

投资者IPO信息获取与权益保护

——基于成熟投资者问卷调查的研究

○ 黄方亮 孙莉 陈静 吴超鹏

摘要 在IPO市场改革不断推进的背景下,从微观层面看,投资者事前信息获取和事后权益维护的行为如何选择?基于成熟度较高的投资者进行的问卷及辅助访谈调研结果的分析发现,异质投资者的信息获取与利用行为存在差异;投资者对招股说明书等“一手”信息的关注不足;个人对媒体等“二手”信息过于依赖,而机构则更多地通过实地调研获取更多信息。在遭遇信息欺诈时,仅约1/3的投资者有意愿寻求司法救济,个人明显更少,原因是成本高、举证难。投资者事前阅读招股书的程度与事后寻求司法救济的程度正相关;招股书阅读与实地调研的交互项对寻求司法救济的影响不显著。与不了解行政诉求渠道的投资者相比,了解者选择“不寻求司法救济”的概率更低。由问卷分析得到的结论有利于为投资者知情权、求偿权的制度完善及注册制改革提供依据。

关键词 IPO信息获取;投资者权益保护;成熟投资者;问卷调查

引言

我国一直在努力探索、推进IPO市场化改革。2015年底,十二届全国人大常委会做出了有关注册制工作的授权及在两年期限内完成的决定,中国证监会于2016年初将注册制改革准备工作列为首要任务。但受注册制即将推出等因素的影响,投资者的投资意向与行为发生变化,短期内证券价格波动剧烈,改革的步伐放缓。2018年初,十二届全国人大常委会决定将注册制改革

工作期限延长两年。2018年11月,习近平总书记在首届中国国际进口博览会上提出设立科创板,并将此作为实施注册制的试点。注册制改革的核心内容,是强化IPO信息披露,要解决的关键问题是如何更有效地保护投资者权益。在中国资本市场发展历史尚短、市场波动幅度较大、诸多制度安排有待完善等特殊的背景下推行注册制,如何保证IPO信息披露的质量及如何保护投资者的权益,成为需要迫切考虑与解决的问题。可靠的信息供给(减少信息不对称现象)与投资者权益保护(尤其是对中小投资者的保护)影响着证券市场的规模和活跃程度,是证券市场稳定发展的必要前提;^[1-3]资本市场的改革十分依赖保护投资者的法律体系与信息披露的强制性措施。^[4,5]可见,IPO市场中的事前信息获取与事后权益维护程度对于能否顺利推进改革十分重要。

整体看,证券市场事前信息的相关研究大多针对信息的供给方即上市公司,对信息的需求方即投资者层面的考察相对较少。在IPO市场中,信息不对称问题不仅归因于信息供给方在传递信息时隐瞒真实状况的动机,也归因于信息需求方对信息的搜集与利用能力。例如,有的投资者并不去阅读发行人披露的信息;有的即使阅读,由于认知能力有限,能够真正获取的有价值信息也有限。所以,作为信息接收方的投资者具有“有限的关注与信息处理能力”的异质性,不符合完全信息下的无差异假设。^[6-8]异质投资者的信息获取和解读能力成为一个值得深入探讨的前沿问题。^[9]此外,针对不同投资

作者简介 黄方亮,山东财经大学金融学院教授、博士,研究方向为金融市场与投融资管理;孙莉,山东财经大学金融学院副教授、博士,研究方向为制度经济学与投资者保护;陈静,山东财经大学金融学院硕士研究生,研究方向为投融资管理;吴超鹏,厦门大学管理学院教授、管理学博士,教育部青年长江学者,研究方向为公司财务与资本市场

基金资助 本文受国家社会科学基金重点项目(15AJY019)资助

者之间(即投资者群体内部)存在的信息不对称现象,已有文献研究了内部人与外部股东之间的第二类代理问题,还研究了外部股东中专业、富有经验的高成熟度投资者与非专业、缺乏经验的低成熟度投资者之间的信息不对称问题。^[10-13]这种投资者之间的信息不对称源自两个渠道:一是专业投资者(多是机构)比非专业投资者(多是个人)更能接触到关于公司的非公开信息;二是对于公开信息,专业投资者比非专业投资者具有更强的吸收能力。^[14-19]陈小林等^[20]从机构投资者的信息搜寻获取方面研究了其信息披露行为对私有信息套利存在交互效应,从侧面说明了信息获取差异的影响。

在结合事前信息获取及事后权益保护的研究中,大多以二级市场作为研究对象,主要从两个层面进行考察:第一,不同国家或地区之间的跨国层面比较,主要是国外学者的相关研究,包括考察具有不同投资者保护背景的大陆法系和英美法系国家或地区其投资者保护水平与某个方面的信息披露质量的相关关系。多数研究发现,投资者保护制度越完善、拥有较强投资者保护机构且执法力度越大的国家,上市公司信息披露的信息含量越高,越能反映企业价值。^[21-27]①第二,国内学者在公司层面或国内地区间的研究,主要探讨上市公司或国内地区间信息披露与投资者保护水平之间的关系或差异。张宗新、^[28]姚颐等^[29]认为,信息披露的质量与公司市值和公司盈利能力呈正相关关系,企业价值的真正体现能够起到保护投资者权益的作用。闫华红等^[30]认为,提高会计信息的可靠性、及时性,能够减少信息泄露,起到加强保护投资者的作用。反过来看,在严格的投资者保护体系中,公司会被迫降低其与投资者之间的信息不对称程度。^[31,32]

现有研究对信息需求方(即投资者)的考察较少,最直接的考察方式是问卷调查与访谈。对我国投资者进行的相关研究主要包括考察投资者获取信息的费用、所关注的财务指标,^[33,34]投资者的交易特点、认知偏差和风险偏好偏差,^[35]投资者保护的执行情况与公司资本结构的关系,^[36]以及进行股票交易给投资者带来的幸福感等。^[37]黄方亮等^[38]就新股发行风险信息披露问题做了投资者问卷调查,但该研究未涉及投资者权益保护问题。

我国现有的问卷调查多数针对投资者的二级市场交易行为,而IPO市场的信息不对称现象更为突出,投资者保护问题也更值得关注。在我国推进注册制改革背景下,对投资者信息获取与权益保护行为的考察非常重要。尤其是我国仍然具有新兴市场的特征,机构与个人投资者的构成与成熟市场相比仍有很大差异。据中国证券业

协会2016年统计,^[39]2015年证券公司投资金额在50万元以下的客户占全部有效客户的比例高达88%左右。中小投资者的投资交易量占比极为可观,^②其权益保护问题更值得关注。

从微观的投资者层面考察,投资者如何获取IPO信息?投资者在遭受信息欺诈时如何保护其权益?这两者之间是否存在某种关联性?向投资经验较为丰富、专业知识水平较高的成熟投资者群体进行问卷调查,可以获得较为专业化的答复,得到推进注册制改革的直接依据。根据问卷结果就相关问题展开探讨,能够弥补本领域相关研究尚少且多以代理变量进行实证检验的不足。

本文的创新点在于,与有关档案式研究以上市公司与投资者网上互动文本字数的统计量反映投资者信息获取和解读能力不同,^[9]我们面向成熟投资者进行问卷调查及辅助访谈,更加直接地获取来自投资者的一手信息,考察投资者的自身特征及其IPO信息获取、利用行为,并考察投资者对权益维护渠道的了解和利用程度及维权意向和维权行为;验证异质投资者的有关行为选择差异假设;通过构建Mlogit模型,验证有关研究所发现的普遍存在于证券二级市场的投资者信息获取与权益保护之间的关联性在一级市场中的存在状况;从各类信息传递渠道、权益维护渠道等更加微观的层面剖析核准制背景下异质投资者的行为差异,论证具有不同成熟度特征的投资者的行为选择机理,丰富、细化了有关投资者行为选择理论的研究,为注册制的机制设计提供了理论和现实依据。

一、理论基础与研究假设

1. 投资者IPO信息获取与利用行为

根据有效市场理论,信息传递越及时、越充分,市场效率越高。但现实情况是,投资者接收信息的能力有限且有差异。在信息获取和处理上,成熟度高的投资者的能力更高、成本更低,具有更大的信息优势。^[41-43]有关投资者成熟度的研究表明,投资者成熟度的异质性会导致其投资行为的差异。Dreu等^[44]通过对养老基金进行考察发现,规模小的养老基金成熟度低,而成熟度低的养老基金会制定风险低的投资策略。Bellofatto等,^[45]Van Rooij等^[46]检验调查资料发现,对金融知识掌握程度不同的投资者的投资行为不同,金融知识掌握程度高的投资者收益更高,更少出现处置效应。罗炜等^[47]考察了风险投资机构在IPO后减持时的行为,指出投资经验越多的机构越能有效利用所搜集的信息,处置效应更不明显。Kalay^[12]发现,成熟度高的投资者倾向于交易

