

INSIGHTS

洞见



“新股中签”福兮祸所伏？

——A 股投资者行为研究

高华声

复旦大学泛海国际金融学院
科研副院长、金融学教授、博士生导师

在新股中签“大乐透”时代，个人投资者的行为会因为“中签”发生哪些变化？
长期来看，对其收益又有哪些影响？

作为现代经济分析框架的基础之一，“理性人”（rational man）假设长期占据主导地位。但事实上人们在进行实际决策时，很难做到完全理性。这也导致了 20 世纪七八十年代以来，以卡尼曼、特维斯基、塞勒等为代表的行为经济学派的兴起^①。相比略显沉闷的理性学派，行为学派的研究范式和研究结果显然更加有趣，也更容易引起人们共鸣。近年来，诺贝尔经济学奖的冠冕也充分肯定了行为学派在经济理论上的重要贡献^②。

不同于西方资本市场动辄数百年的历史，我国资本市场至今还不到 40 年。而在运行机制上，中外也有着较大的差异，不过最关键的不同，还是在市场参与者结构上。如今的西方资本市场已经以机构投资者为主，个人投资者占比极低，而我国资本市场目前仍然以散户为主导。这意味着要考察我国资本市场，投资者（尤其是散户）行为将是一个重要方面。

► ① 比如，卡尼曼和特维斯基的“前景理论”、席勒的“动物精神”以及塞勒的“心理账户”等。

► ② 诺贝尔经济学奖先后于 2002 年授予卡尼曼和特维斯基、2013 年授予席勒、2017 年授予塞勒。

Financial				Standard & Poors				Grains				Metals			
High	Low	Close	Chg	High	Low	Close	Chg	High	Low	Close	Chg	High	Low	Close	Chg
AIM Str	535	914	+8	Amgen	77	374	+1	CORN (CBOT)				Gold	129.50	128.00	+1.50
AMC	315	24	-36	Amgen	77	374	+1	5,000 bu minimum			100 tray oz.	398.20	399.20	+1.00	
ARC	314	7/8	-1/8	Amgen	77	374	+1	May 96	3.94	3.89	-0.05	100 lb	299.20	299.20	+0.00
ATF	115	30	-1/2	Amgen	77	374	+1	Jul 96	3.80	3.75	-0.05	100 lb	402.00	401.80	-0.20
Acme	90	83 1/2	+8 1/2	Amgen	77	374	+1	Sep 96	3.29	3.25	-0.04	100 lb	404.20	403.80	-0.40
AdvMed	396	214	-182	Amgen	77	374	+1	Dec 96	3.14	3.12	-0.02	100 lb	409.20	409.00	-0.20
AdvPhar	120	24	-1/4	Amgen	77	374	+1	Est. sales	N.A.	Fri's sales	59.025	100 lb	411.50	411.50	-0.00
Alamo	101	101	0	Amgen	77	374	+1	Fri's open int	26.905	off	59				
AirPro	1008	114	-1/4	Amgen	77	374	+1								
AirN	106	114	+8	Amgen	77	374	+1								
AldPha	368	2	-2	Amgen	77	374	+1								
AldPha	203	47 1/2	+17 1/2	Amgen	77	374	+1								
Alphat	1111	85	-84	Amgen	77	374	+1								
AmPha	170	47 1/2	+17 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmPhar	2771	47 1/2	+17 1/2	Amgen	77	374	+1								
AMR	2771	47 1/2	+17 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	111	85	-1/4	Amgen	77	374	+1								
AmS	395	141	+13	Amgen	77	374	+1								
AmS	271	110 1/2	+19 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	112	40 1/4	+4 1/4	Amgen	77	374	+1								
AmS	4543	47 1/2	+17 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	443	15 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	191	15 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	280	48	+8	Amgen	77	374	+1								
AmS	85	41	+6	Amgen	77	374	+1								
AmS	123	25	-1/4	Amgen	77	374	+1								
AmS	34	13 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	400	24	-2	Amgen	77	374	+1								
AmS	490	24	-2	Amgen	77	374	+1								
AmS	780	57 1/2	+7 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	389	31 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	215	20 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	422	28 1/2	+2 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	117	17 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	153	13 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	97	12 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	125	12 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	223	18 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	755	20 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	211	20 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	130	7 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	284	3 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	551	58 1/2	+8 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	99	28 1/2	+2 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	2319	28 1/2	+2 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	52	13 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	92	45 1/2	+5 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	542	3 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	457	33 1/2	+3 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	284	3 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	497	29 1/2	+2 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	542	2 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	451	18 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	90	45 1/2	+5 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	2232	22 1/2	+2 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	144	24 1/2	+4 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	77	4 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	1878	12 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	102	9 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	42	23 1/2	+3 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	31	10 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	96	11 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	92	3	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	226	18 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	467	14 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	1019	3 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	222	5 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	38	5 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	571	2 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	1010	6 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	202	4 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	2177	8 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	301	8 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	434	22 1/2	+2 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	1075	10 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	139	2 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	790	13 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	136	9 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	143	7 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	99	10 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	128	17 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	218	10 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	484	13 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	482	24 1/2	+4 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	2196	3 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	68	2 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	984	17 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	259	17 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	80	16 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	114	10 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	332	9 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	1389	9 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	1241	5 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	1214	5 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	115	9 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	172	5 1/2	+1 1/2	Amgen	77	374	+1								
AmS	385	21 1/2	+2 1/2	Amgen	77	374	+1								

