

监管理念阐释与信息披露质量:来自 IPO 招股说明书的证据

陈旭霞¹, 戚赞栋², 吴溪²

(1. 北方工业大学 经济管理学院, 北京 100144; 2. 中央财经大学 会计学院, 北京 100081)

[摘要] 针对注册制改革试点以来 IPO 申请企业招股说明书可读性不高、投资决策相关性不足等问题, 中国证监会于 2022 年初发布了专门的政策指导文件, 有望通过强化信息披露监管机制提升招股说明书信息披露质量。本文利用招股说明书申报稿和上会稿的提交时间差异构建准自然实验, 发现与指导文件发布前已提交上会稿的 IPO 申请企业相比, 指导文件发布后提交上会稿的申请企业招股说明书信息披露质量显著提升, 表现为可读性指标和投资决策相关性指标均有显著改善, 该效应突出体现在指导文件发布后提交的上会稿仍须接受交易所审核问询的申请企业中, 表明关键机制可能在于指导意见强化了事中审核问询。进一步研究发现, 相较于指导文件发布前提交招股说明书最终版的 IPO 企业, 指导文件发布后提交最终版的 IPO 企业在上市首日表现出更低的抑价率和换手率, 表明针对 IPO 信息披露质量的监管理念阐释降低了投资者关于 IPO 企业的信息不对称和意见分歧度, 对提高资本市场资源配置效率具有积极意义。

[关键词] 监管理念阐释; 信息披露质量; IPO 招股说明书; 信息不对称; 资源配置效率

[中图分类号] F272 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2026)03-0077-11

一、引言

在全面注册制改革背景下, 我国资本市场逐步确立了以信息披露为核心的发行监管模式^[1]。作为 IPO 阶段信息披露的主要载体, 招股说明书是投资者进行价值判断和投资决策的主要信息来源和重要依据。然而, 在注册制改革推进过程中, 现行招股说明书在实践中显现出篇幅冗长、合规性信息较多、投资决策相关性和信息披露针对性有待增强、语言不够简明等问题^[1], 不仅增加了投资者的信息处理成本, 而且干扰了市场的价格发现功能^[2], 制约了资本市场服务实体经济的效能。为进一步提升招股说明书信息披露质量, 推动资本市场高质量发展, 中国证监会于 2022 年 1 月 28 日发布了《关于注册制下提高招股说明书信息披露质量的指导意见》(以下简称《指导意见》), 该文件在性质上属于注册制改革试点以来监管机构专门针对 IPO 信息披露质量提出的“理念阐释、政策指导”^[3]。

已有研究表明, IPO 企业信息披露质量既受企业自身特征的影响^[4], 也与注册制改革^[5-6]和审核问询^[7]等 IPO 规制存在显著关联。相比较而言, 《指导意见》属于专门针对信息披露质量的 IPO 规制形式, 通过系统阐释监管理念、明确披露重点并规范行为边界, 以更为具体和直接的方式为招股说明书的内容结构与信息呈现方式提供指引, 旨在实现对 IPO 信息披露行为的精准规范和有效约束。一方面, 《指导意见》能够通过加强对信息披露的监管机制提升信息披露质量, 即通过改进审核问询内容与流程形成有效的审核问询机制, 通过明确责任边界和加大惩戒力度提高信息披露违规的成本, 通过强化预期引导逐步培育市场主体自律意识; 另一方面, 由于《指导意见》属于理念阐释、政策指导性文件, 对市场主体不具有直接约束力^[3], 其实施仍面临诸多现实挑战, 比如: 由于监管机构的审核资源有限, 可能会更优先配置到会计信息质量、经营财务绩效以及公司治理合规性的审核, 而配置到信息披露质量的审核资源相对有限; 投资者和中介机构可能主要关注财务指标等传统要素, 对信息披露质量的重视程度有限。相应地, 《指导意见》能否有效提升招股说明书的信息披露质量成为一个值得实证检验的命题。

[收稿日期] 2025-11-16

[基金项目] 国家自然科学基金项目(72572190)

[作者简介] 陈旭霞(1977—), 女, 浙江宁波人, 北方工业大学经济管理学院副教授、硕士生导师, 博士, 从事会计、审计与资本市场治理研究; 戚赞栋(2001—), 男, 浙江宁波人, 中央财经大学会计学院博士研究生, 从事会计、审计与资本市场治理研究; 吴溪(1977—), 男, 浙江东阳人, 中央财经大学会计学院教授、博士生导师, 博士, 从事会计、审计与资本市场治理研究, 通信作者, E-mail: wuxi@cufe.edu.cn。

为检验上述命题,本文利用 IPO 申请企业招股说明书申报稿和上会稿提交的时间差构建实验组和对照组。具体而言,将《指导意见》发布前已提交申报稿、但在《指导意见》发布后提交上会稿的 IPO 申请企业设为实验组,将《指导意见》发布前已提交申报稿和上会稿的企业设为对照组。实证分析结果表明:首先,与对照组相比,《指导意见》降低了实验组公司的招股说明书总篇幅、提升了常用字使用比例、降低了会计术语密度和平均句子长度、增加了图片和表格的使用比例,说明《指导意见》从总篇幅、文字可读性、词汇可读性、句子可读性和可视化程度五个维度提升了招股说明书可读性。其次,与对照组相比,《指导意见》显著提高了实验组公司的前瞻性信息披露程度,从而增强了招股说明书的决策相关性。上述效应突出体现在《指导意见》发布后仍接受至少一轮交易所审核问询的实验组公司中,而在《指导意见》发布后未再接受交易所审核问询的实验组公司中不明显,说明《指导意见》提升招股说明书信息披露质量的关键机制可能是强化了事中审核问询。最后,在《指导意见》发布后提交招股说明书最终版的 IPO 企业中,其上市首日抑价率和换手率均显著低于《指导意见》发布前提交招股说明书最终版的 IPO 企业,表明《指导意见》降低了投资者关于 IPO 企业的信息不对称和意见分歧度。

本文的研究贡献主要体现在:第一,深化了对原则导向制度形态的治理效应认知。公共政策标准的制定导向宜倡导原则性还是规则性,是资本市场监管的基础性问题,且往往在出现重大会计欺诈和审计失败后引发关注和讨论^[8-11]。原则导向的公共政策有助于缓解规则导向的不足^①,但也面临原则宽泛、解读不一而可比性降低以及监管执行难度增加等局限^[8],其政策效果如何长期以来缺乏大样本档案式经验证据。本研究基于注册制改革试点以来中国证监会发布的 IPO 信息披露质量提升指导意见这一制度场景,系统考察了以原则性、指导性和非强制约束性为特征的监管理念阐释是否以及在何种情况下能够显著提升招股说明书的信息披露质量,加深了对原则导向公共政策实施效果的理解。第二,拓展了 IPO 领域的规制研究。以往文献考察了新股发行制度^[5-6,12-13]、上市标准^[14-15]、新股定价制度^[16-18]、IPO 审核专家遴选^[19]、IPO 审核问询^[20-21]、IPO 审核意见披露^[22]、IPO 现场检查^[23]以及保荐制度^[24]等 IPO 规制的经济后果,本研究则考察 IPO 信息披露监管理念阐释的经济后果。第三,拓展了对招股说明书披露质量的影响因素认知。以往文献考察了公司自身业绩预期^[4]、交易所审核问询^[7]以及新股发行制度变革^[5-6]等影响因素,本研究则发现对信息披露监管理念的阐释与指导能够显著提升招股说明书信息披露质量,且关键机制在于强化信息披露的事中审核问询。第四,具有明确的政策含义。我们的证据显示:一方面,《指导意见》的监管理念阐释能够显著提升 IPO 申请企业的信息披露质量;另一方面,监管理念阐释的积极效应突出体现在《指导意见》发布后仍接受交易所审核问询的企业中,意味着监管理念阐释如要真正发挥作用,离不开具体落地的监管机制。

