

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学号: 15620121151930

UDC _____

廈門大學

碩 士 學 位 論 文

新三板做市商制度下
股价信息含量与交易活跃度

Stock Price Informativeness and Activity of Stock Trading
Under Market Maker System of NEEQ

李鴻志

指导教师姓名: 陈善昂 副教授

专业名称: 投 资 学

论文提交日期: 2015 年 3 月

论文答辩日期: 2015 年 月

学位授予日期: 2015 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2015 年 3 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。)

声明人(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

摘 要

新三板市场成立以来，挂牌公司数量不断增加，但是二级市场交易却不够活跃。本文从股价信息含量的角度出发，探寻新三板市场股价信息含量及其与股票交易活跃度的关系。

本文以 2014 年 8 月 25 日新三板首批采取做市转让方式的 43 家挂牌公司为研究对象，以股价非同步性指标来衡量其股价信息含量，并与创业板市场及纳斯达克市场进行对比分析。进一步，以财务信息对股价的解释能力验证新三板做市转让股票价格的信息含量。最后，以股票交易换手率来衡量股票交易活跃度，实证分析新三板做市转让股票的股价信息含量是否与股票交易活跃度存在显著关系。研究发现：

1、新三板做市转让股票的股价信息含量较高。股价受市场影响的概率只有 11.85%，剩下的 88.15% 主要受公司层面信息的影响。另外，财务会计信息对新三板做市转让股票价格的解释能力达到 61.89%。

2、创业板股票的股价同步性指标平均为 33.56%，美国纳斯达克市场股票的股价同步性指标平均为 13.77%。因此，新三板做市转让股票的股价信息含量比创业板股票要高，但是和美国纳斯达克市场不存在显著差异。造成以上结果的原因主要是三个市场发育程度不同，投资者类型及风格也存在显著差异。

3、新三板做市转让股票价格具有一定的财务信息含量，每股收益（EPS）是决定做市商定价的最主要依据，新三板做市转让股票的边际市盈率平均约为 10 倍。

4、新三板做市转让股票的股价信息含量与股票交易活跃度存在显著的负相关关系，股价信息含量的降低能够提高股票交易活跃度。

5、新三板做市转让股票的风险与交易活跃度存在显著的负相关关系，说明新三板市场投资者属于风险厌恶型，更偏爱风险相对较小的股票。

本文的结论具有一定的现实意义，为如何解决新三板二级市场交易活跃度不够的问题提供了思路和方法。

关键词：新三板做市商制度；股价信息含量；交易活跃度

ABSTRACT

Since the establishment of NEEQ, the number of listed companies is increasing rapidly, but the activity of stock trading is not enough. This paper studies the relationship between stock price informativeness and the activity of stock trading under market maker system of NEEQ.

Firstly, this paper studies the stock price non synchronicity to indicate the stock price informativeness of the first 43 stocks taking market maker system under NEEQ, then compares the stock price informativeness of NEEQ, GEM and NASDAQ. Secondly, this paper studies the ability of accounting information to interpret the stock price. Lastly, this paper studies the relationship between the turnover of trading and stock price informativeness. This paper finds:

1. The stock price informativeness of NEEQ market maker system is high. Only 11.85% of the stock price movement is affected by the market. And the accounting information can explain 61.89% of the stock price differences.

2. The stock price synchronicity of GEM is about 33.56%, but only 13.77% of NASDAQ. So the stock price informativeness of NEEQ is higher than GEM, but has no significant differences with NASDAQ. The reason is that these three markets have different degree of development, different investor types and investing styles.

3. The stock price of NEEQ has some degree of accounting information, EPS is the main factor for market maker to price stock. The marginal P/E of NEEQ market maker system is about 10.

4. There is a significant negative correlation between the stock price informativeness and activity of stock trading under NEEQ market maker system. So the activity of stock trading of NEEQ can be improved by decreasing the stock price informativeness, increasing the co-movement of stock price.

5. There is a significant negative correlation between the risk of stock and activity of stock trading under NEEQ market maker system. So the investors in NEEQ is risk averse, they prefer the low risk stocks.

