

Research on the Impact and Mechanism of Internal Control of Securities Firms on

IPO Firms

by

Hongzhe Zhang

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment
of the Requirements for the Degree
Doctor of Business Administration

Approved July 2023 by the
Graduate Supervisory Committee:

David Zhu, Co-Chair
Anmin Zhang, Co-Chair
Yimin Wang

ARIZONA STATE UNIVERSITY

December 2023

券商内部控制对 IPO 企业的影响与机制研究

张红哲

全球金融工商管理博士
学位论文

研究生管理委员会
于 2023 年 7 月批准:

朱洪泉, 联席主席
张安民, 联席主席
王一民

亚利桑那州立大学

二零二三年十二月

ABSTRACT

This paper first introduces the institutional background of the study. In the context of the transition from the approval system to the registration system in China, the gatekeeper role of IPO enterprises has changed from the supervisor to the market, which puts forward higher requirements for intermediary institutions such as securities companies. As an important market medium connecting IPO enterprises and external investors, securities companies are known as the "gatekeepers" of the capital market. They can authenticate and supervise the IPO enterprises they underwrite and/or sponsor. The impact of securities companies on the IPO process has also been a hot topic in the academic and practical circles. This paper examines the impact of internal control of securities companies on IPO companies.

This study finds that the higher the level of internal control of securities companies, the higher the quality of IPO companies, including higher IPO information disclosure quality, lower IPO underpricing and higher post IPO performance. The mechanism test indicates that the internal control of securities companies can reduce employees' self-interest behavior and improving employees' work efficiency. Secondly, the impact is stronger in non-state-owned enterprises, when the reputation of securities companies is lower, and the external legal environment is lower. In addition, this study finds the compliance degree of internal control and the reliability of reporting of securities firms are important dimensions that affect the quality of IPO enterprises.

The conclusions of this study have some practical significance. First, this study finds that the level of internal control of securities firms has an important impact on the quality of IPO enterprises. Therefore, improving the internal control of China's securities companies is an important work that needs to be grasped for a long time. The research conclusions of this paper have important research significance for further optimizing the gatekeeper responsibilities of securities companies and improving the efficiency of resource allocation in the IPO market under the background of the transition from the approval system to the registration system in China's IPO market.

摘要

本文首先介绍了研究的制度背景，在我国核准制向注册制过渡的背景下，IPO企业的把关者从监管层变成了市场，对券商等中介机构提出了更高的要求。券商是联结IPO企业与外部投资者的重要市场媒介，被称为资本市场的“看门人”，对所承销或保荐的IPO企业具有认证和监督作用，券商对企业IPO过程的影响也一直是学术界与实务界关注的热点。基于此研究背景，本文探讨券商的内部控制对IPO企业的影响。

本文的研究发现，首先，券商的内部控制水平越高，其保荐的IPO企业质量也就越高，具体表现为较高的IPO信息披露质量，较低的IPO抑价以及较高的IPO上市后业绩表现。机制检验研究发现，券商内部控制水平越高，能够有效降低其员工的自利行为，提升员工的工作效率，支持了本文的研究逻辑，即券商内部控制水平促进了员工更加勤勉尽责地履行其IPO保荐业务。其次，异质性分析结果表明，券商内部控制对IPO企业信息披露质量以及IPO抑价的影响在非国有企业中更加明显；券商内部控制对IPO企业质量的影响在券商声誉较低以及外部法制环境较差的情景下更加显著。细分券商内部控制指标发现，除经营以及资产安全维度外，内部控制合规、报告、战略维度都对IPO企业质量具有重要影响，而且合规与报告可靠性维度的系数绝对值普遍较大，即证券公司内部控制的合规程度以及报告的可靠性是影响IPO企业质量的重要维度。

本文研究结论具有一定的实践指导意义，首先本文研究发现券商内部控制水平对IPO企业质量具有重要的影响，特别是在非国有企业、券商声誉较差以及外部法制环境较差的情况下影响更强，需格外重视。因此完善我国券商内部控制是一项需长期紧抓的重要工作；此外，券商内部控制的各个维度中，内部控制的合规程度以及报告的可靠性两个维度的经济效应更强，在完善内部控制的过程中需重点加强。本文的研究结论对于我国IPO市

场由核准制向注册制过渡的背景下，进一步优化券商的看门人职责，提升 IPO 市场的资源配置效率具有重要的研究意义。

目录

页码

表格目录.....	X
图表目录.....	XI
章节	
1. 引言.....	1
1.1. 研究背景	1
1.2. 研究内容与研究方法	3
1.2.1. 研究内容.....	4
1.2.2. 研究方法	5
1.3. 研究意义.....	5
1.3.1. 理论意义.....	5
1.3.2. 实践意义	6
2. 理论基础与文献综述.....	8
2.1. 理论基础.....	8
2.1.1. 内部控制相关理论	8
2.1.2. IPO 企业质量相关理论	8
2.2. 文献综述	9
2.2.1. 内部控制的经济后果文献综述	10

章节	页码
2.2.2. IPO 企业质量影响因素文献综述	11
2.3. 对现有研究的评述.....	16
3. 理论分析与研究假设.....	17
4. 研究设计	22
4.1. 模型构建.....	22
4.2. 变量定义	22
4.2.1. 被解释变量.....	22
4.2.2. 核心解释变量.....	23
4.3. 样本与数据来源	25
5. 实证结果.....	26
5.1. 描述性统计结果.....	26
5.2. 相关性分析.....	26
5.3. 主回归分析.....	29
5.4. 异质性分析.....	30
5.4.1. 产权性质的影响	31
5.4.2. 券商声誉的影响	33
5.4.3. 外部法制环境的影响.....	35
5.5. 影响机制分析	38

章节	页码
5.6. 内部控制细分指标的影响分析	39
5.7. 稳健性检验	46
6. 结论与展望	49
参考文献	51

表格目录

表格	页码
1: 2022 年度被出具三次以上罚单的证券公司	3
2 变量定义与说明.....	24
3 关键变量描述性统计.....	26
4 相关性分析矩阵.....	28
5 主回归分析	30
6 产权性质的影响.....	32
7 券商声誉的影响	34
8 法制环境完善程度的影响.....	37
9 影响机制分析.....	39
10 券商内部控制细分指标与 IPO 企业信息披露质量.....	41
11 券商内部控制细分指标与 IPO 抑价.....	43
12 券商内部控制细分指标与 IPO 企业上市后业绩表现	45
13 稳健性检验.....	48

图表目录

图表	页码
1 研究内容逻辑框架图.....	5

1. 引言

1.1. 研究背景

当前，我国在创业板与科创板开始实施注册制，这也预示着我国将从核准制向注册制变革，IPO 核准制需要证监会对 IPO 企业的各项信息核准后方可批准其上市，而注册制下，证监会等监管部门不需要再对 IPO 企业依法公开的信息做出价值判断，只是对其做形式审查，即只需注册即可。此时 IPO 企业是否上市将更多地取决于市场，使得证券公司等中介机构在 IPO 企业的上市过程中起到了至关重要的作用。券商一直被称为资本市场的“看门人”，特别是我国实施 IPO 保荐制度，券商需要对其保荐的 IPO 企业信息披露等质量负有连带责任。我国的券商往往即作为 IPO 企业的保荐人也作为其承销商，其对 IPO 企业具有直接而重要的影响，对 IPO 企业的质量具有监督与认证的作用（刘江会等，2005；郭泓和赵震宇，2006；许荣等，2013；Carter and Manaster, 1990）。因此，考察券商对企业 IPO 过程的影响也一直是学术界与实务界关注的热点。

内部控制是公司治理的重要组成部分，也是企业长期发展的基石，一直受到学术界与实务界的广泛关注。金融机构作为重要的资本市场参与主体，其公司治理也得到了很多学者的关注。已有实证研究分别考察了银行、保险、基金等金融公司治理水平的影响。这方面的研究以考察银行的公司治理水平居多，现有关于券商对企业 IPO 过程影响的文献大多聚焦于券商声誉机制。具体而言，券商的声誉越高（一般采用券商的业务排名、评级等方式衡量），越在乎所承销或保荐的 IPO 企业上市后的各方面表现对自己声誉造成的影响，所承销或保荐的企业上市后的表现也就越好。

然而，一些基于我国研究背景的文献指出承销商声誉机制的作用可能并不适用于我国这样的过渡性资本市场（刘江会和刘晓亮，2004；郭泓和赵震宇，2006；柳建华等，2017；Chen et al., 2013）。首先，中国企业的 IPO 过程受到政府机构中国证监会的监管，中国证监会对新股发行拥有最终决定权，政府干预可能会影响承销商的职能。其次，过渡性市场通常意味着投资者保护薄弱的法律环境。因此，过渡性市场的承销商更倾向于关注承销业务的盈利能力，而忽视投资者的最佳利益，甚至出现一些 IPO 舞弊行为。我国证券公司因为其保荐的 IPO 企业舞弊而受到处罚的案例层出不穷，例如 2013 年 4 月，华泰联合在保荐绿大地上市过程中未能勤勉尽责，未能识别其招股说明书中虚增收入等舞弊行为，被证监会处罚 2400 万元；同年度，万福生科财务造假上市，其保荐人平安证券被证监会暂停了保荐资格 3 个月，并处以高达 7650 万元的罚款。

特别是我国 IPO 市场从核准制向注册制过渡的过程中，由于券商的作用日益突显，证监会也日益增加对券商违规行为的监管，特别是其 IPO 业务。据统计，仅仅 2022 年以来，证监会、各地证监局以及证券交易所就对 60 家券商出具了高达 112 张罚单，其中的一半罚单是由于其 IPO 保荐业务中未能勤勉尽责。表 1 统计了 2022 年度收到 3 张及以上罚单的证券公司。从中可以看出，被处罚的证券公司包括海通证券、中信证券等头部券商，也有东北证券、国海证券等中小型证券公司。更重要的是，2022 年以来，证监会对 8 家证券公司的内部控制体系以及其廉洁情况进行了专项调查，调查结果显示，8 家证券公司内部控制体系或多或少存在不健全、内控制度不完善、组织架构不合理等问题。

表格 1: 2022 年度被出具三次以上罚单的证券公司

证券公司	罚单数量
招商证券	5
东北证券	4
光大证券	4
海通证券	4
信达证券	4
中信建投证券	4
安信证券	3
广发证券	3
国海证券	3
国泰君安证券	3
宏信证券	3
华龙证券	3
联储证券	3
粤开证券	3
中信证券	3

综上所述，本文提出了以下问题，首先，有关券商声誉机制如何影响 IPO 过程的实证研究鲜有考虑券商内部控制等特征的影响。而且，声誉机制更像是担心 IPO 企业上市后不良表现而产生的事后约束机制，券商存在较大的投机动机。券商的内部控制机制能否起到事前监督的作用，弥补声誉机制失灵的情景？此外，内部控制机构越好的券商能否确保券商在保荐过程中勤勉尽责，其所承销与保荐的 IPO 企业质量（包括信息披露质量、IPO 抑价以及上市后业绩表现）是否更好？因此，研究券商的内部控制、约束承销商的机会主义