二、制度背景、文献回顾与理论分析

(一) 制度背景

1. 注册制改革下的信息披露制度建设

在注册制改革初期,“以信息披露为核心”的理念虽已确立,但相关要求缺乏系统化的操作规范。2019年3月1日,中国证监会发布《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》,该办法首次构建了注册制下的信息披露制度框架,明确了招股说明书编制的基本规范。然而,中国证监会指出,在注册制改革试点以来的实践中,招股说明书存在两类突出问题:一是“篇幅冗长、合规性信息较多”“语言不够简明”,即信息披露的可读性较差;二是“投资决策相关性和信息披露针对性有待增强”,即信息披露的决策相关性不足^[1]。

为进一步提升招股说明书信息披露质量,中国证监会于2022年1月28日发布《指导意见》。根据监管机构同时发布的起草说明^[3],《指导意见》属于理念阐释、政策指导性质的文件,明确了招股说明书编制的核心原则,从可读性和决策相关性等方面对招股说明书披露标准进行了细化,推动注册制下的 IPO 信息披露从2019年的框架性指导转向对关键理念的阐释强调和对可操作性的精准指引。

2. 招股说明书的不同阶段版本

招股说明书作为发行人信息披露的核心文件,其内容和形式随着审核与发行流程的推进而进行相应调整。根据现行监管要求,招股说明书在审核阶段主要涉及申报稿、上会稿和注册稿三个版本:(1)申报稿是交易所受理发

^①例如,规则导向的公共政策往往难以穷尽现实情况而无法作出全面规范,或因规则的具体性和特定性而易被规避^[8]。

行上市申请后首次公开披露的版本,其信息披露质量关系到后续的审核问询;(2)上会稿是发行人根据审核问询意见修改完善后用于上市委员会审议的版本,其信息披露质量关系到审核结果;(3)注册稿作为审核阶段的最终成果,是发行人在落实交易所意见后向中国证监会申请注册的最终版本,其信息披露质量关系到注册结果。

需要指出的是,不论是交易所对申报稿提出的审核问询,还是上市委员会的审议,都不可能改变 IPO 申请企业在申请上市前三年又一期的财务状况、经营成果和现金流量,也不可能改变申报稿的盈余质量等会计信息特征以及公司运营与治理合规特征,只是改变了上述基本面信息如何呈现在信息使用人面前,即信息披露质量。

进入发行阶段后,招股说明书主要涉及招股意向书和招股说明书最终版两个版本,招股意向书在注册生效后披露,主要用于初步传递公司信息、启动发程序和市场询价;招股说明书最终版在发行价格确定后披露,是具备法律效力的正式文本,需完整披露所有法定要素并标注注册批文号,成为投资者认购决策的最终依据。

图 1 列示了审核阶段和发行阶段招股说明书的不同版本。

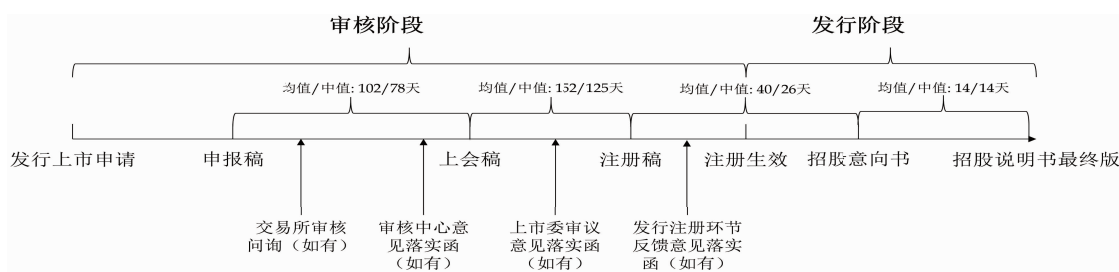


图 1 审核发行环节与招股说明书的不同版本

(二) 文献回顾

1. IPO 申请企业的信息披露质量

为数不多的文献考察了 IPO 申请企业信息披露质量的影响因素,并主要从企业自身特征与 IPO 规制两个维度展开探究^①。白云霞和李璇从企业自身特征出发,发现预期未来业绩越差的公司,越倾向于在招股书中披露更多风险对策以掩饰风险^[4]。在 IPO 规制层面,俞红海等研究发现,注册制下的交易所审核问询能够显著提升招股说明书的文本长度、可理解性和信息含量^[7];边江泽等、周静怡等则发现注册制改革整体上显著提升了 IPO 招股说明书的信息披露质量^[5-6]。本文考察《指导意见》对 IPO 申请企业信息披露质量的影响,旨在从 IPO 规制视角拓展 IPO 申请企业信息披露质量的影响因素研究。

2. IPO 规制相关研究

围绕 IPO 规制,以往文献从发行制度^[5-6,12-13]、上市标准^[14-15]、新股定价机制^[16-18]以及审核监管制度^[19-23]等维度展开了讨论。自注册制改革试点以来,监管机构针对 IPO 信息披露质量专门发布的以“理念阐释”和“政策指导”为主要特征的《指导意见》,其政策效应尚未得到充分关注^[3]。相应地,本文旨在对监管理念阐释这一特定形式的 IPO 规制之经济后果进行考察。

(三) 理论分析

本文认为《指导意见》可能通过如下机制改善招股说明书的披露质量。

其一,《指导意见》提出强化对信息披露的审核问询机制。注册制下的审核问询是影响信息披露质量的重要制度安排^[7,20-21]。关于审核问询函的已有研究发现,审核问询能够有效提升企业信息披露质量^[28-31]。《指导意见》针对 IPO 环节提出“强化审核问询的针对性,提升规范性”,通过增强问询问题的针对性和规范性、“结合中介机构专业职责确定相应的问询回复机构”、明确区分“应予‘披露’和应当‘说明’的内容”等具体措施,对现有审核问询机制进行了流程优化与内容完善。这些举措通过提升审核问询环节的针对性和规范性,有助于规范发行人的信息披露行为,引导其减少冗余信息并增强行文逻辑。

其二,《指导意见》要求加强责任追究机制。在责任主体界定问题上,《指导意见》阐释了发行人与中介机构的权责边界,明确“发行人是信息披露第一责任人”,需确保招股说明书的真实性、准确性与完整性,并积极配合

①较多文献关注招股说明书信息披露特征伴随的经济后果^[7,20-21,25-27]。

中介机构开展尽职调查;“中介机构应当归位尽责”,在合理信赖制度框架下优化工作流程,提升信息披露效率。在责任追究问题上,《指导意见》提出设置多层次惩戒体系:对构成虚假陈述的行为实行政处罚乃至刑事追责;对存在严重表述问题但未达到造假程度的行为采取监管措施(如责令改正、监管谈话、出具警示函);推动完善信息披露违法民事赔偿制度机制,加大投资者保护力度。这些举措通过加大信息披露的违规成本,可能会对信息披露责任主体形成有效震慑^[32],从而提升信息披露质量。