The conclusion of this paper is meaningful practically for providing ideas and methods to solve the activity of trading problem of NEEQ.

Keywords: Market Maker System of NEEQ; Stock Price Informativeness; Activity of Stock Trading

目 录

第一章 导 论	1
第一节 研究的背景及问题的提出	1
一、新三板及做市商制度简介	1
二、新三板目前存在的问题	7
三、本文研究的主要内容	9
第二节 研究的思路及本文的结构	9
一、研究思路	9
二、本文的结构	12
第三节 研究的贡献	12
第二章 文献回顾及理论分析	14
第一节 股价信息含量	14
一、股价信息含量的测量方法	14
二、股价信息含量的影响因素	16
三、股价信息含量的经济后果	17
四、我国证券市场的股价信息含量	17
第二节 交易活跃度	18
第三章 研究设计及实证分析	20
第一节 新三板做市转让股票股价同步性的测量与比较	20
一、研究假设	20
二、研究设计	21
三、实证结果分析	23
第二节 新三板做市转让股票股价的财务信息含量研究	28
一、研究假设	28
二、研究设计	28
三、实证结果分析	30
四、稳健性检验	33

第三节 新三板做市转让股票股价信息含量与交易活跃度	34
一、研究假设	34
二、研究设计	35
三、实证结果分析	37
四、稳健性检验	41
第四章 结论、政策建议及局限性	43
一、研究结论	43
二、政策建议	44
三、研究局限性	45
参 考 文 献	46
后 记	49

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Contents

Chapter one: Introduction.....	1
First quarter: Background and Objective of Research.....	1
Part1 NEEQ and Market Maker System	1
Part2 Problem NEEQ Faced	7
Part3 Major Contents.....	9
Second quarter: Methods of Research and the Structure	9
Part1 Methods of Research.....	9
Part2 the Structure	12
Third quarter: Contribution	12
Chapter two: Literature Review and Theoretical Analysis.....	14
First quarter: Stock Price Informativeness	14
Part1 the Methods of Measuring Stock Price Informativeness	14
Part2 the Factors Affecting Stock Price Informativeness	16
Part3 Economic Consequences of Stock Price Informativeness	17
Part4 Stock Price Informativeness in China's Securities Market	17
Second quarter: Activity of Stock Trading	18
Chapter three: Study Design and Empirical Analysis.....	20
First quarter: Measuring and Comparing Stock Price Informativeness of NEEQ.....	20
Part1 Research Assumptions	20
Part2 Study Design	21
Part3 Empirical Analysis	23
Second quarter: Accounting Information of Stock Price of NEEQ.....	28
Part1 Research Assumptions	28
Part2 Study Design	28
Part3 Empirical Analysis	30
Part4 Robust.....	33
Third quarter: Stock Price Informativeness and Activity of Stock Trading ..	34
Part1 Research Assumptions	34
Part2 Study Design	35
Part3 Empirical Analysis	37
Part4 Robust.....	41
Chapter four: Conclusion, Policy Recommendations and Limitations	

.....	43
Part1 Conclusion	43
Part2 Policy Recommendations	44
Part3 Limitations	45
Reference.....	46
Postscript.....	49

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 导论

第一节 研究的背景及问题的提出

一、新三板及做市商制度简介

新三板，即全国中小企业股份转让系统，成立于 2012 年 9 月 20 日，是经国务院批准设立的全国性证券交易场所，全国中小企业股份转让系统有限责任公司为其运营管理机构。新三板的经营范围为：组织安排非上市股份公司股份的公开转让；为非上市股份公司融资、并购等相关业务提供服务；为市场参与者提供信息、技术和培训服务。全国中小企业股份转让系统的成立意味着我国加快多层次资本市场建设更进了一步。简单的说，新三板就是中国资本市场上独立于主板、中小板及创业板的第三个板块，挂牌主体主要为创新型、创业型、成长型的中小微企业。

