

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学 号: K1242092

UDC\_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

# 中国新三板定向增发的股东财富效应研究

The Research on the Shareholder Wealth Effect of  
the Private Placement in the Neeq of China

黄巧兰

指导教师姓名: 吴丽华 教授

专 业 名 称: 金融学

论文提交日期: 2017 年 9 月

论文答辩时间: 2017 年 11 月

学位授予日期: 2017 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2017 年 9 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为( )课题(组)的研究成果，获得( )课题(组)经费或实验室的资助，在( )实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

本人声明该学位论文不存在剽窃、抄袭等学术不端行为，并愿意承担因学术不端行为所带来的一切后果和法律责任。

声明人（签名）：

指导教师（签名）：

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 摘要

2013年新三板市场扩容至全国范围,短短几年内新三板市场挂牌的企业数量已超过万家,成为我国多层次资本市场的重要组成部分。为了解决挂牌企业融资的问题,新三板市场借鉴A股市场,将定向增发引入挂牌公司,与上市公司实施定向增发相比,挂牌公司实施定向增发的条件更为宽松、手续更加简便,极大满足了挂牌公司融资难、融资贵的问题。从2015年起,新三板市场已经完成6,738次定向增发,累计为挂牌公司募集资金3,171.85亿元,成为新三板挂牌公司融资的主要渠道,极大程度上满足了新三板挂牌公司融资的需求。本文通过研究新三板定向增发的股东财富效应能够为挂牌公司、投资者实现利益最大化、为监管机构制定符合市场规律的规章制度提供现实基础,具有一定的现实意义。

本文采用定性与定量相结合的方法,研究新三板定向增发股东财富效应。本文首先梳理定向增发的理论基础,归纳总结国内外学者对相关领域的研究;其次本文选取2015年-2016年4月间实施定向增发的做市挂牌企业的月度数据作为研究样本;再次,通过数据处理和模型设计,采用单变量检验分析、多元回归分析的方法研究在不同条件下新三板定向增发的股东财富效应;最后,由此得出相应研究结论并提出政策建议。

研究发现:1.我国新三板市场定向增发具有正向的股东财富效应。2.根据认购对象不同,新三板挂牌公司定向增发股东财富效应比较:最优为认购对象为大股东、关联方和公司董监高;其次是认购对象为混合投资者;再次是认购对象为财务投资者。3.以现金方式认购的新三板定向增发股东财富效应优于以非现金资产方式认购的定向增发股东财富效应。4.大股东参与挂牌公司定向增发,认购新股的比例越高,股东财富效应越明显。

结合本文的研究结果,本文提出要积极鼓励新三板挂牌公司通过定向增发融资,增强新三板市场与A股市场联动,增强监管机构对新三板市场的监管力度,在制度上需进一步合理制定新三板定向增发的发行机制,同时出台配套的措施,加强新三板市场的流动性。

**关键词:** 新三板; 定向增发; 财富效应

## Abstract

2013 neeq expansion to a nationwide, just a few years neeq market listing number of enterprises has more than 10,000, as China's multi-level capital market an important part. In order to solve the problem of financing listed companies, neeq market draws on the A-share market, will be introduced into the listed companies, and listed companies to implement private placement compared to listed companies to implement additional conditions of the issuance of more relaxed, more simple procedures, The financing of listed companies is difficult, the problem of financing expensive. From 2015 onwards, neeq market has completed 6,738 private placement, accumulated to raise funds for listed companies 3,171.85 billion yuan, neeq listed company financing the main channel, to a large extent to meet neeq listed companies financing needs. In this paper, it is of practical significance to provide a realistic basis for the regulatory bodies to formulate rules and regulations that conform to the rules of the market by studying the wealth effect of the shareholders of the new three-board private placement to realize the maximization of the interests of the listed companies and investors.

In this paper, by adopting the combination of qualitative and quantitative methods, consider shareholder wealth effects, this paper combing the theoretical basis of directional issuance, the induction summary to the related literature in the field of scholars both at home and abroad, secondly this article selects 2015-2016 implementation of private placement market between April monthly data of listed companies as research samples, once again, adopt the method of multiple regression model of statistical research under the condition of different directional issuance of shareholder wealth effect, Finally, some opinions are put forward to encourage the listing company.

The results show that: China's neeq has a positive shareholder's wealth effect; the subscription object is the major shareholder, the related party and the company's

new director of the new board of three listed companies to increase shareholder wealth effect better than Neeq listed companies to increase the issuance of shareholder wealth effect better than subscribed to the financial investors for neeq listed companies to increase shareholder wealth effect; cash to subscribe for neeq private placement of shareholders wealth effect better than non-cash assets subscribed to private placement Shareholder wealth effect; large shareholders to participate in listed companies private placement, the higher the proportion of subscription of new shares, the more obvious the effect of shareholder wealth.

