IPO

(, 100081; , 250014;
, 100083)

: ,
IPO 。 ,
IPO 。 , IPO
。 , IPO
、 、 , ,
。 , ,
, , 。
, IPO 。

:IPO ; ;
JEL :G14, G12, G32 :A :1002 - 7246(2023)07 - 0173 - 20

“ , ”,
。 ,
。 ,
。2019 《 》

:2022 - 01 - 18

: , , , ,E-mail:guanglizhang1987@126.com.
, , , ,E-mail:xuehuili1996@126.com.
( ), , ,E-mail:gaohao@tsinghua.edu.cn.

* (72202251)、 (21YJC630026)
。 , 。

。

。IPO ,

。 ,IPO :

。 IPO ,

, 。

,

, ,

, 。 IPO

,

, ,

、 (Ertimur and Nondorf,2006;Li and Liu,2017;Lowry et al. ,2020)。 , , IPO

,[1] IPO (

,2021), (,2021、2022)。

, : ,

(Rameezdeen and Rajapakse,2007)。 ,

,《

》《 41 》 “

、 ”。 , 。

、 ,

。 IPO ,

。

,

。 , IPO ,

, , ,

, ,

IPO 。

, IPO

, IPO

、 、 , ,

。 ,

---

[1] , ,

552 280266 , 380 194969 ,

, 。

, , ,

。

, : ,

IPO 。 、

, (Li, 2008; Lehavy et al., 2011)、 (,2020) 。 IPO ,

, ,IPO 。

,IPO ™

r@~ Ë 0T"éP

(2021) ,

IPO 。 , IPO

,Lowry et al. (2020) IPO

,

, IPO 、 。

(2021) IPO

, 、 、

, 。 (2022)

,IPO , 、

、 , 。 ,

,

(Rennekamp,2012)。

,

。

,

,

(Loughran and McDonald,2014), , IPO (Beatty and Ritter,1986)。 , , ,

, (Maines and McDaniel,2000), ,

(Miller,2010)。IPO

, ,

IPO (,2011)。

, ,

, ,

IPO 。 , IPO

。 , H1:

H1:IPO , IPO 。

( )

, 2022 6 30

428 265 。

, 1 , 2 ,

6 , 41 ; , 、

、 、 、 、 、 、 、 、

。 、 ,

Python ,

。 IPO Wind

。 , 1% 99%

。

( ) [1]

(2021) , IPO

:

$$\alpha \quad \beta_1 \quad \beta_2 \quad \beta_3 \quad \beta_4 \quad \_ \quad \beta_5 \quad \beta_6 \quad \_ \quad \beta_7 \quad \_ \quad \beta_8$$

$$\beta_9 \quad \beta_{10} \quad \beta_{11} \quad \beta_{12} \quad \_ \quad \varepsilon \qquad (1)$$

[1] , , 。

, IPO ( )。 5
, ,

IPO ( )。
。 (2018)、 (2020)
, ,
。 , 。 ,
5 ~9 。 , 、 ,
, 。
(_) ,
, , , [1]。 , 。
。
, 。 ,
(_) , ,
, 。 , 《
》[2] 。
, : ( )、
( )、 (_)、
( ) ( )。
, IPO (_) IPO
(_) 。 ,IPO ,
, ( )
, 。 ,
、 ,
[3] ( )、 ( )
(_), 。
, 。

---

[1] , ; (。)、
(?) (!) (,)、 (:)、 (;) (、) 。
[2] 《 》 2000 , , 14629 。
[3] Loughran and McDonald(2011) (LM) ,
2000 , , 2678
。

（ ） IPO

1 （1）、（2） ，

IPO （ ） IPO ， （ _ ）

IPO （ ） ， （ _ ） IPO （ ）

， 1。 ，

， ，

IPO 。

（ ） IPO

，IPO ，

~	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
			_	_			_	_
_	5. 1809 ***		1. 5559		1. 7451 **		1. 1483 **	
	(1. 3007)		(2. 4351)		(0. 7601)		(0. 5422)	
_		– 1. 1303 *		– 0. 8330		– 2. 1329 ***		– 0. 8224 ***
		(0. 6025)		(0. 5650)		(0. 4215)		(0. 2857)
	693	693	693	693	693	693	693	693
2	0. 2966	0. 3286	0. 1581	0. 1571	0. 5032	0. 5198	0. 4146	0. 4029

: ***、**、* 1%、5%、10% ; , 。

, IPO 。

(2011) , ( ) ,

。 ,

(_),

A 。 1 (5) – (8)

, ,

, , ,

, , IPO 。 1

, IPO

。

( )

ÿ 2 ∞ ÿ / ľ

ľ

IPO 。 ,

(2)。 ,

,

; ,

IPO 。 2[1] , 2

(1)、(3) ,F 18.31 15.17,

。 , 1 2

, , IPO

, 。

	(1)	(2)	(3)	(4)
	_		_	
1	0.4005***			
	(0.0575)			
2			0.0583**	
			(0.0254)	
_		-13.6921**		-29.6156***
		(5.7450)		(6.9389)
/				
	693	693	623	623
2	0.6125	0.3487	0.5905	0.3454

