# IPO 股票上市初期投资者交易行为研究*

徐龙炳[1],徐智斌[2],陆 蓉[2]
(1. 上海财经大学 财经研究所,上海 200433;2. 上海财经大学 金融学院,上海 200433)

**摘 要**:区别于国内以股票价格为对象揭示 IPO 股票特征的研究,文章以投资者为研究对象,研究中国 IPO 股票上市初期机构和个人投资者的交易行为差异。IPO 交易研究是目前 IPO 研究的一个前沿领域。文章利用沪深股市 2002 年 IPO 股票的账户交易数据建立 Logistic 回归模型发现,中国 IPO 股票上市首日的高成交量与高换手率由投资者逐利行为造成;在上市后 3 日的交易中,个人投资者由于资金限制和信息获取能力不足等原因,对股票收益的判断能力明显弱于机构投资者,在交易中被机构投资者所利用。

**关键词**:IPO;交易行为;机构投资者;个人投资者

**中图分类号**:F830.91 **文献标识码**:A **文章编号**:1001-9952(2008)03-0061-12

股票首次公开发行(Initial Public Offer,简称 IPO)是当代金融学研究,特别是公司金融研究的一个热点领域。关于 IPO 的研究主要集中在以下三个方面:一是公司公开发行上市的原因,在 IPO 研究领域一个较为流行的解释是所谓的市场择时理论;二是对 IPO 折价现象的研究,有关的研究从 20 世纪 70 年代起,一方面不断验证 IPO 折价现象存在于几乎所有国家的市场之中,另一方面对折价原因提出了许多理论假说;三是 IPO 股票上市后的长期表现,很多研究发现在上市后 3 到 5 年的时间里,IPO 股票作为一个整体,其收益率显著低于基准组合。

随着研究内容的不断深入、研究方法的不断改进以及研究数据的不断获得,IPO 研究又出现了一些新的研究热点,如对 IPO 股票上市后前几日的交易研究。国外的研究表明,IPO 股票上市首日的交易量很大(Ellis,Michaely and O'Hara,2000,2002;Aggarwal,2000,2003),超过了首次公开发行量的

**收稿日期**:2007-10-16

**基金项目**:国家自然科学基金项目(70673056);上海市重点学科建设资助项目(B802);2007 年教育部新世纪优秀人才支持计划资助项目(NCET-07-0533)。

**作者简介**:徐龙炳(1964—),男,江苏丹徒人,上海财经大学财经研究所教授,博士生导师;
徐智斌(1973—),男,陕西安康人,上海财经大学金融学院博士研究生;
陆 蓉(1975—),女,安徽合肥人,上海财经大学金融学院副教授,博士。

70%。是谁造成了上市首日巨额的交易量？机构投资者和个人投资者分别在股票上市首日的交易中扮演了什么角色？其盈利情况如何？这些问题引起了业界和学术界广泛的兴趣。

对IPO股票上市后投资者的交易行为进行研究具有很强的理论和现实意义。通过研究投资者的交易频率和收益情况，可以考察投资者的交易动机、影响因素以及是否存在过度交易等情况。由于对IPO股票上市后交易的研究需要用到交易数据，限于数据的可获得性和中国股票市场的特殊市场结构，目前国内尚没有对此进行研究的相关文献。本文利用沪深股市2002年的交易数据比较中国IPO股票上市后3日机构投资者和个人投资者的交易行为，研究是谁造成了上市首日的高成交量，机构投资者和个人投资者对IPO股票的投资能力差别，以及谁能够在IPO交易中获利。

## 一、文献综述

国外对IPO股票上市后交易的研究主要集中于对IPO股票上市后巨额交易量的解释。主要有两种观点：一种观点认为是逐利者(flippers)(在IPO中中签并在最初几个交易日卖掉中签股票的投资者)造成了IPO股票上市后的巨额交易量；另一种观点认为逐利者的交易不足以解释所有的交易量，大量的交易量是由其他交易主体造成的。

1．关于逐利者的研究

西方学术界和业界代表性的观点认为是逐利者造成了巨额的交易量。他们的假定是逐利者在上市之初便卖掉股票，从而在热IPO(指IPO股票的抑价程度高，上市首日的初始回报高)中利用投资者乐观情绪导致的股价上升获利、在冷IPO(指IPO股票的抑价程度低，上市首日的初始回报低)中利用投资银行的支持股价行为稳定收益。