Combined with the results of this study, this paper proposes to actively encourage companies through private placement financing, strengthen the neeq market and the a-share market, strengthen regulators in neeq market regulation, on the system to be reasonable to develop the new three board consider issuing mechanism, and form A complete set of measures to strengthen neeq market liquidity.

**Key Words:** Neeq; Private placement; shareholder wealth effect

## 目录

摘 要.....	I
Abstract.....	II
目录.....	IV
Catalogue.....	VII
第一章 导论.....	1
一、研究背景.....	1
二、研究目的及意义.....	3
(一) 研究目的.....	3
(二) 研究意义.....	4
三、研究内容及框架.....	5
(一) 研究内容.....	5
(二) 研究框架.....	6
四、研究方法与创新点.....	7
(一) 研究方法.....	7
(二) 创新点.....	7
第二章 理论与文献综述.....	8
一、定向增发的理论分析.....	8
(一) 信息不对称理论.....	8
(二) 监管理论.....	9
(三) 管理层防御理论.....	10
二、国外文献综述.....	11
(一) 有关定向增发股东财富效应的文献.....	12
(二) 关于定向增发定价机制的文献.....	13
(三) 关于定向增发利益输送的文献.....	13
三、国内研究文献.....	14



(一) 有关新三板定向增发的文献.....	14
(二) 有关定向增发股东财富效应的文献.....	16
(三) 有关定向增发定价机制的文献.....	17
(四) 有关定向增发利益输送的文献.....	18
四、文献评述.....	19
第三章 我国新三板定向增发现状分析.....	21
一、我国新三板市场发展现状.....	21
(一) 新三板概念.....	21
(二) 新三板市场挂牌规模.....	22
(三) 新三板市场交易规模.....	23
二、我国定向增发的政策演变.....	26
(一) 定向增发概念.....	26
(二) 新三板定向增发发行条件.....	27
三、我国新三板定向增发的发展现状.....	30
(一) 发行数量.....	30
(二) 募集金额.....	30
第四章 新三板定向增发股东财富效应的假设.....	33
一、定向增发股东财富效应假设.....	33
二、不同认购对象的定向增发股东财富效应假设.....	34
三、不同认购方式的定向增发股东财富效应假设.....	35
四、大股东不同认购比例的定向增发股东财富效应假设.....	36
第五章 新三板定向增发股东财富效应的实证研究.....	38
一、新三板定向增发研究样本的选取及描述.....	38
(一) 样本选取说明.....	38
(二) 样本描述.....	39
1. 认购对象分类.....	39
2. 认购方式分类.....	39
3. 发行规模统计.....	40

4.所属行业分布统计.....	40
5.大股东认购比例统计.....	41
<b>二、数据的处理和模型设计.....</b>	<b>42</b>
(一) 数据的处理.....	42
(二) 实证模型的构建.....	43
<b>三、描述性统计.....</b>	<b>44</b>
(一) 全样本描述性统计.....	44
(二) 不同认购对象的描述性统计.....	45
(三) 不同认购方式的描述性统计.....	46
(四) 大股东不同认购比例的描述性统计.....	47
<b>四、单变量检验分析.....</b>	<b>49</b>
(一) 新三板定向增发全样本单变量分析.....	49
(二) 不同认购对象的单变量分析.....	50
(三) 不同认购方式的单变量分析.....	52
(四) 大股东不同认购比例的单变量分析.....	54
<b>五、多变量回归分析.....</b>	<b>56</b>
<b>六、实证研究结论.....</b>	<b>57</b>
<b>第六章 研究结论和政策建议.....</b>	<b>61</b>
一、研究结论.....	61
二、政策建议.....	62
<b>参考文献.....</b>	<b>66</b>
<b>附 录.....</b>	<b>70</b>
<b>致 谢.....</b>	<b>75</b>

## Catalogue

<b>Chapter 1 Introduction.....</b>	<b>1</b>
<b>1.1 Bcakground.....</b>	<b>1</b>
<b>1.2Research intention and significance.....</b>	<b>3</b>
1.2.1 Intention.....	3
1.2.2 Significance.....	4
<b>1.3 Research contents and framework.....</b>	<b>5</b>
1.3.1 Contents.....	5
1.3.2 Framework.....	6
<b>1.4 Research methods and innovation.....</b>	<b>7</b>
1.4.1 methods.....	7
1.4.2 innovation.....	7
<b>Chapter 2 The theoretics and the review of research.....</b>	<b>8</b>
<b>2.1 The theoretical analysis of private placement.....</b>	<b>8</b>
2.1.1 Asymmetric information theory.....	8
2.1.2 Supervision theory.....	9
2.1.3 Management defense theory.....	10
<b>2.2Review of research abroad.....</b>	<b>11</b>
2.2.1 The research on the shareholder wealth effect of private placement..	12
2.2.2 The research onIssuing mechanism of private placement.....	13
2.2.3 The research on tunnelling of private placement.....	13
<b>2.3Review of research at home.....</b>	<b>13</b>
2.3.1 The research on the neeq.....	14
2.3.2 The research on the shareholder wealth effect of private placement..	16
2.3.3 The research onIssuing mechanism of private placement.....	17
2.3.4 The research on tunnelling of private placement.....	18

