

doi:10.19920/j.cnki.jmsc.2026.07.011

注册制实施提高了 IPO 公司信息披露质量吗?^①

——基于多维度衡量信息披露质量的证据

柳建华^{1,4,5}, 曾涵哲², 赵家悦^{3,6*}, 戴 芸²

(1. 中山大学管理学院, 广州 510275; 2. 中山大学岭南学院, 广州 510275; 3. 中山大学管理学院(创业学院), 深圳 518107; 4. 中山大学现代会计与财务研究中心, 广州 510275; 5. 中山大学资本市场研究院, 广州 510275; 6. 中山大学·深圳创新创业与科技金融研究中心, 深圳 518107)

摘要: 信息披露是注册制改革的核心。本研究以我国创业板注册制试点改革作为研究场景, 从信息披露准确性、可读性、完整性三个角度构建信息披露质量指标, 通过双重差分法探究注册制实施对 IPO 公司信息披露质量的影响。研究表明: 总体上, 注册制改革提升了 IPO 公司信息披露质量。细分考察发现, 注册制改革提升了 IPO 公司信息披露的可读性和完整性, 但对信息披露的准确性没有显著影响。当券商声誉较高、高管激励较强时, 注册制改革对信息披露可读性和完整性的正向影响更加明显。机制检验表明, 注册制改革通过强化监管约束和提高定价激励来实现对信息披露质量的影响。进一步研究发现, 注册制改革通过改善信息披露质量有效提升了市场定价效率, 并提高了 IPO 公司上市后的中长期股票回报率。本研究丰富了注册制实施政策效果的研究, 为进一步优化注册制改革提供了经验证据和政策参考。

关键词: 注册制; 信息披露质量; 招股说明书; 文本分析

中图分类号: F832.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2026)07-0156-15

0 引 言

资本市场是一个基于信息进行交易的市场。信息是资本市场的核心要素, 高质量的信息披露是发挥资本市场资源配置功能的有力保障, 也是维护市场稳定的重要支撑^[1]。资本市场注册制改革以信息披露为核心^[2], 以法制化、市场化为改革方向, 要求做到“建制度、不干预、零容忍”。区别于审批制、核准制下的实质性审核, 注册制通过市场化定价机制, 将决定权和定价权交给市场^[3]。但注册制改革并非“放而不管”, 而是“放管结合”, 事前通过压实保荐机构等中介的责任, 事中通过审核问询等途径对 IPO 公司持续监管, 事

后通过健全执法司法体制机制对违法违规行为进行追责, 对 IPO 公司形成强有力的监管威慑, 真正做到“零容忍”。

在科创板和创业板实施注册制改革后, 证监会发言人曾在就 IPO 申报企业情况答记者问时表示: “注册制实施后, 市场需要一定的时间适应, 有关方包括发行人、中介机构等对注册制的内涵与外延理解不全面、对注册制与提高上市公司质量的关系把握不到位、对注册制与交易所正常审核存在模糊认识, 形成有效的市场约束需要一个渐进的过程”^②。在科创板实施注册制后, 仍有部分公司通过财务造假实现欺诈上市。比如, 科创板公司泽达易盛和紫晶存储就是欺诈发行的典型。

① 收稿日期: 2024-02-25; 修订日期: 2025-10-09。

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(72372167; 72502252); 广东省哲学社会科学规划资助项目(GD23SJJZ07); 国家博士后研究人员计划资助项目(GZC20233210); 博士后科学基金资助项目(2024M753804)。

通讯作者: 赵家悦(1995—), 男, 广东汕头人, 博士, 助理教授。Email: zhaojy225@mail.sysu.edu.cn

② http://www.gov.cn/xinwen/2021-02/26/content_5589098.htm

因此,在注册制改革的背景下,IPO公司是否提高了信息披露质量,真正做到“真实、准确、完整,简明清晰、通俗易懂”是亟待检验的。如果IPO公司信息披露质量有提高,其作用机制是什么?针对注册制下的IPO公司信息披露质量进行研究,能厘清注册制改革的效果及可能存在的潜在问题,对后续资本市场制度完善具有重要意义。

然而,识别注册制与IPO公司信息披露质量变化的因果关系具有一定的困难。这是由于科创板自设立以来即实施注册制,难以真正识别注册制改革的影响。因此,本研究选择创业板注册制试点改革作为准自然实验的场景,探究实施注册制对信息披露质量的影响。由于创业板在2020年8月24日注册制试点改革前实施的是核准制,选择创业板作为研究场景,能较好地识别出注册制改革的影响,探究其政策效果和作用机制。

信息披露是注册制改革的核心,强调发行人所披露的信息应当是“真实、准确、完整,简明清晰、通俗易懂的”,基于此,本研究利用文本分析方法从信息披露准确性、可读性、完整性三个角度构建信息披露质量指标,并采用双重差分模型考察注册制对IPO公司信息披露质量的影响。研究发现,创业板注册制改革显著提高了IPO公司信息披露质量,提高的比例为29.42%。具体地,注册制改革对信息披露准确性并没有显著的影响,但显著提高了招股说明书的可读性和完整性。为保证结论的可信度,本研究进行了一系列稳健性检验,结果仍然一致。同时,券商声誉较高、高管激励较强时,信息披露可读性和完整性的提高程度更大。机制检验表明,信息披露质量的提高是监管约束“客观要求”和IPO公司“主观选择”的共同结果。本研究还发现创业板注册制试点改革通过提高信息披露质量降低了IPO抑价率,提高了定价效率。此外,注册制试点改革提高了IPO公司上市后的中长期股票回报率。

相比现有文献,本研究的可能贡献主要有以下三个方面:其一,聚焦于信息披露视角,从监管约束和定价激励两方面揭示了注册制改革对信息

披露质量的作用机理。现有文献探究了注册制改革对发行定价效率^[2]、股价表现^[4]和审计收费^[5]的影响,这些文献大多发现信息披露是注册制改革发挥经济影响的核心机制,但对注册制改革如何影响信息披露尚缺乏系统性研究^[6]。其二,采用更为全面、更加贴近政策设计的方式来刻画IPO公司的信息披露质量。不同于以往文献大多从盈余管理之类的单一维度去描绘信息披露质量^[7,8],本研究从信息披露准确性、完整性和可读性三个角度构建信息披露质量指标,对当前的信息披露质量指标体系形成了有益补充。其三,在实证层面上强化了对注册制改革成效的因果识别。以往研究大多是基于科创板样本研究注册制的影响^[4,9],由于科创板自设立以来便一直实行注册制,缺乏对照使得结果存在偏误且极易受到混杂因素的干扰。本研究基于创业板注册制场景,采用混合截面多时点DID模型优化了因果关系识别。

1 制度背景、文献综述与研究假设

1.1 制度背景

我国股票发行制度经历了从审批制、核准制再到注册制的历史变革。为了进一步减少行政干预,把选择权真正地交给市场,有效提高资本市场资源配置效率,党的十八届三中全会明确提出进行注册制改革。