其三,《指导意见》通过重塑制度合法性压力与市场规范性预期,有助于提升 IPO 申请企业自觉重视信息披露质量的意识和内在动力。依据制度理论,组织不仅受到强制性规则的约束,还受到环境中由权威机构、社会公众和投资者传递的规范性压力的影响,以获取并维持合法性^[33-34]。一方面,《指导意见》作为监管理念的权威阐释,实质上确立了信息披露的新合法性标准。在“严把发行上市准入关”的强监管环境中,监管层对高质量披露的强调释放了明确的政策信号;发行人及中介机构可能据此预期,若偏离该导向将显著增加问询与沟通成本、审核延滞风险及声誉损失;为获得监管认同并确保上市进程,企业有强烈动机将外部监管理念转化为组织信息披露规范,主动提高信息披露质量。另一方面,《指导意见》强调“打破‘打新稳赚不赔’的惯性思维”和市场理性投资理念,能够通过引导投资者形成对高质量信息披露的预期,从而构建源自资本市场的合法性压力。在此背景下,低质量或模糊的信息披露易被市场解读为信息操纵、治理缺陷或前景不确定的信号,进而引发负面舆情、估值折价甚至发行受阻。为了在资本市场中维护企业声誉并争取更优的定价支持,发行人及其中介机构会主动提升招股说明书的可读性和决策相关性。

基于上述讨论,本文提出如下假设 H:

H:《指导意见》的实施能够提升 IPO 申请企业的信息披露质量。

当然,也可能存在一些使假设 H 难以成立的情况。首先,原则导向的公共政策在执行和监管上往往面临更大的挑战^[8]。由于《指导意见》“属于理念阐释、政策指导性质的文件,对市场主体不具有直接约束力”^[3],因此可能难以令发行人和中介机构作出实质性响应。其次,虽然《指导意见》着重强调提升招股说明书披露质量的重要性,但资本市场参与主体可能仍聚焦公司基本面指标,比如会计信息质量、经营和财务绩效以及公司治理的合规性^[35-36],而对信息披露质量的关注度和审核资源相对有限^[37-39],从而使得《指导意见》的政策引导难以显著影响信息披露编制者的行为。最后,信息披露质量本身具有多维度 and 难以量化的特性,使得资本市场参与者难以准确识别和评估其变化^[40-41]。投资者缺乏有效的质量判别工具,市场难以形成对高质量信息披露的正向反馈机制,这在一定程度上削弱了 IPO 申请企业主动提升信息披露质量的内在动力。

三、研究设计

(一) 检验思路

在评估《指导意见》对 IPO 申请企业信息披露质量的影响时,研究设计面临一个关键挑战:由于该文件适用于所有实行注册制的 IPO 申请企业,缺乏未受《指导意见》影响的对照组(即反事实基准),因此传统的双重差分方法难以直接应用。为解决这一挑战,本文利用 IPO 审核阶段不同版本招股说明书的提交时间差异来构建准自然实验。

如前文图 1 所示, IPO 申请企业需要依次提交不同版本的招股说明书。若《指导意见》的发布时点恰好介于部分 IPO 申请企业两个连续版本招股说明书的提交时点之间,便形成了一个理想的实验场景。具体而言,以申报稿与上会稿为例,如图 2 所示:对于在《指导意见》发布前已提交申报稿、但在《指导意见》发布后提交上会稿的企业(实验组),其上会稿在理论上受到《指导意见》的潜在约束,而申报稿则在《指导意见》发布前已提交,不受影响;相比之下,在《指导意见》发布前已提交申报稿和上会稿的 IPO 申请企业(对照组),其申报稿和上会稿均不可能受到《指导意见》的影响。同时,不论是实验组还是对照组,都需要经历申报稿和上会稿之间的审核问询环节。因此,通过对

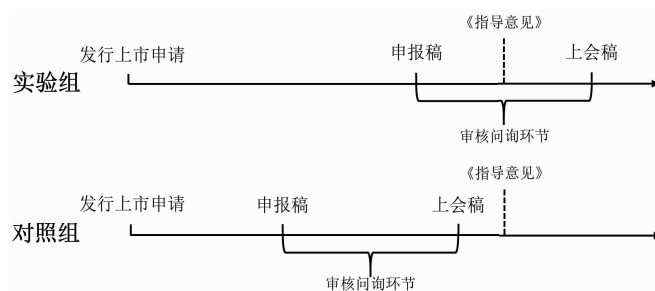


图 2 实验组与对照组在研究设计上的差异:
基于申报稿和上会稿的提交时间差

比实验组企业上会稿和申报稿的披露质量特征差异,并进一步与对照组企业上会稿和申报稿披露质量特征差异进行对比,我们能够有效控制 IPO 申请企业在提交申报稿前的固有特征(如经营绩效和财务状况、盈余质量特征、公司治理合规性等企业基本面特征)^①,从而更精准地评估《指导意见》对信息披露质量的影响效果。

理论上,通过比较不同版本招股说明书之间的信息披露质量变化(例如申报稿与上会稿、上会稿与注册稿、注册稿与招股意向书等组合),均可为政策效果提供检验依据。然而,选择申报稿与上会稿进行对比具有独特的分析优势:其一,申报稿与上会稿之间通常需要经历交易所的审核问询环节,有助于区分审核问询机制和其他机制的作用,从而为理论检验提供更丰富的情境;其二,申报稿与上会稿的提交时间间隔较长(均值 102 天、中值 78 天),有助于形成足够规模的实验组样本,增强研究的统计效力。具体而言,我们采用如下步骤构建实验组和对照组样本:首先,选取 2022 年 1 月 28 日前在科创板、创业板提交招股说明书申报稿的公司作为初始样本,确保所有样本公司的申报稿均未受到《指导意见》的影响;其次,根据上会稿提交时间将样本分为两组,即 2022 年 1 月 28 日后提交的为实验组(上会稿受到《指导意见》影响),2022 年 1 月 28 日前提交的为对照组(上会稿未受到《指导意见》影响);再次,对比上会稿信息披露质量指标与申报稿信息披露质量指标的差异,分析上会稿和申报稿信息披露质量变化;最后,检验实验组和对照组信息披露质量变化的差异。

(二) 招股说明书披露质量指标的选取逻辑与设计

本文基于《指导意见》提出的招股说明书现存问题及改进方向,选取信息披露质量指标。如前文所述,《指导意见》明确指出实践中招股说明书存在的可读性和决策相关性不足问题,并提出如下具体改进措施:尽可能通过使用短句、解释性语句、图表、图片、描述性标题等形式披露信息;精简合规性信息和冗余信息,突出重要性;遵循重要性原则披露风险因素、财务会计信息等内容;提炼重要风险因素,尽量对风险因素作定量分析;突出与投资决策相关的信息。相应地,本文采用 Python 文本分析技术,从招股说明书可读性和决策相关性两个维度构建 IPO 申请企业信息披露质量指标。

在可读性维度,参考王克敏等^[41]、阮睿等^[42]、徐巍等^[43]、薛爽和王禹^[20-21]的研究,从总篇幅(*TotChars*)、文字可读性(*ComChars*)、词汇可读性(*TermDensity*)、句子可读性(*CharsPerSen*)和可视化程度(*Visual*)五个维度构建指标。在决策相关性维度,Li^[44]、Muslu 等^[45]、许帅等^[46]认为前瞻性信息涉及企业未来的行动、战略、机遇和挑战,对于投资者和分析师了解公司前景、预测未来发展趋势以及评估公司未来现金流和风险具有重要意义,因此本文从前瞻性信息披露的角度衡量决策相关性。参考许帅等^[46]的研究,本文采用前瞻性词汇占总词汇数的比例计算前瞻性披露程度(*Forward*)。