（一）新三板的发展现状

1、新三板市场概览

表 1 列出了从 2012 年到 2014 年新三板市场的发展情况。挂牌公司家数从 2012 年的 200 家发展到 2014 年的 1,572 家，截止到 2015 年 3 月，挂牌家数已经超过 2,000 家；总市值从 2012 年的 336.10 亿元增长到 2014 年的 4,591.42 亿元，翻了 13 倍还多；融资金额从 2012 年的 8.59 亿元增长到 2014 年的 129.99 亿元，翻了 15 倍；二级市场成交金额从 2012 年的 5.84 亿元增长到 2014 年的 130.36 亿元，翻了 22 倍；机构投资者数量从 2012 年的 937 户增长到 2014 年的 4,695 户，个人投资者数量从 2012 年的 4,313 户增长到 2014 年的 43,980 户。由此可见，新三板目前正处于政策支持下的蓬勃发展时期。

表 1：新三板市场概览

	2014 年	2013 年	2012 年
挂牌规模			
挂牌公司家数	1,572	356	200
总股本（亿股）	658.35	97.17	55.27

	2014年	2013年	2012年
总市值（亿元）	4,591.42	553.06	336.10
股票发行			
发行次数	327	60	24
发行股数（亿股）	26.43	2.92	1.93
融资金额（亿元）	129.99	10.02	8.59
股票转让			
成交金额（亿元）	130.36	8.14	5.84
成交数量（亿股）	22.82	2.02	1.15
成交笔数	92,654	989	638
换手率	19.67	4.47	4.47
市盈率	35.27	21.44	20.69
投资者账户数量			
机构投资者（户）	4,695	1,088	937
个人投资者（户）	43,980	7,436	4,313

注：2014年12月股票发行数据截至12月30日

资料来源：全国中小企业股份转让系统官方网站，<http://www.neeq.com.cn>

2、新三板挂牌公司规模

表2列示了新三板挂牌公司规模从2013年12月到2014年12月的月度数据，可以看到，短短一年时间里，挂牌公司从356家发展到1,572家，总股本从97.17亿股发展到658.35亿股，总市值从553.06亿元发展到4,591.42亿元，市盈率也从21.44倍增加到35.27倍。可见新三板已经进入了高速发展阶段。从图1上我们也可以清晰的看到新三板的增长趋势。

表2：挂牌公司规模月度数据（月末）

时间	挂牌公司 家数	总股本 (亿股)	无限售条件股本 (亿股)	总市值 (亿元)	市盈率 (倍)
2013.12	356	97.17	38.95	553.06	21.44
2014.01	621	213.20	65.53	1,194.46	25.03
2014.02	649	220.68	68.16	1,268.00	25.66
2014.03	660	225.86	70.79	1,270.96	25.56
2014.04	717	242.28	76.35	1,376.63	25.83
2014.05	762	255.24	82.00	1,825.24	32.84
2014.06	811	280.16	93.15	1,900.83	31.41

时间	挂牌公司 家数	总股本 (亿股)	无限售条件股本 (亿股)	总市值 (亿元)	市盈率 (倍)
2014.07	891	349.20	122.34	2,255.85	31.34
2014.08	1,107	448.24	157.14	2,848.28	32.05
2014.09	1,153	468.92	164.39	3,093.45	32.42
2014.10	1,232	514.10	182.23	3,503.62	33.53
2014.11	1,354	570.57	196.15	3,908.91	34.48
2014.12	1,572	658.35	236.88	4,591.42	35.27