信息披露是注册制的核心^③。相较于核准制,注册制改革的重点是关注发行人的信息披露质量,实行中国证监会统筹指导、交易所审核执行情况的监管模式,实行市场化的定价机制。具体而言,注册制在以下三个方面做出了制度创新。一是关注发行人的信息披露质量。《创业板首次公开发行股票注册管理办法》中再次强调,发行人所披露的信息应当是“真实、准确、完整,简明清晰、通俗易懂的”,可见注册制对于提升信息披露质量尤其是信息披露准确性、可读性和完整性的高

③ https://www.gov.cn/zhengce/2023-02/02/content_5739696.htm

度重视。二是实行中国证监会统筹指导、交易所审核执行情况的监管模式。注册制试点改革实施后, IPO 审核工作从发审委转移到交易所。交易所通过审核问询全面判断 IPO 公司是否符合发行上市条件、是否充分履行信息披露义务。同时, 证监会对 IPO 公司是否符合板块定位和国家产业政策进行把关, 监督指导交易所的审核工作^④。截至 2021 年末, 创业板以注册制上市的公司平均被问询轮数约为 2.56 轮, 平均被问询问题数目约为 29.84 个。三是实行市场化的定价机制。注册制试点改革取消了 23 倍市盈率的隐形限制, 完善以机构投资者为主体的询价、定价、配售机制, 将选择权交给市场, 通过市场化的方式进行定价, 给予 IPO 公司良好的定价激励, 促进资本市场优胜劣汰, 进一步提高上市公司质量。

1.2 文献综述

由于资本市场存在信息不对称, IPO 公司有很强的动机操纵披露的信息来获得更高的证券价值^[10, 11]。其次, 管理层为了隐瞒坏消息可能采取策略性披露, 降低文本可读性^[12]。再者, 管理层出于对自身职业发展和劳动报酬的顾虑, 可能会不披露或延迟披露坏消息^[13], 使得坏消息无法及时地反映在估值中, 从而提高证券价值。

然而, 信息操纵会增加资本市场的信息不对称水平, 降低资源配置效率^[14]。IPO 公司后续需要对盈余进行调整来逆转 IPO 前做大的盈余, 表现为较低的收益和负的异常应计利润, 这将对 IPO 公司后续的业绩产生不利影响, 进而影响其股票的市场表现, 损害投资者利益^[10]。同样的, 当公司隐瞒的坏消息积累到一定程度时, 所有的坏消息会同时被释放, 对市场产生严重的负向冲击, 甚至导致股市崩盘^[15]。

资本市场从约束和激励两个维度来缓解 IPO 公司信息披露质量低下的问题。首先, 从约束的角度, 由于证券市场充满诱惑和博弈, 需要通过制度安排对参与者形成威慑和制约^[16-18]。其次, 从激励的角度, 高质量的信息披露能降低信息不对称水平, 从而提高股票价格, 降低股票发行时的抑价

率和融资成本, 进而对 IPO 公司产生激励^[19-21]。

1.3 研究假设

IPO 市场一直存在着严重的信息不对称问题。招股说明书信息披露质量的高低则决定了 IPO 市场的信息不对称程度。因此, 注册制改革能否真的提高 IPO 公司的信息披露质量一直是利益相关者关注的核心。

首先, 随着注册制改革的实施, 与注册制相关的配套法律法规不断完善, 监管约束力度不断增强。新《证券法》和《刑法》修正案均对 IPO 公司信息披露质量进行规定, 增强了对 IPO 公司的监管约束力度。证监会通过行政处罚等监管措施压实中介机构的责任, 交易所通过审核问询等途径对 IPO 公司持续监管, 这些措施的实施显著提高了 IPO 公司所面临的法律风险。信息披露质量越高, 则后续面临的法律风险越低^[22]。因此, 为了降低法律风险, IPO 公司可能会提高信息披露质量。

其次, 提高信息披露质量可以吸引更多投资者, 从而获得更高的定价激励和更多的募集资金。进一步, 信息披露质量的提高对股票流动性具有促进作用, 能降低公司的融资成本^[23-27]。因此, 为了获得更高的定价激励, IPO 公司可能会提高信息披露质量。基于以上的理论分析, 本研究提出研究假说 H1。

H1 注册制能够提高 IPO 公司招股说明书的信息披露质量。

具体地, 从信息披露准确性的角度来看, 一方面, 新《证券法》和《刑法》修正案等配套措施均对 IPO 公司信息披露准确性进行了规定, 增强了对 IPO 公司的监管约束力度。为了降低法律风险, IPO 公司可能降低其盈余管理水平。另一方面, 由于 IPO 公司股票定价主要取决于 IPO 公司的每股盈余和市盈率, 为了吸引投资者, IPO 公司可能会通过盈余管理来提高每股盈余从而获得更大的募集资金额^[11]。由于发行人和投资者之间的信息不对称程度很高, 投资者需要较强的专业能力来识别 IPO 公司的信息披露准确性。正是由于 IPO 公

④ https://finance.sina.com.cn/stock/2023-02-17/doc-imyfzi_qp6607360.shtml

司披露的信息有限,投资者通常很难区分出异常应计项目的变化原因是管理层自行调整还是公司运营决策的变化。因此,IPO公司提高信息披露准确性很难被投资者准确识别从而获得更高的市盈率。但是,倘若IPO公司降低盈余管理水平,募集资金额则会减少。因此,为了增加募集资金额,IPO公司也可能不会降低IPO公司的盈余管理水平,提高信息披露准确性。

从信息披露可读性和完整性的角度来看,IPO公司存在一定的动机隐藏其信息。这是因为完整细致,简明清晰,通俗易懂的披露方式可能会增加IPO公司的专有信息成本^[28, 29]。但是,在注册制试点改革实施后,由于定价激励和监管约束力度不断提高,IPO公司提高信息披露可读性和完整性的收益相对于成本显著增加。注册制实施前,由于证监会在2014年的IPO定价改革中实行了窗口指导,23倍市盈率成为了IPO定价的隐形上限^[30]。注册制实施后,市场化的定价机制取消了23倍市盈率的隐形上限,使得IPO公司募集资金额既与每股盈余有关,也与市盈率有关。IPO公司通过市盈率的提高来获得更大的估值成为了可能。因此,在放开23倍市盈率的背景下,IPO公司会有更大的激励通过提高信息披露可读性和完整性来获得更大的市盈率和募集资金额。基于以上的理论分析,本研究提出研究假说H2a、研究假说H2b、研究假说H3和研究假说H4。

H2a 注册制能够提高IPO公司招股说明书的信息披露准确性。

H2b 注册制无法提高IPO公司招股说明书的信息披露准确性。

H3 注册制能够提高IPO公司招股说明书的信息披露可读性。

H4 注册制能够提高IPO公司招股说明书的信息披露完整性。

2 研究设计

2.1 样本选择与数据来源

本研究以深交所A股IPO公司为研究对象,

从信息披露准确性、可读性、完整性三个角度构建信息披露质量指标,探究注册制对信息披露质量的影响。具体地,本研究以2020年8月24日注册制在创业板试点推行作为政策冲击,选取2018年—2021年作为本研究的样本区间,探究注册制对IPO公司信息披露质量的影响。本研究将深交所创业板作为处理组,将深交所主板作为控制组,总共520家IPO公司。数据处理如下:第一,剔除数据缺失的样本;第二,剔除金融业的IPO公司;第三,对连续变量在1%和99%分位数水平进行缩尾处理以减少极端值的影响。最终,信息披露质量综合指标共得到497个观测值。信息披露可读性和完整性数据来源于上市公司的招股说明书,通过Python爬取和文本分析的方法获取。审核问询数据、证监会行政处罚数据通过手工收集获得。其他数据来自于CSMAR和WIND数据库。