(三) 模型构建

为了检验假设 H,本文构建如下模型:

$$\Delta DQ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Shock_{it} + Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

模型(1)中,因变量 ΔDQ 表示同一家 IPO 申请企业招股说明书的上会稿相比申报稿的信息披露质量变化,其中 DQ 表示招股说明书可读性和决策相关性的上述各项指标(*TotChars*、*ComChars*、*TermDensity*、*CharsPerSen*、*Visual*、*Forward*),具体变量定义见表 1。自变量 *Shock* 表示 IPO 申请企业在招股说明书上会稿的修订阶段是否

表 1 变量定义表

变量名	变量定义
<i>TotChars</i>	招股说明书申报稿或上会稿的总篇幅,总字数的自然对数
$\Delta TotChars$	招股说明书上会稿的 <i>TotChars</i> 与申报稿的 <i>TotChars</i> 之差
<i>ComChars</i>	招股说明书申报稿或上会稿的常用字比例,即常用字个数除以总字数,常用字表来自《现代汉语常用字表》(1988)
$\Delta ComChars$	招股说明书上会稿的 <i>ComChars</i> 与申报稿的 <i>ComChars</i> 之差
<i>TermDensity</i>	招股说明书申报稿或上会稿的会计术语密度,即专业会计词汇占总词汇数的比例,专业会计词汇来自灵格斯词霸(2008)
$\Delta TermDensity$	招股说明书上会稿的 <i>TermDensity</i> 与申报稿的 <i>TermDensity</i> 之差
<i>CharsPerSen</i>	招股说明书申报稿或上会稿的句子长度,即平均每个句子的字数
$\Delta CharsPerSen$	招股说明书上会稿的 <i>CharsPerSen</i> 与申报稿的 <i>CharsPerSen</i> 之差
<i>Visual</i>	招股说明书申报稿或上会稿的可视化程度,即表格图片所占行数除以文字、表格和图片总行数
$\Delta Visual$	招股说明书上会稿的 <i>Visual</i> 与申报稿的 <i>Visual</i> 之差
<i>Forward</i>	招股说明书申报稿或上会稿的前瞻性披露程度,即前瞻性词汇占总词汇数的比例,前瞻性词汇参考许帅等的研究 ^[46]
$\Delta Forward$	招股说明书上会稿的 <i>Forward</i> 与申报稿的 <i>Forward</i> 之差
<i>Shock</i>	IPO 申请企业于 2022 年 1 月 28 日《指导意见》发布后提交招股说明书的上会稿取值为 1,否则为 0
<i>Size</i>	公司规模,总资产的自然对数
<i>Lev</i>	财务杠杆,总负债除以总资产
<i>ROA</i>	盈利能力,净利润除以总资产
<i>Dual</i>	IPO 申请企业的董事长和总经理为同一人取值为 1,否则为 0
<i>SOE</i>	IPO 申请企业的实际控制人为各级政府部门或国有企业取值为 1,否则为 0
<i>BigAud</i>	聘请的 IPO 审计机构在申请年度的中注协综合评价排名中位列前十取值为 1,否则为 0
<i>BigUW</i>	聘请的 IPO 承销商在申请年度的股权承销金额排名中位列前十取值为 1,否则为 0

^①如前文所述,交易所对申报稿提出的审核问询并不可能改变 IPO 申请企业在申请上市前的基本面特征,只改变申报稿中的信息如何呈现给信息使用者,因此招股说明书的上会稿和申报稿的任何差异只反映信息披露质量的变化,而不会受到模型遗漏 IPO 申请企业基本面特征变量的干扰。

受到《指导意见》的影响。若企业申报稿提交于《指导意见》发布前且上会稿提交于《指导意见》发布后,则取值为 1;若企业申报稿与上会稿均提交于《指导意见》发布前,则取值为 0。在控制变量的选取上,本文控制可能影响信息披露质量的因素:在公司财务状况和经营成果维度,控制了公司规模(*Size*)、财务杠杆(*Lev*)以及盈利能力(*ROA*);在治理结构维度,控制了两职合一(*Dual*)和产权性质(*SOE*);在中介机构维度,控制了审计师规模(*BigAud*)和承销商规模(*BigUW*)。同时,本文还控制了 IPO 申请企业的申请上市板块的固定效应、所在省份的固定效应以及行业固定效应^①,并使用异方差稳健标准误。

(四) 样本选择与数据来源

本文选取 2019 年 3 月 22 日至 2022 年 1 月 28 日期间在科创板和创业板提交招股说明书申报稿^②的 1307 条 IPO 申请观测作为初始研究样本。科创板于 2019 年 3 月 22 日受理首批 IPO 申报企业,创业板于 2020 年 6 月 22 日受理首批适用注册制的 IPO 申报企业,因此科创板、创业板样本起始观测时间分别为 2019 年 3 月 22 日、2020 年 6 月 22 日。

对于初始样本,本文进行如下筛选:首先,为满足研究设计中申报稿和上会稿文本对比分析的要求,剔除了 301 家未提交上会稿即终止 IPO 流程的公司样本;其次,对于在样本期内多次申报 IPO 的 5 家公司,仅保留其最后一次申报记录;最后,剔除 1 条以纯图片格式提交招股说明书的观测,最终获得 1000 个 IPO 申请企业样本。本文所需的招股说明书申报稿、上会稿数据来源于上海证券交易所和深圳证券交易所,其余财务数据来源于招股说明书、WIND 和 CSMAR 数据库。为缓解极端值对研究结果的影响,本文对可能引发极端值问题的比率类连续变量(*Lev*、*ROA*)在 1% 和 99% 分位数进行缩尾处理^③。

(五) 描述性统计

表 2 组 A 列示了样本的申请上市板块分布。统计结果显示,实验组的 99 例样本中,申请在科创板上市的共计 73 例,而申请在创业板上市的共计 26 例;对照组的 901 例样本中,申请在科创板上市的共计 492 例,而申请在创业板上市的共计 409 例。表 2 组 B 列示了样本的申报稿提交年份分布。统计结果显示,实验组样本主要集中在 2021 年提交申报稿(84 例),1 例于 2020 年提交申报稿,14 例于 2022 年提交申报稿;对照组的

901 例样本中,169 例于 2019 年提交申报稿,480 例于 2020 年提交申报稿,251 例于 2021 年提交申报稿,1 例于 2022 年提交申报稿。

表 3 列示了主要变量的描述性统计结果。相较于申报稿,上会稿普遍呈现以下特征:文本总篇幅($\Delta TotChars$)显著增加,常用字比例($\Delta ComChars$)有所下降,会计专业术语($\Delta TermDensity$)比例降低,句子复杂度($\Delta CharsPerSen$)上升,可视化程度($\Delta Visual$)降低,前瞻性信息披露($\Delta Forward$)减少。自变量 *Shock* 的均值为 0.099,表明 9.9% 观测样本的上会稿提交于《指导意见》发布后,而申报稿则不受影响。

表 2 样本分布

组 A: 样本的申请上市板块分布			
上市板块	实验组	对照组	合计
科创板	73	492	565
创业板	26	409	435
合计	99	901	1000
组 B: 样本的申报稿提交年份分布			
提交年份	实验组	对照组	合计
2019	0	169	169
2020	1	480	481
2021	84	251	335
2022	14	1	15
合计	99	901	1000