Krigman，Shaw和Womach(KSW，1999)最早研究了逐利活动的重要性，他们发现初始回报最低的IPO股票逐利活动最多，同时他们也发现逐利活动多的IPO股票长期表现较差。他们认为逐利者是聪明的投资者，逐利者能迅速从表现差的IPO股票中离开，由于承销商一般对散户逐利者使用惩罚性报价，机构而不是散户从逐利活动中获利。最后他们还发现在冷IPO中，逐利活动几乎占总交易量的一半(45%)，而在热IPO中，这个比例只有14%。

2．关于其他交易主体的研究

Aggarwal(2003)研究表明逐利交易量仅占股票发行量的15%，远远小于总交易量。这就提出了一个有意义的问题：如果不是逐利者造成了高交易量，那么是谁呢？Aggarwal(2003)用相关数据研究了逐利活动的发生频率，和KSW的结论相反，发现在热IPO中逐利活动发生频率最高，在冷IPO中最低，逐利交易的交易量也非常低，每次公开发行卖出的股票平均有15%被进

行逐利交易，平均交易规模也低于 KSW 中逐利交易的替代变量 10 000 股。Boehmer，Boehmer 和 Fishe（2006）用存托公司（Depository Trust Company，简称 DTC）IPO 跟踪系统的交易纪录来考察机构在 IPO 中的活动，和 KSW 的结论相反，他们发现机构并没有很快卖出在未来表现差的 IPO 股票，表明机构并不具有信息优势。

Bayley，Lee 和 Walter（2006）考察澳大利亚 IPO 股票上市后的交易，与 Aggarwal（2003）对美国的研究结果一致，他们发现逐利交易只占总交易量的一小部分，他们还发现日内交易占后市交易的 50％以上。

Ellis（2006）利用一个专有数据库中的详细交易数据，通过考察是谁构成了逐利交易以外的剩余交易量以及他们为什么交易，解释了 IPO 股票上市后巨额的交易量和少量的逐利交易之间的不匹配。Ellis（2006）发现，首先大部分交易（77％）是投资者发起的，而不是由交易商发起的；其次 NASDAQ 的市场微观结构能够解释剩余的 IPO 股票上市后的交易量。在做市商市场中，交易不仅发生在投资者之间，做市商之间也进行交易。

3. IPO 股票上市后交易的其他研究

还有些文献研究了股票的卖空，并且把 IPO 作为一种特例来讨论。如 D'Avolio（2002），Geczy，Musto 和 Reed（2002）等。

国内有关 IPO 的研究很多，但几乎所有的研究都集中在对 IPO 折价现象和 IPO 股票上市后长期表现的实证检验上。

同时国内现有对 IPO 的研究都是以 IPO 股票的行情数据为研究对象，对 IPO 股票的价格特征进行揭示，如 IPO 股票发行价与上市价的差异、造成 IPO 股票折价的原因、IPO 股票的长期市场表现等。对于中国 IPO 股票上市之初交易行为的研究尚无人涉猎。交易行为的研究以投资者的账户交易数据为研究对象，研究谁在交易 IPO 股票，他们的交易动机是什么，表现出来的行为特征以及获利能力等。国外有关 IPO 股票交易的研究（如 Ellis（2006））是基于做市商市场的，股票市场交易品种较多，允许卖空，机构投资者占主导地位；而中国股票市场是指令驱动型市场，同时中国股票市场交易品种单一（股票市场上没有期货和期权等品种），不允许卖空，个人投资者占主导地位，因此中国的股票市场结构不同于做市商市场，投资者的交易动机和行为方式也可能与国外市场不同；而且国外交易数据的披露程度和公开程度也远远高于国内股市。因此，研究中国股票市场 IPO 上市之初的交易行为就具有很大的理论和现实意义，同时也面临很多挑战。一方面是由于这类研究可以揭示投资者的交易动机和获利方式，探索投资者在实际中是如何决策的，从而可以帮助投资者设计有利的投资策略，也有利于监管部门制定合理的交易规则；另一方面是由于这类研究需要搜集和使用账户交易数据，同时研究方法和设计也不能套用国外的研究。