2.2 模型构建与主要变量定义

由于样本是混合截面数据,本研究参照Wooldridge^[31],以创业板在2020年8月24日实施注册制试点改革为政策冲击,采用双重差分法构建以下模型来验证假说。

$$IQ = \alpha_1 + \alpha_2 Treat + \alpha_3 Treat \times POST + \alpha_4 Controls + Time + Industry + \mu$$

信息披露质量是由准确性水平、可读性水平和完整性水平赋值加总后构建的信息披露质量综合指标。其中,参照Dechow和Dichev^[32],信息披露准确性用IPO公司上市前一年的盈余管理水平来衡量。盈余管理水平越高,说明IPO公司操纵信息程度越大,信息披露准确性越低。对于信息披露可读性,本研究参照薛爽和王禹^[2]的做法,通过招股说明书表格数量来衡量。招股说明书中表格数量越多,可视化程度越高,可读性也越高。对于信息披露完整性,本研究参照俞红海等^[9]的做法,通过招股说明书总字符数来衡量。招股说明书总字符数越多,说明IPO公司信息披露完整性更高。关于控制变量的选取,本研究参照以往相关文献的做法^[7],控制了与公司特征相关的变量。除此之外,本研究还控制了与IPO相关的变量。具体的变量名称及其定义见表1。

表 1 变量名称及其定义

Table 1 Variable names and definitions

变量类型	变量名称	变量定义
被解释变量	<i>IQ</i>	信息披露质量,按准确性水平、可读性水平和完整性水平数值高-中-低分别赋值 3、2、1,加总后构建信息披露质量综合指标
	<i>EM_DD</i>	准确性水平,以现金流量琼斯模型计算得到的公司 IPO 前一年的盈余管理水平来衡量
	<i>RA_TABLE</i>	可读性水平,以招股说明书中表格数量的自然对数来衡量
	<i>CP_TEXT</i>	完整性水平,以招股说明书中总字符数的自然对数来衡量
解释变量	<i>TREAT</i>	创业板注册制试点改革的 IPO 公司,若公司在创业板上市则取 1,在深交所主板上市则取 0
	<i>POST</i>	创业板注册制试点改革的时间,若公司上市时间在 2020 年 8 月 24 日后则取 1,否则取 0
控制变量	<i>CASH</i>	经营活动现金流,以 IPO 公司上市前一年经营活动产生的现金流量净额除以总资产来衡量
	<i>GROWTH</i>	成长能力,以 IPO 公司上市前一年营业收入增长率来衡量
	<i>ROE</i>	盈利能力,以 IPO 公司上市前一年净资产收益率来衡量
	<i>LEV</i>	偿付能力,以 IPO 公司上市前一年资产负债率来衡量
	<i>TOP1</i>	第一大股东持股比例,以第一大股东持股数与 IPO 公司总股本的比值来衡量
	<i>SOE</i>	产权性质,若 IPO 公司为国有企业则取 1,否则取 0
	<i>SIZE</i>	公司规模,以 IPO 公司上市前一年总资产的自然对数来衡量
	<i>BIG5</i>	审计师声誉,样本内 IPO 审计家数居于前五名的会计师事务所取值为 1,否则为 0
	<i>BUR</i>	承销商声誉,样本内 IPO 承销家数居于前十名的券商取值为 1,否则为 0
	<i>IPOLENGTH</i>	公司等待上市时间,以 IPO 公司从受理到上市所需时间的自然对数来衡量
	<i>AGE</i>	公司成立时长,以 IPO 公司从成立到上市的时长来衡量
	<i>TIME</i>	虚拟变量,年份虚拟变量
	<i>INDUSTRY</i>	虚拟变量,行业虚拟变量

3 实证结果

3.1 描述性统计

表 2 的 Panel A 报告了本研究主要变量的描述性统计结果.表 2 的 Panel B 报告了创业板公司 IPO 信息披露质量在实施注册制试点改革前后的单变量检验结果.创业板公司在注

册制实施前后,*EM_DD* 均值没有显著差异,*IQ*、*RA_TABLE* 和*CP_TEXT*均值显著提高.作为对比,表 2 的 Panel C 报告了深交所主板公司 IPO 信息披露质量在同时段内的单变量检验结果.深交所主板公司在该时段内的*IQ*、*EM_DD*、*RA_TABLE* 和*CP_TEXT* 均值均不存在显著差异.这为验证本研究所提假设提供了初步证据.

表 2 描述性统计

Table 2 Summary statistics

Panel A: 主要变量的描述性特征						
变量	观测值	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>IQ</i>	497	6.00	1.822	3.000	6.000	9.000
<i>EM_DD</i>	497	0.045	0.089	-0.189	0.034	0.443
<i>RA_TABLE</i>	497	6.321	0.301	5.645	6.317	7.077
<i>CP_TEXT</i>	497	12.801	0.256	12.249	12.800	13.474
<i>TREAT</i>	497	0.753	0.432	0.000	1.000	1.000
<i>TREAT</i> × <i>POST</i>	497	0.517	0.500	0.000	1.000	1.000

续表 2

Table 2 Continues

Panel B: 创业板公司信息披露质量的差异					
变量	注册制改革前		注册制改革后		平均值差异性 <i>t</i> 检验
	观测值	平均值	观测值	平均值	
<i>IQ</i>	117	4.897	257	6.374	-1.476 ***
<i>EM_DD</i>	117	0.049	257	0.052	-0.004
<i>RA_TABLE</i>	117	6.098	257	6.409	-0.311 ***
<i>CP_TEXT</i>	117	12.620	257	12.863	-0.244 ***
Panel C: 主板公司信息披露质量的差异					
变量	注册制改革前		注册制改革后		平均值差异性 <i>t</i> 检验
	观测值	平均值	观测值	平均值	
<i>IQ</i>	57	6.175	66	6.364	-0.188
<i>EM_DD</i>	57	0.035	66	0.022	0.013
<i>RA_TABLE</i>	57	6.348	66	6.350	-0.002
<i>CP_TEXT</i>	57	12.841	66	12.849	-0.009

注：***、**、* 分别表示参数在 1%、5%、10% 水平上显著。

3.2 基本回归结果

表 3 报告了注册制改革对 IPO 信息披露质量影响的回归结果。第 (1) 列、第 (2) 列 $TREAT \times POST$ 的系数均在 1% 的显著性水平下显著为正, 说明注册制改革显著提高了 IPO 公司的信息披露质量。经济显著性上, 相比于深交所主板公司, 注册制改革使创业板公司 IPO 信息披露质量提高了 29.42%。第 (3) 列、第 (4) 列 $TREAT \times POST$ 的系数均不显著, 说明注册制改革并没有显著改变 IPO 公司的信息披露准确性。这可能是 IPO 公司

