

异质投资者对 IPO 信息披露需求差异调查分析

孙 莉¹, 黄方亮¹, 韩 旭¹, 杨 敏²

(1. 山东财经大学 金融学院, 山东 济南 250014; 2. 齐鲁银行 济南解放路支行, 山东 济南 250000)

摘 要:了解异质投资者的信息需求是信息披露有效性的前提。投资者对 IPO 招股说明书信息披露阅读情况的调查问卷的分析结果显示,不同受教育程度、不同投资规模、不同投资经历、不同损失承受极限、不同证券投资目标的异质投资者在信息获取方面无显著差异,而个人投资者在 IPO 招股说明书的阅读程度、对招股说明书各部分内容相对重要性的判断、对“软信息”在投资决策中的影响、对改进信息披露的形式与流程需求等方面,均不同于机构投资者。进一步的分析发现:投资者是否是“专业性”,对以上诸方面的差异具有解释力。该分析结论对于完善信息披露具有参考意义:建立需求导向的信息供给机制,信息披露适应投资者的差异性需求进行调整,将有助于减少信息传递过程中的噪音与损耗,提高信息传递的有效性。

关键词:异质投资者;信息需求;IPO 招股说明书;调查分析

中图分类号:F830.91

文献标识码:A

文章编号:2095-929X(2018)04-0055-10

一、引 言

股票价格是信息的资本化,投资者在掌握公司信息的基础上进行投资决策,会促使信息进入股票价格,即股票价格成为更加信息化的价格,向其内在价值趋近。相反,投资者在不掌握公司信息时所进行的投资决策构成市场交易噪音,导致市场价格偏离内在价值,有损于市场效率。而提升股票价格对信息的反映程度,不能仅仅依靠信息供给的单向流动,更需要实现信息的有效传递,即信息供给与需求之间的匹配与衔接,这就使了解投资者对信息的需求情况成为提升股票价格反映信息效率的一个重要前提。相对于成熟市场上以专业机构投资者为主的投资主体,我国证券市场上投资者构成的一个显著特点是,不同受教育水平、不同投资规模、不同投资经历、不同投资目标、不同损失承受能力的投资者并存,个人投资者与机构投资者、非专业投资者与专业投资者并存。那么,具有如此多元异质性的投资者群体在信息需求方面是否存在差异?如果存在差异,该差异又是由投资者的哪些异质特征所导致?了解投资者的信息需求差异特征有助于使信息供给更具针对性,并能够适应随时间推移的投资者异质特征的变化而进行调整,实现信息供给的动态优化。

进行问卷调查、访谈是了解来自市场第一线的投资者对信息披露的需求情况的较为有效的途径和方法。由于 IPO 招股说明书涉及发行人的信息内容非常系统、全面,所以我们对投资者阅读 IPO 招股说明书的情况及在此基础上对信息披露的需求情况开展了问卷调查与投资者访谈,以期通过对调查问卷结果的分析,考察

修回日期:2017-12-08

基金项目:国家社会科学基金重点项目“IPO 信息披露与投资者权益保护研究”(15AJY019)。

作者简介:孙莉,女,山东东阿人,经济学博士,山东财经大学金融学院副教授,研究方向:资本市场投资。

各类异质投资者在公开披露信息的获取、使用方面,以及对信息披露不同侧面的需求方面是否存在差异,从而为信息供给提供参考。

二、文献回顾

公司的信息披露是投资者获取信息的重要来源。对信息披露的现有研究主要集中于信息的供给方面^[1-4]。而完善的信息披露不仅限于信息供给“量”的增加,“质”的改善至关重要:一者,扩大信息供给的广度与深度受到成本的制约。有研究表明,公司的信息供给成本呈现逐年增加趋势^[5];二者,信息披露“量”的增加并不一定提高信息传递的有效性:随信息供给量的增加,投资者辨别各类信息相对重要性程度的成本随之增加。衡量信息披露“质”的一个角度,是信息供给与信息需求之间的匹配程度。有学者提出,我国目前的信息披露制度,具有监管导向过度、投资者导向不足的双重特征^[6],信息披露体系应以投资者需求为导向^[7-8],以投资者为核心、致力于满足投资者的信息需求有可能成为未来证券信息披露制度改革的新方向^[9],而现有研究对信息需求、尤其是异质投资者对信息需求的差异性,关注不足。