本文利用沪深股票市场2002年上市的71只新股的行情数据及营业部的账户交易数据,研究IPO股票上市后3个交易日的交易情况。首先参照徐龙炳(2005)的方法将2002年上市的71只新股的账户交易数据划分为个人投资者和机构投资者的交易数据,然后利用Logistic回归模型研究两类投资者对IPO股票上市后3个交易日的交易行为,借以考察他们的交易动机和盈利能力。

## 二、数据分析和描述性统计

1. IPO股票发行和上市数据

本文IPO股票发行数据取自财汇数据库,行情数据取自Wind数据库,其中股票上市和发行日期分别用沪深证券交易所网站、中国证监会指定发布证券信息的三大证券报和各上市公司网站公开数据进行校对。2002年沪深股市共上市新股71只,其中沪市70只,深市1只。我们定义:

股票iIPO上市后第j天的收益率:

$$r_{ij}=(p_{ij}-p_{i,j-1})/p_{i,j-1} \tag{1}$$

其中,$p_{ij}$表示股票i上市后第j天的收盘价,当j=1时,$p_{i0}$表示股票iIPO的发行价格。

股票iIPO上市后第j天的超额收益率:

$$ar_{ij}=r_{ij}-r_{ij\_index} \tag{2}$$

其中,$r_{ij_index}=(p_{ij_index}-p_{i,j-1_index})/p_{i,j-1_index}$为股票i上市后第j天相应指数的收益率。$p_{ij_index}$表示股票i上市后第j天相应指数的收盘点数。上海证券交易所股票指数用上证综合指数,深圳证券交易所用深证成分指数。

股票iIPO上市后第j天的换手率:

$$to_{ij}=amount_{ij}/capital_{ij} \tag{3}$$

其中,$amount_{ij}$表示股票iIPO上市后第j天的成交量,$capital_{ij}$表示股票i第j天的流通股本。

表1列出了71只IPO股票上市后3日的收益率和换手率情况。

**表1 70只IPO股票上市后3日的收益率和换手率[①]**

| | $r_{i1}$(%) | $ar_{i1}$(%) | $r_{i2}$(%) | $ar_{i2}$(%) | $r_{i3}$(%) | $ar_{i3}$(%) | $to_{i1}$(%) | $to_{i2}$(%) | $to_{i3}$(%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| max | 428.3 | 430.15 | 7.74 | 6.82 | 10.01 | 5.94 | 88.44 | 50.16 | 36.56 |
| min | 24.8 | 25.76 | −10.02 | −8.51 | −6.43 | −5.82 | 23.98 | 4.06 | 1.52 |
| mean | 131.4 | 131.61 | −0.68 | −0.44 | 0.13 | 0.05 | 60.17 | 20.61 | 12.19 |

从表1可以看出,IPO股票上市首日的收益率、超额收益率、换手率远高于后两个交易日。

2. IPO股票上市后交易数据

本文的账户交易数据采用徐龙炳(2005)所使用的数据集,包括2002年1月1日—2002年12月31日期间投资者的交易数据10 267 653条记录,从中提取2002年上市的71只股票在2002年1月1日—2002年12月31日期间

的交易数据共 758 186 条记录构成本文的研究样本，然后参照徐龙炳(2005)分离机构投资者和个人投资者的方法，分离出机构投资者交易记录 164 831 条，个人投资者交易记录 593 355 条。表 2 列出了 IPO 股票上市后 3 日机构投资者和个人投资者的交易记录情况。

**表 2　IPO 股票上市后 3 日机构投资者和个人投资者交易记录统计**

| | 总交易记录(条) | 上市首日(条) | 占比(%) | 上市次日(条) | 占比(%) | 上市第 3 日(条) | 占比(%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 机构 | 164 831 | 18 878 | 11.45 | 7 426 | 4.51 | 4 784 | 2.9 |
| 个人 | 593 355 | 104 605 | 17.63 | 24 995 | 4.21 | 15 963 | 2.69 |

## 三、研究设计

和美国的情况一样，中国股票市场 IPO 股票上市首日的交易量非常大，由表 1 可以看出上市首日平均换手率达到了 60%，表 2 显示机构投资者上市首日交易记录占全部机构投资者交易记录的 11.45%，个人投资者更是达到了 17.63%。描述统计显示，个人投资者比机构投资者对 IPO 股票的交易更加频繁。同时上市次日和第 3 日的交易量也很大。