在降低法律风险和获得更大募集资金额之间进行权衡的结果。监管约束力度的增强可能会在一定程度上抑制 IPO 公司的盈余管理行为, 提高信息披露准确性。但是, IPO 公司很可能存在通过盈余管理来获得更大的募集资金额的动机^[11], 这将在一定程度上削弱监管约束所带来的效果。第 (5) 列、第 (6) 列和第 (7) 列、第 (8) 列 $TREAT \times POST$ 的系数均在 1% 的显著性水平下显著为正, 说明注册制改革显著提高了 IPO 公司的信息披露可读性和完整性。

表 3 注册制改革与 IPO 信息披露质量的回归结果

Table 3 Regression results between registration system reform and IPO information disclosure quality

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>IQ</i>	<i>IQ</i>	<i>EM_DD</i>	<i>EM_DD</i>	<i>RA_TABLE</i>	<i>RA_TABLE</i>	<i>CP_TEXT</i>	<i>CP_TEXT</i>
<i>TREAT</i>	-1.268 ***	-1.089 ***	0.017	0.007	-0.230 ***	-0.221 ***	-0.214 ***	-0.206 ***
	(-4.99)	(-4.67)	(1.29)	(0.61)	(-6.17)	(-6.15)	(-6.60)	(-6.74)
<i>TREAT</i> × <i>POST</i>	0.843 ***	1.766 ***	0.005	0.002	0.200 ***	0.396 ***	0.154 ***	0.342 ***
	(3.04)	(5.57)	(0.35)	(0.13)	(4.55)	(7.25)	(4.00)	(7.77)
<i>Controls</i>	No	Yes	No	Yes	No	Yes	No	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	497	497	497	497	497	497	497	497
<i>R</i> ²	0.262	0.479	0.074	0.349	0.344	0.490	0.343	0.521

注：***、**、* 分别表示参数在 1%、5%、10% 水平上显著；括号内为 *t* 值, 均经过稳健标准误调整, 下同。

3.3 稳健性检验

3.3.1 替换被解释变量

在稳健性检验中, 本研究将被解释变量替换

为新的信息披露质量综合指标。其中, 准确性水平、可读性水平和完整性水平分别由基本琼斯模型计算的盈余管理水平、逆接成分密度和风险披

露完整性衡量,再根据数值高-中-低分别赋值 3、2、1,加总后构建新的信息披露质量综合指标.上述调整均不改变本研究的主要结论.为了节省篇幅,回归结果未在文中列示.

3.3.2 平行趋势假设检验

本研究首先利用处理组和控制组的数据,绘制了信息披露质量综合指标、可读性和完整性的时间趋势图,结果发现在注册制试点实施前,处理组和控制组的趋势较为一致.

其次,本研究以创业板注册制试点实施前一年的样本为基准组,构建了 *BEFORE2*, *CUR-*

RENT, *AFTER1* 三个虚拟变量,用其替换 *TREAT* × *POST* 加入回归中.

表 4 是平行趋势假设检验的回归结果.与预期一致,处理组和控制组在注册制试点实施前的趋势较为一致,*BEFORE2* 的系数均不显著异于 0,且表 4 第(2)列、表 4 第(5)列、表 4 第(6)列、表 4 第(8)列的 *CURRENT* 和 *AFTER1* 均显著为正,表 4 第(1)列、表 4 第(7)列的 *AFTER1* 均显著为正,说明本研究的基准回归结果是由于注册制在创业板试点实施导致的,并非时间趋势上的差异导致的.

表 4 注册制改革与信息披露质量:平行趋势假设检验的回归结果

Table 4 Registration system reform and information disclosure quality: Regression results of parallel trend test

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>IQ</i>	<i>IQ</i>	<i>EM_DD</i>	<i>EM_DD</i>	<i>RA_TABLE</i>	<i>RA_TABLE</i>	<i>CP_TEXT</i>	<i>CP_TEXT</i>
<i>TREAT</i>	-1.941 *** (-3.75)	-1.650 *** (-3.86)	0.016 (0.84)	0.007 (0.56)	-0.323 *** (-4.37)	-0.284 *** (-4.42)	-0.261 *** (-3.94)	-0.225 *** (-3.93)
<i>BEFORE2</i>	0.454 (0.57)	0.236 (0.36)	-0.001 (-0.02)	0.010 (0.38)	0.044 (0.39)	0.009 (0.09)	-0.031 (-0.30)	-0.056 (-0.61)
<i>CURRENT</i>	0.896 (1.52)	1.128 ** (2.15)	0.004 (0.15)	-0.007 (-0.28)	0.149 * (1.77)	0.183 ** (2.29)	0.078 (1.04)	0.113 * (1.65)
<i>AFTER1</i>	2.507 *** (4.07)	2.573 *** (4.90)	0.008 (0.35)	0.007 (0.36)	0.479 *** (5.15)	0.474 *** (5.78)	0.368 *** (4.30)	0.373 *** (5.18)
<i>Controls</i>	No	Yes	No	Yes	No	Yes	No	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	497	497	497	497	497	497	497	497
<i>R</i> ²	0.287	0.482	0.074	0.349	0.370	0.474	0.374	0.504

3.3.3 倾向得分匹配

由于创业板和深交所主板的 IPO 公司可能存在部分差异,本研究将处理组和控制组的 IPO 公司进行倾向得分匹配.本研究选取与公司特征相关的经营活动现金流、成长能力、盈利能力、偿付能力、公司规模变量和产权性质变量作为协变量,采取 1 对 1 近邻匹配方法进行倾向得分匹配.匹配后,处理组和控制组各协变量的组间均值均不存在显著差异.进一步,本研究利用倾向得分匹配的数据进行双重差分法回归,结果与基准回归保持一致.为了节省篇幅,结果未在文中列示.

3.3.4 熵平衡匹配

本研究还将匹配方法更换为熵平衡匹配,最

大程度地实现处理组和控制组的精确匹配.匹配后,处理组和控制组各协变量的一阶矩阵、二阶矩阵、三阶矩阵均不存在显著差异.进一步,本研究利用熵平衡匹配的权重进行双重差分法回归,结果依旧稳健.为了节省篇幅,结果未在文中列示.

3.3.5 安慰剂检验

为了排除其他不可观测因素的影响,本研究进行了两组安慰剂检验.第一,通过随机分配处理组和控制组进行安慰剂检验.第二,通过改变政策发生时间进行安慰剂检验.结果表明 *TREAT* × *POST* 的系数均不显著异于 0,说明本研究基准回归的结果确实是由于注册制试点改革导致的.为了节省篇幅,结果未在文中列示.