资料来源：全国中小企业股份转让系统官方网站，<http://www.neeq.com.cn>

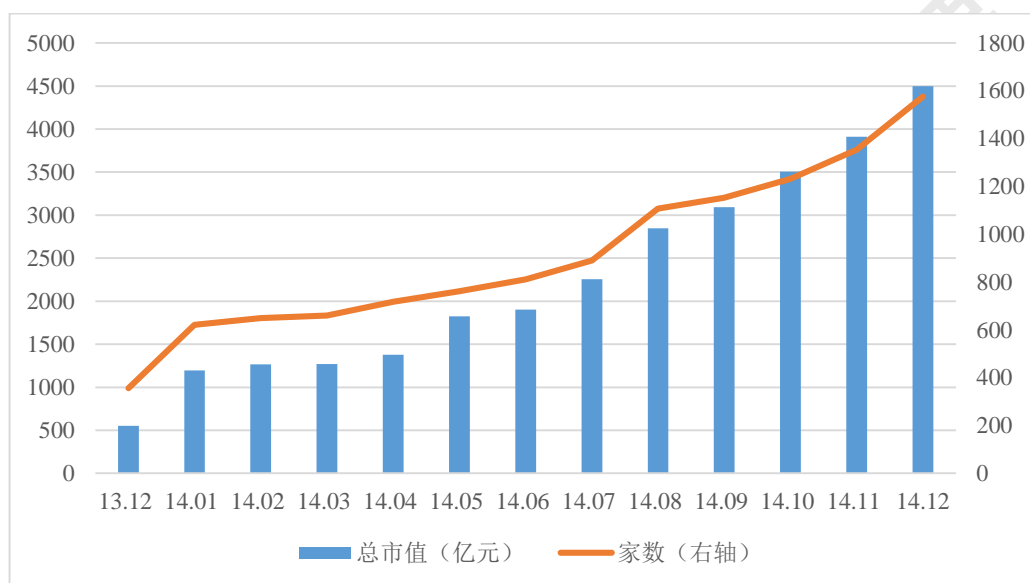


图 1：挂牌公司规模月度数据（月末）

资料来源：全国中小企业股份转让系统官方网站，<http://www.neeq.com.cn>

3、新三板挂牌公司股本分布情况

表 3 列示了截至 2014 年 12 月 31 日新三板挂牌公司的股本分布情况。1,000-5,000 万股股本的公司最多，占到了挂牌公司的 60.05%；只有 1 家挂牌公司的股本小于 500 万股，89 家挂牌公司的股本大于 1 亿股。可见，新三板挂牌公司还是以中小企业为主。

表 3：新三板挂牌公司股本分布

股本（万股）	挂牌公司家数	家数占比
小于 500	1	0.06%
500-1,000	214	13.61%
1,000-5,000	944	60.05%
5,000-10,000	324	20.61%

股本（万股）	挂牌公司家数	家数占化
大于 10,000	89	5.66%
合计	1,572	100.00%

资料来源：全国中小企业股份转让系统官方网站，<http://www.neeq.com.cn>

4、新三板挂牌公司股东人数分布情况

表 4 列示了新三板挂牌公司股东人数的分布情况。可以看到，股东人数 3-50 人的公司最多，比例达到 80.47%，这也和新三板场外市场的性质相符，新三板是非上市公众公司股权交易的场所，股东人数超过 200 人时需要到证监会核准，不超过 200 人的公司只需要报股转中心核准，也就是说审核和监管的职责全部下放到了股转中心，因此目前大部分新三板挂牌公司的股东人数没有超过 200 人。

表 4：新三板挂牌公司股东人数分布

股东人数	挂牌公司数	占比
2	146	9.29%
3-10	669	42.56%
11-50	596	37.91%
51-100	98	6.23%
101-200	51	3.24%
200 以上	12	0.76%
合计	1572	100.00%

资料来源：全国中小企业股份转让系统官方网站，<http://www.neeq.com.cn>

5、新三板二级市场交易统计

表 5 列示了新三板二级市场的交易规模变化情况，其中 2012 年以前的数据以新三板的前身“股权代办转让系统”为基础统计。从 2011 年开始，新三板的二级市场交易才开始逐渐活跃起来，2014 年有了大幅度的提高，成交金额达到 1,303,580.47 万元，换手率达到 19.67%，这主要是因为 2014 年新三板挂牌扩容至全国，形成了全国性的场外交易市场，挂牌公司数量迅速增加，市场一致看好新三板未来的发展。

表 5：新三板二级市场历年交易情况统计

年度	成交数量（万股）	成交金额（万元）	成交笔数	换手率
2006	1,592.63	8,340.71	251	-
2007	4,420.15	23,156.63	521	-

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 for delivery details.

廈門大學博碩士論文摘要庫