行为、保证承销商的公信力，特别是在我国这样的过渡性资本市场中，是一个重要且有意义的问题。

1.2. 研究内容与研究方法

1.2.1. 研究内容

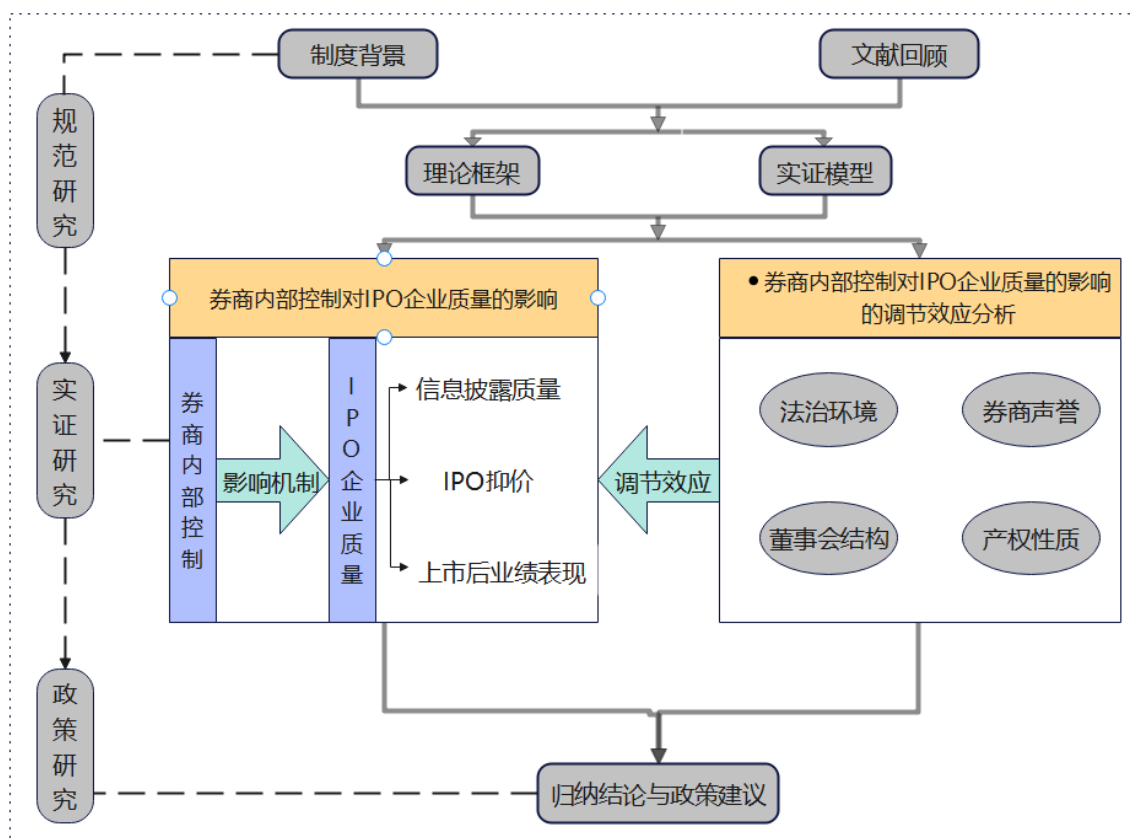
图 1 是本文的研究内容框架。第一章是本文的引言部分。主要介绍本文选题的制度背景，以及所主要研究的问题，研究方法与意义。该章节将介绍我国 IPO 发行的保荐制度、注册制改革的制度背景，引入证监会对券商内部控制制度的重视，以及我国 IPO 市场的舞弊案例，由此突出本文选题的重要性。

第二章是理论基础与文献回顾部分。本文梳理了内部控制相关理论以及 IPO 抑价的相关理论，此外分别从内部控制的经济后果，与 IPO 企业质量的影响因素两个方面对现有文献进行了梳理。并以此为基础对券商内部控制机制对 IPO 企业质量的影响进行理论分析。

第三章是本文的实证研究部分。本部分将采用实证研究方法分别探讨券商的内部控制对 IPO 企业信息披露质量、IPO 抑价以及 IPO 上市后业绩表现的影响，并考虑不同产权性质、法律环境等因素对其结果的调节作用。

最后一章是本文的结论部分。研究结论将对本文的实证结果进行总结，从中梳理出本文研究的理论与现实意义，以求为相关政策和决策提供参考。

图表 1 研究内容逻辑框架图



1.2.2. 研究方法

本课题主要采用的研究方法包括：（1）基于代理理论等的定性分析方法。本文在内部控制、IPO 抑价等相关理论基础之上，通过定性分析券商内部控制可能对 IPO 企业质量产生的影响以及可能的调节效应。（2）基于计量经济学的建模分析法。本文在理论分析的基础之上，将建立一个券商内部控制对 IPO 企业质量影响的实证模型（3）基于 OLS 回归等高级计量分析方法。

1.3. 研究意义

1.3.1. 理论意义

首先，本研究有助于丰富证券公司内部控制领域的研究。券商对企业 IPO 过程的影响也一直是学术界关注的热点，然而这部分文献大多聚焦于券商声誉机制。具体而言，券商的声誉越高越在乎所承销或保荐的 IPO 企业上市后的各方面表现对自己声誉造成的影响，所承销或保荐的企业上市后的表现也就越好。然而有关券商声誉机制如何影响 IPO 过程的实证研究鲜有考虑券商内部控制等特征的影响。声誉机制更像是担心 IPO 企业上市后不良表现而产生的事后约束机制，券商存在较大的投机动机。券商的内部控制机制能否起到事前监督的作用，弥补声誉机制失灵的情景？本研究能够论证并厘清这些研究问题。

其次，本研究有助于丰富 IPO 企业质量影响因素方面的研究。已有大量研究分别已关注到券商、审计事务所、政府以及外部资本市场对 IPO 企业质量的影响。然而较少研究关注证券公司的内部控制机制对 IPO 企业质量的影响，本文从证券公司内部控制视角，考察其内部控制对 IPO 企业信息披露质量、抑价现象以及上市后业绩表现的影响，研究结果有助于更深入地理解并认识 IPO 企业质量的影响因素。

1.3.2. 实践意义

本文的研究结果能够为券商与 IPO 企业相关决策提供指引。本项目能够论证较好的内部控制水平是否能够约束券商的机会主义行为，促进其更加勤勉尽责地履行保荐业务。特别地，本文通过细分内部控制细分指标，研究发现，内部控制合规、报告、战略维度对 IPO 企业质量影响更强。因此，本文的研究结论能够为券商改善其内部控制提供一定的决策指引。其次，对于 IPO 企业而言，本文的研究结论能够提供 IPO 企业正确选择券商提

供承销与保荐服务也提供了决策指引，如需券商提供勤勉尽责的保荐业务，其内部控制水平是一个有效的参考维度，特别是内部控制合规、报告、战略维度。

本文的研究结论对于优化我国金融供给侧结构性改革具有一定的参考价值。为促进金融机构更好地服务资本市场和实体经济，监管层出台了一系列政策大力推进和深化金融供给侧结构性改革，而完善公司治理是金融企业改革的重中之重（郭树清，2020）。内部控制机制是公司治理理论的核心要素，本研究通过考察券商内部控制对 IPO 企业质量的影响，研究结论发现券商内部控制能够有效提升 IPO 企业质量，因此券商内部控制的优化是金融供给侧结构性改革需要考虑的重要部分，通过完善券商内部控制也能够有效保证我国 IPO 企业的质量，提升我国 IPO 市场的有效性，进而提升资本市场配置效率。

2. 理论基础与文献综述

2.1. 理论基础

2.1.1. 内部控制相关理论

内部控制制度的理论核心是委托代理理论。委托代理理论是指委托人与代理人由于委托代理关系可能存在利益冲突，由此可能引发代理问题。在企业中比较典型的有两种，一种是第一类代理问题，即股东与管理层之间的代理问题，拥有所有权的股东往往不直接参与到企业的日常经营管理中去，企业的实际经营权掌握在管理者手中，管理者可能不按照股东的利益最大化开展管理活动，通过在职消费等手段追求私利，而内部控制等公司治理制度能够有效地对管理层的自利行为进行约束，确保其按照企业价值最大化开展管理活动。第二类代理问题是指大股东与小股东之间的代理问题。大股东依靠其持有的股份能够对企业的生产经营活动拥有较多话语权，而小股东往往对企业的生产经营状况不甚了解，大股东可能通过关联交易等手段掏空公司，侵犯小股东的权益，由此引发的代理冲突就是第二类代理问题，内部控制的优化在一定程度上也能够对第二类代理问题形成较好的约束。

2.1.2. IPO 企业质量相关理论

本文考察的 IPO 企业质量主要涉及 IPO 企业信息披露质量，IPO 企业抑价以及 IPO 企业上市后绩效表现，其中主要涉及 IPO 企业信息披露质量与 IPO 抑价相关理论。IPO 企业信息披露质量的主要指发行企业所披露的信息是否能够真实地表达其生产运营状况，其理论基础是信息不对称理论与代理理论。具体而言，如上所诉，由于上市公司所有权与

经营权分离，企业的经营权掌握在管理者手中，而拥有企业所有权的股东并不直接参与企业的生产经营。因此，管理层与股东之间存在信息不对称，从而引发了代理问题，管理层可能利用自己的信息优势侵犯股东的权益。而信息披露是缓解股东与管理层之间代理问题的一种有效方式，信息披露质量越高，管理层与股东之间的信息不对称程度就越低，代理问题也将随之减少。

IPO 抑价是指首次发行定价明显低于上市时股价的现象，有关 **IPO 抑价**的理论主要有三个。首先是“赢者的诅咒”理论：该理论认为，**IPO 抑价**是券商吸引投资者的一种方式，如券商将 **IPO** 发行价定的过高，高于其市场价格，将会导致具有专业经验的投资者不参与投资，而只有不了解市场行情的普通投资者参与其中，久而久之，普通投资者在遭受损失后也将不愿意参与到企业 **IPO** 过程中，因此券商将遭受标的流失的损失。其次是信号理论。该理论认为，**IPO 抑价**是企业想要向市场传递信号，较低的价格能够吸引更多的投资者参与，使外部投资者相信即使购买该公司股票未来低价出售也只会遭受较小损失，随着企业的生产经营状况日益突显，市场价值也将显现，企业 **IPO 抑价**的损失也将在未来得到弥补。最后是信号生产理论，该理论认为，企业 **IPO 抑价**是为了弥补外部投资者的信息劣势，信息不对称的存在将不可避免的产生柠檬市场效应，外部投资者处于信息劣势，往往会低估一个 **IPO** 企业的市场价值，因此出价也将相应的低于其市场价值，企业作为发行机构也不得不以抑价的形式公开发行。

2.2. 文献综述

本部分将分别从企业内部控制的**经济后果**以及**IPO 企业质量影响因素**两个方面对现有文献进行综述。

2.2.1. 内部控制的经济后果文献综述

已有研究发现**企业内部控制**对公司治理水平具有重要，进而可能影响**信息披露质量**以及**投融资**、以及**企业绩效**等。为此，本文分别梳理了**内部控制**对**企业信息披露质量**、**企业投资**、**企业融资**以及**企业绩效**方面的影响。

1、信息披露质量

内部控制作为**企业公司治理**的重要组成部分，能够有效约束管理者的**机会主义行为**（**杨玉凤等，2010**），减少他们通过**操纵信息披露**而**牟利**的行为（**方红星和金玉娜，2011；程小可等，2013；Garg，2018**）。例如**方红星和金玉娜（2011）**研究发现，高质量的**内部控制水平**能够有效抑制企业的**应急盈余管理**以及**真实活动盈余管理**，提高企业的**信息披露质量**。相似地，**叶建芳等（2012）**研究发现，随着**企业内部控制缺陷**的修复，企业的**盈余管理水平**也将有效地降低，企业的**信息披露水平**更高。