3.4 横截面分析

3.4.1 券商声誉

注册制试点改革的关键一环是压实券商等中介机构的责任。券商等中介机构作为资本市场的“守门员”，负有制作上市材料、合理制定发行价格^[33]和鉴证IPO公司信息^[7]等责任。因此，研究券商声誉对注册制政策效果的影响具有重要意义。IPO公司的承销及保荐费用与券商声誉息息相关。券商可能会基于其行业地位来收取溢价，而溢价也为券商维护其自身声誉提供了激励。因此，券商声誉会影响其决策和行为。高声誉券商为了维护自身声誉，降低自身的法律风险，可能会对IPO公司的信息披露可读性和完整性有更高的要求。但是，柳建华等^[7]研究发现，高声誉的券商也可能会为了经济利益而纵容IPO公司进行盈余管理，降低信息披露准确性。因此，声誉较高的券商并不一定有动机提高IPO公司的信息披露准确性，取决于法律威慑强度和经济利益大小。基于上述理论分析，本研究预期当IPO公司的券商声誉较高时，注册制改革对信息披露可读性和完整性

的提高效果更明显，但对信息披露准确性没有显著影响。

为了验证上述推论，本研究参考柳建华等^[7]的做法，用承销费用来衡量券商声誉。本研究以承销费用同行业同年份中位数为划分标准，将低承销费用的IPO公司划分为“低声誉组”，高承销费用的IPO公司划分为“高声誉组”，并对子样本进行回归。结果如表5所示，对于信息披露质量，低声誉组和高声誉组 $TREAT \times POST$ 的系数不存在显著差异。具体地，对于信息披露准确性，低声誉组和高声誉组 $TREAT \times POST$ 的系数均不显著异于0，说明注册制改革对IPO公司信息披露准确性的政策效果不受券商声誉的影响。对于信息披露可读性和完整性，低声誉组 $TREAT \times POST$ 的系数均显著小于高声誉组 $TREAT \times POST$ 的系数。这说明注册制改革对券商声誉更高的IPO公司信息披露可读性和完整性的提高效果更明显。上述结果表明，高声誉券商能显著地增强注册制试点改革对信息披露可读性和完整性的积极影响，但券商声誉对信息披露准确性没有显著影响。

表5 注册制改革、券商声誉与信息披露质量

Table 5 Registration system reform, brokerage reputation and information disclosure quality

变量	(1) 低声誉	(2) 高声誉	(3) 低声誉	(4) 高声誉	(5) 低声誉	(6) 高声誉	(7) 低声誉	(8) 高声誉
	<i>IQ</i>	<i>IQ</i>	<i>EM_DD</i>	<i>EM_DD</i>	<i>RA_TABLE</i>	<i>RA_TABLE</i>	<i>CP_TEXT</i>	<i>CP_TEXT</i>
<i>TREAT</i>	-0.904 *** (-2.84)	-1.359 *** (-3.15)	-0.017 (-0.93)	0.025 (1.26)	-0.230 *** (-4.71)	-0.223 *** (-3.39)	-0.166 *** (-4.16)	-0.270 *** (-4.77)
	1.390 *** (3.15)	2.366 *** (3.75)	0.021 (1.07)	-0.026 (-0.91)	0.304 *** (3.92)	0.517 *** (5.02)	0.217 *** (3.68)	0.480 *** (5.80)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	260	237	260	237	260	237	260	237
<i>R</i> ²	0.552	0.487	0.365	0.458	0.568	0.488	0.600	0.552
组间系数差异	0.154		0.127		0.064 *		0.004 ***	

3.4.2 高管激励

高管持股能将高管和IPO公司的利益相捆绑，降低第一类代理问题所带来的信息不对称问题。高管持股比例越高，高管决策时将更大程度地考虑IPO公司的整体利益，从而增强基准回归的

结果。因此，本研究预期在总体上，当高管激励较强时，注册制试点改革对信息披露质量的提升效果将更为明显。具体地，当高管激励较强时，注册制试点改革对信息披露可读性和完整性的提升效果将更为明显，但不影响信息披露准确性。

为了验证上述推论,本研究以高管持股比例同行业同年份中位数为划分标准,将样本划分为“低持股比例组”和“高持股比例组”,并对子样本进行回归.结果如表 6 所示,对于信息披露质量、信息披露可读性和完整性,低持股比

例组 $TREAT \times POST$ 的系数显著小于高持股比例组 $TREAT \times POST$ 的系数.这说明注册制改革对强高管激励的 IPO 公司的信息披露质量特别是信息披露可读性和完整性的提高效果更明显.

表 6 注册制改革、高管激励与信息披露质量

Table 6 Registration system reform, executive incentives and information disclosure quality

变量	(1) 低持股比例	(2) 高持股比例	(3) 低持股比例	(4) 高持股比例	(5) 低持股比例	(6) 高持股比例	(7) 低持股比例	(8) 高持股比例
	<i>IQ</i>	<i>IQ</i>	<i>EM_DD</i>	<i>EM_DD</i>	<i>RA_TABLE</i>	<i>RA_TABLE</i>	<i>CP_TEXT</i>	<i>CP_TEXT</i>
<i>TREAT</i>	-0.968 ** (-2.38)	-1.158 *** (-2.78)	0.007 (0.38)	0.016 (0.57)	-0.190 *** (-3.26)	-0.251 *** (-3.93)	-0.215 *** (-4.56)	-0.195 *** (-3.83)
$TREAT \times POST$	0.808 * (1.68)	2.745 *** (4.10)	0.012 (0.57)	-0.007 (-0.18)	0.242 *** (3.03)	0.629 *** (6.01)	0.240 *** (3.80)	0.441 *** (5.75)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	209	204	209	204	209	204	209	204
R^2	0.516	0.520	0.475	0.366	0.560	0.568	0.608	0.602
组间系数差异	0.007 ***		0.608		0.001 ***		0.019 **	

3.5 机制分析

如前所述,注册制以法制化、市场化作为改革方向.基于此,本研究分别从监管约束和定价激励两个角度,探究注册制改革影响 IPO 公司信息披露质量的作用机制.

3.5.1 监管约束

注册制试点改革实行中国证监会统筹指导、交易所审核执行情况的监管模式.注册制试点改革实施后,IPO 审核工作从发审委转移到交易所.交易所通过向 IPO 公司出具审核问询函判断 IPO 公司是否符合发行上市条件、是否充分履行信息披露义务.由此预期,当监管约束增强时,IPO 公司可能会提高其信息披露质量以降低公司所面临的法律风险.

本研究以审核问询问题数量衡量注册制下 IPO 公司受到的监管约束力度.具体地,本研究以 IPO 公司收到审核问询问题数量的同行业同年份

中位数为划分标准,将以注册制方式上市的公司划分为“弱监管约束组”和“强监管约束组”,同时将以核准制方式上市的公司作为对照组^⑤,分别进行回归.如果监管约束机制成立,对受到监管约束力度较大的注册制 IPO 公司而言,其信息披露质量的提升幅度理应更大.

表 7 的结果显示,从整体信息披露质量来看,收到较多审核问询问题的一组的交乘项系数更大也更显著,表明受到强监管约束的注册制 IPO 公司相比于受到弱监管约束的注册制 IPO 公司的信息披露质量提高程度更大,与预期结果相符.细分来看,准确性在两个分组中均不显著异于 0,与前文结果一致;可读性和完整性在强监管约束组中系数显著更大,说明在注册制下,受到强监管约束的 IPO 公司的信息披露可读性和完整性的提高效果更明显,印证了本研究提出的监管约束机制.