表 3 变量的描述性统计(N=1000)

变量	均值	标准差	10%分位数	中值	90%分位数
$\Delta TotChars$	0.121	0.146	0.002	0.085	0.332
$\Delta ComChars$	-0.501	1.836	-3.092	-0.086	1.361
$\Delta TermDensity$	-0.412	0.527	-0.993	-0.423	0.070
$\Delta CharsPerSen$	1.075	4.123	-1.066	0.441	4.628
$\Delta Visual$	-0.006	0.022	-0.024	-0.003	0.008
$\Delta Forward$	-0.024	0.074	-0.118	-0.005	0.039
<i>Shock</i>	0.099	0.299	0.000	0.000	0.000
<i>Size</i>	20.676	0.971	19.742	20.494	21.824
<i>Lev</i>	0.363	0.191	0.148	0.347	0.601
<i>ROA</i>	0.112	0.143	0.040	0.112	0.230
<i>Dual</i>	0.404	0.491	0.000	0.000	1.000
<i>SOE</i>	0.079	0.270	0.000	0.000	0.000
<i>BigAud</i>	0.693	0.461	0.000	1.000	1.000
<i>BigUW</i>	0.564	0.496	0.000	1.000	1.000

^①本研究的核心自变量为 IPO 申请企业上会稿是否提交于《指导意见》(2022 年 1 月 28 日)发布后。如表 2 组 B 所示,实验组样本的申报时间高度集中于 2021 年(84 例),仅 1 例在 2020 年提交,14 例在 2022 年提交。如在模型中纳入申请年份的固定效应,将在很大程度上吸收自变量的变异,导致估计偏误,故此未控制申请年份固定效应。

^②在 IPO 审核过程中,部分公司会根据监管反馈要求对招股说明书进行多轮修订,从而形成多个版本的申报稿和上会稿。考虑到监管机构做出审核决定时评阅的是公司最终提交的修订版本,本文统一选取最后一份正式提交的招股说明书申报稿和上会稿进行分析。

^③如对所有连续变量进行 1% 和 99% 分位数缩尾处理,不会改变结果。

未列报的单变量分析结果(备案)显示,相比对照组观测,实验组公司在招股说明书信息披露质量方面表现出以下特征:文本总篇幅($\Delta TotChars$)更为精简,常用字比例($\Delta ComChars$)更高,会计专业术语($\Delta TermDensity$)比例降低,句子复杂度($\Delta CharsPerSen$)更为简洁,可视化内容($\Delta Visual$)更为丰富,前瞻性信息披露($\Delta Forward$)更为充分。

四、实证结果与分析

(一) 基准回归结果

表 4 列(1)至列(5)列示了《指导意见》对招股说明书可读性的影响。当因变量为总篇幅($\Delta TotChars$)时, $Shock$ 的系数在 1% 水平上显著为负,表明《指导意见》降低了招股说明书总篇幅。当因变量为常用字比例($\Delta ComChars$)时, $Shock$ 的系数在 1% 水平上显著为正,表明《指导意见》提升了招股说明书常用字使用比例。当因变量为会计术语密度($\Delta TermDensity$)时, $Shock$ 的系数在 5% 水平上显著为负,表明《指导意见》降低了招股说明书会计术语密度。当因变量为句子长度($\Delta CharsPerSen$)时, $Shock$ 的系数在 5% 水平上显著为负,表明《指导意见》降低了招股说明书平均每个句子的字数。当因变量为可视化程度($\Delta Visual$)时, $Shock$ 的系数在 10% 水平上显著为正,表明《指导意见》提升了招股说明书可视化程度。上述结果意味着《指导意见》较为系统地提升了 IPO 申请企业招股说明书的可读性。

表 4 列(6)列示了《指导意见》对招股说明书决策相关性的影响。当因变量为前瞻性披露程度($\Delta Forward$)时, $Shock$ 的系数在 1% 水平上显著为正,表明《指导意见》提升了招股说明书前瞻性信息披露程度,意味着《指导意见》显著提升了 IPO 申请企业招股说明书的决策相关性。

(二) 稳健性检验

虽然 IPO 申请企业招股说明书上会稿提交时间相对于《指导意见》实施时点具有外生性,但研究结论可能会受到实验组与对照组公司固有特征差异带来的潜在影响。为了缓解样本偏误的影响,本文采用两种方法进行稳健性检验。一是熵平衡法,借鉴 Hainmueller 的做法^[47],本文将控制变量的一阶矩、二阶矩和三阶矩作为约束条件,对实验组和对照组进行匹配,使得加权后实验组和对照组的控制变量接近。二是倾向得分匹配法,本文将控制变量全部加入 Logit 模型中,以确保所有影响招股说明书信息披露质量的特征因子在实验组和对照组之间没有显著差异,并分别采用半径为 0.05 的半径匹配法、核匹配法进行匹配。未列报的稳健性检验结果(备案)显示,在控制样本偏误后, $Shock$ 系数的显著性和方向与预期一致,验证了本文结论的稳健性。

(三) 机制检验:交易所审核问询的影响

前文理论分析部分提出了《指导意见》可能提升招股说明书披露质量的三种机制。由于责任追究与自我约束机制难以直接观测,本文进一步探讨交易所审核问询机制是否为《指导意见》提升招股说明书披露质量的关键机制,具体采用两种检验思路:其一,在申报稿与上会稿信息披露质量的对比中,引入《指导意见》发布后实验组是否至少经历一轮审核问询这一横截面差异进行分析;其二,引入上会稿与注册稿信息披露质量的对比,由于这两个版本之间不存在交易所的审核问询差异,该对比可作为审核问询机制的安慰剂测试。

围绕第一个检验思路,我们观察到:《指导意见》发布后提交上会稿的 99 例实验组观测样本中,69 例在《指导意见》发布后至少接受了交易所的一轮审核问询才提交上会稿,30 例在《指导意见》发布后未再接受交易所的

表 4 《指导意见》发布与招股说明书信息披露质量

变量	(1) $\Delta TotChars$	(2) $\Delta ComChars$	(3) $\Delta TermDensity$	(4) $\Delta CharsPerSen$	(5) $\Delta Visual$	(6) $\Delta Forward$
$Shock$	-0.125*** (-9.52)	0.944*** (4.70)	-0.161** (-2.56)	-0.942** (-2.28)	0.005* (1.95)	0.032*** (4.03)
$Size$	-0.013* (-1.71)	0.210** (2.03)	0.066* (1.94)	-0.714* (-1.70)	-0.000 (-0.06)	0.009** (2.01)
Lev	0.035 (1.19)	0.263 (0.65)	0.090 (0.76)	1.729 (1.56)	-0.003 (-0.53)	-0.004 (-0.28)
ROA	0.087 (1.49)	-0.961* (-1.66)	0.040 (0.21)	0.717 (0.51)	-0.010 (-1.31)	-0.087*** (-3.20)
$Dual$	0.012 (1.54)	-0.081 (-0.69)	0.042 (1.28)	0.127 (0.75)	-0.000 (-0.27)	-0.005 (-1.13)
SOE	0.003 (0.20)	0.158 (0.71)	-0.040 (-0.65)	-0.308 (-0.49)	-0.003 (-1.01)	0.007 (0.86)
$BigAud$	0.009 (1.15)	0.066 (0.54)	0.037 (1.02)	0.135 (0.69)	-0.002 (-1.30)	0.002 (0.52)
$BigUW$	-0.007 (-0.84)	0.028 (0.24)	-0.011 (-0.32)	0.223 (1.05)	0.002 (1.13)	-0.006 (-1.34)
申请上市板块 固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
省份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本观测数	1000	1000	1000	1000	1000	1000
F 统计量	14.27***	5.79***	1.85*	4.07***	1.12	7.07***
调整 R ²	0.314	0.129	0.071	0.158	0.034	0.192