2、企业投资

内部控制对**企业投资**也有显著影响（**李万福等，2011；张超和刘星，2015；Lai et al.，2020**）。例如**李万福等（2011）**研究发现，当企业面临**投资过渡**时，较低的企业**内部控制水平**将加剧该现象，而当公司面临**投资不足**时，较低的**内部控制水平**同样将加剧发生，即企业的**内部控制水平**与企业的**投资效率**显著正相关；相似地，**Lai et al.（2020）**

研究指出内部控制水平较低企业的经理人更容易进行低效率的投资，当投资特定资本性支出和不动产、厂房和设备时，这种影响更加明显。

3、企业融资

企业的内部控制水平对企业融资也将产生影响。原因在于当企业内部控制水平较低时，银行等债券人将识别到其风险水平更高，进而可能提高对其的信贷利率，因而企业的融资成本更高。例如，陈汉文和周中胜（2014）研究发现，企业的内部控制水平越好，获得的银行债务融资成本越低，并且在非国有企业、经济欠发达地区以及市场竞争较激烈的行业中更加明显；相似地，程小可等（2013）研究发现，高质量的内部控制水平能够有效降低企业面临的融资约束，而且内部控制水平与银企关系在降低企业融资约束方面起到相互替代的作用。

4、企业绩效

内部控制对企业绩效的影响研究也得到了学者们的广泛关注。例如张川等（2009）研究指出，内部控制制度的有效实施能够显著地提升企业的绩效水平；叶陈刚等（2016）研究指出内部控制总体上对企业绩效具有正向的促进作用，而且这种促进作用在集中体现在民营企业当中，而国有企业中没有显著的影响。Tseng（2007）研究发现企业的内部控制水平能够显著提升企业的风险管理能力，由此能够对其绩效水平产生正向的影响。

2.2.2. IPO 企业质量影响因素文献综述

企业 IPO 过程的主要参与者有中介机构（券商、审计事务所等）、政府以及外部资本市场，现有文献已深入研究了各参与者对 IPO 企业质量的影响，本部分也将从这三个方面

对现有文献进行梳理。由于本课题拟考察券商员工股权激励对 IPO 企业质量的影响，因此本部分在进行文献梳理时将侧重于券商这一市场中介的影响。

1、中介机构的影响

参与企业 IPO 过程的主要中介机构包括券商、审计事务所以及律师事务所，其中券商的作用尤为为重要。本部分分别梳理了券商、审计事务所以及律师事务所对 IPO 企业质量影响的相关文献。

第一、券商与 IPO 企业质量。券商是联结 IPO 企业与外部投资者的重要市场媒介，被称为资本市场的“看门人”。券商对企业 IPO 过程的影响也一直是学术界与实务界关注的热点，这方面的研究大都聚焦于券商的声誉机制（刘江会等，2005；郭泓和赵震宇，2006；许荣等，2013；Carter and Manaster, 1990；Chemmanur and Fulghieri, 1994；Lee and Masulis, 2011；Chen et al., 2013；Wang and Song, 2021）。具体而言，在成熟资本市场中，券商的声誉越高，越在乎所承销与保荐的 IPO 企业上市后的各方面表现对自己声誉造成的影响，所承销与保荐的企业上市后的表现也就越好，高质量的 IPO 企业也更倾向于聘请一家信誉良好的券商以向市场提供积极的信号。声誉机制与 IPO 企业质量之间的正相关关系也得到了部分实证研究的验证。例如 Lee and Masulis（2011）基于美国公司数据研究发现声誉良好的承销商承销的 IPO 公司上市后业绩表现往往更好。Brau and Fawcett（2006）基于对美国公司 CFO 的调查问卷发现，高质量的 IPO 公司更有可能聘请一家信誉良好的投资银行以向市场提供积极的信号。

然而，大多基于我国研究背景的文献指出券商声誉机制并不能完全适用于我国这样的过渡性资本市场（刘江会和刘晓亮，2004；郭泓和赵震宇，2006；柳建华等，2017；Chen et al., 2013）。例如，刘江会等（2005）研究发现承销商声誉机制无法在我国证券市场上发挥作用；柳建华等（2017）研究指出高声誉的券商并不能有效抑制我国企业 IPO 过程中的盈余管理行为。我国证券市场券商声誉机制扭曲现象的可能原因在于：首先，我国企业的 IPO 过程受到证监会的监管，特别是在核准制下，中国证监会对新股发行拥有最终决定权，政府的干预可能会影响券商声誉机制的作用（刘江会等，2005；Rumokoy et al., 2017）。其次，过渡性市场通常意味着投资者保护薄弱的法律环境（La Porta et al., 1998；Chen et al., 2013），我国也缺乏完善的针对券商协助 IPO 企业造假的监督和惩罚机制（刘江会等，2005；柳建华等，2017）。因此，券商可能更倾向于关注所承销 IPO 业务的盈利能力，而忽视投资者的最佳利益，更容易出现企业 IPO 业绩变脸，IPO 舞弊等现象。

此外，另有少部分研究从券商社会网络（刘井建等，2021；Bajo et al., 2016）、承销费用（Koda and Yamada, 2018）、是否上市（王化成等，2020）、托市现象（潘越等，2011）等视角考察了券商对 IPO 企业的影响。例如，刘井建等（2021）研究发现我国券商的社会网络中心度越高，其信息获取和传递能力越强，IPO 定价效率也就越高；王化成等（2020）研究指出券商上市可以显著提升其保荐的 IPO 企业市场表现，具体表现为更低的 IPO 抑价和更高的超额回报率。

第二、审计事务所与 IPO 企业质量。审计事务所在企业 IPO 过程中扮演着重要角色，高质量的审计能够有效约束 IPO 企业盈余管理、IPO 舞弊等投机动机，提高 IPO 企业质量（李仙和聂丽洁，2006）。这部分研究主要从审计事务所审计质量（李仙和聂丽洁，2006；Mayhew et al., 2004；Du, 2019）、审计费用（刘迪等，2019；Chahine and Filatotchev, 2011）以及声誉（王兵等，2009；Menon and Williams, 1991）等角度进行考察。

第三、律所与 IPO 企业质量。企业 IPO 时需要聘请律师事务所辅导其上市过程中所涉及的法律问题，并协助企业进行规范、调整和完善。同时，律所需对企业进行尽职调查，对股票发行上市的合法性进行判断。已有实证研究发现律所的特征能够影响 IPO 企业质量（Barondes et al., 2007；Moran and Pandes, 2019），例如，Barondes et al.（2007）研究发现与券商的声誉机制相似，企业聘请的律所声誉越高，其履行职责的独立性也越高，对 IPO 企业质量具有正向的影响。

2、政府的影响

政府能够通过政策与法规、计划指导以及行政管理等手段影响企业的 IPO 过程（郭杰和张英博，2012；Aharony et al., 2000；Hopp and Dreher, 2013）。特别是我国长期以来实行证券发行核准制，即我国证监会需对 IPO 企业依法公开信息的完整性、真实性、准确性做出价值判断，并最终决定是否核准其发行上市，因此我国政府对 IPO 企业质量具有更为直接且重要的影响。已有文献主要从两个视角考察政府对 IPO 企业质量的影响。一方面，政府制定的政策、法规等制度环境对 IPO 企业质量的影响（刘煜辉和熊鹏，

2005; 高惠等, 2015; Engelen and Essen, 2010; Hopp and Dreher, 2013)。例如, 高惠等 (2015) 考察了我国 IPO 保荐制度的实施对 IPO 企业信息披露质量的影响, 他们研究发现下, 保荐制度的实施降低了 IPO 企业、保荐人以及监管部门三者之间的代理问题, 对于我国 IPO 企业信息披露质量具有正向影响。Hopp and Dreher (2013) 基于 1988-2005 年期间 24 个国家的面板数据研究发现, 投资者保护法律环境越完善、政府执法力度越强, IPO 抑价程度就越低。另一方面, 部分文献从政府与 IPO 企业关系的角度进行研究 (田利辉和张伟, 2013; 2014; 蔡卫星等, 2013; Fan et al., 2007; Piotroski and Zhang, 2014)。例如, 田利辉和张伟 (2014) 研究发现董事和高管的政治关联显著提高了我国 IPO 企业的发行抑价, 并且这种影响在国有企业中更加明显。相似地, Fan et al. (2007) 研究发现 CEO 的政治关联显著降低了发行企业上市后三年的股票收益率。

3、外部资本市场的影响

企业 IPO 过程即发行人向资本市场的外部投资者公开发售股票的过程, 因此外部资本市场对企业 IPO 过程也具有重要影响。这部分研究主要关注于外部投资者, 考察投资者情绪 (汪昌云和武佳薇, 2015; 陈鹏程和周孝华, 2016; Cornelli et al., 2006; Chen et al., 2020)、投资者类型 (张小成等, 2009; 刘善存等, 2013; Lee et al., 1999; Huang et al., 2021) 以及投资者与 IPO 企业或承销商之间的关系 (邵新建等, 2019; Chahine et al., 2020) 等因素对 IPO 企业质量的影响。例如, 汪昌云和武佳薇 (2015) 通过主流财经媒体报道中的媒体语气作为投资者情绪的代理变量, 研究发现负面的投资者情绪与 IPO 抑价率显著负相关; Huang et al. (2021) 研究发现机构投资者对 IPO 企业上

市前的投资能够有效降低 IPO 抑价；邵新建等（2019）考察了投行与机构投资者之间的关系对 IPO 定价机制的影响，他们发现投行的投资者关系网络能够缓解 IPO 拍卖制下的“投资者参与不确定性”问题，进而提高 IPO 定价效率。

2.3. 对现有研究的评述

首先，对于内部控制经济后果方面的研究。内部控制作为企业公司治理机制的重要组成部分，其对企业具有重要影响。首先，内部控制能够有效约束经理人的自利行为，减少其通过盈余管理对企业信息披露进行操纵；也能够显著提升企业的投资效率以及降低企业的融资成本，增加企业的风险管理能力，从而促进企业财务绩效的增加。这部分研究大都关注于上市公司的内部控制的经济后果，较少研究关注券商的内部控制水平的经济后果。

其次，对于 IPO 企业质量影响因素方面的研究。已有研究关注了券商、审计事务所以及律所等中介机构、政府和外部投资者对企业 IPO 过程的影响，并取得了丰富的研究成果，然而对于券商对 IPO 企业影响方面的研究，现有文献大都从券商声誉的视角，考察券商声誉机制对 IPO 企业质量的影响，即较高声誉的券商更担心 IPO 企业质量较差对自己声誉造成的影响，因此声誉越高的券商所保荐的 IPO 企业越好，却少有研究关注券商的内部控制机制如何影响 IPO 企业的信息披露质量，IPO 抑价以及上市后的业绩表现。

3. 理论分析与研究假设

本文拟从三个角度考察券商内部控制对 IPO 企业的质量影响：

第一是券商内部控制与 IPO 企业信息披露质量。选取 IPO 企业信息披露质量的原因在于，我国 IPO 企业从核准制向注册制变革的过程中，信息披露质量是所有改革的重中之重，证券注册制的改革也既是以信息披露为核心，提高发行企业的信息披露质量对于完善我国 IPO 市场具有举足轻重的作用。更重要的是，我国在主板市场实行了保荐制度，我国券商既是 IPO 企业的承销商也是其保荐人，需要对其上市三年内的信息披露负连带责任，对 IPO 企业的信息披露质量具有重要影响。