⑤ 受限于数据可得性,由于核准制下 IPO 公司的审核问询内容并未公开,因此无法观测到注册制改革前的审核问询问题数量和改革后主板 IPO 公司的审核问询问题数量.

表 7 注册制改革、监管约束与信息披露质量

Table 7 Registration system reform, regulatory constraints and information disclosure quality

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	弱监管约束	强监管约束	弱监管约束	强监管约束	弱监管约束	强监管约束	弱监管约束	强监管约束
	<i>IQ</i>	<i>IQ</i>	<i>EM_DD</i>	<i>EM_DD</i>	<i>RA_TABLE</i>	<i>RA_TABLE</i>	<i>CP_TEXT</i>	<i>CP_TEXT</i>
<i>TREAT</i>	-1.021 ***	-1.131 ***	0.005	0.004	-0.213 ***	-0.221 ***	-0.197 ***	-0.214 ***
	(-4.35)	(-4.72)	(0.41)	(0.35)	(-5.91)	(-6.05)	(-6.44)	(-6.72)
<i>TREAT</i> × <i>POST</i>	1.424 ***	1.925 ***	0.009	0.012	0.316 ***	0.446 ***	0.272 ***	0.403 ***
	(4.18)	(5.30)	(0.52)	(0.67)	(5.41)	(7.32)	(5.83)	(8.02)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	393	344	393	344	393	344	393	344
<i>R</i> ²	0.501	0.471	0.352	0.354	0.480	0.518	0.514	0.525
组间系数差异	0.050 **		0.828		0.001 ***		0.000 ***	

3.5.2 定价激励

前文结果表明,监管约束力度加强是注册制改革提升 IPO 公司信息披露质量的重要渠道.与此同时,在市场化趋势下 IPO 公司是否存在主动提升信息披露质量的动机,仍有待实证检验.

2014 年,中国证监会发布了《关于加强新股发行监管的措施》.自此之后,A 股 IPO 公司定价基本遵从 23 倍市盈率的隐形限制.创业板实施注册制试点改革后,取消了 23 倍市盈率的隐形限制,优质的 IPO 公司可能通过获得更大的市盈率来实现更高的估值,筹得更多资金.投资者可能对信息披露质量高的 IPO 公司给予一定的定价激励,即更高的市盈率,而良好的定价激励也会成为 IPO 公司进一步提高信息披露质量的动机.因此,本研究预期倘若信息披露质量高的公司能获得一定的定价激励,则估值压力大的 IPO 公司有更强的动机提高其信息披露质量,从而获得更高的市盈率.

为了验证上述推论,本研究尝试根据公司 IPO 时行业所处的估值水平来衡量 IPO 公司的估值压力,进行分组回归.行业估值水平是对 IPO 公司进行估值时的主要参考标准,当所属行业处于

高估值水平时,IPO 公司的估值压力往往较小.具体地,本研究计算了 IPO 公司上市时所在行业的市盈率水平,并与该行业最近三年的平均市盈率水平进行比较,若高于平均值则划分为“低估值压力组”,反之则划分为“高估值压力组”.表 9 的结果显示,对于信息披露的综合质量,低估值压力组 *TREAT* × *POST* 的系数显著小于高估值压力组 *TREAT* × *POST* 的系数.这表明注册制改革对信息披露质量的提升效果在高估值压力的 IPO 公司中更加明显,与预期结果相符,验证了定价激励机制.从细分维度来看,对于信息披露准确性,低估值压力组和高估值压力组的交乘项系数均不显著异于 0,且系数间不存在显著差异,说明估值压力并不影响 IPO 公司信息披露准确性,这可能是由于监管约束抑制了高估值压力的 IPO 公司通过进一步增加盈余管理水平来获得更大募集资金的动机;对于信息披露的可读性和完整性,高估值压力组的交乘项系数显著高于低估值压力组,说明在注册制下,高估值压力的 IPO 公司的信息披露可读性和完整性的提高效果更明显.上述结果表明,IPO 企业的定价激励动机是其在注册制改革背景下提升信息披露可读性和完整性的重要驱动机制.

表 8 注册制改革、估值压力与信息披露质量

Table 8 Registration system reform, valuation pressure and information disclosure quality

变量	(1) 低估值压力	(2) 高估值压力	(3) 低估值压力	(4) 高估值压力	(5) 低估值压力	(6) 高估值压力	(7) 低估值压力	(8) 高估值压力
	<i>IQ</i>	<i>IQ</i>	<i>EM_DD</i>	<i>EM_DD</i>	<i>RA_TABLE</i>	<i>RA_TABLE</i>	<i>CP_TEXT</i>	<i>CP_TEXT</i>
<i>TREAT</i>	-1.033 *** (-4.35)	-1.116 *** (-4.65)	0.005 (0.37)	0.005 (0.42)	-0.208 *** (-5.71)	-0.223 *** (-6.05)	-0.202 *** (-6.55)	-0.207 *** (-6.49)
	1.334 *** (3.71)	1.926 *** (5.49)	0.014 (0.72)	0.006 (0.40)	0.326 *** (5.20)	0.416 *** (6.70)	0.286 *** (5.75)	0.379 *** (7.59)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	374	363	374	363	374	363	374	363
<i>R</i> ²	0.468	0.514	0.353	0.352	0.489	0.496	0.511	0.527
组间系数差异	0.037 **		0.570		0.057 *		0.020 **	

4 进一步研究

4.1 注册制改革、信息披露质量与 IPO 定价效率

信息披露质量的提高能缓解投资者与 IPO 公司之间的信息不对称问题. 因此, 本研究预期信息披露质量的提高能够降低抑价率, 提高定价效率. 本研究参照魏志华等^[34]的做法, 通过抑价率来衡量 IPO 公司定价效率, 探究实施注册制改革后信

息披露质量变化对定价效率的影响^⑥. 本研究以信息披露质量、准确性、可读性、完整性同行业同年份中位数为划分标准, 将样本进行划分并回归. 结果如表 9 所示, 对于信息披露质量、信息披露可读性和完整性, 高质量组、高可读性组和高完整性组 *TREAT* × *POST* 的系数显著小于低质量组、低可读性组和低完整性组 *TREAT* × *POST* 的系数. 这说明 IPO 公司信息披露质量特别是信息披露可读性和完整性的提高能降低抑价率, 提高市场定价效率.

表 9 注册制改革、信息披露质量与 IPO 定价效率

Table 9 Registration system reform, information disclosure quality and IPO pricing efficiency

变量	(1) 低质量	(2) 高质量	(3) 低准确性	(4) 高准确性	(5) 低可读性	(6) 高可读性	(7) 低完整性	(8) 高完整性
	<i>IR</i>	<i>IR</i>	<i>IR</i>	<i>IR</i>	<i>IR</i>	<i>IR</i>	<i>IR</i>	<i>IR</i>
<i>TREAT</i>	0.652 *** (2.66)	1.140 ** (2.38)	1.161 *** (3.42)	0.457 * (1.92)	0.484 ** (2.02)	1.049 ** (2.59)	0.615 ** (2.11)	0.811 ** (2.47)
	-0.008 (-0.02)	-1.403 ** (-2.01)	-1.055 ** (-2.17)	-0.128 (-0.31)	0.388 (0.95)	-1.447 *** (-2.65)	0.253 (0.54)	-1.042 ** (-2.06)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	328	169	213	284	285	212	284	213
<i>R</i> ²	0.301	0.470	0.432	0.311	0.327	0.443	0.315	0.409
组间系数差异	0.045 **		0.103		0.002 ***		0.035 **	

⑥ 由于新股上市首日存在涨跌幅限制, 使得新股上市首日收盘价无法充分反映 IPO 公司的价值, 因此本研究参照魏志华等^[34]的做法, 使用新股上市后首个收盘未涨停日的收盘价来替代新股上市首日收盘价.