作为信息需求方的投资者是一个多元性异质群体。目前对投资者异质性的大量研究,主要集中于其在交易行为上的差异^[10-14]。导致交易行为差异的基础是什么? El-Gazzar^[15]认为,不同类型的投资者获取、使用不同的信息,且具备不同的信息处理能力。由此推断,异质投资者对信息的需求也必然是复杂的; Bissell^[16]认为,由于投资者的差异存在于数量与专业性特征两个方面:信息使用者的数量与专业性特征呈三角形分布——在三角形顶部,是少数有知识、具备信息解读能力的专业分析师,在三角形底部,是大量的个人投资者。因此,“平均的”投资者对信息的需求与专业的分析师对信息的需求截然不同。异质投资者对公开披露信息的关注力度、关注重点的差异,会通过其投资决策影响股票价格。因此,信息供给需要考虑到分布如此宽泛的信息使用者的需求情况。了解信息需求的差异,有助于有针对性地调整信息供给的内容和方式,使之更加贴近需求,从而提高信息传递的有效性,减少信息传递过程中的噪音与摩擦。

相对于已有研究,本研究的主要贡献在于:一、利用问卷调查的形式获取关于投资者信息需求情况的第一手资料,为研究提供了切实可靠的基础;二、通过问卷结果分析,研究了各类异质特征的投资者其信息需求是否存在差异;三、本研究成果得出的关于异质投资者信息需求的结论对于证券发行市场化进程中如何完善信息披露提供了参考借鉴。

三、问卷基本情况介绍

(一) 问卷的设计、发放、回收及信度、效度检验

问卷调查的内容包括投资者的基本信息、投资者对 IPO 招股说明书的阅读情况及对信息披露的需求情况。问卷从 2015 年底开始设计,经过预调查、修订等环节,于 2016 年初确定最终版后,以电子版(问卷星平台、微信、腾讯 QQ、电子邮件)及纸质版的形式分别进行发放,并于 2016 年上半年完成回收。发放对象包括各种类别的机构投资者,以及为数众多的个人投资者。问卷回收 1 582 份,整理剔除无效问卷后,得到有效问卷 937 份。

在对问卷结果进行分析前,对有效问卷进行了信度和效度检验。信度分析结果显示,整体克隆巴哈 α 系数为 0.810,标准化后的克隆巴哈 α 系数为 0.787,两者均大于 0.75,说明问卷整体内部一致性较高。分维度的测量中,IPO 信息阅读情况及信息披露需求情况部分的克隆巴哈 α 系数以及标准化后的克隆巴哈 α 系数均在 0.7 以上,说明问卷的内部一致性可靠。效度检验输出结果显示,对有效问卷抽取主成分后的共同性都在 0.40

以上,且超过 0.5 的变量数占 85.42%,问卷的可靠性较高。

(二) 问卷调查内容

本次调查在了解投资者类型、性别、年龄、受教育水平、投资规模、投资经历、损失承受极限、证券投资主要目标等信息的基础上,拟考察各类异质投资者在信息获取与信息需求的以下方面是否存在差异(表 1):

- 1、异质投资者对招股说明书的阅读程度;
- 2、异质投资者对招股说明书中不同章节影响投资决策程度的判断;
- 3、异质投资者对招股说明书中“软信息”的参考价值的认可度判断;
- 4、异质投资者对改进招股说明书信息披露形式的需求;
- 5、异质投资者对改进招股说明书信息披露流程的需求。

表 1 问卷调查对象、投资者异质特征与调查内容

问卷调查对象		问卷调查内容
异质投资者	性别	对招股说明书的阅读程度;
	年龄	对招股说明书不同章节影响投资决策程度的判断;
	受教育水平	对招股说明书中“软信息”的参考价值的认可度判断;
	投资规模	对改进招股说明书信息披露形式的需求;
	投资经历	对改进招股说明书信息披露流程的需求
	损失承受极限	
	证券投资主要目标	
	投资者类型 1:个人投资者/机构投资者	
	投资者类型 2:一般投资者/专业机构投资者	