经常有盈利指引公告的证券；不同披露方式的信息能够使不同成熟度的投资者受益，即存在信息披露的投资者成熟度效应。公司管理人员会根据投资者信息获取和解读能力的不同，选用不同的信息披露方式和渠道，例如对年报内容可读性的控制。^[48,49]尹志超等^[50]指出，掌握更多金融知识、积累起更多投资经验的家庭能够更多地投资股票等风险资产。可见，在证券市场中，不但上市公司的信息供给影响投资者的投资行为选择，而且投资者自身的信息获取、利用能力也是其行为选择的重要因素。投资者的信息获取和利用能力体现在更加微观的层面，包括投资者对公开信息、实地调研、媒体报道等各种渠道的利用及对招股说明书等不同信息的阅读程度上。从这两个层面考察，我们提出如下假设：

H1a：异质投资者具有差异性的信息获取行为选择，成熟度高的投资者的信息关注与处理能力更强

H1b：异质投资者具有差异性的信息利用行为选择，机构投资者对 IPO 信息的阅读程度高于个人投资者

2. 投资者权益保护行为

投资者对金融知识的掌握程度、投资经验的积累等因素会影响其对证券信息的获取与利用，进而影响其投资预期与投资行为，^[51]也会影响其对自身的权益保护。尤其是对许多中小投资者，由于对投资方法的掌握与运用程度、对风险的认知能力及股东意识等均有限，其权益保护问题更为突出。Giofré^[52]发现，掌握较多金融知识的投资者会通过更加多元化的投资组合来提高收益，这在投资者保护水平较弱的国家的证券市场更为明显。张腾文等、^[53]杜征征等^[54]指出，让投资者学会进行自我保护是保护投资者权益的基础，他们的实证检验结果表明，金融教育培训、投资者自身的金融知识积累能够提高投资者自身的权益保护水平。丁慧等^[9]通过对上交所“上证 e 互动”平台的考察，发现利用此平台能够提高投资者的信息获取和解读能力，有利于降低市场的信息不对称程度。现有相关研究多是考察二级市场中异质投资者的权益保护情况，而对一级市场中相关情况的考察还较少。由于我国对投资者的保护不仅表现在司法措施上，也体现在行政渠道上，并且后者经常发挥极为重要的作用。针对这种特殊状况，我们提出如下假设：

H2a：与个人投资者相比，机构投资者选择进行权益保护的意愿更强

H2b：影响异质投资者权益保护行为差异的主要原因是个人对司法救济知识的了解较少，寻求司法救济的成本较高

H2c：异质投资者对权益维护的行政渠道的了解、

利用程度有差异，个人的了解、利用程度低于机构

3. 投资者信息获取和权益保护行为的关系

有些“坏”公司会设法进行自我“包装”，以满足进入 IPO 市场的条件。这种信息欺诈会损害投资者的权益。La Porta 等^[3]考察了 49 个国家的证券法律对 IPO 市场监管所发挥的作用，发现系统的信息披露要求与规范的投资者损失赔偿责任追究机制有利于促进市场的发展。Lang 等^[55]考察了 27 个国家股权结构、分析师研究报告、投资者保护和公司估值之间的关联情况，发现在投资者保护较弱的国家，家族或管理层控制程度及分析师的报告对公司价值有更强的正向交互作用；他们指出，分析师发布报告可被视为一种公司治理措施，由此可推测在投资者保护较弱的国家，分析师提供的信息有利于保护中小投资者的权益。Habib、^[21]张宗新、^[28]姚颐等、^[29]闫华红等、^[30]北京大学课题组等^[32]从信息供给的角度验证了证券二级市场的信息披露质量与投资者保护水平呈正相关关系。那么，在一级市场中，从投资者这一微观层面的信息需求角度看，投资者的信息获取与权益保护决策之间是否也存在着正相关的关系？我们从两个方面做出预期：投资者的 IPO 信息获取程度与寻求司法救济决策之间具有相关性；除受信息获取能力影响之外，投资者对行政诉求渠道的了解及利用程度能够影响其做出是否寻求司法救济的决策。基于此，提出假设：

H3a：投资者 IPO 信息获取程度与选择寻求司法救济的意愿正相关

H3b：投资者对行政诉求渠道的了解程度与选择寻求司法救济的意愿正相关

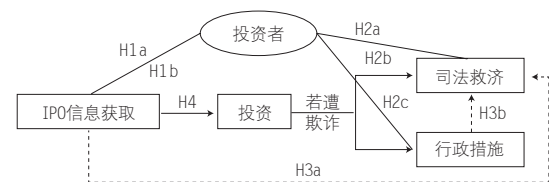


图1 研究框架与研究假设

投资者可以通过行政、司法等外部力量，也可以通过调整自身投资行为保护自身权益。那么，投资者事前对 IPO 信息的搜寻、利用程度方面存在差异，是否不仅导致其对投资者保护外部力量利用的差异，还会导致其自身投资行为调整的自我保护差异？从现实状况看，在公司上市后“变脸”和造假上市等情形中，是否更加具有信息优势的投资者能够对此类公司提前做出辨别，并在新股申购中进行风险规避呢？换言之，是否存在“坏”公司被大多数中小投资者申购了的“赢者诅咒”现象？

理论上, 具有更大信息优势的投资者应该在申购新股时具有更高的风险规避能力。但在新股供给的数量与价格均受到不同程度的控制、市场供给与需求失衡的状况下, IPO 的后市收益率大幅提高, 申购新股的风险大幅下降, 这导致各类异质投资者均会追逐新股的超额收益。因此, 我们提出如下假设:

H4: 投资者的信息获取程度存在差异, 但在 IPO 市场失衡的状况下具有一致性的行为选择, 即其在投资过程中的自我保护行为无显著差异

本文的研究框架和研究假设如图 1 所示。

二、问卷数据及信效度分析

1. 问卷的设计、发放和回收

本研究于 2015 年 10 月开始着手设计问卷, 经过实地访谈、反复征求意见、预调查、试答等环节, 根据反馈的意见修订, 于 2016 年 4 月确定最终版。问卷由三大部分组成: 投资者的特征, 投资者对 IPO 公开披露信息的搜集及阅读状况、投资者对其权益的维护状况 (如表 1 所示)。调查的主要目的是考察我国 IPO 投资者的知情权与求偿权状况, 以及二者之间的关联性。

表1 问卷主要内容构架

问卷的组成部分	调查的目的
投资者的属性、特征	投资者机构、个人属性, 年龄、学历分布
	投资经历、投资规模、投资目标、交易频率、投资收益状况
投资者对信息的搜集、阅读	投资者获取信息的渠道
	投资者对 IPO 信息阅读、利用的程度
	投资者对 IPO 信息披露方式、内容等方面的改善意愿
投资者权益的保护	投资者对自身权益保护渠道的了解程度及相关缘由
	投资者对受信息欺诈而寻求的司法救济状况及相关缘由
	投资者对 IPO 机制、权益保护措施改善意愿

2016 年 4 月初我们将调查问卷分别以电子版 (问卷星平台、微信、腾讯 QQ、电子邮件)、纸质版的形式, 向全国各地的投资者投放。因本研究的一个重要目的是探讨推进注册制改革过程中的投资者知情权和求偿权问题, 而推行注册制对投资者的专业知识和投资分析能力有较高的要求, 所以问卷题目的内容较为专业, 发放对象主要是成熟度较高的投资者。以电子邮件形式发放的问卷主要是面向诸如证券投资基金、证券公司、投资公司等专业化的机构投资者, 其他形式的电子版问卷由课题组成员发放给了亲属、同事、同学、朋友中的投资者。纸质版问卷的发放对象主要是证券公司营业部有新股申购经历的投资者, 以及课题组成员熟知的投资者。为确保发放对象主要为成熟度较高的投资者, 采取了以下审

慎措施: 课题组成员从业于金融领域, 所以直接发放的对象也多从业于金融或相近领域, 成熟度较高; 问卷题目的专业化程度较高, 有些普通投资者无法完成答复, 因此剔除答复中存在前后矛盾作答情形的无效问卷。问卷于 2016 年 5 月底完全回收。电子版与纸质版问卷合计回收 1582 份, 剔除无效问卷, 得到有效问卷 932 份。^③