和美国股票市场不同的是，中国股票市场实行的是 T+1 的交易制度，当天买进股票不能在当天卖出，所以上市首日卖出股票的肯定是中签投资者，由此推断是逐利活动造成了 IPO 股票上市首日的巨额交易量。由于无法获得中签投资者的交易数据，所以我们不能确切知道 IPO 股票上市次日和第 3 日中签投资者的交易情况，因此无法判断上市次日和第 3 日的大额交易量是否由逐利活动造成。同样，由于 2002 年的中国股市还是个人投资者居多，不同于美国股市以机构投资者为主，所以我们认为也不宜用 KSW(1999)中的 10 000股作为逐利交易的替代变量。为了找出影响投资者交易 IPO 股票的因素，我们将 IPO 股票上市后 3 日的买卖活动与上市后短期和长期收益的关系建立如下 Logistic 回归模型：

$$y = \mathrm{logit}(p_i) = \log\left(\frac{p_i}{1-p_i}\right) = \alpha + \beta' x \tag{4}$$

$$p_i = \frac{e^{\alpha+\beta' x}}{1+e^{\alpha+\beta' x}},\quad 1-p_i = \frac{1}{1+e^{\alpha+\beta' x}} \tag{5}$$

其中，i 代表机构投资者或个人投资者，$p_i = pr(y=1|x)$ 是买进的概率，$1-p_i = pr(y=0|x)$ 是卖出的概率，x 是解释变量和控制变量向量。

1. 被解释变量

我们以 IPO 股票上市后 3 日机构投资者和个人投资者买进或卖出概率作为被解释变量。

2. 解释变量

(1)短期收益[②]。由描述性统计可以看出，71 只 IPO 股票上市首日的收益全部大于 0，如果投资者在上市首日卖出股票，将可以获得大于 0 的收益，

同样,如果投资者在上市首日买进股票,可能是为了短线投机,看中短期受益。

(2)超额收益。为了考虑大盘的影响,我们也将IPO股票上市后3日的超额收益作为解释变量。

(3)长期收益。投资者买卖IPO股票也可能是为了长期投资,看重他们的长期收益,因此我们将上市后1周、1个月、3个月、0.5年、1年及2年的收益和超额收益也作为解释变量。

(4)发行价(Issprice)。个人投资者资金有限,所以IPO股票发行价的高低可能是他们买卖股票需要考虑的一个因素,Ng和Wu(2006)研究发现中国股票市场上不富有的个人投资者更偏好低价股。

(5)流通股发行量(Issvol)。由于中国股市的分隔性,不同的流通股发行量对市场造成的冲击会不同。Hong,Scheinkman和Xiong(2006)证明了在卖空受到限制的条件下,流通股比例越低,具有异质性信念的投资者就越会表现出过度自信,价格中的泡沫成分就会越大。Mei,Scheinkman和Xiong(2005)、汪昌云和孙谦(2006)均发现流通股发行量的大小影响中国投资者的交易行为。本文中我们对流通股发行量取自然对数。

(6)换手率。换手率代表了股票的流动性和投资者的情绪,何基报和鲁直(2006)发现换手率显著影响投资者的卖出对持有决策,汪昌云和孙谦(2006)发现个人投资者偏好换手率高的股票。

3.控制变量

为了控制行业因素对投资者买卖活动的影响,我们设置了行业虚拟变量。根据中国证监会2001年颁布的上市公司行业分类指引,我们将上市公司的行业类型分为22类(制造业由于公司数量特别多,取两位代码分类,其他行业取一位代码分类),本文71只样本股票分属19个行业,所以我们以农业类上市公司为参照系,设置18个行业控制变量,即industry1－industry18。

## 四、实证研究

(一)研究思路

我们首先建立71只IPO股票上市首日和次日的Logistic回归模型,判断是什么因素影响机构与个人对IPO股票上市后2日的买进概率,并通过这2日投资行为的比较推断机构投资者与个人投资者的判断能力和盈利模式。

对IPO股票上市次日投资行为的研究除了可以揭示当日的投资行为特征,还有助于检验和判断IPO股票上市首日投资行为的目的和效果。同样对于IPO股票上市次日投资行为目的和效果的检验需要用到上市第3日的数据。因此在稳健性检验中我们也对IPO股票上市第3日的数据进行了分析。