其中投资者类型进行了两种分类:第一种分类将投资者分为个人投资者和机构投资者,在问卷中设置该选项;第二种分类将投资者分为一般投资者(包括个人投资者与机构投资者中的一般企业、公司等)和专业机构投资者(包括券商、投资基金等),考察投资者“专业性”与否这一异质性在信息获取、需求方面的差异。

四、问卷调查结果分析

(一) 异质投资者对招股说明书的阅读程度差异

针对“在购买新股前,对招股说明书的阅读情况”这一问题,问卷设计了五个选项(单选):选项 1,仔细阅读;选项 2,大体浏览;选项 3,只阅读招股说明书摘要;选项 4,不阅读,但通过网络等查阅发行人情况;选项 5,不查询发行人情况,直接购买。

将“认购新股前对招股说明书的阅读情况”设置为被解释变量,衡量投资者在 IPO 前的信息获取情况。为便于分析,设置三个程度的阅读情况差别:将选项 1、2 合并为“仔细阅读招股说明书或大体浏览招股说明书”,将选项 3、4 合并为“阅读招股说明书摘要或通过网络等查阅发行人情况”,选项 5 仍为“不查询发行人情况,直接购买”。变量说明与赋值情况见表 2。

表 2 影响投资者对招股说明书阅读情况的 logistic 回归变量表

变量类型		变量名	变量值及变量值含义
被解释变量	认购新股前对招股说明书阅读情况 <i>read</i>		1.仔细阅读招股说明书或大体浏览招股说明书;2.阅读招股说明书摘要或通过网络等查阅发行人情况;3.不查询发行人情况,直接购买
		投资者类型 <i>type</i>	1.个人投资者;2.机构投资者
		投资者受教育水平 <i>education</i>	1.专科或以下;2.大学本科;3.硕士;4.博士
		性别 <i>sex</i>	1.男;2.女
解释变量	投资者异质特征	年龄 <i>age</i>	1.30 岁以下;2.31~40 岁;3.41~50 岁;4.51~60 岁;5.60 岁以上
		投资规模 <i>size</i>	1.50 万元以下;2.50 万~100 万元;3.100 万~500 万元;4.500 万~1000 万元;5.1 千万~5 千万;6.5 千万~1 亿;7.1 亿~5 亿;8.5 亿元以上
		投资经历 <i>time</i>	1.1 年以下;2.1~5 年;3.5~10 年;4.10 年以上
		投资目标 <i>goal</i>	1.获得上市公司分红;2.赚取短期买卖差价;3.赚取中期买卖差价;4.获得股价长期稳步上涨的投资收益
		损失承受极限 <i>loss</i>	1.10% 以下;2.10%~20%;3.20%~30%;4.30%~40%;5.40%~50%;6.50% 以上

表 3 变量描述性统计

变量名	观察值	平均值	标准误	最小值	最大值
<i>sex</i>	923	1.402	0.491	1	2
<i>age</i>	922	2.223	1.107	1	5
<i>type</i>	930	1.137	0.344	1	2
<i>education</i>	924	2.379	0.875	1	4
<i>size</i>	931	1.956	1.769	1	8
<i>time</i>	923	2.478	1.066	1	4
<i>goal</i>	930	2.654	0.901	1	4
<i>loss</i>	930	2.689	1.351	1	6

表 3 是变量的描述性统计表,由于有投资者没有对诸变量涉及的题目逐一回答,各变量观察值不完全一致。将代表不同投资者异质特征的变量与投资者阅读招股书情况进行 mlogit^① 回归,结果显示(见表 4),以投资者“不查询发行人情况直接进行新股申购”为对照组,投资者“仔细阅读或大体浏览招股书”与“阅读招股书摘要或通过网络查询”的回归结果在 5% 的显著性水平下,只有投资者类型 *type* 通过检验,即机构投资者较个人投资者更倾向于阅读招股书,故保留该变量作为对投资者异质特征进行分类的根据。

表 4 关于招股说明书阅读情况的 mlogit 回归分析

解释变量	仔细阅读招股说明书或大体浏览招股说明书	阅读招股说明书摘要或通过网络等查阅发行人情况
<i>type</i>	2.007 *** (3.17)	1.494 ** (2.26)
<i>sex</i>	0.272 (1.33)	0.034 (0.16)
<i>age</i>	0.097 (0.86)	0.094 (0.81)
<i>education</i>	0.247 ** (2.14)	0.117 (0.98)
<i>size</i>	0.081 (0.78)	-0.042 (-0.38)
<i>time</i>	-0.143 (-1.11)	-0.163 (-1.22)
<i>loss</i>	-0.089 (-1.19)	-0.095 (-1.23)
<i>goal</i>	-0.153 (-1.36)	-0.025 (-0.22)
截距	-1.486 * (-1.87)	-0.616 (-0.75)