本文认为券商的内部控制质量越高，其保荐的 IPO 企业的信息披露质量也就越高。具体而言，券商的内部控制水平能从两个方面提高 IPO 企业的信息披露质量。首先，作为 IPO 企业的承销商与保荐人，券商对 IPO 企业负有督导义务，需辅助其建立完善的信息披露等制度，并且对其信息披露质量负有连带责任。券商的内部控制制度越高，能够进一步促进员工的工作积极性，约束员工的自利行为，在其进行保荐业务时保证其更加地勤勉尽责，辅助 IPO 企业建立更加完善的信息披露制度，并对其信息披露质量进行有效地监督，从而对其信息披露质量产生正向影响。其次，券商内部控制水平的提高能够有效地约束券商员工的短视自利行为，减少券商员工为了保荐业务的盈利能力而忽视 IPO 企业自身质量的行为，即券商内部控制水平越高，能够显著地提升券商对其保荐的 IPO 企业质量的筛选，降低券商与不满足上市条件的 IPO 企业通过虚构信息披露质量进行欺诈上市的情况发生，从而对 IPO 企业的信息披露质量产生正向影响。综上所述，推出本文的假设 H1。

H1: 在其他条件不变的情况下，券商的内部控制水平越高，其所保荐的 IPO 企业信息披露质量就越高。

第二是券商内部控制与 IPO 企业抑价。IPO 企业高抑价现象是我国 IPO 市场的痼疾之一。IPO 抑价是指企业以低于其市场价的价格发行，IPO 高抑价反应的是企业与外部资本市场的信息不对称程度，信息不对称程度越高，IPO 企业就需要给予外部处于信息劣势的投资者更高的风险补偿，IPO 抑价程度就越高。本文认为，券商的内部控制水平越高，其所保荐的企业 IPO 抑价水平就越低。原因在于，如上所述，作为 IPO 企业的承销商与保荐人，券商对 IPO 企业负有督导义务，需辅助其建立完善的信息披露等制度，并且对其信息披露质量负有连带责任。券商的内部控制制度越高，能够进一步促进员工的工作积极性，约束员工的自利行为，在其进行保荐业务时保证其更加地勤勉尽责，辅助 IPO 企业建立更加完善的信息披露制度，并对其信息披露质量进行有效地监督，从而对其信息披露质量产生正向影响。其次，券商内部控制水平的提高能够有效地约束券商员工的短视自利行为，减少券商员工为了保荐业务的盈利能力而忽视 IPO 企业自身质量的行为，即券商内部控制水平越高，能够显著地提升券商对其保荐的 IPO 企业质量的筛选，降低券商与不满足上市条件的 IPO 企业通过虚构信息披露质量进行欺诈上市的情况发生，从而对 IPO 企业的信息披露质量产生正向影响。

综上，IPO 企业信息披露质量的提高，能够有效地降低 IPO 企业与外部投资者的信息不对称程度，由此需要给予外部投资者的风险补偿就越小，IPO 抑价程度也就越低。综上所述，推出本文的假设 H2。

H2: 在其他条件不变的情况下，券商的内部控制水平越高，其所保荐的企业 IPO 抑价程度就越低。

第三是券商内部控制与 IPO 企业上市后表现。IPO 企业上市后业绩变脸也是我国 IPO 市场存在的问题。IPO 企业上市后的业绩表现最能够综合性地衡量一家上市公司的质量。

本文认为，券商的内部控制水平越高，其保荐的 IPO 企业上市后的绩效表现也就越好，主要原因在于，券商内部控制水平的提高能够有效地约束券商员工的短视自利行为，减少券商员工为了保荐业务的盈利能力而忽视 IPO 企业自身质量的行为，即券商内部控制水平越高，能够显著地提升券商对其保荐的 IPO 企业质量的筛选，降低券商与不满足上市条件的 IPO 企业通过虚增收入等行为进行欺诈上市的情况发生。综上所述，推出本文的假设

H3。

H3: 在其他条件不变的情况下，券商的内部控制水平越高，其所保荐的 IPO 企业上市后续效表现越好。

我国上市公司中有很高比例的国有企业，由于国有企业各方面存在特殊性，例如已有研究发现，国有企业更容易获得上市资源，更容易通过上市审查等，国有企业上市公司管理层信息操纵的动机也较小，即通过 IPO 欺诈上市的可能性较小，本身不容易出现信息披露质量问题。此外，国有企业上市公司依靠其得天独厚的资源条件，其与外部投资者关于 IPO 发行价的议价能力较强，更不容易因为信息不对称出现抑价等现象。即国有企业折价发行的程度本身就较低，因此券商内部控制对 IPO 企业抑价的影响集中体现在非国有企业样本中。因此本文提出本文的假设 **H4。**

H4a: 券商内部控制对 IPO 企业信息披露质量的影响在非国有企业中更加明显。

H4b: 券商内部控制对 IPO 抑价的影响在非国有企业中更加明显。

现有关于券商对企业 IPO 过程影响的文献大多聚焦于券商声誉机制。具体而言，券商的声誉越高（一般采用券商的业务排名、评级等方式衡量），越在乎所承销或保荐的 IPO 企业上市后的各方面表现对自己声誉造成的影响，所承销或保荐的企业上市后的表现也就越好。那么券商的声誉约束作用是否能够作用于券商内部控制对 IPO 企业的影响呢？当券商的声誉较低时，其声誉的约束效应较小，此时券商的内部控制能够起到更为重要约束作用，而当券商声誉较高时，由于其自身声誉的约束作用较强，其内部控制的约束效应就不再明显。由此推出本文的假设 H5。

H5a: 券商内部控制水平对 IPO 企业信息披露的影响在券商声誉较低时更加明显。

H5b: 券商内部控制水平对 IPO 抑价的影响在券商声誉较低时更加明显。

H5c: 券商内部控制水平对 IPO 企业上市后续效表现的影响在券商声誉较低时更加明显。

企业所处的外部法制环境对 IPO 企业质量也具有重要的影响。当外部法制环境越完善时，能够有效加强 IPO 企业的信息披露，降低 IPO 企业的信息不对称，对 IPO 企业的质量起到更好的鉴证作用。当企业外部的法制环境越完善时，法治环境对 IPO 企业的信息披露质量已能够形成较好地约束效应，即外部法制环境越好，IPO 企业的信息披露质量就越高，而当外部法制环境完善程度较低时，此时券商内部控制的影响效应就更强，对 IPO 企业信息披露质量的影响也就越强。此外，外部法制环境的完善程度能够有效地降低 IPO 企

业的信息不对称程度，从而减少由于信息不对称所导致的 IPO 抑价现象，即外部法制环境越完善，IPO 抑价程度越低。而当外部法制环境完善程度较低时，法律环境的作用降低，此时券商内部控制的影响作用将得到加强，券商内部控制对 IPO 企业抑价的影响集中体现在外部法制环境完善程度较低的样本中。由此提出本文的假设 H6。

H6a: 券商内部控制水平对 IPO 企业质量的影响在券商所处法制环境较低时更加明显。

H6b: 券商内部控制水平对 IPO 抑价的影响在券商所处法制环境较低时更加明显。

4. 研究设计

4.1. 模型构建

为了验证本文假设的有效性，本文构建了如下模型进行检验：

$$\text{IPO_Quality}_{i,j,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Int_Control}_{j,t} + \alpha \text{Controls} + \text{Year} + \text{Ind} + \varepsilon_{i,t}, (1)$$

其中 $\text{IPO_Quality}_{i,t}$ 表示 t 年度，证券公司 j 所保荐的第 i 家 IPO 企业质量，本文分别从三个角度对 IPO 企业质量进行衡量，首先是 IPO 企业的信息披露质量（DA），其次是 IPO 抑价（Underpricing），最后是 IPO 企业上市后的业绩表现（ROA）。

$\text{Int_Control}_{i,t}$ 表示 t 年度第 j 家证券公司的内部控制质量。Controls 表示控制变量，借鉴前人的研究，本文控制了以下控制变量：IPO 企业的规模（Size），IPO 企业的资产负债率（Lev），IPO 企业的营业收入增长率（Growth），IPO 企业的董事会（Ln(board)）与监事会（Ln(supervisors)）情况，以及承销费用（Fee），此外，本文还控制了年度与行业固定效应，具体变量定义如变量定义表 2 所示。

4.2. 变量定义

4.2.1. 被解释变量

本文的三个主要的被解释变量分别为 IPO 企业信息披露质量，IPO 抑价以及 IPO 企业上市后业绩表现：

1. IPO 企业信息披露质量

参考前人的研究（Dechow et al., 1995），本文通过盈余管理来衡量企业的信息披露质量，具体地，本文通过修正的琼斯模型对盈余管理进行衡量具体模型如下：

$$TAC_{i,t} / A_{i,t-1} = \beta_1 (1 / A_{i,t-1}) + \beta_2 (\Delta REV_{i,t} / A_{i,t-1}) + \beta_3 (PPE_{i,t} / A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t}, (2)$$

其中是 $TAC_{i,t}$ 第 i 家公司 t 年度的总应计, $A_{i,t-1}$ 是第 i 家公司 $t-1$ 年度的总资产, $\Delta REV_{i,t}$ 是第 i 家公司 t 年度销售收入减去 $t-1$ 年度的销售收入 $PPE_{i,t}$ 是 i 公司 t 年度的工厂设备等固定资产原值。 $\varepsilon_{i,t}$ 是残差项。通过分年度行业回归求得残差项 $\varepsilon_{i,t}$ 就是 i 公司 t 年度的可操纵性应计, 为了计算其盈余管理的程度, 我们对其取绝对值。可操纵性应计 (DA) 反应的是企业盈余信息的操纵程度, 可操纵性应计越高, 表明企业的盈余管理程度越高, 企业的信息披露质量越差, IPO 企业的质量也就越低。

2. IPO 抑价

参考前人的研究 (邱冬阳等, 2010), IPO 抑价 (Underpricing) 为企业 IPO 当日的收盘价减去 IPO 的发行价再比上 IPO 的发行价, IPO 抑价程度越高, 表明 IPO 企业与外部信息不对称程度就越高, IPO 质量越低。

3. IPO 企业上市后业绩表现

本文通过 IPO 企业上市后当年的资产回报率 (ROA) 来衡量企业上市后的业绩表现。资产回报率为税后净利润比上企业总资产, IPO 企业上市后业绩表现越好, 则表明 IPO 企业的质量越高。

4.2.2. 核心解释变量

本文的核心解释变量是券商的内部控制水平 (Int_Control), 参考已有研究的做法 (李万福等, 2011; 李万福等, 2020), 本文采用迪博数据库的内部指数对券商的内部控

制水平进行衡量，迪博内控指数是基于内部控制合规、报告、资产安全、经营、战略五大模块而设计的基本指数，该指数越高，表明该企业内控水平越高。

表格 2 变量定义与说明

变量	符号	定义	数据来源
被解释变量			
IPO 企业信息披露质量	DA	通过可操纵性应计衡量，具体计算见模型 2	国泰安数据库
IPO 抑价	Underpricing	企业 IPO 当日的收盘价减去 IPO 的发行价再比上 IPO 的发行价	国泰安数据库
IPO 上市后业绩表现	ROA	税后净利润比上企业总资产	国泰安数据库
解释变量			
券商内部控制	Int_Control	通过迪博数据库披露的内控指数衡量，并对其取对数	迪博数据库
控制变量			
公司规模	Size	公司总资产的对数	国泰安数据库
资产负债率	Lev	公司负债比上公司总资产	国泰安数据库
营业收入增长率	Growth	企业本年度营业收入减去上年度营业收入再比上上年度营业收入	国泰安数据库
总资产周转率	Turnover	公司营业收入比上公司总资产	国泰安数据库
董事会人数	Ln(board)	IPO 企业董事会人数+1 的对数	国泰安数据库