2. 问卷应答者的样本数据描述

问卷的第一部分主要是对于投资者自身特征及投资特征进行的调查。回答问卷的投资者群体在性别、学历、年龄、投资经历等方面的大致分布情况是: 在性别方面, 男女占比分别约为 3/5、2/5; 在年龄方面, 30 岁以下的占比最多, 约为 1/3; 在受教育程度方面, 绝大多数拥有大学本科及以上学历; 投资经历在五年以下的占到了 1/2 强, 5-10 年、10 年以上的各占 1/5 强。在个人与机构投资者方面, 个人占比 4/5 强。在投资规模方面, 50 万元以下的投资者占比约为 3/5 (详见图 2 至图 7)。

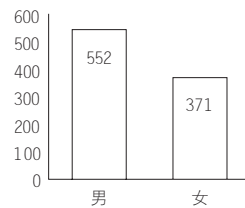


图2 不同性别的投资者数量

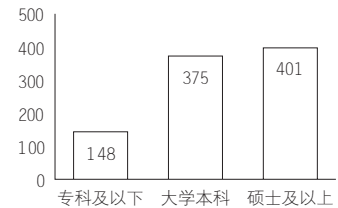


图3 不同学历的投资者数量

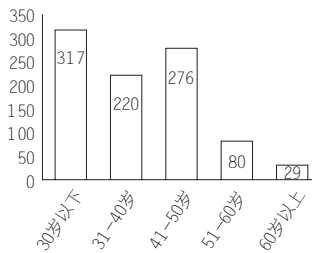


图4 不同年龄的投资者数量

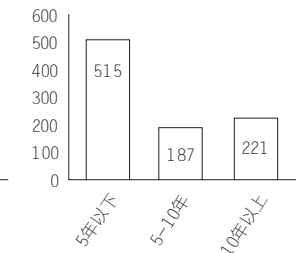


图5 不同投资经历的投资者数量

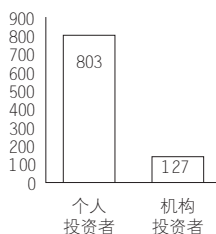


图6 不同属性的投资者数量

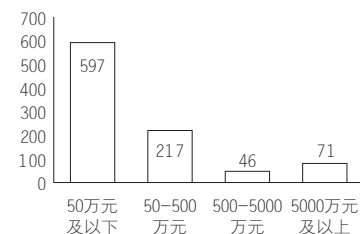


图7 不同投资规模的投资者数量

与中国证券业协会于 2016 年^[39]发布的对 2015 年证券公司投资额在 50 万元以下的客户占比为 88% 的数据相比, 有效问卷中投资规模在 50 万元以下的投资者约为 64% 的占比较低, 说明有效问卷中投资规模比较

大的投资者的构成比例较高。根据对某证券公司营业部投资者账户随机抽取的 25600 个样本数据, 投资规模在 50 万元以下的投资者占比约为 98%, 大学及以上学历的投资者占比约为 43%。问卷样本与抽样样本相比, 前者的学历水平和投资规模明显较高, 说明问卷样本符合我们对问卷调查对象的界定, 即主要是成熟度较高的投资者。

3. 问卷的效度、信度分析

问卷具有较可靠的内容效度和建构效度。我们在问卷设计初期进行了多次修改, 历经 3 个月设计完成初稿之后, 聘请 6 位相关研究领域的教授对问卷内容及问题描述进行了再次修改。然后, 又就问卷相关问题对某些投资者、发行人进行了实地访谈, 再次完善了问卷。之后, 将问卷试发给相关投资者、专家、从业人员等 30 人,^④对问卷的问题进行了试答, 征求了试答者对回答时间、题目数量、题目内容等方面的反馈意见, 并对问卷问题进行了调整、完善、定稿。问卷修改时间的长短和效度无关, 因此, 问卷具有较高的内容效度。

为检验建构效度, 对问卷相关矩阵进行 Bartlett 球形检验, 得 KMO 值为 0.861, 结果显示适合进行因素分析。据 SPSS17.0 因素分析法输出结果, 问卷变量共同性都在 0.40 以上, 且超过 0.5 的变量数占 81.25%。按 Kaiser 准则, 抽取特征值大于 1 的公因子 20 个, 累积解释率为 64.041%, 大于 60%。因此, 问卷的建构效度较好, 测验结果的可靠性较高。^⑤

在信度检验中克朗巴哈 α 系数使用较广。^⑥根据 SPSS17.0 信度检验, 问卷的整体克朗巴哈 α 系数为 0.840, 标准化后的克朗巴哈 α 系数为 0.821, 两者均大于 0.8, 说明问卷整体内部一致性较高, 问卷具有很好的信度。在分维度的测量中, 投资者对 IPO 信息的获取及投资者权益保护情况两部分的克朗巴哈 α 系数以及标准化后的克朗巴哈 α 系数均在 0.7 以上, 说明两者的信度均达到了可靠的范围, 问卷的内部一致性可靠。

三、投资者信息获取与利用及权益保护行为的数据分析与假设检验

1. 投资者 IPO 信息获取与利用行为分析

(1) 投资者的 IPO 信息获取行为

问卷中设置的“您关注 IPO 信息来源渠道的方式”这一题项可以用来检验假设 1a, 即验证异质投资者的信息获取行为是否具有差异, 专业水平高的投资者是否更会利用专业性强的信息获取渠道。此题项设计了 6 个选项, 为多选题, 回答本问题的有效问卷数量为 929 份,

统计结果如表 2 所示。

表2 投资者的IPO信息获取渠道

分类	投资者关注IPO信息来源渠道的方式的选项占比(%)							问卷数量(份)
	发行人披露的信息	实地调研	媒体信息	交易软件信息	内幕消息	他人推荐		
不同属性投资者占比	个人	66.3	10.1	49.6	50.6	15.1	37.7	802
	机构	85.0	53.5	27.6	29.1	31.5	23.6	127
全部有效问卷占比		68.9	16.0	46.6	47.7	17.3	35.7	929

注: 百分比的计算方式为各类投资者对各选项的响应数量总和 / 该类投资者的总数

对个人与机构不同属性投资者 IPO 信息获取的方式的卡方检验结果显示, 在给定显著性水平 5% 的情况下均拒绝原假设, 即不同属性的投资者在信息获取渠道的选择上具有显著的差异性。

投资者最普遍关注的是发行人披露的信息, 其次是交易软件信息和媒体信息; 有近 36% 的投资者听他人推荐, 有约 17% 的投资者打探内幕信息。这表明, IPO 市场的强制性信息披露未能满足投资者的全部需求, 有一定比例的投资者通过内幕信息、媒体信息等渠道作为补充的信息来源。从个人与机构的对比看, 机构投资者更加注重实地调研, 而个人投资者选择通过网络媒体、证券交易软件等渠道获取信息的比例显著高于机构投资者; 超过半数的机构投资者会进行实地调查。

从投资者的投资规模、投资经历和学历等口径进行统计的结果显示, 投资规模较大、投资经历较丰富的投资者, 进行实地调研的比例较高; 学历因素对个人是否进行实地调研的影响不显著, 但拥有较高学历的机构从业者更多地进行实地调研。

以上统计结果基本与假设 1a 相符。有实力的、成熟度高的投资者更会选择利用专业性更强的信息获取渠道。其原因主要在于机构投资者比个人投资者更能够负担得起实地调研的成本; 而媒体、交易软件等对信息进行解读后更容易为非专业的个人投资者理解吸收, 信息获取门槛低。这一统计结果与 Lease 等^[40]的发现具有相似性。他们通过针对美国个人投资者的问卷调查发现, 调查样本中 50% 的个人投资者花费在搜集信息、对股票投资进行决策上的时间不足 5 小时 / 月, 花费的投入不足 15 美元 / 年; 同时这些投资者认为, 在投资决策中, 其通过各种渠道得到的私人信息与公共信息具有同等的“可信度与有用性”。

陈小林等^[20]对 2006-2008 年 1310 家深交所上市公司公布的信息进行统计的结果显示, 机构投资者进行实地访谈的比例为 42.5%。由问卷得到的进行实地调研的机构投资者的比例略高于现有文献中提供的二级市场投资者的实地调研比例数据。从机构投资者的角度看,