注:括号内为 *t* 值,* 表示显著水平 10%,** 表示显著水平 5%,*** 表示显著水平 1%,对照组是 *read*=3。

①Mlogit 是多项 logistic 回归模型,用于检验不同因素在多项互斥事件中做出选择的概率。

个人投资者与机构投资者,在招股说明书阅读程度上差异显著,这一调查结论与胡莹等^[17]运用实验研究法得到的结论相似。该研究对其进行了行为金融学解释:个人投资者之所以对信息披露的关注和敏感度不高,是存在过度自信心理。本研究认为,个体投资者与机构投资者都是理性的,其对 IPO 招股说明书阅读情况的差异主要取决于双方理解、吸收、内化信息的能力,即招股说明书对双方投资决策所具有的参考价值不同。而受教育水平、投资规模、投资经历等在解释招股说明书阅读需求差异方面不显著,则说明:发行市场的进入管制导致的一、二级市场之间的价格差降低了新股认购风险,使建立在获取信息基础上的决策的边际收益不明显,因此即使有能力负担信息获取成本的投资者,也缺乏获取信息的激励。

进一步地,将机构投资者按照是否“专业性”,划分为专业机构投资者(包括券商、投资基金等)与一般机构投资者(包括一般企业、公司等)^①,卡方检验显示:一般机构投资者在招股说明书的阅读方面,与个人投资者无显著差异,因此将其合并,称为一般投资者。将一般投资者与专业机构投资者对比后发现,两者在招股说明书的阅读情况方面存在显著差异(见表 5)。这说明,投资者“专业性”与否,对该差异具有解释力。由于性别、年龄、受教育水平、投资规模、投资经历、损失承受极限、证券投资主要目标等投资者异质特征对招股说明书阅读程度无显著影响,而问卷其他问题的回答依赖于招股说明书的阅读情况,因此下文对问卷其他各项结果的分析只针对投资者类型这一异质特征进行。

表 5 一般投资者与专业机构投资者对招股说明书阅读情况的卡方检验

卡方检验分类	检验值	自由度	渐进显著性(双侧)
皮尔逊卡方	40.544 ^a	2	0.000
似然比	44.600	2	0.000
线性和线性组合	37.068	1	0.000

注:a.0 最小单元格(0.0%)的期望计数少于 5,期望计数为 16.12。

(二) 异质投资者对招股说明书不同章节在决策中重要程度的判断差异

对于 IPO 招股说明书的各个主要构成章节,我们请投资者对其影响自己投资决策的重要性程度进行打分,最高 5 分,最低 1 分,整数递减。卡方检验显示个人投资者与机构投资者对于招股说明书各章节重要性判断的差异(见表 6):

表 6 个人投资者与机构投资者对招股说明书各章节重要性打分的差异性

招股说明书中的章节	皮尔逊卡方渐进显著性(双侧)	个人投资者对各章节重要性的排名	机构投资者对各章节重要性的排名
发行人基本情况	0.000	5	8
风险因素	0.224	3	4
业务和技术	0.411	6	2
同业竞争与关联交易	0.000	8	9
高管人员与公司治理	0.000	7	7
财务会计信息	0.019	1	1
管理层讨论与分析	0.197	9	6
业务发展目标/未来发展规划	0.860	4	3
募集资金运用	0.013	2	5

①度量机构投资者的异质性,从研究目的出发,可以有不同的角度:按照机构投资者与上市公司是否存在商业往来,将机构投资者划分为“压力敏感型”与“压力抵制型”^[18];按照持股比例,将机构投资者划分为稳定型与交易型^[19];按照投资期限,将机构投资者划分为长期机构投资者与短期机构投资者^[20-21]。