注:***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平(双尾)。下同。

审核问询。在前文提到的《指导意见》可能会提升信息披露质量的三种机制中,两类实验组样本均面临责任追究机制和自我约束机制的影响,关键差异体现在前者接受交易所审核问询在理论上会受到《指导意见》的影响,而后者接受交易所审核问询则未受到《指导意见》影响。为了甄别《指导意见》发挥作用的机制,我们将 Shock 变量进一步细分为 Shock_{CL} 和 Shock_{w/o CL} 两个变量,其中,Shock_{CL} 取 1 表示《指导意见》发布后仍接受至少一轮审核问询的实验组样本,否则为 0;Shock_{w/o CL} 取 1 表示《指导意见》发布后未接受任何审核问询的实验组样本,否则为 0。图 3 列示了两个实验组在研究设计上的差异。

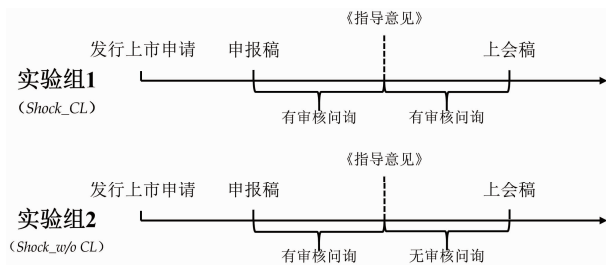


图 3 实验组 1 和实验组 2 在研究设计上的差异: 基于申报稿和上会稿的提交时间差

表 5 机制检验:《指导意见》发布后实验组是否至少经历一轮审核问询

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$\Delta TotChars$	$\Delta ComChars$	$\Delta TermDensity$	$\Delta CharsPerSen$	$\Delta Visual$	$\Delta Forward$
Shock _{CL} (β_1)	-0.131 *** (-9.30)	1.380 *** (6.59)	-0.179 ** (-2.40)	-1.404 *** (-2.93)	0.004 * (1.65)	0.045 *** (4.95)
Shock _{w/o CL} (β_2)	-0.113 *** (-4.26)	-0.039 (-0.11)	-0.121 (-1.20)	0.100 (0.20)	0.007 (1.27)	0.001 (0.13)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
申请上市板块 固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
省份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
组内系数差异检验	F-stat.	F-stat.	F-stat.	F-stat.	F-stat.	F-stat.
$\beta_1 = \beta_2$	0.42	12.09 ***	0.23	7.12 ***	0.27	9.83 ***
样本观测数	1000	1000	1000	1000	1000	1000
F 统计量	13.72 ***	7.68 ***	1.66 *	3.94 ***	1.02	7.37 ***
调整 R ²	0.314	0.140	0.070	0.160	0.033	0.198

表 5 列(1)至列(5)的结果显示,接受至少一轮审核问询的实验组样本(Shock_{CL})的招股说明书可读性更优,具体表现为:总篇幅($\Delta TotChars$)显著缩减,常用字比例($\Delta ComChars$)显著提高,会计术语密度($\Delta TermDensity$)显著降低,句子长度($\Delta CharsPerSen$)显著缩短,可视化程度($\Delta Visual$)有了一定程度的提高。未接受审核问询的实验组样本(Shock_{w/o CL})仅显著缩减了招股说明书总篇幅,而在其余指标上均不显著。组内系数差异检验结果显示,两类实验组样本在常用字比例($\Delta ComChars$)、句子长度($\Delta CharsPerSen$)指标上的估计系数存在显著差异。上述结果意味着《指导意见》对招股说明书可读性的显著提升作用,突出体现在《指导意见》发布后仍然接受交易所审核问询的企业中。

表 5 列(6)的结果显示,在接受至少一轮审核问询的实验组样本(Shock_{CL})中,招股说明书前瞻性信息披露程度($\Delta Forward$)更高,而未接受审核问询的实验组样本(Shock_{w/o CL})则未表现出更高的决策相关性。组内系数差异检验结果显示,两类实验组样本的估计系数存在显著差异。上述结果意味着《指导意见》对招股说明书决策相关性的显著提升作用,突出体现在《指导意见》发布后仍然接受交易所审核问询的企业中,即交易所审核问询是《指导意见》提升招股说明书披露质量的关键机制^①。

(四)对投资者反应的进一步分析

《指导意见》的核心目标在于通过提升招股说明书信息披露的可读性和决策相关性,降低投资者甄别和利用有效信息的难度,从而更好地服务投资者价值判断和投资决策需要^[1]。为此,本文进一步考察《指导意见》发布是否有助于提升投资者对招股说明书的信息理解效率。

现有研究通常采用 IPO 首日抑价率衡量投资者对 IPO 企业的信息不对称程度,以首日换手率衡量投资者关于 IPO 企业的意见分歧度^[22-23,48-49]。相应地,本文考察《指导意见》发布对 IPO 首日抑价率和首日换手率的影响,并设置如下模型:

$$Underpricing/Turnover_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Shock_{prospectus,it} + Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中,Underpricing 为上市首日抑价率(股票首日收盘价除以股票的招股价格-1),Turnover 为上市首日换手率(上市首日成交量/流通股股数)。自变量 Shock_{prospectus} 表示 IPO 企业招股说明书最终版是否发布于《指导意见》之后,IPO 企业在《指导意见》发布后提交招股说明书最终版取值为 1,否则为 0。其余变量定义均与模型(1)一致。

①本文未列报检验思路二的相关测试结果(留存备案),结果亦显示交易所审核问题是《指导意见》提升招股说明书披露质量的重要机制。

在样本选择方面,本文选取 2019 年 3 月 22 日至 2025 年 3 月 27 日(研究时能获得数据的截止日期)期间在科创板和创业板成功上市的 1170 家公司为初始样本,剔除 13 家数据缺失的公司后,最终样本量为 1157 家^①。为控制其他外生事件的干扰,样本除了对全样本进行分析外,还设置了仅保留《指导意见》发布前后各一年、各六个月和各三个月三个时间窗口的样本进行稳健性检验表 6 为《指导意见》对上市首日抑价率(*Underpricing*)的检验结果,*Shock_{prospectus}* 的估计系数在 1% 水平上显著为负,表明招股说明书最终版受《指导意见》影响的 IPO 企业,上市首日抑价率更低,这一结果在不同时间窗口下均保持稳健。表 7 为《指导意见》对上市首日换手率(*Turnover*)的检验结果,*Shock_{prospectus}* 的估计系数在 1% 水平上显著为负,表明招股说明书最终版受《指导意见》影响的 IPO 企业,上市首日换手率更低,同样在不同时间窗口下保持稳健性。

以上结果表明,《指导意见》降低了发行人与投资者之间的信息不对称程度,也降低了投资者之间关于 IPO 企业的意见分歧程度,有效提升了市场投资者对招股说明书的信息理解效率。