由于 IPO 公司是首次出现在资本市场, 为尽早获取信息优势, 机构去实地调研的动力比去二级市场更强。

从个人投资者的角度看, 进行实地调研的个人比例高出约 10%, 其原因主要是我们选取的调查对象多为较具投资经验和专业知识的成熟投资者。除此之外, 原因还包括: 我国资本市场经过多年的发展, 已培育出一定数量专业化程度较高、有条件进行实地调研的个人投资者; 虽然多数投资者无法中签买到新股, 但在“打新”过后仍可参与“炒新”, 实地调研有助于投资者选择合适的时机买入次新股; 尤其是在 2014 年开始实施新股挂牌首日 44% 涨幅限制的规定之后, 新股交易中经常需要几个到几十个交易日才打开涨停板, 实地调研能够为投资者预测短期内何时打开涨停板乃至对中长期后市表现进行判断提供更好的依据。

在可搜到的现有文献中, 我们尚未发现有文献提及个人进行实地调研的比例。中国证监会及其派出机构、证券交易所和有关协会等机构组织了许多包括中小投资者在内的“走进上市公司”活动, 为个人进行实地调研提供方便, 推动中小投资者从“股民”向“股东”转变。随着市场规模的扩大, 个人的投资规模、投资专业化程度也在扩大与提升, 进行实地调研的比例也随之提高。

(2) 投资者的 IPO 信息利用行为

投资者在新股认购前即事前对招股说明书等信息的利用情况, 可用于检验假设 1b, 即验证机构投资者对招股说明书的利用程度是否高于个人投资者。本题项设计了 5 个选项(单选), 有效问卷数量为 927 份, 统计结果如表 3 所示。

表3 投资者对IPO信息的查询与阅读

分类	事前招股书等信息查阅程度选项占比(%)					合计(%)
	仔细阅读招股书	浏览招股书	只阅读招股书摘要	不阅读招股书, 但查阅发行人情况	不查询发行人情况, 直接购买	
不同属性						
个人	25.2	18.8	18.8	17.4	19.9	100.0
机构投资者占比	51.2	22.0	13.4	9.4	3.9	100.0
全部有效问卷占比	28.7	19.2	18.0	16.3	17.7	100.0

注: 百分比的计算方式为各类投资者对各选项的响应数量总和 / 该类投资者的总数

对个人与机构不同属性投资者在认购新股前的信息阅读情况的卡方检验结果显示, 异质投资者在招股书阅读程度的选择上存在显著差异。

从整体看, 投资者利用信息各种情况所占比例大致相当, 有 28.7% 的投资者会仔细阅读招股书, 但有多达 17.7% 的投资者“不查询发行人情况、直接购买”新股。尽管个人投资者中仔细阅读招股书的占比在个人阅读招股书情况各选项占比中最高, 但此占比仅约 1/4; 而占比排在个人分类中第 2 位的招股书等信息查阅情况

选项是“不查询发行人情况、直接购买”新股的, 占比高达约 1/5。在机构投资者中, 仔细阅读招股书的占比超过 50%, 但仍然有 3.9% 的机构“不查询发行人情况、直接购买”新股。选择“在认购新股前仔细阅读招股书”的个人比例远低于选择该选项的机构比例, 而选择“不查询发行人情况, 直接购买”的个人比例远高于选择该选项的机构比例。这验证了假设 1b, 即异质投资者的 IPO 信息利用行为选择具有差异性, 机构对招股说明书的利用程度高于个人。

产生这种差异的原因可能有如下方面: 一是我国目前实行核准制, 证券发行主管机关对证券发行规定了实质性条件, 故投资者会认为对于政府部门对通过发行审核的公司的业绩进行了“隐性担保”; 二是投资者阅读并正确解读公开披露的信息需要具备一定的专业知识, 对于多数个人投资者而言, 其在搜集、阅读、处理信息方面的专业知识储备弱于机构投资者, 而通过其他途径获取、核实发行人信息也存在成本。综合以上两者, 更高比例的个人“不获取发行公司信息而直接购买新股”就是理性的选择。由于机构相对更加专业化, 信息甄别能力更强, 且投资规模更大, 仔细阅读信息带来的潜在收益更高, 故选择在认购新股前仔细阅读招股书的比例高于个人。此外, 孙莉等^[56]将投资者分为包括个人与普通企业等的一般投资者, 包括证券公司、投资基金等的专业机构投资者, 研究发现投资者的专业化程度显著影响其 IPO 信息阅读程度, 而投资经历等因素的作用则不显著。这表明与信息获取相比, 信息利用对有关投资者自身能力的要求更高。

另外, 核准制下我国的 IPO 供给在价格和数量上均受到抑制, IPO 抑价率很高, 使得新股投资几乎没有风险。在这种状况下, 有一定比例的投资者(17.7%)、甚至有些机构(3.9%)在不查询发行人信息的情况下直接申购新股也可以理解。但根据有效市场理论, 投资者不肯去挖掘企业信息, 十分不利于促进市场效率的提高。而要激励投资者去挖掘信息则需减少新股发行管制、促进市场机制发挥更大的作用。

丁慧等^[9]采纳档案式研究方法, 通过考察上交所“上证 e 互动”平台的文本, 发现信息技术的应用可提高投资者信息获取和解读能力, 改善市场效率。与其理论贡献不同, 本文通过问卷与访谈的方法, 从多个更加微观的现实层面对投资者信息获取和利用行为及其作用机理进行更加直接的考察、分析, 探究了档案式研究难以直接观察到的异质投资者的行为方式差异。由上文分别对投资者的 IPO 信息获取渠道和信息利用程度的分

析结果可知,除受投资规模影响之外,投资者的投资经验等属于投资者自身属性的成熟度特征,能够作用于其信息获取行为;而投资者的专业化程度能够作用于其信息利用行为。结合有效市场理论可推知,投资者的专业化程度、投资经验等成熟度特征会间接影响市场效率。这揭示出投资者的成熟度特征对市场效率产生影响的一种重要机制。

2. 投资者的权益保护意愿与行为

(1) 投资者因信息获取问题导致权益受损后寻求司法救济的意愿

对于投资者因IPO信息存在误导、遗漏、欺诈等情形而导致投资损失时,是否有意愿根据相关法规寻求司法救济,问卷设计了3个选项(单选),用以检验假设2a。将此问题与投资者属性做列联表分析,结果如表4所示。

表4 投资者的司法救济寻求情况

分类	投资者是否寻求司法救济的选项占比(%)			合计 (%)
	是	不一定,取决于 具体情况	否,默认损失	
不同属性 个人	35.6	53.6	10.8	100.0
投资者占比 机构	40.0	56.0	4.0	100.0
全部有效问卷占比	36.2	53.9	9.9	100.0

注:百分比的计算方式为各类投资者对各选项的响应数量总和/该类投资者的总数

统计结果显示,在遭受信息欺诈时,投资者在权益受损时确定寻求救济的比例仅占3成多一点。选择寻求司法救济的个人投资者明显少于机构投资者,选择默认损失的个人远多于机构。这与假设2a相符,即与个人相比,机构表现出更强的权益保护意愿;换言之,个人在遭受IPO信息欺诈时其权益更不容易得到维护。

(2) 影响投资者寻求司法救济意愿的因素分析

表5 影响投资者是否寻求司法救济的因素

分类	影响投资者寻求司法救济与否的原因(%)				问卷 数量 (份)
	不了解司法 救济的渠 道、程序	诉讼成本 高、举证 困难	耗时长、 太占精 力	赔偿不确 定、赔偿 金额有限	
不同属性 个人	50.6	71.1	71.0	50.1	796
投资者占比 机构	33.9	81.1	65.4	49.6	127
全部有效问卷占比	48.3	72.5	70.2	50.1	923

注:百分比的计算方式为各类投资者对各选项的响应数量总和/该类投资者的总数

为什么投资者权益受损时未积极寻求救济?针对影响投资者寻求司法救济与否的原因,问卷设计了4个选项(可多选),用以检验假设2b。将此问题与投资者属性做的列联表显示,无论是个人投资者还是机构投资者,均认为影响其寻求司法救济的原因主要是诉讼成本高、举证困难以及耗时太长,即存在经济成本与时间成本阻碍。而选择“不了解司法救济的渠道和程序”以及“耗时长、太占精力”的个人投资者要明显多于机构投资者,反映了个人投资者对司法救济渠道、程序的了解有限,