监事会人数	$\text{Ln}(\text{supervisors})$	IPO 企业监事会人数+1 的对数	国泰安数据库
承销费用	$\text{Ln}(\text{fee})$	承销费用的对数	国泰安数据库

4.3. 样本与数据来源

本文选取的样本区间为 2001 年至 2021 年，将在此期间所有上市公司为研究对象，并根据其保荐人与承销商匹配其券商。本文主要的财务数据来源于国泰安数据库，内控指数数据来源于迪博数据库。我们进行了如下处理：由于金融类上市公司的特殊性，我们进行了剔除；剔除了变量存在缺失的样本数据。最后为了排除异常值对本文实证结果的影响，我们对所有的连续变量进行了上下 1%水平的缩尾（winsorize）处理。由于只计算发行企业 IPO 当年的信息披露质量、IPO 抑价以及 IPO 上市后业绩表现，初样本中有 5000 多家上市公司，去除样本期间 2001 年前上市的，以及其承销商内控指数等数据缺失的样本，最终有效样本观测数为 1632 条。

5. 实证结果

5.1. 描述性统计结果

表 3 是本文的描述性统计结果。从中可以看出，首先盈余管理（DA）的均值与中位数分别为 0.054 与 0.046，与已有研究类似。IPO 抑价（Underpricing）的均值与 0.600 与 0.440，表明我国 IPO 企业普遍存在抑价发行的现象，其抑价率的均值与中位数分别为 60%与 44%，与已有研究发现相似，表明我国确实存在 IPO 高抑价现象。此外 IPO 企业当年度的资产回报率（ROA）的均值与中位数分别为 6.7%与 6.2%，当年度的资产回报率普遍不太高。

表格 3 关键变量描述性统计

	观测数	Mean	Median	SD	Min	Max
DA	1,632	0.054	0.046	0.034	0.005	0.190
Underpricing	1,632	0.600	0.440	0.667	-0.119	3.637
ROA	1,632	0.067	0.062	0.029	0.013	0.174
Int_Control	1,632	6.433	6.481	0.157	5.709	6.666
Size	1,632	21.035	20.824	0.977	19.583	25.213
Lev	1,632	0.266	0.237	0.169	0.025	0.746
Growth	1,632	0.309	0.133	0.653	-0.562	3.887
Turnover	1,632	0.586	0.496	0.360	0.141	2.144
Ln(board)	1,632	2.271	2.303	0.172	1.792	2.773
Ln(supervisors)	1,632	1.471	1.386	0.183	1.386	2.079
Ln(fee)	1,632	7.898	7.941	0.729	6.229	9.936

5.2. 相关性分析

表 4 是本文的相关性分析表，初步地分析券商与 IPO 企业质量之间的单变量关系。

从表中可以看出，券商内部控制（Int_Control）与 DA 显著负相关，表明券商的内部控制水平越高，IPO 企业的盈余管理程度越低，信息披露质量越好，单变量相关性结果初步支持假设 H1；券商内部控制（Int_Control）与 Underpricing 显著负相关，表明券商的内部控制水平越高，IPO 抑价的程度就越低，单变量相关性结果初步支持假设 H2；券商内部控制（Int_Control）与 ROA 显著正相关，表明券商的内部控制水平越高，IPO 企业上市后的绩效表现就越好，单变量相关性结果初步支持假设 H3；由于相关性分析只是单变量的相关性，其结论只是初步分析的结果，其结论尚待回归分析进一步验证。

表格 4 相关性分析矩阵

	DA	Underpricing	ROA	Int_Control	Size	Lev	Growth	Turnover	Ln(boards)	Ln(supervisors)	Ln(fees)
DA	1	0.092**	-0.064**	-0.135***	-0.129**	0.064*	0.089***	0.064**	-0.040	-0.036	-0.140**
Underpricing	0.077***	1	-0.024	-0.013***	-0.259**	0.24**	0.012	0.073***	0.106***	0.132***	-0.517**
ROA	-0.055**	0.002	1	0.151***	-0.110**	-0.422**	-0.018	0.059**	-0.116***	-0.167***	0.073**
Int_Control	-0.184***	-0.026**	0.148***	1	0.203**	0.024	0.028	0.113**	0.078***	0.062**	0.086**
Size	-0.113***	-0.194**	-0.072**	0.135***	1	0.355**	-0.051**	0.152***	0.206***	0.132***	0.025**
Lev	0.068***	0.180**	-0.407**	-0.033	0.454**	1	0.003	0.412***	0.196***	0.197***	-0.178**
Growth	0.160***	0.040	-0.025	-0.001	-0.027	0.018	1	-0.184***	0.001	-0.025	-0.019
Turnover	0.096***	0.069**	0.030	0.071***	0.137**	0.353**	-0.182***	1	0.056**	0.040	-0.084**
Ln(boards)	-0.062**	0.092**	-0.088***	0.043*	0.226**	0.197**	-0.014	0.031	1	0.305***	0.004

	DA	Underpricing	ROA	Int_Control	Size	Lev	Growth	Turnover	Ln(boards)	Ln(supervisors)	Ln(fees)
Ln(supervisor)	-0.050**	0.133**	-0.146**	0.044*	0.198**	0.192**	-0.008	0.031	0.318***	1	-0.068**
Ln(fee)	-0.107***	-0.487**	0.080***	0.057**	0.020**	-0.114**	-0.037	-0.063**	0.012	-0.043*	1

注：表 4 为相关性分析表，左下部分为 Pearson 相关性分析，右上部分为 Spearman 相关性分析。

5.3. 主回归分析

表 5 汇报了本文模型 1 的回归结果，列（1）、（2）、（3）的因变量分别为 IPO 企业信息披露质量（DA）、IPO 抑价（Underpricing）以及 IPO 上市后业绩表现（ROA）。从中可以看出，与相关性分析类似，券商内部控制水平越高，IPO 企业的盈余管理水平

（DA）就越低，IPO 企业的信息披露质量也就越高，回归结果支持了假设 H1，表明券商的内部控制水平对 IPO 企业的信息披露质量具有正向影响。其次，券商的内部控制水平越高，IPO 企业的抑价水平就越低，回归结果支持了假设 H2，表明券商的内部控制水平的提高显著地降低了 IPO 企业的信息不对称程度，降低了其抑价水平。最后，券商的内部控制水平越高，IPO 企业上市后业绩表现也就越好，回归结果支持了假设 H3，表明券商的内部控制对 IPO 企业上市后的业绩表现也具有正向的影响。

表格 5 主回归分析

	(1)	(2)	(3)
	DA	Underpricing	ROA
Int_Control	-0.036*** (-5.77)	-0.001*** (-3.02)	0.015*** (3.82)
Size	-0.006*** (-3.76)	-0.048 (-1.55)	0.008*** (5.58)
Lev	0.022*** (2.93)	0.245** (2.17)	-0.119*** (-20.00)
Growth	0.009*** (6.20)	0.009 (0.38)	0.001 (0.89)
Turnover	0.013*** (4.43)	-0.034 (-0.97)	0.013*** (6.40)
Ln(board)	-0.009* (-1.71)	0.138* (1.82)	-0.001 (-0.35)
Ln(supervisors)	-0.007 (-1.48)	0.088 (1.08)	-0.012*** (-3.43)
Ln(fee)	0.003 (1.52)	-0.211*** (-4.76)	-0.003 (-1.28)
_cons	0.435*** (8.95)	2.488*** (3.73)	-0.128*** (-3.64)
Year	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes
N	1632	1632	1632
r2_a	0.09	0.53	0.34

***, **和*分别表示在 1%,5%和 10%水平上显著。

5.4. 异质性分析

5.4.1. 产权性质的影响

我国上市公司中有很高比例的国有企业，由于国有企业各方面存在特殊性，例如已有研究发现，国有企业更容易获得上市资源，更容易通过上市审查等，本部分将考察产权性质对券商内部控制与 IPO 企业信息披露质量关系的影响。为此本文构造了券商内部控制与产权性质的交互项 $\text{Int_Control}*\text{SOE}$ 。其中 SOE 为哑变量，当该企业为国有企业时取值为 1，否则取值为 0。并将交互项与 SOE 变量放入模型进行回归。表 6 回归 (1)、(2)、(3) 列报告了回归结果。

首先，当因变量为 DA 时， $\text{Int_Control}*\text{SOE}$ 显著为正，结果表明，券商内部控制对 IPO 企业信息披露质量的影响在非国有企业中更加明显，可能的解释是，国有企业上市公司管理层不存在信息操纵的动机，即通过 IPO 欺诈上市的可能性较小，本身不容易出现信息披露质量问题，因此券商内部控制对 IPO 企业的影响在非国有企业中更加明显。支持了本文的假设 H4a 。

其次，当因变量为 IPO 抑价 (Underpricing) 时， $\text{Int_Control}*\text{SOE}$ 显著为正，结果表明，券商内部控制对 IPO 企业抑价的影响在非国有企业中更加明显。可能的解释是，国有企业上市公司依靠其得天独厚的资源条件，其与外部投资者关于 IPO 发行价的议价能力较强，即国有企业折价发行的程度本身就较低，因此券商内部控制对 IPO 企业抑价的影响集中体现在非国有企业样本中。支持了本文的假设 H4b 。

最后，当因变量为 IPO 上市后的业绩表现 (ROA) 时， $\text{Int_Control}*\text{SOE}$ 不显著。表明券商内部控制对国有与非国有企业上市后的绩效表现的影响不存在显著差异。

表格 6 产权性质的影响

	(1)	(2)	(3)
	DA	Underpricing	ROA
Int_Control	-0.017*** (-6.59)	-0.001*** (-2.75***)	0.015*** (3.19)
Int_Control*SOE	0.028** (2.26)	0.002* (1.73)	-0.000 (-1.02)
SOE	-0.183** (-2.28)	-1.289 (-1.41)	0.005 (1.09)
Size	-0.006*** (-3.38)	-0.055 (-1.59)	0.007*** (4.47)
Lev	0.024*** (3.16)	0.254** (2.26)	-0.120*** (-20.03)
Growth	0.009*** (6.16)	0.008 (0.36)	0.001 (0.91)
Turnover	0.013*** (4.34)	-0.036 (-1.03)	0.013*** (6.23)
Ln(board)	-0.008 (-1.61)	0.140* (1.85)	-0.002 (-0.41)
Ln(supervisors)	-0.007 (-1.51)	0.089 (1.09)	-0.012*** (-3.39)
Ln(fee)	0.004* (1.68)	-0.210*** (-4.77)	-0.003 (-1.42)
_cons	0.517*** (8.17)	3.263*** (3.20)	-0.099** (-2.24)
Year	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes

	(1)	(2)	(3)
	DA	Underpricing	ROA
N	1632	1632	1632
r2_a	0.10	0.53	0.34

5.4.2. 券商声誉的影响

现有关于券商对企业 IPO 过程影响的文献大多聚焦于券商声誉机制。具体而言，券商的声誉越高（一般采用券商的业务排名、评级等方式衡量），越在乎所承销或保荐的 IPO 企业上市后的各方面表现对自己声誉造成的影响，所承销或保荐的企业上市后的表现也就越好。那么券商的声誉约束作用是否能够作用于券商内部控制对 IPO 企业的影响呢？本部分将进行验证。为此本文构造了券商内部控制与券商声誉的交互项 $Int_Control*Reputation$ 。其中 $Reputation$ 为券商排名，并将交互项与 $Reputation$ 变量放入模型进行回归。表 7 回归 (1)、(2)、(3) 列报告了回归结果。