结果显示:个人投资者与机构投资者对于“发行人基本情况”、“同业竞争与关联交易”、“高管人员与公司治理”、“财务会计信息”、“募集资金使用”等部分的重要性判断存在显著差异,对“风险因素”、“业务和技术”、“管理层讨论与分析”、“业务发展目标/未来发展规划”等四个章节的重要性判断方面无显著差异。除机构投资者与个人投资者对于招股书主要章节重要程度的判断存在差异外,个人投资者认为招股书中重要性排前三的是“财务会计信息”、“募集资金使用”与“风险因素”。这主要是由于个人投资者对专业知识的了解有限,只能对介绍公司客观情况的章节做出一定的判断,因此对于财务会计信息及资金使用和风险因素的重视程度要高于对其他因素的重视程度;机构投资者认为重要性排第一位的和个人投资者一样,第二位和第三位分别是“业务和技术”和“业务发展目标/未来发展规划”。这可能是由于机构投资者由于拥有更多专业知识,对招股说明书中涉及公司实质性发展方面的问题关注度更高。

同上,将一般投资者与专业机构投资者进行对比后发现:投资者是否“专业性”,对招股说明书各章节重要性判断存在相似差异(表 7)。

表 7 一般投资者与专业机构投资者对招股说明书各章节重要性打分的差异性

招股说明书中的章节	皮尔逊卡方渐进 显著性(双侧)	一般投资者对各章 节重要性的排名	专业机构投资者对各 章节重要性的排名
发行人基本情况	0.001	7	8
风险因素	0.574	3	3
业务和技术	0.092	5	2
同业竞争与关联交易	0.000	8	9
高管人员与公司治理	0.009	6	7
财务会计信息	0.026	1	1
管理层讨论与分析	0.823	9	6
业务发展目标/未来发展规划	0.706	4	4
募集资金运用	0.083	2	5

(三) 异质投资者对招股说明书中“软信息”参考价值的认可度差异

招股说明书披露的信息,大体上分为“硬信息”(以“定量的、可证实的”等为特征,主要指的是业已发生的历史事实、财务信息等)与“软信息”(以“不可证实的”为特征,主要指关于未来发展方向、盈利预期等信息,如“业务发展目标或未来发展规划”这一部分的内容)。针对“如何看待‘业务发展目标/未来发展规划’这一部分内容在投资决策中的作用”这一问题,问卷设计了四个选项(单选):看法 1,目标或规划十分具体、可行,对投资决策极具参考价值,值得关注;看法 2,目标或规划的内容有虚有实,有的部分不够具体,对投资决策的参考价值有限,阅读时需要自行判断虚实;看法 3,目标或规划的内容虚多实少,对投资决策的参考价值很低,不值得关注;看法 4,目标或规划中定性的内容多,缺少盈利预测的数据等定量的内容。

表 8 个人投资者与机构投资者对“业务发展目标/未来发展规划”的态度

投资者类型	业务发展目标披露情况			
	看法 1	看法 2	看法 3	看法 4
个人投资者	25.1%	47.1%	20.1%	7.7%
机构投资者	15.3%	64.9%	15.3%	4.5%

表 8 结果显示,个人投资者与机构投资者对看法 2 的选择占比均最高:分别为 47.1%和 64.9%。但整体来看,机构投资者只有在看法 2 的选择上,比个人投资者占比高,对其他看法的选择占比,都比个人投资者低。皮尔逊卡方检验与似然比卡方检验的结果均在 5%的显著性水平下拒绝原假设,即可以认为,个人投资者对“业务发展目标/未来发展与规划”的披露情况在投资决策中所起作用的判断,与机构投资者具有显著差异。

同上,将一般投资者与专业机构投资者进行对比后发现:皮尔逊卡方检验与似然比卡方检验的结果均在 5%的显著性水平下拒绝原假设,即一般投资者对“业务发展目标/未来发展与规划”的披露情况在投资决策中所起作用的判断,与专业机构投资者具有显著差异。因此,投资者是否“专业性”,解释了对“软信息”在决策中作用判断的差异。

(四) 异质投资者对改进招股说明书披露形式需求的差异

针对“招股说明书在形式上应如何改进”这一问题,问卷设计了五个选项(可多选):改进措施 1,压缩、删除或合并重复性内容,避免前后章节中的重复性陈述;改进措施 2,各章节的内容应有繁有简,突出重点,该深入陈述的部分应更加详尽;改进措施 3,语言应更加浅显、简洁、易懂;改进措施 4,对证监会反馈意见的回答等内容在披露稿中用加粗字体,提醒投资者关注;改进措施 5,其他意见建议请填写(开放式)。