五、结论

本文以注册制改革试点以来监管机构针对招股说明书披露质量不足发布政策指导文件为研究场景,考察了 IPO 信息披露的监管理念阐释对 IPO 申请企业信息披露质量的影响,发现该政策指导文件发布后,招股说明书的可读性显著提升,表现为总篇幅缩减、常用字占比提升、会计术语密度下降、平均句长缩短以及可视化程度提高;招股说明书的决策相关性也明显提升,表现为前瞻性信息披露内容显著增加。进一步分析结果显示,交易所审核问询是《指导意见》提升招股说明书披露质量的关键机制;《指导意见》发布后提交招股说明书最终版的 IPO 企业,其上市首日抑价率和换手率均更低,这表明《指导意见》降低了投资者关于 IPO 企业的信息不对称和意见分歧度,提升了市场投资者对 IPO 企业的信息理解效率。

基于上述研究结论,本文得到以下政策启示。第一,从完善信息披露监管制度的角度看,理念阐释类文件具有重要的规范引导功能。本文经验证据表明,《指导意见》显著提升了招股说明书的可读性与决策相关性,说明系统阐释监管理念、明确披露重点与行为边界有助于引导发行人规范信息披露行为。未来监管实践中,应进一步完善理念阐释类政策文件的制度设计,增强其可操作性与约束力,使其更好地发挥引导市场预期和规范信息披露行为的功能。第二,从优化市场定价机制与提升资源配置效率的角度看,强化信息披露理念引导具有显著的现实意义。本文研究发现,受《指导意见》影响的 IPO 企业在上市首日表现出更低的抑价率和换手率,表明监

表 6 《指导意见》发布与上市首日抑价率

变量	全样本	《指导意见》发布前后 各一年提交招股 说明书最终版的样本	《指导意见》发布前后 各六个月提交招股 说明书最终版的样本	《指导意见》发布前后 各三个月提交招股 说明书最终版的样本
	(1) <i>Underpricing</i>	(2) <i>Underpricing</i>	(3) <i>Underpricing</i>	(4) <i>Underpricing</i>
<i>Shock_{prospectus}</i>	-1.243 *** (-14.70)	-1.486 *** (-13.32)	-0.842 *** (-6.25)	-0.478 *** (-4.17)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
申请上市板块 固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
省份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本观测数	1157	612	292	155
F 统计量	35.18 ***	25.59 ***	6.10 ***	4.39 ***
调整 R ²	0.185	0.259	0.196	0.363

表 7 《指导意见》发布与上市首日换手率

变量	全样本	《指导意见》发布前后 各一年提交招股 说明书最终版的样本	《指导意见》发布前后 各六个月提交招股 说明书最终版的样本	《指导意见》发布前后 各三个月提交招股 说明书最终版的样本
	(1) <i>Turnover</i>	(2) <i>Turnover</i>	(3) <i>Turnover</i>	(4) <i>Turnover</i>
<i>Shock_{prospectus}</i>	-0.032 *** (-4.43)	-0.063 *** (-6.41)	-0.043 *** (-2.76)	-0.076 *** (-3.23)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
申请上市板块 固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
省份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本观测数	1157	612	292	155
F 统计量	6.60 ***	6.39 ***	1.58	1.99 *
调整 R ²	0.112	0.174	0.053	0.052

①与基准回归不同,本部分分析不要求样本在《指导意见》实施前有申报稿作为对照,从而扩大了研究样本范围。

管机构通过持续强化信息披露监管理念的阐释与引导,有助于提升投资者对招股说明书信息的理解效率,从而改善定价机制并提高资本市场资源配置效率。第三,从强化政策执行机制与完善配套制度安排的角度看,审核问询机制是理念阐释类文件发挥治理效应的重要载体。本文研究发现,交易所审核问询机制在《指导意见》提升招股说明书信息披露质量过程中发挥了关键传导作用^①,这意味着在注册制持续深化实施过程中,应更加重视事中审核环节的制度功能,通过健全审核问询配套规则、优化问询流程与反馈机制、完善信息披露评价与问责体系,并合理配置审核资源,强化对重点信息披露事项的专业引导与约束,从而推动信息披露质量的持续提升。

参考文献:

- [1] 中国证监会. 关于注册制下提高招股说明书信息披露质量的指导意见[EB/OL]. (2022-01-08)[2025-10-11]. <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101954/c1805213/content.shtml>.
- [2] Loughran T, McDonald B. Regulation and financial disclosure: The impact of plain English[J]. *Journal of Regulatory Economics*, 2014, 45(1): 94-113.
- [3] 中国证监会. 《关于注册制下提高招股说明书信息披露质量的指导意见》的起草说明[EB/OL]. (2022-01-08)[2025-10-11]. <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101954/c1805213/content.shtml>.
- [4] 白云霞, 李璇. 预期业绩与 IPO 公司风险对策披露[J]. *财贸经济*, 2020(7): 67-82.
- [5] 边江泽, 余涓, 秦淇林. 注册制改革、信息披露与投资者行为——基于创业板定向增发的证据[J]. *管理世界*, 2025(11): 81-114.
- [6] 周静怡, 丁友刚, 叶凡, 等. 注册制改革对信息披露质量的影响研究——来自招股说明书的经验证据[J]. *财务研究*, 2025(2): 66-86.
- [7] 俞红海, 范思好, 吴良钰, 等. 科创板注册制下的审核问询与 IPO 信息披露——基于 LDA 主题模型的文本分析[J]. *管理科学学报*, 2022(8): 45-62.
- [8] Schipper K. Principles-based accounting standards[J]. *Accounting Horizons*, 2003, 17(1): 61-72.
- [9] Nelson M W. Behavioral evidence on the effects of principles-and rules-based standards[J]. *Accounting Horizons*, 2003, 17(1): 91-104.
- [10] 平来禄, 刘峰, 雷科罗. 后安然时代的会计准则: 原则导向还是规则导向[J]. *会计研究*, 2003(5): 11-15.
- [11] 李爽, 吴溪. 中国会计准则的制定导向: 基于某上市公司退市案例的思考[M]//李爽, 吴溪. 会计信息、独立审计与公共政策. 北京: 中国财政经济出版社, 2004: 3-13.
- [12] 赖黎, 蓝春丹, 秦明春. 市场化改革提升了定价效率吗? ——来自注册制的证据[J]. *管理世界*, 2022(4): 172-184+199+185-190.
- [13] 林志帆, 张浩然. 科创板注册制如何提升 IPO 定价效率? ——来自双差分模型的因果识别证据[J]. *金融研究*, 2024(5): 188-206.
- [14] 郑国坚, 刘激, 马新啸. 科创板企业上市标准选择对 IPO 通过的影响研究[J]. *管理世界*, 2025(3): 189-206.
- [15] 郑国坚, 刘激, 蔡贵龙. 上市标准与 IPO 财务操纵策略——基于科创板的经验证据[J]. *南开管理评论*, 2025(8): 111-122.
- [16] 刘煜辉, 熊鹏. 股权分置、政府管制和中国 IPO 抑价[J]. *经济研究*, 2005(5): 85-95.
- [17] 朱红军, 钱友文. 中国 IPO 高抑价之谜: “定价效率观”还是“租金分配观”? [J]. *管理世界*, 2010(6): 28-40.
- [18] 胡聪慧, 齐云飞. 资本市场与企业投融资决策——来自新股定价制度调整的证据[J]. *经济研究*, 2021(8): 91-108.
- [19] 吴溪, 郑登津, 孔东民. 发行审核委员的遴选质量与 IPO 审核效果[J]. *经济学(季刊)*, 2023(4): 1424-1441.
- [20] 薛爽, 王禹. 科创板 IPO 审核问询回复函与首发抑价[J]. *管理世界*, 2022(4): 185-203.
- [21] 薛爽, 王禹. 科创板 IPO 审核问询有助于新股定价吗? ——来自机构投资者网下询价意见分歧的经验证据[J]. *财经研究*, 2022(1): 138-153.
- [22] 陈旭霞, 王俊, 吴溪. IPO 过会公司的“剩余审核意见”传递了估值信号吗[J]. *会计研究*, 2022(9): 21-38.
- [23] 宋顺林, 刘翔宇, 李继峥, 等. IPO 现场检查与新股质量提升[J]. *管理世界*, 2024(2): 212-231.
- [24] 王克敏, 廉鹏. 保荐制度改善首发上市公司盈余质量了吗? [J]. *管理世界*, 2010(8): 21-34+43.
- [25] 姚颀, 赵梅. 中国式风险披露、披露水平与市场反应[J]. *经济研究*, 2016(7): 158-172.
- [26] 李璇, 白云霞. IPO 公司风险信息披露及其对 IPO 抑价的影响——基于中国赴美上市公司和国内 A 股的经验证据[J]. *管理评论*, 2021(7): 29-42.
- [27] 何熙琼, 顾湘, 刘昊. 注册制背景下风险信息披露对新股破发的影响研究[J]. *南开管理评论*, 2023(3): 86-100.
- [28] Bozanic Z, Dietrich J R, Johnson B A. SEC comment letters and firm disclosure[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2017, 36(5): 337-357.
- [29] Brown S V, Tian X, Tucker J W. The spillover effect of SEC comment letters on qualitative corporate disclosure: Evidence from the risk factor disclosure [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2018, 35(2): 622-656.
- [30] 翟淑萍, 王敏, 张晓琳. 财务问询函对审计联结公司的监管溢出效应——来自年报可读性的经验证据[J]. *审计与经济研究*, 2020(5): 18-30.
- [31] 胡志强, 王雅格. 审核问询、信息披露更新与 IPO 市场表现——科创板企业招股说明书的文本分析[J]. *经济管理*, 2021(4): 155-172.
- [32] 吴溪, 江雨佳, 王彦超. 信息披露违法追责与中小投资者保护——来自证券虚假陈述民事诉讼的证据[J]. *经济研究*, 2025(1): 194-208.
- [33] Suchman M C. Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches[J]. *Academy of Management Review*, 1995, 20(3): 571-612.
- [34] Deephouse D L. Does isomorphism legitimate? [J]. *Academy of Management Journal*, 1996, 39(4): 1024-1039.
- [35] Cassell C A, Dreher L M, Myers L A. Reviewing the SEC's review process: 10-K comment letters and the cost of remediation[J]. *The Accounting Re-*