“中新股”缘何成了“中乐透”

审核制带来新股溢价。在上海证券交易所设立科创板并试点注册制之前，我国A股市场采用的是审核制。在审核制下，公司上市需要通过证监会的严格审核，IPO定价也会受到监管层态度影响。而从新股实际发行价来看，发行市盈率基本不超过23倍。过低的发行定价导致新股上市后的价格一路暴涨（连续数个涨停板，IPO首日涨停上限44%），进而产生极高的投资回报率。

打新制度下诞生“幸运儿”。鉴于这种制度安排带来的新股溢价，交易所对于打新设置了一系列限制措施。对于个人投资者，最主要的限制在于每个账户同一只新股只能申购一次，申购当日需根据发行价格和有效申购数量缴足申购款，同时，一旦中签，每个中签号只能认购沪市1000股或深市500股。这种制度安排下，个人投资者的中签概率很低，能中签自然非常幸运。

大数据洞察“中签者”错觉

已有研究表明，投资者过往的业绩表现很可能会影响其未来决策，而成功的投资经历会使投资者高估自己的能力，变得过度自信。我们知道，对投资者而言，打新中签无异于彩票中奖，投资者自身也会有此判断。但意外的惊喜仍然有可能使投资者产生误判，令他们高估自己的投资能力，或是认为好运气站在自己一边，进而影响投资者的决策。对此，我们采用交易所的账户交易数据^③，对投资者行为进行大数据分析。

幸运者的进击。高估投资能力的一个重要表现就是频繁交易^④。为保证样本具有可比性，不致出现系统性偏差，我们选取中签样本和前期换手率相同的未中签样本进行比较。结果显示，中签后的投资者其换手率要明显高于未中签的投资者，说明“新股中签”这一偶然性幸运事件确实改变了投资者行为，使其更加“自信”，交易更加频繁。

吃一堑，长一智。平均而言，新股中签概率确实很低，不过由于数量巨大，仍然会有一些投资者多次中签。那么曾经中过签的投资者是否会吸取经验或者说教训，并表现得更为谨慎呢？对此，我们比较了多次中签和首次中签的投资者，发现“新股中签”效应确实在首次中签者身上表现得更为明显，而多次中签者则淡定得多。

“乱世出英雄”只是一场误会。通常来说，投

资者在牛市中更容易对自己过度自信。而在熊市中，由于普遍投资业绩不佳，一旦个别投资者表现突出，很可能对自己错误估计，认为自己的能力远高于市场上的其他人，产生所谓“乱世出英雄”的错觉。对此，我们比较了熊市和牛市中的“新股中签”效应，发现“新股中签”效应确实在熊市中表现更为明显。

塞翁得马，焉知非祸？

对个人投资者而言，“新股中签”带来的超额收益原本是一顿“免费午餐”，但享用完“美餐”的投资者常常会对自己的投资能力产生错觉，以至于频繁交易。这种行为变化带来的长期影响究竟如何？对此，我们比较了中签和未中签投资者的之后三个月业绩，发现中签使投资者收益下降了1%~2%（年化4%~8%）。

过度自信的另一个重要表现是“下重注”，也就是配置更多的高风险资产。由于“新股中签”的好运，投资者可能会追加股票投资。对此，我们考察了投资者在中签后的股票资产规模，发现中签后投资者明显增加了对股票资产的配置，而且配置资产的波动率也明显提高。

对个人投资者而言，“新股中签”在短期内确实带来了收益，但在长期内却使投资者行为发生变化（更频繁交易），并导致长期业绩下滑。我们用“新股中签”的超额回报减去过度自信带来的损失，得出结论：股票资产规模越大，“新股中签”的净收益越少，而对于股票资产规模最高的人群（Top 10%），“新股中签”的净收益甚至为负。■

▶ ③ 共 11331988 笔交易数据。

▶ ④ 通常来说，频繁交易并不会带来更高的收益，反而由于更多的手续费等降低收益。