表 9 个人投资者与机构投资者对改进招股说明书形式的需求对比

投资者类型	招股说明书改进措施				
	措施 1	措施 2	措施 3	措施 4	措施 5
个人投资者	57.65%	64.4%	63.5%	50.4%	2.7%
机构投资者	66.9%	77.2%	64.6%	44.1%	1.6%

表 9 结果显示,个人投资者与机构投资者选择改进措施 1、2、3 的比例都较高。其中,对措施 2 的选择均最为集中;其次,个人投资者更关注措施 3,体现了其作为非专业人士对降低阅读招股说明书专业门槛的愿望,而机构投资者其次关注措施 1,体现了机构投资者对招股说明书核心信息的把握能力;第三位被关注的,个人投资者选择措施 1,机构投资者选择措施 3;个人投资者与机构投资者关注第四位的是措施 4,选择该措施的个人投资者占比比机构投资者要高,显示了个人投资者对招股说明书易读性的需求。将一般投资者与专业机构投资者进行对比后,以上结论依然成立(限于篇幅,表略)。

(五) 异质投资者对 IPO 信息披露流程的需求差异

针对“对改进 IPO 信息披露流程有哪些需求”,问卷设计了四个选项(可多选):改进 1,公开披露从 IPO 准备、申报到挂牌上市的各个环节的信息;改进 2,公开披露最终招股说明书与预披露信息的差别并说明原因;改进 3,企业上市后三年内,应每年披露招股说明书内容中所涉及事项的变化、完成等情况;改进 4,其他建议请填写。

表 10 个人投资者与机构投资者对于改进 IPO 信息披露流程的需求对比

投资者类型	IPO 信息披露环节改进措施			
	改进 1	改进 2	改进 3	改进 4
个人投资者	60.1%	67.1%	68.1%	2.3%
机构投资者	74.8%	61.4%	61.4%	2.4%

表 10 结果显示,个人投资者选择改进 3 的比例最高,显示其更注重事后环节,偏好于能获取持续的增量信息;机构投资者对改进 1 的选择比例最高,显示其更注重事中环节,偏好于获取事关信息披露环节质量的信

息。个人投资者更注重IPO后公司的后续表现,这应与其对IPO信息的判断能力低于专业的机构投资者有关。这一结果与Kalay^[22]的观点一致。该研究认为,由于专业投资者与非专业投资者对已知信息的阅读能力存在差异,因此在对现有信息供给之外的进一步的信息需求方面,存在不同偏好。

将一般投资者与专业机构投资者进行对比后,结论近似:一般投资者选择改进3的比例最高,而专业机构投资者选择改进1的比例最高。

五、调查结论与建议

IPO公司信息的有效传递、解读能够提升证券市场信息效率,是证券市场稳定运行、避免大幅异常波动的重要保障。对异质投资者的IPO信息需求差异情况进行调查,能够深入了解市场第一线的各类异质投资者的信息需求情况,挖掘信息供给的不足。根据调查分析结果所发现的问题提出相应的政策建议,有助于促进证券市场运行效率的提高。

(一)调查结论总结与分析

通过研究各类异质投资者对IPO招股说明书阅读及信息需求情况的调查问卷,结果显示,不同受教育水平、不同投资规模、不同投资经历、不同损失承受极限、不同投资目标的异质投资者在信息获取、信息需求方面未呈现显著差异,而个人投资者与机构投资者之间,进而一般投资者与专业机构投资者之间在信息获取、对信息披露的需求方面差异显著:

(1)个人投资者在认购新股前对信息的获取程度显著低于机构投资者。

(2)个人投资者对招股说明书中部分章节重要性程度的评价显著异于机构投资者。

(3)个人投资者对“软信息”在投资决策中参考价值的认可度异于机构投资者,前者更加注重“软信息”在投资决策中的参考价值。

(4)个人投资者与机构投资者对IPO招股说明书改进的需求方面存在差异:在信息披露形式上,前者更注重易读性需求,后者更注重核心信息的披露;在信息披露流程上,前者更注重事后环节,偏好于获取增量信息,后者更注重事中环节,偏好于获取信息披露环节质量的信息。