首先，当因变量为 DA 时，交互项 $Int_Control*Reputation$ 显著为正，结果表明，券商内部控制对 IPO 企业信息披露质量的影响在券商声誉较低组中更加明显。可能的解释是，当券商的声誉较低时，其声誉的约束效应较小，此时券商的内部控制能够起到更为重要约束作用，而当券商声誉较高时，由于其自身声誉的约束作用较强，其内部控制的约束效应就不再明显。因此券商内部控制对 IPO 企业信息披露的影响在券商声誉较低时更加明显。支持了本文的假设 H5a。

其次，当因变量为 IPO 抑价（Underpricing）时，交互项 $Int_Control*Reputation$ 显著为正。结果表明，券商内部控制对 IPO 企业抑价的影响在券商声誉较低的样本中更加明显。可能的解释是，已有大量的研究证据表明，声誉较高的券商能够显著降低 IPO 企业

的信息不对称程度，降低 IPO 抑价，因此当券商声誉较高时其 IPO 抑价现象本身就较小，券商内部控制对 IPO 企业抑价的影响集中体现在券商声誉较低的样本中。支持了本文的假设 H5b。

最后，当因变量为 IPO 上市后业绩表现（ROA）时，交互项 Int_Control*Reputation 显著为负。结果表明，券商内部控制对 IPO 企业上市后业绩表现的影响在券商声誉较低的样本中更加明显。可能的解释是，已有大量的研究证据表明，声誉较高的券商更加在乎自己的声誉，即更加在乎其保荐的 IPO 企业质量对自己声誉造成的影响，当其声誉较高时，其更可能保荐相对高质量的 IPO 企业。而当其声誉较低时，其对 IPO 企业质量的把关更依赖于其自身的内部控制等机制的作用，因此券商内部控制对 IPO 企业上市后业绩表现的影响集中体现在券商声誉较低的样本中。支持了本文的假设 H5c。

表格 7 券商声誉的影响

	(1)	(2)	(3)
	DA	Underpricing	ROA
Int_Control	-0.032*** (-3.96)	-0.001** (-2.42)	0.008** (2.25)
Int_Control*Reputation	0.002** (2.19)	0.008* (1.72)	-0.013* (-1.65)
Reputation	-0.014 (-1.57)	-0.719* (-1.75)	0.081* (1.67)
Size	-0.006*** (-3.71)	-0.051 (-1.60)	0.008*** (5.50)
Lev	0.022*** (2.94)	0.247** (2.19)	-0.119*** (-20.01)

	(1)	(2)	(3)
	DA	Underpricing	ROA
Growth	0.009*** (6.20)	0.008 (0.34)	0.001 (0.82)
Turnover	0.013*** (4.38)	-0.033 (-0.94)	0.013*** (6.35)
Ln(board)	-0.009* (-1.70)	0.138* (1.82)	-0.001 (-0.31)
Ln(supervisors)	-0.007 (-1.47)	0.088 (1.08)	-0.012*** (-3.42)
Ln(fee)	0.002 (0.86)	-0.191*** (-3.49)	-0.002 (-0.78)
_cons	0.448*** (6.54)	2.775*** (2.83)	-0.086** (-2.12)
Year	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes
N	1632	1632	1632
r2_a	0.09	0.53	0.34

5.4.3. 外部法制环境的影响

企业所处的外部法制环境对 IPO 企业质量也具有重要的影响。当外部法制环境越完善时，能够有效加强 IPO 企业的信息披露，降低 IPO 企业的信息不对称，对 IPO 企业的质量起到更好的鉴证作用。为此，为此本文构造了券商内部控制与券商声誉的交互项 Int_Control* Law。其中 Law 本文选取樊纲市场化指数来衡量，樊纲市场化指数越高，表明企业所在地的外部法制环境越完善。表 8 回归 (1)、(2)、(3) 列报告了回归结果。

首先，当因变量为 DA 时，交互项 Int_Control* Law 显著为正，结果表明，券商内部控制对 IPO 企业信息披露质量的影响在外部法制环境完善程度较低组中更加明显。可能的解释是，当企业外部的法制环境越完善时，法治环境对 IPO 企业的信息披露质量已能够形成较好地约束效应，即外部法制环境越好，IPO 企业的信息披露质量就越高，而当外部法制环境完善程度较低时，此时券商内部控制的影响效应就更强，对 IPO 企业信息披露质量的影响也就越强，即券商内部控制对 IPO 企业信息披露的影响在外部法制环境完善程度较低时更加明显。支持了本文的假设 H6a。

其次，当因变量为 IPO 抑价（Underpricing）时，交互项 Int_Control* Law 显著为正。结果表明，券商内部控制对 IPO 企业抑价的影响在外部法制环境完善程度较低组的样本中更加明显。可能的解释是，已有大量的研究证据表明，外部法制环境的完善程度能够有效地降低 IPO 企业的信息不对称程度，从而减少由于信息不对称所导致的 IPO 抑价现象，即外部法制环境越完善，IPO 抑价程度越低。而当外部法制环境完善程度较低时，法律环境的作用降低，此时券商内部控制的影响作用将得到加强，券商内部控制对 IPO 企业抑价的影响集中体现在外部法制环境完善程度较低的样本中。支持了本文的假设 H6b。

最后，当因变量为 IPO 上市后业绩表现（ROA）时，交互项 Int_Control* Law 不显著。结果表明外部法制环境对券商内部控制与 IPO 企业上市后业绩表现之间的关系没有显著的影响。

表格 8 法制环境完善程度的影响

	(1)	(2)	(3)
	DA	Underpricing	ROA
Int_Control	-0.027*** (-6.59)	-0.001*** (-2.75)	0.015*** (3.19)
Int_Control*Law	0.018** (2.26)	0.002* (1.73)	-0.000 (-1.02)
Law	-0.183** (-2.28)	-1.289 (-1.41)	0.005** (2.09)
Size	-0.006*** (-3.38)	-0.055 (-1.59)	0.007*** (4.47)
Lev	0.024*** (3.16)	0.254** (2.26)	-0.120*** (-20.03)
Growth	0.009*** (6.16)	0.008 (0.36)	0.001 (0.91)
Turnover	0.013*** (4.34)	-0.036 (-1.03)	0.013*** (6.23)
Ln(board)	-0.008 (-1.61)	0.140* (1.85)	-0.002 (-0.41)
Ln(supervisors)	-0.007 (-1.51)	0.089 (1.09)	-0.012*** (-3.39)
Ln(fee)	0.004* (1.68)	-0.210*** (-4.77)	-0.003 (-1.42)
_cons	0.517*** (8.17)	3.263*** (3.20)	-0.099** (-2.24)
Year	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes

	(1)	(2)	(3)
	DA	Underpricing	ROA
N	1632	1632	1632
r2_a	0.10	0.53	0.34

5.5. 影响机制分析

本文假设推导部分指出券商内部控制水平影响 IPO 企业质量的两个重要机制第一是券商内部控制水平的提高能够显著降低券商与 IPO 员工的自利行为，降低其舞弊欺诈上市的可能性；其次是券商内部控制水平的提高能够显著提升券商员工的工作效率，在其进行 IPO 保荐业务时能够更加勤勉尽责，从而对 IPO 企业的内部控制质量产生溢出效应，提升 IPO 企业员工的工作效率。本部分将验证券商内部控制水平的提高能否降低员工的自利行为，以及提升员工的工作效率。

借鉴已有研究的做法（罗炜和朱春艳，2010、戴亦一等，2016），本文通过管理费用率（Fee_Ratio）衡量企业的自利行为，管理费用率是通用衡量企业代理成本的指标，管理费用率越高，在一定程度上能够表明企业职工自利行为越高，本部分将进一步验证券商内部控制水平的提高是否能够有效约束券商与 IPO 企业员工的自利行为

借鉴已有研究的做法（鲁晓东和连玉君，2012；范剑勇等，2014），本文通过全要素生产率衡量券商员工的工作效率，券商员工的全要素生产率越高，在一定程度上表明券商员工的工作效率越高。全要素生产率通过 DEA 数据包络分析法计算获得。

表 9 是机制检验的回归结果，从表中可以看出，券商内部控制水平与管理费用率显著负相关，即显著降低了员工的自利行为，表明券商内部控制水平的提高能够显著降低券商与 IPO 员工的自利行为，降低其舞弊欺诈上市的可能性。券商内部控制与员工的全要素生产率显著正相关，表明券商内部控制水平的提高能够显著提升券商员工的工作效率，在其

进行 IPO 保荐业务时能够更加勤勉尽责，从而对 IPO 企业的内部控制质量产生溢出效应，提升 IPO 企业员工的工作效率。

表格 9 影响机制分析

	(1)	(2)
	Fee_Ratio	Productivity
Int_Control	-0.026*** (-4.95)	0.038*** (4.27)
Size	-0.001 (-0.71)	0.013*** (4.14)
Lev	-0.012** (-1.97)	-0.056*** (-4.09)
Growth	0.004*** (3.63)	0.006** (2.32)
Turnover	0.001 (0.72)	0.024*** (5.07)
Ln(board)	-0.005 (-1.28)	-0.013* (-1.66)
Ln(supervisors)	-0.007** (-2.18)	-0.036*** (-4.23)
Ln(fee)	0.001 (0.38)	0.001 (0.19)
_cons	0.231*** (6.51)	-0.290*** (-3.56)
Year	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes
N	1632	1632
r2_a	0.05	0.15

5.6. 内部控制细分指标的影响分析

迪博内控指数是基于内部控制合规 (Compliance)、报告 (Reliability)、资产安全 (Security)、战略 (Strategy)、经营 (Operating) 五大模块而设计的基本指数。为此，本文将分别考察券商内部控制的五个细分指标对 IPO 企业的影响。表 10 报告了券商内部

控制细分指标与 IPO 企业信息披露质量的回归结果。从中可以看出，除经营

（**Operating**）维度外，券商内部控制各细分指标都与 **DA** 显著负相关，表明券商内部控制的合规程度、报告的可靠性、资产安全性以及战略稳定性特征都对 IPO 企业的信息披露质量具有重要影响，而且合规的系数绝对值最大为 **0.042**，即证券公司内部控制的合规程度是影响 IPO 企业信息披露质量的重要维度。

表格 10 券商内部控制细分指标与 IPO 企业信息披露质量

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	DA	DA	DA	DA	DA
Compliance	-0.042*** (-5.09)				
Reliability		-0.025* (-1.77)			
Security			-0.022** (-2.53)		
Strategy				-0.011** (-2.40)	
Operating					-0.001 (-0.08)
Size	-0.007*** (-4.56)	-0.008*** (-4.97)	-0.008*** (-4.80)	-0.007*** (-4.37)	-0.008*** (-4.91)
Lev	0.026*** (3.65)	0.032*** (4.32)	0.029*** (3.97)	0.029*** (3.96)	0.031*** (4.22)
Growth	0.009*** (6.04)	0.009*** (5.95)	0.009*** (6.13)	0.009*** (6.11)	0.009*** (6.04)
Turnover	0.012*** (4.09)	0.010*** (3.63)	0.011*** (3.77)	0.011*** (3.97)	0.011*** (3.62)
Ln(board)	-0.009* (-1.82)	-0.009* (-1.73)	-0.008 (-1.61)	-0.009* (-1.69)	-0.009* (-1.76)
Ln(supervisors)	-0.005 (-1.16)	-0.007 (-1.47)	-0.006 (-1.41)	-0.007 (-1.45)	-0.007 (-1.47)
Ln(fee)	0.004* (1.75)	0.004* (1.88)	0.003 (1.61)	0.004* (1.78)	0.004* (1.87)
_cons	0.479*** (8.20)	0.037 (0.40)	0.343*** (5.59)	0.256*** (8.14)	0.205*** (4.76)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1631	1631	1631	1631	1631
r2_a	0.08	0.07	0.07	0.07	0.06