寻求司法救济的时间、精力也有限(见表5)。这部分地验证了假设2b。与假设2b相符的是,与机构相比,个人对司法救济渠道和程序了解较少;与假设2b不符的是,大多数个人和机构均认为寻求司法救济的成本较高。

(3) 投资者通过行政措施寻求权益保护的行为

投资者在寻求司法救济方面的权益保护具有较大的局限性,那么,是否能够寻求有关行政措施的保护呢?对于投资者是否了解利益受损后的行政诉求渠道,问卷设计了5个选项(可多选),用以检验假设2c。将此问题与投资者属性做列联表(见表6)。

统计结果表明,约30%的投资者不了解利益受损后的行政渠道,这个比例很高。个人投资者对于4种行政渠道的了解程度大大低于机构,对所有行政渠道都不知道的个人比例(33.0%)远高于机构比例(11.0%)。

表6 投资者对行政诉求渠道的了解情况

分类	投资者了解的诉求提起渠道的选项占比(%)					问卷 数量 (份)
	主席邮箱或 证监会公众 留言	证监会 监督信 箱、电话	投资者 保护网邮 箱、留言	12386 热线	均不 知道	
不同属性 个人	25.7	37.3	29.1	25.8	33.0	798
投资者占比 机构	44.1	74.8	72.4	48.0	11.0	127
全部有效问卷占比	28.2	42.5	35.0	28.9	29.9	925

注:百分比的计算方式为各类投资者对各选项的响应数量总和/该类投资者的总数

我们到证券监管机构进行实地访谈得到的信息也表明,由于许多投资者不了解正常的利益诉求渠道,所以倾向于直接到中国证监会、当地证监局或地方政府机构进行“上访”。根据投资者对12386热线了解程度的统计结果,约70%的投资者不知道该渠道,机构利用热线的程度显著高于个人,个人对于“拨打过,对处理结果很满意”的选择比例只有0.6%。

此外,问卷对中国证券投资者保护基金有限责任公司(以下简称“投保基金”)②这一权益保护专业机构和权益保护热线的运行情况做了进一步的调查。结果显示,约50%的投资者不知道、不了解投保基金,35%的投资者虽然知道但是并不了解,只有3%的投资者认为投保基金在保护投资者权益方面做了许多工作,说明投资者对权益保护专业机构的了解很少。而个人投资者对投保基金的了解情况要远低于机构投资者。

以上统计结果均验证了假设2c。异质投资者对行政保护渠道的了解和利用程度差异显著,个人的了解、利用程度远低于机构。

3. 投资者信息获取、利用和权益保护关系的检验

(1) 投资者在遭受信息欺诈时寻求司法救济意向的Mlogit回归模型检验

通过构建Mlogit回归模型分别检验假设3a和3b。本文选取的因变量类型为分类变量,回归涉及的变量主

要包括四个方面:投资者基本情况、IPO 信息获取情况、对诉求提起渠道的了解情况以及寻求司法救济情况。投资者基本情况包括投资者属性、受教育程度、年龄及证券投资规模,其中个人投资者和机构投资者分别赋值 1、2。对于具有递进特征的变量从小到大依次向上赋值。其中,投资者的 IPO 信息获取情况包括投资者是否进行实地调研,对未进行实地调研赋值为 0,对进行实地调研赋值为 1;对招股书的阅读情况,按选项从 1 开始依次向上赋值,分别代表“不查阅发行人情况直接购买”“阅读招股书摘要或通过网络查询发行人情况”“阅读招股书全文”。投资者对诉求提起渠道了解情况包括是否知道,对不知道赋值为 0,对知道赋值为 1;对权益保护专业机构以及权益保护热线的了解程度,按投资者的了解程度,由不知道、不了解至知道、了解并认为其发挥了很大作用等分别从 1 至 5 和 1 至 4 赋值。司法救济情况是指投资者在投资过程中发现存在 IPO 信息欺诈,造成自身损失时,对寻求司法救济的选择,变量选项包括“否”、“不一定”和“是”,依次赋值为 1 至 3。

① 投资者 IPO 信息获取对其寻求司法救济影响的检验

关于投资者因 IPO 信息存在误导、遗漏、欺诈等情形而导致投资损失时是否会根据相关法规寻求司法救济问题的问卷回复选项,是衡量投资者对自身权益保护的重要指标。回归方程中,被解释变量为投资者是否寻求司法救济,其中以“不一定”作为参考组。自变量选取情况如下:控制变量为投资者属性、年龄、学历、投资规模;解释变量为是否进行实地调研、招股书等信息查阅情况、进行实地调研和阅读招股书情况的交互项。

回归结果如表 7 中的投资者 IPO 信息获取程度回归栏所示。投资者实地调研与否对寻求司法救济的影响不显著。阅读招股书与实地调研交互项对是否寻求司法救济的影响不显著,说明这两个表示投资者 IPO 信息获取情况的变量之间没有相互加强或是减弱的关系。

阅读招股书摘要或查询发行人情况的投资者与不查阅、直接购买的投资者相比,选择寻求司法救济的概率提高了 13.09%,选择不寻求司法救济的概率降低了 9.81%;阅读招股书全文的投资者与不查阅发行人情况直接购买的投资者相比,选择寻求司法救济的概率增加了 14.47%,选择不寻求司法救济的概率降低了 12.00%。以上验证了假设 3a,即投资者 IPO 信息获取程度与寻求司法救济的意愿正相关。

② 投资者对行政渠道的了解及利用对其寻求司法救济影响的检验

投资者在选择是否采取司法救济来维护自身权益时,除受投资者是否进行实地调研和招股书等信息查阅情况的影响外,可能也与对行政诉求渠道、权益保护专业机构的了解程度相关。因此,仍选择投资者是否进行司法救济为被解释变量,进一步考察投资者对行政渠道的了解程度对其寻求司法救济的影响,解释变量为在原有信息获取变量的基础上增加是否知道行政诉求提起渠道、对投保基金及“12386”热线的了解程度。

表7 投资者信息获取、对行政渠道的了解程度与寻求司法救济与否的回归结果

变量	投资者信息获取与寻求司法救济与否的回归		投资者对行政渠道了解程度与寻求司法救济与否的回归	
	是否寻求司法救济		是否寻求司法救济	
	是	否	是	否
机构投资者(个人投资者)	-0.582 (-1.84)	-0.394 (-0.64)	-0.644** (-2.03)	-0.227 (-0.36)
学历(专科或以下)	-0.215* (-2.02)	0.246 (1.44)	-0.195 (-1.78)	0.177 (1.00)
年龄(30岁及以下)	-0.0696 (-0.99)	0.350*** (3.14)	-0.050 (-0.70)	0.199 (1.66)
投资规模(50万元及以下)	0.143 (1.17)	-0.473* (-2.06)	0.175 (1.35)	-0.277 (-1.15)
进行实地调研(未实地调研)	0.625 (0.62)	0.738 (0.60)	0.740** (3.23)	0.857* (2.07)
阅读招股书摘要或查询发行人情况(不查阅,直接购买)	0.498* (2.13)	-0.680* (-2.30)	0.485* (2.06)	-0.651* (-2.14)
阅读招股书全文(不查阅,直接购买)	0.520* (2.19)	-0.968** (-3.06)	0.484* (2.10)	-0.879** (-2.81)
招股书阅读 × 实地调研交互项	0.0592 (0.16)	-0.0671 (-0.14)		
知道行政诉求渠道(不知此渠道)			0.295 (1.54)	-1.349*** (-4.52)
对投保基金的了解程度(不知有此机构,不了解)			-0.161 (-1.35)	-0.518* (-2.12)
对“12386”热线的了解程度(不知道,不了解)			0.166 (1.81)	0.174 (0.82)
常数项	0.118 (0.29)	-1.398 (-1.89)	-0.150 (-0.34)	-0.207 (-0.26)
样本数量	902		895	

注:括号内为 t 值,***、**、* 分别代表在 0.01、0.05 和 0.10 的水平以下显著

回归结果如表 7 中的投资者对行政渠道了解程度回归栏所示。在投资者信息获取对其寻求司法救济影响的回归中,阅读招股书情况与是否进行实地调研的交互项对解释变量的影响不显著,因此在投资者对行政诉求了解程度对其寻求司法救济影响的回归中去掉了该交互项。投资者对行政诉求渠道了解程度的回归显示,招股书阅读情况的影响方向和显著性不变,但行政渠道了解程度变量的加入,使得招股书阅读情况的作用减小;投资者实地调研与否对寻求司法救济的影响变得显著,进行实地调研与不进行实地调研的投资者相比,对寻求司法救济和不寻求司法救济选择的系数分别为 0.740 和 0.857,

说明加入投资者对行政渠道的了解程度使进行实地调研的投资者更不会寻求司法救济;与不知道行政渠道的投资者相比,知道行政渠道的投资者对不寻求司法救济的选择概率降低了11.79%;对投保基金的了解程度每加深一个层次,对不进行司法救济的选择概率减少3.74%。换言之,在投资者信息获取程度对其寻求司法救济产生的影响之外,投资者对行政渠道的了解也产生了影响,假设3b得到验证。

(2) 投资者在IPO公司业绩“变脸”等情形中的行为检验

投资者事前对IPO信息的搜寻、阅读程度有差异,那么,在公司上市后“变脸”等情形中,更加具有信息优势的投资者能否对此类公司提前做出辨别,并在新股申购中规避风险、保护自我权益呢?