进一步将投资者划分为一般投资者与专业机构投资者后发现,投资者是否“专业性”,对上述诸差异具有解释力。

以上分析结论具有现实的政策意义:能够实现信息有效传递的信息供给要考虑到异质投资者对信息需求的差异性,并适应这一需求差异而调整,从而在不增加信息供给成本的前提下,提高信息传递的有效性。

(二)调查结论启示与建议

根据异质投资者对IPO信息需求的差异,完善IPO信息披露制度,可从以下几方面着手:

(1)招股说明书内容应突出重点、表述简洁。招股说明书的表述应以简明易懂、语言浅白为基本原则,避免使用专业化强、字面艰涩的词汇或大量使用释义,从而维持投资者的阅读兴趣。在与问卷调查同时进行的投资者访谈中,有投资者反映:招股说明书的不同章节存在着内容重复现象,例如“财务会计信息”部分与“管理层分析与讨论”部分。这使投资者容易产生阅读疲劳,并削弱其对不同部分信息重要性程度的甄别能力。因此,应精简内容,避免重复。

(2)减少“软信息”所占比重。问卷调查结果显示,一般投资者更易受“软信息”影响。而“软信息”具有模糊性与主观性,在信息传递过程中容易发生耗损、理解歧义。因此,应减少“软信息”所占比重,弱化其对投资者决策的影响。

(3)针对差异化的信息需求,允许信息供给渠道差异化。监管层应拓宽IPO信息披露的渠道,允许非专

业的投资者易接触到的媒体披露招股说明书摘要^①;另外,可以修改招股说明书摘要格式以及内容的呈现方式,使得一般投资者更加便捷地获取有利于做出投资判断的信息。

(4)建立信息需求的反馈机制。信息传递不应是信息的单向流动,而应体现信息供给与需求之间的互动,最大化地减弱信息不对称。因此,在 IPO 信息披露环节,应建立信息供给方与需求方之间的沟通机制,使信息供给在得到投资者反馈基础上再次完善,实现信息供给的动态优化。

(5)发挥信息媒介的信息传递作用。Armstrong 等^[23]研究发现,信息媒介诸如证券分析师和财经媒体有助于审视(scrutinize)和吸收(assimilate)信息披露。证券分析师、财经新闻媒体等信息媒介在信息获取、阅读能力方面等同于专业投资者,他们对公开披露信息进行解读后,以非专业投资者更易理解的方式进行供给,有助于降低专业投资者所具有的相对信息优势。Wang 等^[24]研究发现,证券分析师建立在 IPO 披露信息基础上对股价预测的精度对 IPO 溢价有显著影响,这说明证券分析师价格预测行为的有效性,分析师可以帮助投资者更好地评价 IPO。由于非专业的投资者占据投资主体的较大比例,发行审核部门应注重发挥独立第三方解读、传递 IPO 信息的作用。

囿于调查时间、调查范围的局限性,本研究存在着进一步改进的空间——可以通过扩大问卷范围,获得更大规模的样本数据、对调查对象进行动态追踪分析等方式,增加本调查的实践指导意义。

参考文献:

[1]汪炜,蒋高峰.信息披露、透明度与资本成本[J].经济研究,2004(7):107-114.

[2]张程睿,蓝锦莹.信息质量与投资者保护——基于对违规披露公司及其配对样本的比较分析[J].华南师范大学学报(社会科学版),2011(6):79-85.

[3]曹亚勇,王建琼,于丽丽.公司社会责任信息披露与投资效率的实证研究[J].管理世界,2012(12):183-185.

[4]辛清泉,孔东民,郝颖.公司透明度与股价波动性[J].金融研究,2014(11):193-206.

[5]周勤业,卢宗辉,金瑛.上市公司信息披露与投资者信息获取的成本效益问卷调查分析[J].会计研究,2003(5):3-10.

[6]程茂军,徐聪.投资者导向信息披露制度的法理与逻辑[J].证券市场导报,2015(11):64-71.

[7]赵立新.构建投资者需求导向的信息披露体系[J].中国金融,2013(6):78-80.

[8]黄立新,陈宇,吴姬君,等.构建基于投资者需求的信息披露制度探讨[J].证券市场导刊,2014(7):4-9.