表 11 报告了券商内部控制细分指标与 IPO 抑价的回归结果。从中可以看出，除资产安全（Security）与经营（Operating）维度外，券商内部控制各细分指标都与 Underpricing 显著负相关，表明券商内部控制的合规程度、报告的可靠性以及战略稳定性特征都对 IPO 抑价具有负向影响，而且报告的可靠性（Reliability）系数绝对值最大为 0.172，即证券公司内部控制的报告可靠性维度是影响 IPO 抑价的重要因素。

表格 11 券商内部控制细分指标与 IPO 抑价

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Underprici ng	Underprici ng	Underprici ng	Underprici ng	Underprici ng
Compliance	-0.042*** (-3.37)				
Reliability		-0.172** (-2.10)			
Security			-0.188 (-1.57)		
Strategy				-0.016* (-1.65)	
Operating					0.039 (0.35)
Size	-0.048 (-1.52)	-0.048 (-1.53)	-0.049 (-1.56)	-0.041 (-1.29)	-0.051* (-1.67)
Lev	0.241** (2.14)	0.240** (2.17)	0.262** (2.35)	0.229** (2.05)	0.249** (2.26)
Growth	0.009 (0.38)	0.010 (0.42)	0.007 (0.32)	0.010 (0.43)	0.008 (0.35)
Turnover	-0.033 (-0.95)	-0.030 (-0.85)	-0.032 (-0.93)	-0.028 (-0.80)	-0.038 (-1.09)
Ln(board)	0.137* (1.82)	0.136* (1.81)	0.132* (1.74)	0.141* (1.86)	0.138* (1.82)
Ln(supervisor	0.090	0.088	0.086	0.089	0.090

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Underprici ng	Underprici ng	Underprici ng	Underprici ng	Underprici ng
s)	(1.10)	(1.08)	(1.05)	(1.10)	(1.10)
Ln(fee)	-0.211*** (-4.78)	-0.211*** (-4.78)	-0.206*** (-4.68)	-0.212*** (-4.80)	-0.211*** (-4.78)
_cons	2.526*** (3.17)	3.403*** (3.06)	1.061 (1.19)	2.832*** (5.19)	2.057*** (2.68)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1631	1631	1631	1631	1631
r2_a	0.53	0.53	0.53	0.53	0.53

表 12 报告了券商内部控制细分指标与 IPO 企业上市后业绩表现的回归结果。从中可以看出，除资产安全（Security）与经营（Operating）维度外，券商内部控制各细分指标都与 IPO 企业上市后业绩表现（ROA）显著正相关，表明券商内部控制的合规程度、报告的可靠性以及战略稳定性特征都对 IPO 企业上市后的业绩表现具有正向影响，而且内部控制的合规程度（Compliance）系数绝对值最大为 0.190，即证券公司内部控制合规程度维度是影响 IPO 企业上市后业绩表现的重要因素。

表格 12 券商内部控制细分指标与 IPO 企业上市后业绩表现

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA
Compliance	0.190*** (3.66)				
Reliability		0.017** (2.05)			
Security			0.009 (1.24)		
Strategy				0.020*** (3.08)	
Operating					0.003 (0.71)
Size	0.009*** (5.84)	0.009*** (5.99)	0.009*** (6.00)	0.009*** (5.95)	0.008*** (5.36)
Lev	-0.121*** (-20.48)	-0.122*** (-20.86)	-0.122*** (-20.82)	-0.122*** (-20.82)	-0.121*** (-21.02)
Growth	0.001 (0.99)	0.001 (0.89)	0.001 (0.96)	0.001 (0.99)	0.001 (0.72)
Turnover	0.013*** (6.58)	0.013*** (6.51)	0.014*** (6.71)	0.014*** (6.66)	0.012*** (5.73)
Ln(board)	-0.001 (-0.27)	-0.001 (-0.27)	-0.001 (-0.37)	-0.001 (-0.32)	-0.001 (-0.26)
Ln(supervisors)	-0.013*** (-3.57)	-0.012*** (-3.39)	-0.012*** (-3.41)	-0.012*** (-3.39)	-0.011*** (-3.22)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA
Ln(fee)	-0.003 (-1.37)	-0.003 (-1.42)	-0.003 (-1.32)	-0.003 (-1.42)	-0.003 (-1.39)
_cons	-0.177*** (-4.47)	-0.165*** (-2.77)	-0.107** (-1.99)	-0.062** (-2.12)	-0.150*** (-3.49)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1631	1631	1631	1631	1631
r2_a	0.34	0.33	0.33	0.33	0.34

5.7. 稳健性检验

最后，本文对主检验的结果进行了稳健性检验。具体地，本文选择了替代性指标对结果进行了重新考察。首先，参考前人的研究（Dechow et al., 1995），本文通过盈余管理来衡量企业的信息披露质量，并通过修正的琼斯模型对盈余管理进行衡量，为了进一步确保本文结论的稳健性，本文采用其他的盈余管理计算方式（DD 模型），参考前人的研究

（Dechow and Dichev, 2002），本文通过以下模型对盈余管理进行了重新计算：

$$\frac{TAC_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{CFO_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_4 \left(\frac{CFO_{i,t+1}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中是 $TAC_{i,t}$ 第 i 家公司 t 年度的总应计， $A_{i,t-1}$ 是第 i 家公司 $t-1$ 年度的总资产，

$CFO_{i,t}$ 是第 i 家公司 t 年度经营活动现金流。 $\varepsilon_{i,t}$ 是残差项。通过分年度行业回归求得残差

项 $\varepsilon_{i,t}$ 就是 i 公司 t 年度的可操纵性应计，为了计算其盈余管理的程度，我们对其取绝对

值。可操纵性应计（DD）反应的是企业盈余信息的操纵程度，可操纵性应计越高，表明

企业的盈余管理程度越高，企业的信息披露质量越差，IPO 企业的质量也就越低。

其次，本文参考前人的研究（邱冬阳等，2010），通过企业 IPO 当日的收盘价减去 IPO 的发行价再比上 IPO 的发行价来衡量 IPO 抑价程度。由于新股发行到上市阶段会有股价波动，为了去除股价波动的影响，需根据市场指数对 IPO 抑价进行调整，具体地，IPO 初始抑价率再减去（企业 IPO 当日的市场收盘指数-发行日的市场收盘指数）/发行日的市场收盘指数，重新计算得到经调整的 IPO 抑价（Underpricing_Adj）。

最后，本文通过 IPO 企业上市后当年的资产回报率（ROA）来衡量企业上市后的业绩表现。为了确保本文结论的稳健性，本文通过净资产收益率（ROE）替换资产回报率进行重新回归，净资产收益率为企业净利润比上平均股东权益。

本文将以上重新计算的指标替换原有指标进行了重新回归，回归结果如表 13 所示，表 13 回归结果显示，在替换了衡量指标后，券商内部控制指标（Int_Control）仍然显著，并且显著性程度与主回归结果保持一致，表明在替换了衡量指标后，本文的研究结论仍然稳健。

表格 13 稳健性检验

	(1)	(2)	(3)
	DD	Underpricing_Adj	ROE
Int_Control	-0.026*** (-5.43)	-0.016*** (-3.23)	0.036*** (4.43)
Size	-0.000 (-0.51)	-0.076** (-2.06)	0.011*** (3.85)
Lev	-0.018*** (-3.30)	0.326*** (2.60)	-0.048*** (-3.53)
Growth	-0.000*** (-5.08)	-0.000*** (-3.32)	-0.000*** (-4.40)
Turnover	-0.000 (-0.07)	-0.029 (-1.00)	0.019*** (4.23)
Ln(board)	-0.005 (-1.36)	0.153* (1.84)	-0.012 (-1.40)
Ln(supervisors)	-0.006* (-1.95)	0.102 (1.19)	-0.035*** (-4.38)
Ln(fee)	0.000 (0.10)	-0.170*** (-2.89)	0.003 (0.80)
_cons	0.223*** (7.01)	2.153** (2.52)	-0.237*** (-3.03)
Year	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes
N	1632	1632	1632
r2_a	0.05	0.50	0.14

***, **和*分别表示在 1%,5%和 10%水平上显著。

6. 结论与展望

本文考察了券商内部控制对 IPO 企业质量的影响。IPO 企业质量分别从 IPO 企业信息披露质量、IPO 抑价以及 IPO 企业上市后业绩表现三个方面进行了考察。本文的研究发现，首先，券商的内部控制水平越高，其保荐的 IPO 企业质量也就越高，具体表现为较高的 IPO 信息披露质量，较低的 IPO 抑价以及较高的 IPO 上市后业绩表现。研究结果表明，券商的内部控制水平的提高能够促进券商员工更加勤勉尽责的履行 IPO 保荐职责，包括辅助与督导 IPO 企业建立完善的信息披露等制度，对 IPO 企业的质量能够起到更好的鉴证作用。机制检验研究发现，券商内部控制水平越高，能够有效降低员工的自利行为，提升员工的工作效率，支持了本文的研究逻辑，即券商内部控制水平促进了员工更加勤勉尽责地履行其 IPO 保荐业务。

其次，异质性分析结果表明，券商内部控制对 IPO 企业信息披露质量以及 IPO 抑价的影响在非国有企业中更加明显，主要原因在于国有企业上市公司管理层不存在信息操纵的动机，即通过 IPO 欺诈上市的可能性较小，本身不容易出现信息披露质量问题，因此券商内部控制对 IPO 企业的影响在非国有企业中更加明显。国有企业上市公司依靠其得天独厚的资源条件，其与外部投资者关于 IPO 发行价的议价能力较强，即国有企业折价发行的程度本身就较低，因此券商内部控制对 IPO 企业信息披露质量以及 IPO 抑价的影响集中体现在非国有企业样本中。

券商内部控制对 IPO 企业质量的影响在券商声誉较低以及外部法制环境较差的情景下更加显著。原因在于，当券商声誉较高或外部法制环境越完善，券商声誉的约束效应以及

市场机制的完善程度能够有效地对 IPO 企业的质量进行有效筛选，帮助质量更高的 IPO 企业发行上市，即券商声誉以及外部法制环境应当与 IPO 企业的质量呈显著的正相关关系，券商声誉越高，或外部法制环境越完善，IPO 企业上市后企业信息披露质量也就可能越好，IPO 抑价也就越低，上市后业绩表现也就越好。因此券商内部控制对 IPO 企业质量的影响集中体现在外部法制环境完善程度较低或券商声誉较差的样本中。

细分券商内部控制指标发现，除经营以及资产安全维度外，内部控制合规、报告、战略都对 IPO 企业质量具有重要影响，而且合规与报告可靠性的系数绝对值普遍较大，即证券公司内部控制的合规程度以及报告的可靠性是影响 IPO 企业质量的重要维度。