考虑到各解释变量可能存在多种共线性,我们对IPO股票上市后机构投资者和个人投资者的两组数据分别做自变量间的相关性分析,发现同一时间

段的收益率和超额收益率在 5%的水平下显著正相关,因此我们让这两个变量分别进入模型[③]。由于 IPO 股票上市后 2 年的收益率和超额收益率与其他收益率和超额收益均高度正相关,我们去掉了此变量。

(二)IPO 股票上市首日机构投资者和个人投资者交易行为差异研究

首先将上市后前 3 日的短期收益率与上市后超过 1 周的长期超额收益率作为解释变量,对 IPO 股票上市首日和次日机构和个人投资者的交易行为进行分析,得到的 Logistic 回归结果见表 3。

从表 3 可以看出,机构投资者在 IPO 股票上市首日买进的概率与发行价格、发行量、上市首日的收益率、上市次日的收益率在 5%的水平下显著正相关,与上市首日的换手率、上市后 1 周的超额收益率、上市后 1 个月的超额收益率在 5%的水平下显著负相关。个人投资者在 IPO 股票上市首日买进的概率与发行价格、发行量、上市首日的收益率、上市次日的收益率、上市第 3 日的收益率、上市后 1 年的超额收益率在 5%的水平下显著负相关,与上市首日的换手率、上市后 1 周的超额收益率在 5%的水平下显著正相关。

**表 3　IPO 股票上市首日和次日机构和个人投资者交易行为的 Logistic 回归结果**

| 变　量 | 全样本 | | | |
|---|---|---|---|---|
| | 上市首日 | | 上市次日 | |
| | 机构 | 个人 | 机构 | 个人 |
| Intercept | 3.565(<.001) | 1.557(<.001) | 0.920(0.061) | 0.356(0.189) |
| IssPrice | 0.064(<.001) | −0.076(<.001) | −0.002(0.022) | −0.007(0.020) |
| IssVolume | 0.334(<.001) | −0.163(<.001) | −0.050(0.018) | −0.056(0.007) |
| $to_1$ | −0.658(<.001) | 1.591(<.001) | 0.093(0.675) | 0.013(0.913) |
| $to_2$ | | | −0.769(0.025) | 0.421(0.028) |
| $r_1$ | 0.139(<.001) | −0.023(0.032) | 0.045(0.143) | 0.032(0.046) |
| $r_2$ | 3.101(0.004) | −2.960(<.001) | −3.038(<.001) | 8.979(<.001) |
| $r_3$ | 0.279(0.142) | −11.99(<.001) | 4.379(0.192) | −9.097(<.001) |
| $ar_{week}$ | −0.008(0.010) | 1.840(<.001) | 2.533(0.130) | 1.723(<.001) |
| $ar_{month}$ | −1.495(0.001) | −1.588(0.138) | −1.117(0.401) | −0.726(0.170) |
| $ar_{quarter}$ | −0.014(0.947) | −0.023(0.815) | −1.251(<.001) | 0.387(0.280) |
| $ar_{halfyear}$ | −1.457(0.150) | −1.294(0.125) | 0.628(0.111) | −1.204(<.001) |
| $ar_{year}$ | 1.205(0.172) | −1.272(<.001) | 0.066(0.800) | 0.575(0.132) |
| Industry | 控制变量 | 控制变量 | 控制变量 | 控制变量 |
| Adj. $R^2$ | 0.3250 | 0.2801 | 0.2150 | 0.2623 |

注:括号内数字为 P 值。

从表 3 的回归结果可以看,机构投资者与个人投资者在 IPO 上市首日的表现有如下不同:

(1)机构投资者偏好高价大盘股,而个人投资者表现相反。IPO 股票的发行价格越高、发行量越大,机构投资者在 IPO 上市首日买进的概率越大,而个人投资者在 IPO 上市首日买进的概率越小。这反映了机构投资者与个人投资者的资金实力不同,个人投资者受财富约束,偏好低价股;另一方面也可能反映了机构投资者和个人投资者对发行量大的高价股的前景看法不同。

(2)机构投资者在IPO上市首日倾向于买进交易不活跃的股票,而个人投资者恰好相反。换手率反映了股票交易的活跃程度,IPO股票上市首日的换手率越高,机构投资者在IPO上市首日买进的概率越小,而个人投资者在IPO上市首日买进的概率越大。