, IPO 。

, 、 、

, 。

( )

IPO ,

, (Leland

[1] (_) (_) ,

(_) 。

and Pyle,1977)。

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
_ × _	−3.3000***					
	(0.7582)					
_ × _		0.3732*				
		(0.2215)				
_ ×			−1.4477***			
			(0.3879)			
_ ×				−0.3163		
				(0.1895)		
_ × _					0.4480*	
					(0.2336)	
_ × _						−0.3969**
						(0.1684)
/						
/						
	693	693	499	499	693	693
^{2}	0.3534	0.3585	0.1648	0.1569	0.2240	0.2253

( )

, ,

, , (,2016),

(,2009), 。

、 , , 、

(Hong and Stein,2007)。

, IPO

。 ,

, ; , ,

, 。 ,

, 。 Han et al. (2019) ,

。

, (_) (

_) 。 693 , 67

,626 。 4 , ,

,

IPO 。

	(1)	(2)	(3)	(4)
_	13.4967**		9.3376**	
	(5.8048)		(4.2395)	
_		−4.0534*		−3.8250**
		(1.9606)		(1.5938)
/				
	626	626	626	626
2	0.4057	0.4035	0.4431	0.2683

( )

IPO ,

?

。

1.

, ,

(Morck et al. ,2000), IPO 。

, (,2017),

,

, , , ,

。 ,

,

。 ,

, ,

, 。 , ,

。

Morck et al. (2000) , ( )。

,

: , α β × , ε , 。 , , , ,

, ε , 。 2

, 1 2 。 :

ln[(1 2) 2], ε , , 2 ,

, 。 5 (1)-(4) 90 、180

, , 90 、180

, ,

, 。

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	90	90	180	180	90	90	180	180
_	-6.4457***		-4.6423**		-1.7394***		-2.8619***	
	(1.9186)		(1.9909)		(0.3902)		(0.5177)	
_		3.5352*		1.9707*		0.5197**		0.7517**
		(1.8794)		(1.0470)		(0.2109)		(0.2761)
	661	661	581	581	616	616	507	507
2	0.2732	0.2415	0.2700	0.2688	0.1642	0.1584	0.1309	0.1200

2.

, 。McConnell and Sanger(1987)、Dharan and Ikenberry(1995) IPO

,

(,2015), ,

, ,

, 。

, ,

、 , IPO 。 ,

, 。

, , IPO

、

, 1 , ,

。

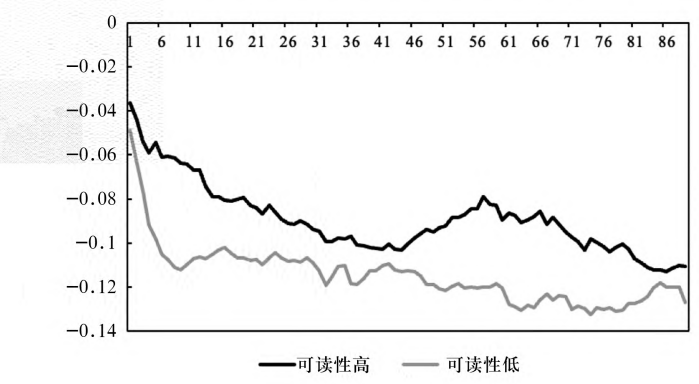
。 , 90

、180 , 5 (5)-(8) ,

90 180 ( ),

, ,

。



IPO ,

。 , IPO ,

IPO 、

。 IPO

, 。

, , IPO ,

。 , ,

, ,

IPO 。 ,

IPO ,

IPO 、

; ,

, ,

; ,

，，90、180、，。IPO，IPO。，，、。，。，。、，，；，。，。，，。

[1] ,2009,《、》,《》4，80～91。
[2] 、,2018,《》,《》3，174～192。
[3] 、,2019,《：》,《》3，169～185。
[4] ,2021,《、IPO——》,《》4，155～172。
[5] 、,2017,《?》,《》10，162～177。
[6] 、,2020,《》,《》10，156～173。
[7] ,2011,《，——》,《》11，183～196。
[8] 、,2016,《?——》,《()》4，1483～1506。
[9] 、,2011,《IPO——》,《》1，145～155。
[10] 、,2016,《：》,《》7，49～72。
[11] 、、,2018,《——》,《》12，120～132。
[12] 、,2016,《、》,《》5，97～110。
[13] ,2021,《IPO?——》,《》11，138～153。
[14] ,2022,《IPO》,《》4，185～203。

[15] 、 ,2015,《 、 IPO 》,《 》 3 , 78 ~ 89 。

[16] 、 ,2021,《 IPO 》,《 》 10 , 155 ~ 172 。

[17] ,2020,《 IPO ?》,《 》 3 , 105 ~ 118 + 136 。

[18] 、 ,2016,《 、 —— 》,《 》 7 , 115 ~ 126 。

[19] Beatty, R. P., and I. Welch. 1996. "Issuer Expenses and Legal Liability in Initial Public Offerings," , 39(2): 545 ~ 602.