本文研究结论具有一定的实践指导意义，首先本文研究发现券商内部控制水平对 IPO 企业质量具有重要的影响，特别是在非国有企业、券商声誉较差以及外部法制环境较差的情况下影响更强，需格外重视。因此完善我国券商内部控制是一项需长期紧抓的重要工作；此外，券商内部控制的各个维度中，内部控制的合规程度以及报告的可靠性两个维度的经济效应更强，完善内部控制的过程中需重点加强。本文的研究结论对于我国 IPO 市场由核准制向注册制过渡的背景下，进一步优化券商的看门人职责，提升 IPO 市场的资源配置效率具有重要的研究意义。

本文研究也存在一定的局限性。由于 IPO 质量较高的企业可能自然会选取内部控制较高的券商，因此本文的检验可能存在一定的内生性问题。虽然本文通过细分指标，替换指标等方法去缓解该问题，但是可能没办法完全消除内生性问题的影响，未来的研究过程中，作者也将进一步探索可能解决该问题的研究方法。

参考文献

- [1] 蔡卫星, 胡志颖, & 何枫. (2013). 政治关系、风险投资与 IPO 机会——基于创业板申请上市公司的经验分析. 财经研究, 39(5), 11.
- [2] 陈汉文, & 周中胜. (2014). 内部控制质量与企业债务融资成本. 南开管理评论, (3), 103-111.
- [3] 陈鹏程, & 周孝华. (2016). 机构投资者私人信息、散户投资者情绪与 IPO 首日回报率. 中国管理科学, 24(4), 8.
- [4] 程小可, 杨程程, & 姚立杰. (2013). 内部控制, 银企关联与融资约束——来自中国上市公司的经验证据. 审计研究, (5), 80-86.
- [5] 程小可, 郑立东, & 姚立杰. (2013). 内部控制能否抑制真实活动盈余管理?——兼与应计盈余管理之比较. 中国软科学, 3, 120-131.
- [6] 戴亦一, 肖金利, & 潘越. (2016). “乡音” 能否降低公司代理成本?——基于方言视角的研究. 经济研究, 51(12), 147-160.
- [7] 范剑勇, 冯猛, & 李方文. (2014). 产业集聚与企业全要素生产率. 世界经济, (5), 51-73.
- [8] 方红星, & 金玉娜. (2011). 高质量内部控制能抑制盈余管理吗?——基于自愿性内部控制鉴证报告的经验研究. 会计研究, (8), 53-60.
- [9] 高惠, 韦玉龙, & 刘阳. (2015). IPO 发行制度与信息披露质量——基于保荐制实施与否的比较. 中国管理科学, 23(5), 9.
- [10] 郭泓, & 赵震宇. (2006). 承销商声誉对 IPO 公司定价、初始和长期回报影响实证研究. 管理世界, (03), 122-128.
- [11] 郭杰, & 张英博. (2012). 企业择时还是政府择时? ——中国特定制度背景下 IPO 市场时机选择对资本结构的影响. 金融研究(7), 17.
- [12] 李万福, 林斌, & 宋璐. (2011). 内部控制在公司投资中的角色: 效率促进还是抑制?. 管理世界, (2), 81-99.
- [13] 李万福, 赵青扬, 张怀, & 谢勇. (2020). 内部控制与异质机构持股的治理效应. 金融研究, 476(2), 188-206.
- [14] 李仙, & 聂丽洁. (2006). 我国上市公司 IPO 中审计质量与盈余管理实证研究. 审计研究, (6), 67-72.
- [15] 刘迪, 赵向芳, & 薛成. (2019). IPO 异常审计收费与 IPO 后的业绩表现. 审计研究(4), 8.

- [16] 刘江会, 尹伯成, & 易行健. (2005). 我国证券承销商声誉与 IPO 企业质量关系的实证分析. 财贸经济, (03), 9-16.
- [17] 刘井建, 徐一琪, 吕禾雨, & 赵革新. (2021). 主承销商网络中心度与 IPO 报价修订--影响机制, 询价扩容及异质效应. 管理工程学报, 35(5), 14.
- [18] 刘善存, 林千惠, 宋殿宇, & 高雅琴. (2013). 机构投资者串谋对 IPO 价格的影响. 管理评论, 25(12), 10.
- [19] 刘煜辉, & 熊鹏. (2005). 股权分置、政府管制和中国 IPO 抑价. 经济研究(5), 85-95.
- [20] 柳建华, 孙亮, & 卢锐. (2017). 券商声誉, 制度环境与 IPO 公司盈余管理. 管理科学学报(7).
- [21] 鲁晓东, & 连玉君. (2012). 中国工业企业全要素生产率估计: 1999—2007. 经济学(季刊), 11(2), 541-558.
- [22] 罗炜, & 朱春艳. (2010). 代理成本与公司自愿性披露. 经济研究, (10), 143-155.
- [23] 潘越, 戴亦一, & 刘思超. (2011). 我国承销商利用分析师报告托市了吗?. 经济研究, (3), 131-144.
- [24] 邱冬阳, 陈林, & 孟卫东. (2010). 内部控制信息披露与 IPO 抑价——深圳中小板市场的实证研究. 会计研究, (10), 34-39.
- [25] 邵新建, 王兴春, 贾中正, & 廖静池. (2019). 投资银行—机构投资者关系, "捧场"与 ipo 中的利益问题. 金融研究(11), 19.
- [26] 田利辉, & 张伟. (2014). 政治关联和我国股票发行抑价:"政企不分"如何影响证券市场?. 财经研究(6), 12.
- [27] 汪昌云, & 武佳薇. (2015). 媒体语气、投资者情绪与 IPO 定价. 金融研究(9), 16.
- [28] 王兵, 辛清泉, & 杨德明. (2009). 审计师声誉影响股票定价吗——来自 IPO 定价市场化的证据. 会计研究, 11, 73-81.
- [29] 许荣, 蒋庆欣, & 李星汉. (2013). 信息不对称程度增加是否有助于投行声誉功能发挥?——基于中国创业板制度实施的证据. 金融研究(7), 166-179.
- [30] 杨玉凤, 王火欣, & 曹琼. (2010). 内部控制信息披露质量与代理成本相关性研究——基于沪市 2007 年上市公司的经验数据. 审计研究, (1), 82-88.
- [31] 叶陈刚, 裘丽, & 张立娟. (2016). 公司治理结构, 内部控制质量与企业财务绩效. 审计研究, (2), 104-112.
- [32] 叶建芳, 李丹蒙, & 章斌颖. (2012). 内部控制缺陷及其修正对盈余管理的影响. 审计研究, (6), 50-59.

- [33]张超, & 刘星. (2015). 内部控制缺陷信息披露与企业投资效率--基于中国上市公司的经验研究. *南开管理评论*, 18(5), 136-150.
- [34]张川, 沈红波, & 高新梓. (2009). 内部控制的有效性, 审计师评价与企业绩效. *审计研究*, (6), 79-86.
- [35]张小成, 孟卫东, & 熊维勤. (2009). 投资者行为对 IPO 抑价影响的比较研究. *中国管理科学*, 17(5), 8.
- [36]Aharony, J., Lee, C. W. J., & Wong, T. J. (2000). Financial packaging of IPO firms in China. *Journal of Accounting Research*, 38(1), 103-126.
- [37]Bajo, E., Chemmanur, T. J., Simonyan, K., & Tehranian, H. (2016). Underwriter networks, investor attention, and initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 122(2), 376-408.
- [38]Barondes, R. D. R., Nyce, C., & Sanger, G. C. (2007). Underwriters' counsel as gatekeeper or turnstile: an empirical analysis of law firm prestige and performance in IPOs. *Capital Markets Law Journal*, 2(2), 164-190.
- [39]Carter, R., & Manaster, S. (1990). Initial public offerings and underwriter reputation. *the Journal of Finance*, 45(4), 1045-1067.
- [40] Chahine, S., & Filatotchev, I. (2011). The effects of corporate governance and audit and non-audit fees on IPO Value. *The British Accounting Review*, 43(3), 155-172.
- [41]Chahine, S., Colak, G., Hasan, I., & Mazboudi, M. (2020). Investor relations and IPO performance. *Review of Accounting Studies*, 25(2), 474-512.
- [42]Chemmanur, T. J., & Fulghieri, P. (1994). Investment bank reputation, information production, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, 49(1), 57-79.
- [43]Chen, C., Shi, H., & Xu, H. (2013). Underwriter Reputation, Issuer Ownership, and Pre-IPO Earnings Management: Evidence from China. *Financial Management*, 42(3), 647-677.
- [44]Chen, Y., Goyal, A., Veeraraghavan, M., & Zolotoy, L. (2020). Terrorist attacks, investor sentiment, and the pricing of initial public offerings. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101780.
- [45]Cornelli, F., Goldreich, D., & Ljungqvist, A. (2006). Investor sentiment and pre-IPO markets. *The Journal of Finance*, 61(3), 1187-1216.
- [46]Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting review*, 193-225.
- [47]Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The accounting review*, 77(s-1), 35-59.

- [48] Du, X. (2019). Does CEO-auditor dialect sharing impair pre-IPO audit quality? Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 156(3), 699-735.
- [49] Engelen, P. J., & Van Essen, M. (2010). Underpricing of IPOs: Firm-, issue- and country-specific characteristics. *Journal of Banking & Finance*, 34(8), 1958-1969.
- [50] Fan, J. P., Wong, T. J., & Zhang, T. (2007). Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of financial economics*, 84(2), 330-357.
- [51] Garg, M. (2018). The effect of internal control certification regulatory changes on real and accrual-based earnings management. *European Accounting Review*, 27(5), 817-844.
- [52] Hopp, C., & Dreher, A. (2013). Do differences in institutional and legal environments explain cross-country variations in IPO underpricing?. *Applied Economics*, 45(4), 435-454.
- [53] Huang, S., Mao, Y., Wang, C., & Zhou, D. (2021). Public market players in the private world: Implications for the going-public process. *The Review of Financial Studies*, 34(5), 2411-2447.
- [54] Koda, K., & Yamada, K. (2018). Determinants of underwriting fees by new entrant banks: evidence from the Japanese IPO underwriting market. *Financial Management*, 47(2), 285-307.
- [55] Lai, S. M., Liu, C. L., & Chen, S. S. (2020). Internal control quality and investment efficiency. *Accounting Horizons*, 34(2), 125-145.
- [56] Lee, G., & Masulis, R. W. (2011). Do more reputable financial institutions reduce earnings management by IPO issuers?. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 982-1000.
- [57] Lee, P. J., Taylor, S. L., & Walter, T. S. (1999). IPO underpricing explanations: Implications from investor application and allocation schedules. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 34(4), 425-444.
- [58] Mayhew, B. W., Schatzberg, J. W., & Sevcik, G. R. (2004). Examining the role of auditor quality and retained ownership in IPO markets: Experimental evidence. *Contemporary Accounting Research*, 21(1), 89-130.
- [59] Menon, K., & Williams, D. D. (1991). Auditor credibility and initial public offerings. *Accounting Review*, 313-332.
- [60] Moran, P., & Pandes, J. A. (2019). Elite law firms in the IPO market. *Journal of Banking & Finance*, 107, 105612.
- [61] Piotroski, J. D., & Zhang, T. (2014). Politicians and the IPO decision: The impact of impending political promotions on IPO activity in China. *Journal of Financial Economics*, 111(1), 111-136.

- [62]Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155.
- [63]Rumokoy, L. J., Neupane, S., Chung, R. Y., & Vithanage, K. (2019). Underwriter network structure and political connections in the Chinese IPO market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 54, 199-214.
- [64]Tseng, C. Y. (2007). Internal control, enterprise risk management, and firm performance. University of Maryland, College Park.
- [65]Wang, X., & Song, D. (2021). Does local corruption affect IPO underpricing? Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 73, 127-138