(3)机构投资者偏好IPO上市首日收益率高的股票,而个人投资者的偏好相反。IPO股票上市首日的收益率越高,机构投资者在IPO上市首日买进的概率也越高,个人投资者买进的概率却越低。

(4)机构投资者与个人投资者在IPO上市首日买进股票的盈利方式和盈利能力不同。IPO股票上市次日的收益率越高,机构投资者在IPO上市首日买进的概率也越高,个人投资者买进的概率却越低。这说明对于IPO上市次日收益率越高的股票,机构投资者在IPO上市首日比个人投资者更能做出准确判断。

IPO股票上市后1周的超额收益率越高,个人投资者在IPO上市首日买进的概率越高,机构投资者买进的概率越低。这说明对于IPO股票上市1周后的超额收益,个人投资者在IPO上市首日比机构投资者更有可能做出准确判断。

由此可以推断,机构投资者的可能投资策略是首日买进,次日卖出;个人投资者由于无法准确判断IPO股票的短期收益,为了获取收益,只能持有股票较长时间。

(三)IPO股票上市次日机构投资者和个人投资者交易行为差异研究

从表3还可以看出:

(1)机构投资者对IPO股票上市后短期收益预测准确,通过首日买进次日卖出可以获得超额收益。IPO股票上市次日的收益率越高,机构投资者在IPO上市次日买进的概率越小,个人投资者在IPO上市次日买进的概率越大。结合IPO股票上市首日机构投资者和个人投资者的买进行为分析,可以看出,对于IPO上市次日收益率越高的股票,机构投资者在IPO上市首日越是买进,在IPO上市次日越是卖出,而个人投资者行为则刚好相反。

由此我们推断机构投资者在IPO上市首日便能判断出上市次日收益率高的股票,于是在首日买进的概率越大;而个人投资者在IPO上市首日对股票次日走势却判断失误,于是卖出了次日收益率高的股票,在IPO上市次日,机构投资者获利卖出时,个人投资者却在买进这些当日涨幅较大的股票。

(2)个人投资者短期预测能力不足同样体现在IPO上市次日。个人投资者对IPO上市1周后超额收益率高的股票,在IPO上市次日仍然看好它们,而对IPO上市第3日收益率高的股票,在IPO上市次日却不看好它们。这再次说明了个人投资者不能准确判断买进股票次日的走势,而对于它们1周后的走势却能做出较准确的判断。

(3)机构投资者偏好高价大盘股是为了获取短期收益。对IPO上市首日的分析揭示了机构投资者偏好高价大盘股，对上市次日的分析发现，发行价格越高、发行量越大，机构买进的概率越低。这说明机构投资者在IPO上市首日买进高价大盘股是为了在次日卖出，获取短期收益。

## 五、稳健性检验

(一)变量的稳健性检验

上文的研究中，对于IPO股票上市后3日的收益，我们使用收益率作为解释变量，对于IPO股票上市1周以后的收益，使用超额收益率作为解释变量。

为检验结果的稳健性，我们将上市后短期(首日、次日、第3日)的收益率和超额收益率与上市后长期(1周、1个月、3个月、0.5年、1年)的收益率和超额收益率分别放入Logistic回归模型，得到了另外3种组合，分别为：(1)短期收益率与长期收益率组合；(2)短期超额收益率与长期收益率组合；(3)短期超额收益率与长期超额收益率组合。

据此得到的结果是④：无论使用哪种收益率作为解释变量，得到的结果与本文第四部分的结论基本相同，各种模型的Adj. $R^2$ 均在20%以上，说明我们选择的变量是稳健的。

(二)样本的稳健性检验

上文的研究得出投资者更看重IPO股票上市后短期收益，因此区分上市次日、第3日收益率是否大于0可能是有意义的。根据IPO股票上市次日和上市第3日的收益率是否大于0为标准，我们将样本划分为子样本。以上市次日的收益率为标准，71只IPO股票中有45只上市次日的收益率小于0，构成子样本1；26只股票上市次日的收益率大于0，构成子样本2；以上市第3日的收益率为标准，36只IPO股票上市第3日的收益率小于0，构成子样本3；35只IPO股票上市第3日的收益率大于0，构成子样本4。回归模型中虚拟变量的个数相应调整。结论为：无论哪个子样本所得结论均与总样本无显著差异。