4.2 注册制改革与公司中长期股票回报率

前文结果表明,注册制提高了IPO公司信息披露质量,缓解了投资者与IPO公司之间的信息不对称问题。因此,本研究预期以注册制方式上市的IPO公司信息披露质量更好,其后续市场表现将有所提升。本研究通过累计超额收益率(cumulative abnormal returns, CAR)来衡量IPO

公司市场表现,探究注册制改革对中长期股票回报率的影响。结果如表10所示,以IPO公司上市后60日、90日、120日、240日的累计超额收益率来衡量股票市场表现, $TREAT \times POST$ 的系数均在1%的显著性水平下显著为正,说明以注册制方式上市的IPO公司中长期市场表现更好。

表10 注册制改革与公司中长期股票回报率

Table 10 Registration system reform and company's medium-to long-term stock returns

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	CAR 60	CAR 90	CAR 120	CAR 240
<i>TREAT</i>	0.215 *	0.225 *	0.174	0.115
	(1.88)	(1.94)	(1.49)	(0.95)
<i>TREAT</i> × <i>POST</i>	0.594 ***	0.627 ***	0.703 ***	0.697 ***
	(2.68)	(2.81)	(3.13)	(3.03)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	497	497	497	497
<i>R</i> ²	0.336	0.330	0.333	0.337

5 结束语

提高信息披露质量是注册制改革的核心,是实现资本市场高质量发展的必要要求。本研究以深交所上市的A股公司为样本,从信息披露准确性、可读性和完整性三个角度构建信息披露质量指标,探究创业板注册制试点改革对IPO公司信息披露质量的影响。研究发现:第一,总体上,注册制试点改革能够显著提高IPO公司的信息披露质量。第二,高券商声誉、强高管激励能显著地增强注册制试点改革对信息披露可读性和完整性的正向影响。第三,注册制改革提高信息披露质量既是监管约束力度增强所导致的,也是IPO公司受到定价激励后“主观选择”的结果。第四,提高信息披露质量能降低IPO公司抑价率,提高市场定价效率。此外,注册制试点改革提高IPO公司的中

期股票回报率。

本研究对完善我国资本市场制度具有两点重要的政策启示:第一,继续加强法制化建设。加强资本市场监管力度,利用好审核问询制度以及行政处罚等监管措施,提高资本市场的信息披露准确性、可读性和完整性。监管约束的增强能够提高IPO公司的风险感知,增加IPO公司披露不真实信息的法律风险,从而提高IPO公司信息披露质量,促进资本市场的有序健康发展。第二,继续加强市场化建设。加强对投资者的金融、会计知识宣教,提高投资者的专业素养,从而为IPO公司提高信息披露准确性提供更大的定价激励。良好的定价激励能提高IPO公司真实披露信息的收益,进而提高IPO公司的信息披露准确性。同样的,IPO公司信息披露准确性的提高能够更好地保护投资者的根本利益,形成IPO公司和投资者之间的良性互动,维护资本市场的稳定发展。

参 考 文 献:

[1] 闵 敏,刘莉亚,陈瑞华,等. 非言语维度的信息重要吗?——基于投资者电话交流会信号博弈的实证研究[J].

管理科学学报, 2023, 26(6): 1–20.

Min Min, Liu Liya, Chen Ruihua, et al. Is nonverbal information important? An empirical study based on signaling game in investor telephone exchange[J]. Journal of Management Sciences in China, 2023, 26(6): 1–20. (in Chinese)

- [2] 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, 38(4): 185–203.

Xue Shuang, Wang Yu. Comment letters' responses and IPO underpricing in the STAR market[J]. Management World, 2022, 38(4): 185–203. (in Chinese)

- [3] Cong L W, Howell S T. Policy uncertainty and innovation: Evidence from initial public offering interventions in China[J]. Management Science, 2021, 67(11): 7238–7261.

- [4] 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, 43(4): 155–172.

Hu Zhiqiang, Wang Yage. Review inquiries, information disclosure updates and IPO market performance: Text analysis of companies' prospectuses on the Science and Technology Innovation Board[J]. Economic Management, 2021, 43(4): 155–172. (in Chinese)

- [5] 于晓红, 石志远, 邬瑜骏. 注册制下 IPO 审核问询、信息披露改善与审计收费[J]. 审计研究, 2022, (6): 80–93.

Yu Xiaohong, Shi Zhiyuan, Wu Yujun. IPO review inquiry, information disclosure improvement and audit fees under the registration system[J]. Audit Research, 2022, (6): 80–93. (in Chinese)

- [6] 石晓军, 赵鹤森, 谭松涛. 债券市场注册制改革、垄断竞争与评级膨胀[J]. 管理科学学报, 2025, 28(6): 119–143.

Shi Xiaojun, Zhao Hesen, Tan Songtao. Bond market registration reform, monopolistic competition and rating inflation[J]. Journal of Management Sciences in China, 2025, 28(6): 119–143. (in Chinese)

- [7] 柳建华, 孙 亮, 卢 锐. 券商声誉、制度环境与 IPO 公司盈余管理[J]. 管理科学学报, 2017, 20(7): 24–42.

Liu Jianhua, Sun Liang, Lu Rui. Brokerage reputation, institutional environment and earnings management of IPO companies[J]. Journal of Management Sciences in China, 2017, 20(7): 24–42. (in Chinese)

- [8] 柳建华, 徐婷婷, 陆 军. 并购业绩补偿承诺会诱导盈余管理吗? [J]. 管理科学学报, 2021, 24(10): 82–105.

Liu Jianhua, Xu Tingting, Lu Jun. Does M&A performance compensation commitment induce earnings management? [J]. Journal of Management Sciences in China, 2021, 24(10): 82–105. (in Chinese)

- [9] 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, 25(8): 45–62.

Yu Honghai, Fan Siyu, Wu Liangyu, et al. Audit inquiry and IPO information disclosure under the registration system of the Science and Technology Innovation Board: Text analysis based on LDA topic model[J]. Journal of Management Sciences in China, 2022, 25(8): 45–62. (in Chinese)

- [10] Teoh S H, Welch I, Wong T J. Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings[J]. Journal of Financial Economics, 1998, 50(1): 63–99.

- [11] Chang S C, Chung T Y, Lin W C. Underwriter reputation, earnings management and the long-run performance of initial public offerings[J]. Accounting & Finance, 2010, (50): 53–78.

- [12] Li F. Annual report readability, current earnings, and earnings persistence[J]. Journal of Accounting and Economics, 2008, 45(2–3): 221–247.