^①《指导意见》既可能改变审核问询的关注重点和提问深度,也可能强化审核问询的执行强度,但我们难以观察到该文件的发布如何具体影响交易所审核问询活动,未来研究可进一步探究监管执行层面如何落实原则导向的会计与信息披露监管制度。

- view, 2013, 88(6):1875-1908.
- [36] Kubick T R, Lynch D P, Mayberry M A, et al. The effects of regulatory scrutiny on tax avoidance: An examination of SEC comment letters[J]. The Accounting Review, 2016, 91(6):1751-1780.
- [37] Kedia S, Rajgopal S. Do the SEC's enforcement preferences affect corporate misconduct? [J]. Journal of Accounting and Economics, 2011, 51(3):259-278.
- [38] 刘金洋, 沈彦杰. 证监会随机抽查的监管效应: 溢出还是替代? ——基于交易所和审计师的视角[J]. 审计研究, 2021(4):77-87.
- [39] 孙亮, 刘春. 监管科技化如何影响企业并购绩效? ——基于证监会建立券商工作底稿科技管理系统的准自然实验[J]. 管理世界, 2022(9):176-196.
- [40] Li F. Annual report readability, current earnings, and earnings persistence[J]. Journal of Accounting and Economics, 2008, 45(2/3):221-247.
- [41] 王克敏, 王华杰, 李栋栋, 等. 年报文本信息复杂性与管理者自利——来自中国上市公司的证据[J]. 管理世界, 2018(12):120-132+194.
- [42] 阮睿, 孙宇辰, 唐悦, 等. 资本市场开放能否提高企业信息披露质量? ——基于“沪港通”和年报文本挖掘的分析[J]. 金融研究, 2021(2):188-206.
- [43] 徐巍, 姚振晔, 陈冬华. 中文年报可读性: 衡量与检验[J]. 会计研究, 2021(3):28-44.
- [44] Li F. The information content of forward-looking statements in corporate filings: A naïve Bayesian machine learning approach[J]. Journal of Accounting Research, 2010, 48(5):1049-1102.
- [45] Muslu V, Radhakrishnan S, Subramanyam K R, et al. Forward-looking MD&A disclosures and the information environment[J]. Management Science, 2015, 61(5):931-948.
- [46] 许帅, 邵帅, 何贤杰. 业绩说明会前瞻性信息对分析师盈余预测准确性的影响——信口雌黄还是言而有征[J]. 中国管理科学, 2025(3):34-44.
- [47] Hainmueller J. Entropy balancing for causal effects: A multivariate reweighting method to produce balanced samples in observational studies[J]. Political Analysis, 2012, 20(1):25-46.
- [48] Carter R, Manaster S. Initial public offerings and underwriter reputation[J]. The Journal of Finance, 1990, 45(4):1045-1067.
- [49] Ritter J R, Welch I. A review of IPO activity, pricing, and allocations[J]. The Journal of Finance, 2002, 57(4):1795-1828.

[责任编辑:王丽爱]

Regulatory Philosophy Interpretation and Information Disclosure Quality: Evidence from IPO Prospectus

CHEN Xuxia¹, QI Zanyue², WU Xi²

(1. School of Economics and Management, North China University of Technology, Beijing 100144, China;

2. School of Accountancy, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China)

Abstract: Since the initiation of the registration-based IPO reform pilot, prospectuses of IPO applicants have been criticized for low readability and insufficient relevance to investors' decision-making. In response to these concerns, the China Securities Regulatory Commission (CSRC) issued a dedicated policy guidance document in early 2022. While the guidance aims to enhance prospectus disclosure quality by strengthening the supervisory framework for information disclosure, its character as an "interpretation of regulatory philosophy", without direct legal enforceability over market participants. Consequently, its implementation faces numerous practical challenges, and evidence on its actual effectiveness remains scarce. Leveraging the temporal gap between the submission of preliminary prospectus drafts and the subsequent hearing versions, this study constructs a quasi-natural experiment to evaluate the impact of the guidance. The empirical results reveal that, relative to IPO applicants who had submitted their hearing drafts prior to the guidance, those submitting afterward exhibited significantly improved disclosure quality, as reflected in both readability metrics and indicators of relevance to investment decisions. The effect is particularly salient among applicants whose hearing drafts submitted after the guidance were still subject to exchange comment letters, highlighting the critical role of interim supervisory interventions as an enforcement mechanism. Moreover, we document that IPO applicants submitting their final prospectuses subsequent to the issuance of the guidance experienced lower underpricing rates and turnover rates. This evidence suggests that the interpretation of regulatory philosophy regarding IPO information disclosure quality mitigates information asymmetry and divergence of opinions among investors regarding IPO applicants, thereby contributing to the efficiency of resources allocation in the capital markets.

Key Words: regulatory philosophy interpretation; information disclosure quality; IPO prospectus; information asymmetry; resources allocation efficiency