## 六、研究结论及启示

根据以上研究，我们得出结论：

1. 中国IPO股票上市首日的高成交量与高换手率由投资者逐利行为造成。无论是个人投资者或是机构投资者若在上市首日卖出IPO中签股票均能获得正的收益。

2. 机构投资者偏好高价大盘股，主要是为了获取短期收益，而个人投资者则偏好低价股；机构投资者偏好买进交易不活跃的股票，而个人投资者则追逐热点，偏好换手率高的股票。

3. 机构投资者在IPO上市首日买进股票主要是为了获得上市次日的回

报，它们首日低价买进，次日便高价卖出；而个人投资者却在IPO上市首日低价卖出，在上市次日高价买进。

4. 机构投资者和个人投资者在IPO上市次日和上市第3日的交易行为也截然相反。机构投资者在IPO上市次日低价买进，在上市第3日高价卖出，他们在上市次日买进主要是为了获得上市第3日的回报，同时看好这些IPO股票1周后的超额收益率；而个人投资者却在IPO上市次日低价卖出，在上市第3日高价买进，个人投资者在IPO上市次日对这些股票3个月和半年后的超额收益率均不能做出准确判断。

5. 对比机构投资者和个人投资者在IPO股票上市后3日交易行为，我们可以明显看出机构投资者对IPO股票上市后短期收益率判断准确，而个人投资者则对短期收益率预测不准，其错误的交易行为被机构投资者所利用。

中国的证券市场从建立到现在仅仅经过了十几年的时间，尚处于发展阶段，加上我国的特殊国情，所以，尽管有很多现象表面上与西方发达国家成熟证券市场相同，比如IPO折价和我们正在研究的IPO股票上市首日异常高的交易量等，但现象背后深层次的原因却不尽相同。从我们的分析可以看出，是机构投资者而不是个人投资者造成了IPO股票上市后3日的高交易量，机构投资者由于具有资金、信息和研究能力等方面的优势，它们对新股上市后短期(3日之内)走势的把握能力比个人投资者更为准确，因此它们会迅速地进行买卖以获取超额收益，个人投资者只能盲目跟风或者持有股票更长时间，以便寻找获利机会。在IPO上市之初的交易中，交易越频繁[⑤]，个人投资者越处于不利地位，这对监管者如何制定规则保护中小投资者的利益具有重要意义，比如推行日内回转交易，很可能加剧上市之初个人投资者在交易中的不利地位。

本文利用中国股票市场2002年IPO股票的交易数据，首次对中国股票市场上市后3日机构投资者和个人投资者的交易行为进行了对比研究，得出了一些结论。和国内外的现有文献相比，具有一定的创新，但同时本文也存在一些不足：(1)由于无法得到IPO中签投资者的交易数据，所以本文没有对上市次日和第3日的逐利活动进行研究。(2)本文的研究样本仅是1年的交易数据，受样本限制，本文的结论可能具有一定的局限性。

今后可以继续从以下几个方面进行研究：

1. 对中签投资者的交易行为进行深入研究，这方面的研究不但可以揭示是什么原因造成了上市次日和第3日的高成交量，还可以研究投资者买卖IPO股票的动机及盈利方式。

2. 扩大样本量，特别可以关注不同首次公开发行制度前后机构投资者和个人投资者对IPO股票上市后的交易行为特征。

3. 如果样本许可，区分在熊市和牛市中投资者对IPO股票上市后的交易行为可能是有意义的。

4．本文研究了上市后3日机构投资者和个人投资者对IPO股票的交易行为，主要考察了短期收益对交易行为的影响，今后可以进一步研究公司基本面因素和长期收益对交易行为的影响。

---

*此文同时又受上海财经大学211科研项目、上海财经大学现代金融研究中心课题资助。

**注释：**

①不包括小商品城(600415)，该股票属于历史遗留问题股票，发行日期为1993年12月15日，上市日期为2002年5月9日。表1中上市后3日的收益率和超额收益率是对其余70只股票所作的统计。

②为了方便表述，本文将上市后3日内的收益称为短期收益，将超过3日的收益称为长期收益。

③IPO股票上市后短期(3日之内)投资者可能更关注其绝对收益，而并不关注与大盘比较后的超额收益；而IPO股票上市后长期(超过1周)投资者可能更看重与大盘比较后的超额收益。所以在下面的分析中，对于IPO股票上市后3日的收益，我们使用收益率作为解释变量，对于IPO股票上市1周以后的收益，使用超额收益率作为解释变量。