为对投资者IPO信息搜寻、阅读程度与其投资行为之间的关系进行检验,我们选取2014-2016年上市的477家公司(不包括金融及房地产类公司),通过考察其中上市后业绩“变脸”等特殊情形的公司,检验假设4。

在目前的IPO市场中,发行市盈率受到控制,发行数量仍有限,导致供需失衡,需求相对旺盛,结果是IPO后市表现相对较好,尤其是初始收益率和短期收益率。在这种特殊状况下,申购新股的风险很低,所以不管机构还是个人,在申购新股时不会因判断出哪些公司可能有财务造假或上市后业绩可能会“变脸”而不申购。

从现实情况看,477家公司(不包括金融及房地产类公司)中,发现上市次年营业收入较当年下滑幅度为10%、20%和30%的分别有48、22和6家;上市次年营业利润较当年下滑幅度为10%、20%和30%的分别有137、110和81家。这些“变脸”公司里只有2-3家上市首日涨幅未达到44%的涨幅限制,涨停板天数的平均值均在10天以上;上市后30日的收益率比较高,到90日降低,然后到180日趋于稳定。这些情况说明,“变脸”公司的后市表现对各类投资者仍较具吸引力,投资后即使到第180个交易日,收益率大多仍能达200%左右。这应该是不管网下配售还是网上发行都有大量个人与机构参与的主要原因。

从网下配售数量看,A、B类机构投资者网下申购数量占网下有效申购的比例在三种不同“变脸”程度的公司中平均值均超过50%;其中,“变脸”程度最大的6家公司上市次年较上市当年业绩均出现超过30%的下滑,除海南矿业在上市后30日、90日、180日均出现负的收益率外,其余5家公司30日、90日、180日的收益率均为正,并且每家公司的涨停板天数也较多,除海南

矿业的A、B类机构申购占比为40%之外,其他占比均超过50%,最高的是东方新星,约为84%。

为了进一步验证机构投资者的IPO申购行为,以上市次年较当年的营业收入增长率小于0与大于或等于0将477家公司进行分组,对两组公司进行方差分析,结果表明,除上市后90日和180日收益率数据间的差异较显著之外,其余包括机构投资者申购情况等的数据在正、负增长两组公司间差异均不显著。另外,以营业利润的正、负增长率进行分组做方差分析,结果显示两组数据间差异均不显著。

对于造假上市的企业,机构是否尽量避免进行新股申购?在477家公司中,从证监会网站上查到只有欣泰电气因上市前财务造假而受到证监会行政处罚。另外,京天利在2014年上市,上市次年较当年营业利润呈负增长;2016年因在其招股书中存在未披露关联关系等问题而受到证监会处罚。欣泰电气和京天利的机构投资者网下申购占比分别约为76%、60%。

以上情况说明,机构投资者在申购新股时未特意辨别或未能辨别出正增长公司还是负增长公司;在IPO后市表现极佳情况下,机构未特意辨别的可能性更大;但在卖出时间点的选择上,由个别案例可知,机构表现出更强的信息优势。

以上各种情形表明假设4成立,即具有不同信息获取程度的投资者在IPO市场供给不足的状况下具有一致性的行为选择,投资行为未呈显著差异,亦即其在投资过程中的自我保护行为未呈显著差异。“坏”公司多处于信息劣势的中小投资者申购的“赢者诅咒”理论在市场失衡的特殊前提下不再成立。

四、研究结论与启示

1. 研究结论

(1) 投资者的专业化程度、投资经验等成熟度特征影响其信息获取和利用行为

对投资者事前信息获取与利用的调查显示,与机构投资者相比,个人投资者选择通过网络媒体、证券交易软件等渠道获取信息的比例更高;个人对经过媒体或网络解读过的“二手”信息十分依赖,而对招股书等关于发行人直接提供的“一手”信息的关注不足;机构获取招股书信息、进行实地调研的占比远高于个人;投资规模较大、投资经历较丰富的投资者进行实地调研的比例较高;机构从业者中学历越高的进行实地调研的比例越高。换言之,投资者的专业化程度、投资经验等成熟度特征能够影响其信息获取和利用行为。有效市场理

论论证了信息传递与市场效率之间的关系,而投资者自身的专业化程度、投资经验等成熟度特征影响着信息的传递,因此,投资者的成熟度特征影响着IPO市场的效率。

(2) 投资者维权成本高,司法救济与行政诉求均不足

对事后求偿权问题的调查结果显示,投资者通过司法救济和行政诉求等各种渠道维权的比例均不高。在遭遇信息欺诈后,近10%的投资者选择默认损失。与机构相比,寻求司法救济的个人明显更少;而多数机构与个人均认为诉讼成本高、举证困难,或耗时长、太占精力。超过半数的个人投资者不了解司法救济程序,远高于机构的占比。对行政诉求情况的考察结果显示,约30%的投资者表示不了解有哪些具体的行政诉求渠道。拨打过“12386”热线的投资者占比不到10%。其中个人投资者对行政渠道的了解、利用程度比机构更低。

(3) 投资者事前信息获取与其事后权益维护存在一定程度的关联

在对投资者的自身特征进行控制的基础上,对投资者遭受信息欺诈时是否寻求司法救济影响因素进行实证检验发现,在IPO信息获取方面,投资者阅读招股书程度越深寻求司法救济的概率越大,而投资者实地调研与否对寻求司法救济的影响不显著,招股书阅读与实地调研的交互项对寻求司法救济的影响不显著。在投资者行政诉求渠道方面,在投资者信息获取产生影响的基础上,对行政渠道了解情况变量的加入使得招股书阅读程度的作用减小,但不影响其对司法救济的正向影响和显著性;实地调研与否这一变量变得显著,进行实地调研的投资者更不会寻求司法救济;对行政诉求渠道、权益保护专业机构了解程度越深的投资者对不寻求司法救济选择的概率更大。在业绩“变脸”公司及存在信息欺诈问题的公司中,在IPO市场供求失衡的特殊状况下,投资者信息获取程度对其投资行为选择即投资过程中的自我保护行为无显著影响,处于信息劣势的低成熟度投资者申购到“坏”公司的“赢者诅咒”理论不再成立。

2. IPO市场改革启示

(1) 向投资者提供差异化的信息内容及信息渠道

Kalay^[12]认为不同披露方式的信息能够使不同成熟度的投资者受益,即存在信息披露的投资者成熟度效应。基于我国异质投资者信息获取与利用差异明显的状况,IPO公司应该针对不同特征的投资者提供差异化的信息内容,监管机构也需重视不同信息渠道的充分利用。其中,媒体等渠道对信息的解读能够改善低成熟度投资者在获取信息、理解信息方面所处的相对劣势状况。有时媒体还能够挖掘出公开信息非完整、非真实披露的问

题。因此,监管者需满足投资者对媒体信息的需求,发挥此类渠道快速、低成本、互补性及连续性等优势,弥补投资者尤其是个人投资者的信息需求缺口。监管机构可对提供重要线索者予以奖励,激励社会监督力量对保护投资者权益发挥更好的作用。当然,有关部门也需监督这一类信息传递渠道,避免小道消息、谣言的传播。^[57]

(2) 增进投资者对各类权益保护渠道的了解,推行集团诉讼,降低维权成本

研究结果显示,投资者对诉求提起渠道、司法救济渠道的了解、利用程度有限,其中个人投资者的求偿权保障程度更低,各类投资者均认为求偿成本较高。监管机构应加大对投资者权益保护渠道的宣传,使投资者尤其是个人投资者熟知各种权益保护渠道,探寻降低投资者利益诉求、司法救济成本的措施,包括简化投资者追偿程序,提高投资者赔偿金额。对信息披露侵权行为推行举证责任倒置、集团诉讼等做法,并鼓励律师发挥在民事索赔中的代理作用,解决举证难的问题,降低诉讼成本。