<b>2.4 Literature review</b> .....	19
<b>Chapter 3 The introduction of private placement of neeq</b> .....	<b>21</b>
<b>3.1 The development status of neeq</b> .....	21
3.1.1 The introduction of neeq.....	21
3.1.2 The listing scale of neeq.....	22
3.1.3 The transaction scale of neeq.....	23
<b>3.2 The policy variation of private placement</b> .....	<b>26</b>
3.2.1 The introduction of private placement.....	26
3.2.2 The issue terms of private placement of neeq.....	27
<b>3.3 The development status of private placement of neeq</b> .....	<b>30</b>
3.3.1 The issued quantity and.....	30
3.3.2 The amount raised.....	错误! 未定义书签。
<b>Chapter 4 The hypothesis of the shareholder wealth effect of private placement in the neeq</b> .....	<b>33</b>
4.1 The hypothesis of the shareholder wealth effect of private placement... 33	
4.2 The hypothesis of the shareholder wealth effect of different subscription object.....	34
4.3 The hypothesis of the shareholder wealth effect of different subscription .....	35
4.4 The hypothesis of the shareholder wealth effect of different subscription ratio of strong stock holde.....	36
<b>Chapter 5 The empirical research on the shareholder wealth effect of private placement in the neeq</b> .....	<b>38</b>
<b>5.1 The selection and description of sample</b> .....	<b>38</b>
5.1.1 The selection of sample.....	38
5.1.2 The description of sample.....	39
5.1.2.1 The subscription object classification.....	39
5.1.2.2 The subscription classification.....	39

5.1.2.3 Issue size statistics.....	40
5.1.2.4 Industry statistics.....	40
5.1.2.5 Proportion of shareholders to subscribe statistics.....	41
<b>5.2 Data processing and model construction.....</b>	<b>42</b>
5.2.1 Data processing.....	42
5.2.2 Model construction.....	43
<b>5.3 Descriptive Statistics.....</b>	<b>44</b>
5.3.1 Descriptive Statistics of full sample.....	44
5.3.2 Descriptive Statistics of different subscription object.....	45
5.3.3 Descriptive Statistics of different subscription.....	46
5.3.4 Descriptive Statistics of different subscription ratio of strong stock holde.....	47
<b>5.4 Analysis of single variable test.....</b>	<b>49</b>
5.4.1 Analysis of single variable test of private placement.....	49
5.4.2 Analysis of single variable test of different subscription object.....	50
5.4.3 Analysis of single variable test of different subscription.....	52
5.4.4 Analysis of single variable test of different subscription ratio of strong stock holde.....	54
<b>5.5 Multivariable analysis.....</b>	<b>56</b>
<b>5.6 The conclusion of empirical research.....</b>	<b>56</b>
<b>Chapter 6 The research conclusions and policy suggestions.....</b>	<b>61</b>
6.1 The research conclusions.....	61
6.2 The policy suggestions.....	62
<b>Reference documentation.....</b>	<b>66</b>
<b>Appendix.....</b>	<b>70</b>
<b>Convey thanks.....</b>	<b>75</b>

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 第一章 导论

### 一、研究背景

新三板全名为“全国中小企业股份转让系统”(以下简称“新三板”或“新三板市场”),与上海证券交易所、深圳证券交易所共同组成我国三大证券交易所,是我国建设多层次资本市场的重要组成部分。近年来,我国大力倡导“大众创业、万众创新”的理念,引起了广泛的社会关注,新三板市场顺应时代发展的潮流。新三板成立之初便致力于服务我国中小公司,解决传统中小公司融资难、融资贵等系列问题。2013年新三板市场扩容至全国,成为全国性的非上市公众公司股权交易平台,大量的中小公司选择在新三板市场挂牌,新三板市场得到了快速的发展。2016年12月19日,新三板市场挂牌公司数量超过10,000家,成为全球最大的股权交易所之一,截至2017年4月30日,新三板市场累计挂牌公司数量已经达到11,113家。