④限于篇幅，组合(1)、(2)和(3)的检验结果此处省略。

⑤国内外研究有类似结论，如Chen，Kim，Nofsinger和Rui(2007)发现中国的投资者比美国的投资者交易的更加频繁；谭松涛和王亚平(2006)发现中国股票市场上个人投资者存在过度交易现象。

**参考文献：**

[1]何基报，鲁直.什么影响着投资者选择卖出或继续持有[J].管理科学学报，2006，(6)：53－63.

[2]贾春新，刘力.首次公开发行：从理论到实证[J].管理世界，2006，(7)：159－169.

[3]谭松涛，王亚平.股民过度交易了么？——基于中国某证券营业厅数据的研究[J].经济研究，2006，(10)：83－95.

[4]汪昌云，孙谦.中国个体投资者行为偏差实证研究[D].第3届中国金融学年会论文，2006.

[5]徐龙炳.中国股市机构投资者多账户交易行为研究[J].经济研究，2005，(2)：72－80.

[6]Aggarwal R. Stabilization activities by underwriters after initial public offerings[J]. Journal of Finance，2000，55：1075－1103.

[7]Aggarwal R. Allocation of initial public offerings and flipping activity[J].Journal of Financial Economics，2003，68：111－135.

[8]Bayley L，P Lee，T Walter.IPO flipping in Australia：Cross sectional explanations[J].Pacific-Basin Finance Journal，2006，14：327－348.

[9]Boehmer B，E Boehmer，R Fishe.Do institutions receive favorable allocations in IPOs with better long run returns? [J].Journal of Financial and Quantitative Analysis，2006，41：809－828.

[10]Chen G，K Kim，J Nofsinger，O Rui.Trading performance，disposition effect，overconfi-

dence, representativeness bias, and experience of emerging market investors[J]. Journal of Behavioral Decision Making, 2007, 20: 425—451.

[11]D'Avolio G. The market for borrowing stock[J]. Journal of Financial Economics, 2002, 66: 271—306.

[12]Ellis K. Who trades IPOs? A close look at the first days of trading[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79: 339—363.

[13]Ellis K, R Michaely, M O'Hara. When the underwriter is the market maker: An examination of trading in the IPO aftermarket[J]. Journal of Finance, 2000, 55: 1039—1074.

[14]Ellis K, R Michaely, M O'Hara, The making of a dealer market: From entry to equilibrium in the trading of nasdaq Stocks[J]. Journal of Finance, 2002, 57: 2289—2316.

[15]Geczy C, D Musto, A Reed. Stocks are special too: An analysis of the equity lending market[J]. Journal of Financial Economics, 2002, 66: 241—269.

[16]Hong H, J Scheinkman, W Xiong. Asset float and speculative bubbles[J]. Journal of Finance, 2006, 61: 1073—1117.

[17]Krigman L, W Shaw, K Womack. The persistence of IPO mispricing and the predictive power of flipping[J]. Journal of Finance, 1999, 54: 1015—1044.

[18]Mei J, J Scheinkman, W Xiong, Speculative trading and stock prices: Evidence from Chinese A—B share premia[R]. Working Paper, 2005.

[19]Ng L, F Wu. Revealed stock preferences of individual investors: Evidence from Chinese equity markets[J]. Pacific Basin Finance Journal, 2006, 14: 175—192.

# Investors Behavior on the First Days of IPO Trading

XU Long-bing[1], XU Zhi-bin[2], LU Rong[2]

(1. *Institute of Finance and Economics, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai* 200433, *China*; 2. *School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai* 200433, *China*)

**Abstract**: Different from other domestic researches which take stock prices as objects to disclose the characteristics of IPO stocks, our paper focuses on the behaviors of investors to study whether there are some differences between individual and institutional investors on the first several days' trading of IPO stocks. We construct logistic regression models using the Shanghai and Shenzhen stock markets investors' account data of IPO stocks of 2002 to compare the judging ability and benefiting mode of individual and institutional investors.

**Key words**: IPO; trading behavior; institutional investors; individual investors

（责任编辑　周一叶）