(3) 促进投资者尤其是个人投资者信息获取及利用能力的提高

投资者自身的专业水平、投资经验等成熟度特征影响着其信息获取和利用能力,即影响其知情权的实现。此外,从投资者信息获取、阅读与其后续权益维护之间存在的关联性可知,提高对投资者知情权的保护还有利于实现其求偿权。所以,监管机构可定期组织对投资者尤其是个人投资者的教育活动,例如可通过录制招股书阅读说明视频公开课,组办知识培训班、经验交流班或竞赛等,提高投资者对金融知识的掌握程度,促进投资经验交流。

(4) 加强对投资者知情权和求偿权的协同维护,分步推进注册制的机制设计

由于核准制下IPO价格和数量上受到的抑制导致高抑价率,而高抑价率成为投资者搜寻信息的负激励,所以需以市场发挥更大作用的机制激励投资者搜寻信息,提高市场效率。问卷调查发现,有66%的投资者表示如果实施注册制将主动增强自身获取和解读信息的能力,说明多数投资者能够根据机制变化调整自身行为。因此,监管机构可逐渐加大市场化改革的力度,改变IPO市场供过于求的失衡状态,降低IPO抑价率,阻止部分投资者不获取信息而盲目申购新股的行为,迫使各类投资者主动提高信息获取及解读能力。可根据投资者的承受力分步完善注册制的机制设计,主要的保障措施包括完善信息披露追责体系,将发行人信誉与信息披露

情况挂钩并限制后续融资；增强对招股书所披露事项的持续督导与后续披露监管；完善对投资者权益受损后补偿金额的相关规定，大幅提高补偿金额；加大退市机制的建设等。

但随着改革的深入，一级市场供需趋于平衡，IPO后市收益率将会大幅降低，新股申购风险增大，成熟度低的投资者的信息劣势就可能体现得更明显。为避免出现“赢者诅咒”现象，并避免相关方可能达成利益联盟，可通过全额交款、同比例配售、申购及配售等环节全程公告、设置获配股票锁定期等措施，减轻异质投资者之间的信息不对称问题，使新股定价更为合理，投资者的决策更加慎重，从而限制利益与风险分配上的合谋或人为操纵行为。

3. 研究局限与展望

在设计问卷时，为深入考察在国家推出注册制背景下的IPO信息披露和投资者权益保护问题，调查对象主要是成熟度较高的投资者；问卷题目的专业性较高，使用的专业术语较多，导致有些普通投资者无法完全回答问卷，有些问卷被排除在有效问卷之外。这是本研究的需要，但也导致所调研投资者群体的覆盖面变窄，特别是调查得到的个人投资者进行实地调研的比例较高，是本研究的主要局限之一。

在今后调研中，拟将问卷相关问题的表述进行简化处理，并大幅提高问卷的发放数量，尽可能使较低成熟度的投资者能够完成全部问题的回答，提高问卷回收的有效率，由此将得到更能代表投资者整体状况的数据，能够对更多层面异质投资者的意向和行为进行考察。

参考文献

- [1] Black, B. S. The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets. *UCLA Law Review*, 2001, 48(4): 781-856.
- [2] Frost, C. A., Gordon, E. A., Hayes, A. F.. Stock Exchange Disclosure and Market Development: An Analysis of 50 International Exchanges. *Journal of Accounting Research*, 2006, 44(3): 437-483.
- [3] La Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A.. What Works in Securities Laws? *Journal of Finance*, 2006, 61(1): 1-32.
- [4] Allen, F., Gu, X., Kowalewski, O.. Financial Crisis, Structure and Reform. *Journal of Banking and Finance*, 2012, 36(11): 2960-2973.
- [5] Gu, X., Kowalewski, O.. Creditor Rights and the Corporate Bond Market. *Journal of International Money and Finance*, 2016, 67(C): 215-238.
- [6] Hirshleifer, D., Teoh, S. H.. Limited Attention, Information Disclosure, and Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 2003, 36(1-3): 337-386.
- [7] 陈志娟, 郑振龙, 马长峰, 林苍祥. 个人投资者交易行为研究——来自台湾股市的证据. *经济研究*, 2011, (S1): 67-79.
- [8] 陈炜, 袁子甲, 何基报. 异质投资者行为与价格形成机制研究. *经济研究*, 2013, (4): 43-54.
- [9] 丁慧, 吕长江, 黄海杰. 社交媒体、投资者信息获取和解读能力与盈余预期——来自“上证e互动”平台的证据. *经济研究*, 2018, 53(01): 153-168.
- [10] Glosten, L. R., Milgrom, P. R.. Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders. *Journal of Financial Economics*, 1985, 14(1): 71-100.
- [11] Yohn, T. L.. Information Asymmetry around Earnings Announcements. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1998, 11(2): 165-82.
- [12] Kalay, A.. Investor Sophistication and Disclosure Clienteles. *Review of Accounting Study*, 2015, 20(2): 976-1011.
- [13] 金雪军, 马国旗. 证券市场中机构投资者与个人投资者信息不对称分析. *商业研究*, 2003, (19): 76-79.
- [14] Krinsky, I., Lee, J.. Earnings Announcements and the Components of the Bid-ask Spread. *Journal of Finance*, 1996, 51(4): 1523-1535.
- [15] Bhattacharya, N.. Investor Trade Size and Trading Responses around Earnings Announcements: An Empirical Investigation. *The Accounting Review*, 2001, 76(2): 221-244.
- [16] Battalio, R. H., Mendenhall, R. R.. Earnings Expectations, Investor Trade Size, and Anomalous Returns around Earnings Announcements. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(2): 289-319.
- [17] Ali, A., Klasa, S., Li, O. Z.. Institutional Stake Holdings and Better-informed Traders at Earnings Announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 2008, 46(2): 47-61.
- [18] Campbell, J. Y., Ramadorai, T., Schwartz, A.. Caught on Tape: Institutional Trading, Stock Returns, and Earnings Announcements. *Journal of Financial Economics*, 2009, 92(1): 66-91.
- [19] Chung, C. Y., Lee, J., Park, J.. Are Individual Investors Uninformed? Evidence from Trading Behaviors by Heterogeneous Investors around Unfaithful Corporate Disclosure. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 2014, 43(2): 157-182.
- [20] 陈小林, 孔东民. 机构投资者信息搜寻、公开信息透明度与私有信息套利. *南开管理评论*, 2012, 15(1): 113-122.
- [21] Habib, A.. Legal Environment, Accounting Information, Auditing and Information Intermediaries: Survey of the Empirical Literature. *Journal of Accounting Literature*, 2007, 26(1): 1-75.
- [22] Daske, H., Hail, L., Leuz, C., Verdi, R.. Mandatory IFRS Reporting around the World: Early Evidence of the Economic Consequences. *Journal of Accounting Research*, 2008, 46(5): 1085-1142.
- [23] Horton, J., Serafeim, G., Serafeim, I.. Does Mandatory IFRS Adoption Improve the Information Environment? *Comparative Accounting Research*, 2013, 30(1): 388-423.
- [24] Houqe, M. N., Easton, S., Zijl, T. V.. Does Mandatory IFRS Adoption Improve Information Quality in Low Investor Protection Countries? *Journal of International Accounting, Auditing*

