思，而创业板市场则没有，事实上创业板市场与主板市场的一个主要分别在于其定位不同、服务对象不同，并不表示它是次等的，例如美国纳斯达克市场，它的每日交易量是世界第一。又如英国的另类投资市场，它的每日交易量比很多国家的主板还要大。所以笔者认为在讨论创业板市场的时候，采用“创业板市场”这个名称比较合适，以避免人们产生心理上低贬的感觉。

8 刘纪鹏：《二板市场的回顾与展望》，见《创业板市场文集（1999-2003）》，中国金融出版社，2004年7月版，第45-56页；张宁：《建立什么样的二板市场》，见《创业板市场文集（1999-2003）》，中国金融出版社，2004年7月版，第437-441页；隆武华：《透视创业板市场》，中国金融出版社，2003年11月版第214页。

9 李恒光：《恰当的定位、合理的模式选择及方案设计——我国创业板市场发展思考》，《辽宁财专学报》，2001年第5期，第6页。