[20] Beatty, R. P., and J. R. Ritter. 1986. "Investment Banking, Reputation, and Underpricing of IPOs," , 15(1 – 2): 213 ~ 232.

[21] Bloomfield, R. J. 2002. "The Incomplete Revelation Hypothesis and Financial Reporting," , 16(3): 233 ~ 243.

[22] Bonsall, S. B., and B. P. Miller. 2017. "The Impact of Narrative Disclosure Readability on Bond Ratings and the Cost of Debt," , 22(2): 608 ~ 643.

[23] Bushee, B. J., I. D. Gow, and D. J. Taylor. 2018. "Linguistic Complexity in Firm Disclosures: Obfuscation or Information?", , 56(1): 85 ~ 121.

[24] Cassell, C. A., L. M. Dreher, and L. A. Myers. 2013. "Reviewing the SEC's Review Process: 10 – K Comment Letters and the Cost of Remediation," , 88(6): 1875 ~ 1908.

[25] Dharan, B. G., and D. L. Ikenberry. 1995. "The Long – Run Negative Drift of Post – Listing Stock Returns," , 50(5): 154 ~ 1574.

[26] Ertimur, Y., and M. Nondorf. 2006. "IPO Firms and the SEC Comment Letter Process," Working Paper.

[27] Han, J., Z. Pan, and G. L. Zhang. 2019. "Divergence of Opinion and Long – Run Performance of Private Placements: Evidence from the Auction Market," , 42(2): 271 ~ 302.

[28] Hanley, K. W. 1993. "The Underpricing of Initial Public Offerings and the Partial Adjustment Phenomenon," , 34(2): 231 ~ 250.

[29] Hanley, K. W., and G. Hoberg. 2010. "The Information Content of IPO Prospectuses," , 23(7): 2821 ~ 2864.

[30] Hirshleifer, D. 2001. "Investor Psychology and Asset Pricing," , 56(4): 1533 ~ 1597.

[31] Hong, H., and J. C. Stein. 2007. "Disagreement and the Stock Market," , 21(2): 109 ~ 128.

[32] Jia, C., J. R. Ritter, Z. Xie, and D. Zhang. 2019. "Pre – IPO Analyst Coverage: Hype or Information Production?", Working Paper.

[33] Kim, C., K. Wang, and L. Zhang. 2019. "Readability of 10 – k Reports and Stock Price Crash Risk," , 36(2): 1184 ~ 1216.

[34] Kim, J., Y. Kim, and J. Zhou. 2017. "Languages and Earnings Management," , 63(2): 288 ~ 306.

[35] Lehavy, R., F. Li, and M. Kenneth. 2011. "The Effect of Annual Report Readability on Analyst Following and the Properties of Their Earnings Forecasts," , 86(3): 1087 ~ 1115.

[36] Leland, H. E., and D. H. Pyle. 1977. "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Inter – mediation," , 32(2): 371 ~ 387.

[37] Li, B., and Z. Liu. 2017. "The Oversight Role of Regulators: Evidence from SEC Comment Letters in the IPO

," , 22(3): 1229 ~ 1260.

[38] Li, F. 2008. "Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence," , 45(2 – 3): 221 ~ 247.

[39] Lo, K., F. Ramos, and R. Rogo. 2017. "Earnings Management and Annual Report Readability," , 63(3): 1 ~ 25.

[40] Loughran, T., and B. McDonald. 2011. "When Is a Liability Not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10 – Ks," , 66(1): 35 ~ 65.

[41] Lou

x
t

s

'

(, ;
, ;
,)

: High – quality information disclosure plays a crucial role in safeguarding the stable and effective operation of the capital market in the context of China's IPO registration – based system. The IPO inquiry process is an important channel in this system for IPO firms' information disclosure, as their comment letter responses (CLRs) disclose a large amount of unstructured textual information. Therefore, determining the information disclosure effect of IPO inquiry will improve the effectiveness of IPO information disclosure, enhance asset – pricing efficiency and maintain the stability of China's capital market.

We investigate the impact of the information characteristics of CLRs on IPO pricing from the perspective of readability using IPO inquiry data from the ChiNext and STAR markets. First, we find that the readability of CLRs is negatively correlated with IPO underpricing, and these findings remain robust to endogeneity concerns. Second, we discuss the mechanism whereby text readability impacts IPO underpricing and conclude that highly readable CLRs can smooth the sentiment of inves

stock market, and thus their impact (and the mechanism of their impact) on IPO pricing and investor behavior require further exploration. This paper extends research on the information disclosure effect of CLRs from the perspective of readability and thereby fills a gap in current literature.

This paper concludes that there are two ways to improve the information disclosure efficiency of IPO inquiry. First, textual readability should be improved and IPO inquiry strategies and processes should be optimized. Regulators can adopt the strategy of repeated review to identify obscure and plausible information in the IPO inquiry process. This will encourage firms to change their mode of information expression and improve the readability of