- and Taxation, 2014, 23(2): 87-97.
- [25] DeFond, M., Hung, M., Trezevant, R.. Investor Protection and the Information Content of Annual Earnings Announcements: International Evidence. *Journal of Accounting and Economics*, 2007, 43(1): 37-67.
- [26] Haw, I. M., Hu, B., Lee, J. J., Wu, W.. Investor Protection and Price Informativeness about Future Earnings: International Evidence. *Review of Accounting Studies*, 2012, (17): 389-419.
- [27] Leuz, C., Nanda, D., Wysocki, P. D.. Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison. *Journal of Financial Economics*, 2003, 69(3): 505-527.
- [28] 张宗新. 上市公司信息披露质量与投资者保护研究. 中国金融出版社, 2009.
- [29] 姚颐, 赵梅. 中国式风险披露、披露水平与市场反应. *经济研究*, 2016, (7): 158-172.
- [30] 闫华红, 包楠. 会计信息披露与投资者利益保护. *财政研究*, 2015, (1): 79-82.
- [31] 汪宜霞, 夏新平. 招股说明书信息含量与新股长期市场表现的实证研究. *中国会计评论*, 2004, (1): 43-60.
- [32] 北京大学课题组, 吴志攀. 证券发行法律制度完善研究. *证券法苑*, 2014, 10(1): 175-223.
- [33] 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. *会计研究*, 2003, (5): 3-10.
- [34] 王俊彪, 池国华, 张硕. 上市公司经营业绩评价指标体系构建——基于投资者视角和问卷调查结果. *经济管理*, 2008, (12): 30-35.
- [35] 裴平, 张谊浩. 中国股票投资者认知偏差的实证检验. *管理世界*, 2004, (12): 12-22.
- [36] 沈芝峰, 肖珉, 林涛. 投资者保护与上市公司资本结构. *经济研究*, 2009, (7): 131-142.
- [37] 杨晓兰, 朱建芳, 金雪军. 股票市场投资与主观幸福感——基于个体投资者的调查问卷分析. *浙江大学学报(人文社会科学版)*, 2011, (2): 42-51.
- [38] 黄方亮. 新股发行风险信息披露的多维分析. 经济科学出版社, 2015.
- [39] 中国证券业协会. 中国证券业发展报告 2016. 中国财政经济出版社, 2016.
- [40] Lease, R. C., Lewellen, W. G., Schlarbaum, G. G.. The Individual Investor: Attributes and Attitudes. *Journal of Finance*, 1974, 29(2): 413-433.
- [41] Kim, O., Verrecchia, R. E.. Market Liquidity and Volume around Earnings Announcements. *Journal of Accounting & Economics*, 1994, 17(1): 41-67.
- [42] Bushman, R. M., Gigler, F., Indjejikian, R. J.. A Model of Two-Tiered Financial Reporting. *Journal of Accounting Research*, 1996, 34(1): 51-74.
- [43] Fischer, P. E., Verrecchia, R. E.. Public Information and Heuristic Trade. *Journal of Accounting & Economics*, 1999, 27(1): 89-124.
- [44] Dreu, J. D., Bikker, J. A.. Investor Sophistication and Risk Taking. *Journal of Banking & Finance*, 2012, 36(7): 2145-2156.
- [45] Bellofatto, A., D'Hondt, C., Winne, R. D.. Subjective Financial Literacy and Retail Investors' Behavior. *Journal of Banking and Finance*, 2018, 92(7): 168-181.
- [46] Van Rooij, M., Lusardi, A., Alessie, R.. Financial Literacy and Stock Market Participation. *Journal of Financial Economics*, 2011, 101(2): 449-472.
- [47] 罗炜, 余琰, 周晓松. 处置效应与风险投资机构: 来自 IPO 公司的证据. *经济研究*, 2017, (4): 181-194.
- [48] Li, F.. Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence. *Journal of Accounting & Economics*, 2008, 45(2-3): 221-247.
- [49] Miller, B. P.. The Effects of Reporting Complexity on Small and Large Investor Trading. *Accounting Review*, 2010, 85(6): 2107-2143.
- [50] 尹志超, 宋全云, 吴雨. 金融知识、投资经验与家庭资产选择. *经济研究*, 2014, (4): 62-75.
- [51] Drake, M. S., Roulstone, D. T., Thornock, J. R.. The Determinants and Consequences of Information Acquisition Via EDGAR. *Contemporary Accounting Research*, 2015, 32(3): 1128-1161.
- [52] Giofré, M.. Financial Education, Investor Protection and International Portfolio Diversification. *Journal of International Money & Finance*, 2017, 71(5-6): 111-139.
- [53] 张腾文, 王威, 于翠婷. 金融知识、风险认知与投资收益——基于中小投资者权益保护调查问卷. *会计研究*, 2016, (7): 66-73+97.
- [54] 杜征征, 李云峰, 闫彬. 金融教育有助于投资者权益保护吗? *证券市场导报*, 2017, (6): 43-49.
- [55] Lang, M. H., Lins, K. V., Miller, D. P.. Concentrated Control, Analyst Following, and Valuation: Do Analysts Matter Most When Investors Are Protected Least? *Journal of Accounting Research*, 2004, 42(3): 589-623.
- [56] 孙莉, 黄方亮, 韩旭, 杨敏. 异质投资者对 IPO 信息披露需求差异调查分析. *山东财经大学学报*, 2018, (4): 55-64.
- [57] 雷震, 杨明高, 田森, 张安全. 股市谣言与股价波动: 来自行为实验的证据. *经济研究*, 2016, (9): 118-131.

注释

- ① 也有少数研究发现存在相反的情况, 例如, 有研究发现, 投资者保护水平低的国家在采纳 IFRS 后, 信息披露质量的改善反而更为显著。^[24]
- ② 成熟市场的投资者结构情况是机构占绝大多数, 美国的投资者群体自 20 世纪 60 年代起就出现了机构化的趋向。1961 年美国机构交易金额占纽约证券交易所交易总金额的比例为 39%; 到 1971 年, 此占比变为 68%。^[40] 至今美国的机构投资者交易总额占市场整体的比例仍约为 60%。
- ③ 为了鉴别有些投资者回答问卷问题是否认真, 个别问题设立了互相矛盾的选择题, 如果有投资者选择了两个互相矛盾的选项, 此回答就被认为是无效的。
- ④ 为从各角度获取对问卷所调查问题的反馈, 问卷试发放的对象包括了 IPO 市场中的相关各方, 具体包括: 证券监管者、投资银行从业人员、拟上市公司负责人员、上市公司相关人员、证券投资基金和投资公司等机构投资者、个人投资者等。

- ⑤ 问卷共有 29 个变量, 151 个选项, 因为选项数较多, 在此只检验公因子累积解释率。
- ⑥ 一般整体问卷的信度系数最好在 0.8 以上, 分量表 (或分维度) 的信度系数最好在 0.7 以上。
- ⑦ 投保基金归中国证监会管理。2016 年 5 月 26 日起, 原“中国证券投资者保护网”更名为“中国证券投资者保护基金有限责任公司”, 网站域名 (www.sipf.com.cn) 不变。详见 <http://www.sipf.com.cn/sy/tztyw/2016/05/6537.shtml>。

The IPO Information Acquisition and the Protection of the Interests of Investors: A Study Based on Sophisticated Investor Questionnaires

Huang Fangliang¹, Sun Li¹, Chen Jing¹, Wu Chaopeng²

1. School of Finance, Shandong University of Finance and Economics; 2. School of Management, Xiamen University

Abstract With the deepening of the IPO reform of China, it is of great significance to examine investors' intention and behavior concerning ex-ante information acquirement and ex post claims from the micro-level perspective. By conducting surveys of sophisticated investors through making questionnaires and subsidiary interviews, we find that, as to the ex-ante information acquiring and processing, among heterogeneous investors, there exist significant differences which are affected by sophistication features of investors such as their financial professionalization and investment experiences. Investors' attention to the first-hand information of the prospectuses is inadequate. Compared with institutional investors, a larger proportion of individual investors tend to choose internet media and securities dealing software as ways of information acquisition. Individuals rely more on the second-hand information, while institutions conduct more surveys to be better informed. The higher the institutional practitioners' degree of education, the more surveys they make. The investors' sophistication features of financial professionalization and investment experiences are related to their information acquisition. So the sophistication of investors has an influence upon the efficiency of the IPO market according to the market efficiency theory which asserts that information transmission affects market efficiency. As to the ex post claims by investors, about 1/3 investors intend to seek judicial remedy when getting fraud information. Fewer individuals do so. The reason lies in high suing costs and proof collecting difficulties. The investors who read more about prospectuses in advance are more likely to seek judicial protection afterwards. The interaction of the prospectus reading and survey on judicial remedy is not significant. Compared with investors who know less about administrative protection measures, those who know more have a low probability to choose "not to seek judicial protection". In cases of IPO firms' experiencing sharp profits decline or being exposed to information fraud scandals after listing,

the degree of information acquisition does not show significant effect on investors' decision making or their self-protection behavior when the supply is strictly controlled in the IPO market, where the "winner's curse" theory no longer holds. The problems found in this research and the enlightenment and policy suggestions drawn may provide supports for the deepening of the IPO information disclosure reform, for making further investor protection measures and for the introduction of the registration system.

Key Words IPO Information Acquisition; Investor Protection; Sophisticated Investors; Questionnaire