[9]窦鹏娟.证券信息披露的投资者中心原则及其构想——以证券衍生交易为例[J].金融经济研究,2015(6):60-71.

[10]EKHOLM A.How do different types of investors react to new earnings information? [J].Journal of business finance & accounting, 2006,33(1-2), 127-144.

[11]CHUNG C Y, LEE J, PARK J.Are individual investors uninformed? evidence from trading behaviors by heterogeneous investors around unfaithful corporate disclosure[J].Asia-pacific journal of financial studies 2014, 43(2): 157-182.

[12]史永东,李竹薇,陈炜.中国证券投资者交易行为的实证研究[J].金融研究,2009(11):129-142.

[13]陈志娟,郑振龙,马长峰,等.个人投资者交易行为研究——来自台湾股市的证据[J].经济研究,2011(s1):67-79.

[14]陈炜,袁子甲,何基报.异质投资者行为与价格形成机制研究[J].经济研究,2013(4):43-54.

[15]EL-GAZZAR S M.Predisclosure information and institutional ownership: a cross-sectional examination of market revaluations during earnings announcement periods[J].The accounting review 1998,73(1):119-129.

[16]BISSELL G S.A professional investor looks at earning forecast[J].Financial analysts journal,1972,28(3):73-78.

[17]胡莹,仲伟周.上市公司信息披露对个体投资者行为的影响——基于行为金融的实验研究[J].南京师大学报(社会科学版),2010(3):83-88.

①据中国证监会于 2007 年颁布的《上市公司信息披露管理办法》(中国证券监督管理委员会令第 40 号),信息披露义务人需要公开披露包括招股说明书等文件;在信息披露义务人网站及其他媒体发布信息的时间不可先于指定的媒体。指定媒体包括《中国证券报》《上海证券报》《证券时报》《金融时报》《经济日报》《中国改革报》《中国日报》《证券市场周刊》和巨潮资讯网。

[18]BRICKLEY J A. LEASE R C, SMITH C J. Ownership structure and voting on antitakeover amendments[J]. Journal of financial economics, 1988, 22(2):267-292.

[21]李争光,赵西卜,曹丰,等.机构投资者异质性与会计稳健性——来自中国上市公司的经验证据[J].南开管理评论, 2015(3):111-121.

[22]罗付岩.机构投资者异质性、投资期限与公司盈余管理[J].管理评论, 2015(3): 174-184.

[23]邓博夫,吴萌,吉利.社会责任信息披露能引起机构投资者关注吗——基于股权资本成本的检验[J].财经科学, 2016(9): 24-32.

[24]KALAY A. Investor sophistication and disclosure clienteles[J]. Review of accounting study, 2015, 20(2):976-1011.

[25]ARMSTRONG C S, GUAY W, WEBER J P. The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting[J]. Journal of accounting and economics, 2010, 50(2):179-234.

[26]WANG J, LIU M H. The accuracy and effectiveness of securities analysts' pricing forecast——empirical research based on a-shares IPOs[J]. Procedia computer science, 2014(31):587-596.

Investigation Analysis on the Differences of Demand for IPO Information Disclosure among Heterogeneous Investors

SUN Li¹, HUANG Fangliang¹, HAN Xu¹, YANG min²

(1. School of Finance, Shandong University of Finance and Economics, Jinan 250014, China;
2. Jiefang Road Branch of Qilu Bank, Jinan 250000, China)

Abstract: The prerequisite of effective information disclosure is understanding the differences of information demand among Heterogeneous Investors. The results of questionnaire survey indicated that there were no significant differences on information acquiring among heterogeneous investors with different education backgrounds, investment scales and investment experiences as well as different loss toleration limit and different aims of investment, but there were some significant differences between individual investors and institutional investors on their demand for IPO prospectus information disclosure; the reading depth, the judgment on the importance of different parts of the IPO prospectus, the role of soft information in decision-making and the demand for improvement of the form and procedure of information disclosure. Further research indicated that it is the character of *sophisticated* or *not sophisticated* that contributed to the differences above. According to the questionnaire survey results, it can be concluded that the supply of IPO information should be demand-oriented, and should be adjusted according to information demand, so that the noises of information transmission can be lessened and the effectiveness can be improved.

Keywords: Heterogeneous Investors; Information Demand; IPO Prospectus; Survey Analysis

(责任编辑 刘小平)