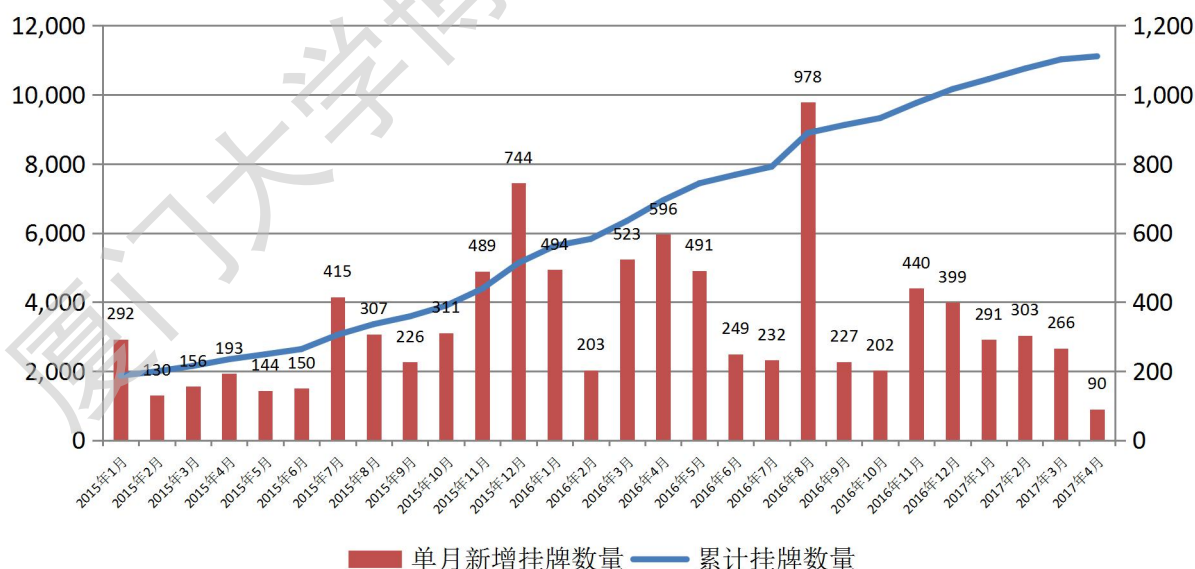


图 1-1 全国中小企业股份转让系统挂牌公司数量

数据来源:全国中小企业股份转让系统(<http://www.neeq.com.cn/>)

定向增发又称为非公开发行,从2006年起开始广泛运用在我国A股市场中。与公开发行、配股一样,定向增发是上市公司股权再融资的一种方式。与其他再融资方式相比,定向增发作为一种特殊的资本运作工具,具有发行目的针对性强、发行效率高、发行手续简便等特点,已在我国A股市场中广泛运用。截至2017年4月30日,我国A股市场已经成功实施2,778次定向增发,实际募集资金47,321.57亿元,平均每家上市公司实施0.87次,募集资金14.79亿元,定向增发已经成为我国A股上市公司主要的股权再融资工具。

为了更好服务我国中小公司,新三板市场成功地将定向增发资本工具运用到非上市公众公司来,成为新三板挂牌公司融资的一个重要资本工具。与上市公司定向增发相比,新三板挂牌公司定向增发又具备了一定的特殊性,在定向增发原有的特点上进一步优化,简化了审核流程以及发行步骤。从2015年起,新三板市场已经完成6,738次定向增发,累计募集资金3,171.85亿元,极大程度上满足了新三板挂牌公司融资的需求。

表 1-1 新三板市场定向增发市场统计 (2015 年 1 月至 2017 年 4 月)

序号	日期	单月增发 次数	单月募集 资金(亿元)	序号	日期	单月增发 次数	单月募集 资金(亿元)
1	2015年1月	70	16.75	15	2016年3月	380	162.35
2	2015年2月	53	13.88	16	2016年4月	301	133.31
3	2015年3月	102	97.82	17	2016年5月	246	88.60
4	2015年4月	113	53.10	18	2016年6月	212	94.41
5	2015年5月	150	87.44	19	2016年7月	194	58.73
6	2015年6月	231	80.88	20	2016年8月	209	95.51
7	2015年7月	351	157.59	21	2016年9月	99	66.50
8	2015年8月	351	160.81	22	2016年10月	181	50.87
9	2015年9月	301	124.87	23	2016年11月	311	143.62
10	2015年10月	266	121.90	24	2016年12月	385	317.21
11	2015年11月	298	245.29	25	2017年1月	292	116.56
12	2015年12月	303	115.58	26	2017年2月	220	73.77
13	2016年1月	318	144.10	27	2017年3月	323	142.46
14	2016年2月	206	122.72	28	2017年4月	272	85.2515

数据来源:全国中小企业股份转让系统 (<http://www.neeq.com.cn/>)



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库