- [13] Kothari S P, Shu S, Wysocki P D. Do managers withhold bad news? [J]. Journal of Accounting Research, 2009, 47(1): 241–276.

- [14] 刘力源, 尹玉刚, 刘亚辉. 股票市场错误定价会影响上市公司运行效率吗? [J]. 管理科学学报, 2023, 26(8): 52–73.

Liu Liyuan, Yin Yugang, Liu Yahui. Does stock mispricing affect the operational efficiency of listed companies? [J]. Journal of Management Sciences in China, 2023, 26(8): 52–73. (in Chinese)

- [15] Jin L, Myers S C. R^2 around the world: New theory and new tests[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79(2): 257 – 292.
- [16] 葛家澍, 黄世忠. 安然事件的反思——对安然公司会计审计问题的剖析[J]. *会计研究*, 2002, (2): 3 – 11 + 65.
Ge Jiashu, Huang Shizhong. Reflection on the Enron Incident: Analysis of Enron's accounting and auditing issues[J]. *Accounting Research*, 2002, (2): 3 – 11 + 65. (in Chinese)
- [17] 方军雄, 向晓曦. 外部监管、制度环境与信息披露质量——基于中小企板上市公司的证据[J]. *证券市场导报*, 2009, 208(11): 58 – 63.
Fang Junxiong, Xiang Xiaoxi. External supervision, institutional environment and information disclosure quality: Evidence based on companies listed on the SME Board[J]. *Securities Market Herald*, 2009, 208(11): 58 – 63. (in Chinese)
- [18] 陈运森, 邓伟璐, 李哲. 证券交易所一线监管的有效性研究: 基于财务报告问询函的证据[J]. *管理世界*, 2019, 35(3): 169 – 185 + 208.
Chen Yunsen, Deng Yilu, Li Zhe. Research on the effectiveness of front-line supervision of stock exchanges: Evidence based on financial report inquiry letters[J]. *Management World*, 2019, 35(3): 169 – 185 + 208. (in Chinese)
- [19] Lang M, Lundholm R. Voluntary disclosure and equity offerings: Reducing information asymmetry or hyping the stock? [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2000, (17): 623 – 662.
- [20] Ding R. Disclosure of downside risk and investors' use of qualitative information: Evidence from the IPO prospectus' s risk factor section[J]. *International Review of Finance*, 2016, 16(1): 73 – 126.
- [21] Leone A J, Rock S, Willenborg M. Disclosure of intended use of proceeds and underpricing in initial public offerings[J]. *Journal of Accounting Research*, 2007, 45(1): 111 – 153.
- [22] Field L, Lowry M, Shu S. Does disclosure deter or trigger litigation? [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2005, (39): 487 – 507.
- [23] Miller B P. The effects of reporting complexity on small and large investor trading[J]. *The Accounting Review*, 2010, 85(6): 2107 – 2143.
- [24] Lawrence A. Individual investors and financial disclosure[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2013, 56(1): 130 – 147.
- [25] 王运陈, 贺康, 万丽梅, 等. 年报可读性与股票流动性研究——基于文本挖掘的视角[J]. *证券市场导报*, 2020, (7): 61 – 71.
Wang Yunchen, He Kang, Wan Limei, et al. Research on annual report readability and stock liquidity: A perspective based on text mining[J]. *Securities Market Herald*, 2020, (7): 61 – 71. (in Chinese)
- [26] 姚颐, 赵梅. 中国式风险披露、披露水平与市场反应[J]. *经济研究*, 2016, 51(7): 158 – 172.
Yao Yi, Zhao Mei. Chinese-style risk disclosure, disclosure level and market reaction[J]. *Economic Research Journal*, 2016, 51(7): 158 – 172. (in Chinese)
- [27] Balakrishnan K, Billings M B, Kelly B T, et al. Shaping liquidity: On the causal effects of voluntary disclosure[J]. *Journal of Finance*, 2014, 69(5): 2237 – 2278.
- [28] Wu L, Lou B, Hitt L M. Innovation strategy after IPO: How AI analytics spurs innovation after IPO[J]. *Management Science*, 2025, 71(3): 2360 – 2389.
- [29] Leuz C. *Proprietary versus Non-proprietary Disclosures: Evidence from Germany*[M]. Oxford: Oxford University Press, 2004.
- [30] 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, 56(8): 91 – 108.
Hu Conghui, Qi Yunfei. Capital market and corporate investment and financing decisions: Evidence from adjustments to the new stock pricing system[J]. *Economic Research Journal*, 2021, 56(8): 91 – 108. (in Chinese)
- [31] Wooldridge J M. *Introductory Econometrics: A Modern Approach*[M]. South-Western: Cengage Learning, 2012.
- [32] Dechow P M, Dichev I D. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors[J]. *The Accounting*

Review, 2002, (77): 35–59.

[33] Qian Y, Shao X, Liao J. Pre-IPO hype by affiliated analysts: Motives and consequences[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2024, 89: 102648.

[34] 魏志华, 曾爱民, 吴育辉, 等. IPO 首日限价政策能否抑制投资者“炒新”? [J]. *管理世界*, 2019, 35(1): 192–210.

Wei Zhihua, Zeng Aimin, Wu Yuhui, et al. Can the IPO first-day price limit policy inhibit investors from “speculating on new products”? [J]. *Management World*, 2019, 35(1): 192–210. (in Chinese)

The registration-based IPO reform and information disclosure quality: Multi-dimensional evidence from China

LIU Jian-hua^{1,4,5}, ZENG Han-zhe², ZHAO Jia-yue^{3,6*}, DAI Yun²

1. School of Business, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China;

2. Lingnan College, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China;

3. School of Business, Sun Yat-sen University, Shenzhen 518107, China;

4. Modern Accounting and Finance Research Center, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China;

5. Capital Market Research Institute, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China;

6. Research Center for Innovation, Entrepreneurship, and Technology Finance, Sun Yat-sen University, Shenzhen 518107, China

Abstract: Information disclosure is at the core of the registration-based IPO reform. Using the pilot implementation of the registration-based IPO reform on China’s Growth Enterprise Market (GEM) as the research setting, this paper constructs a multi-dimensional measure of information disclosure quality based on accuracy, readability, and completeness, and employs a difference-in-differences (DID) approach to examine the impact of the registration-based system on the quality of information disclosure. The results show that, overall, the registration-based IPO reform improves the quality of IPO firms’ information disclosure. A more detailed analysis reveals that the reform enhances readability and completeness but has no significant effect on the accuracy of information disclosure. The positive impacts of the reform on readability and completeness is more pronounced when underwriters have higher reputations and executives receive stronger incentives. Mechanism tests indicate that the reform influences information disclosure quality by strengthening regulatory constraints and enhancing pricing incentives. Further analysis demonstrates that, by improving information disclosure quality, the reform effectively enhances market pricing efficiency and increases IPO firms’ long-term post-listing returns. This study contributes to the literature on the effects of implementing the registration-based system implementation and provides empirical evidence and policy insights for further optimizing the reform.

Key words: registration-based IPO reform; information disclosure quality; prospectus; textual analysis