

跟投制度、承销费用与IPO盈余管理

陈晶

(首都经济贸易大学, 北京 100070)

摘要: 注册制下跟投制度是否能降低承销商机会主义行为、抑制IPO企业盈余管理,是需要关注的问题。本文以2019—2022年科创板和创业板实施跟投的上市公司为样本,研究了跟投制度对IPO企业盈余管理的影响,并考察了承销费用在跟投制度对盈余管理抑制作用中的影响。研究发现,承销商跟投比例与IPO企业上市前盈余管理程度显著负相关,但承销费用的提高削弱了跟投制度对IPO企业上市前盈余管理的抑制作用;此外,跟投制度对承销商市场份额较低、审计师声誉较高和公司治理水平较低的IPO企业上市前盈余管理有更显著的抑制作用。本文结论为全面推行注册制改革、提高上市公司盈余质量提供了理论支持。

关键词: 跟投制度; 承销商; IPO盈余管理; 承销费用

Abstract: Under the registration-based system, we should notice the impact of the co-investment system on constraining underwriters' behavior and inhibiting earnings management of IPO enterprises. Based on the samples of listed companies that implemented co-investment on the STAR and ChiNext market from 2019 to 2022, this paper studies the impact of co-investment system on earnings management before IPO, and examines the impact of underwriting fees on the inhibition of co-investment system on earnings management. The results show that the proportion of co-investment is significantly negatively correlated with the degree of pre-IPO earnings management. The increase of underwriting fees impairs the inhibitory effect of the co-investment system on the earnings management before listing. In addition, the co-investment system has a greater impact on the earnings management for IPO firms before listing with low-market-share underwriters, high-reputation auditors and low corporate governance. The conclusion of this paper provides theoretical support for the full implementation of the registration-based system and improving the quality of information disclosure of IPOs.

Key words: co-investment system, underwriters, IPO earnings management, underwriting fees

作者简介: 陈晶,女,管理学博士,首都经济贸易大学会计学院讲师,研究方向:资本市场与公司治理。

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A

一、引言

股票发行过程中的盈余管理现象在全球证券市场普遍存在(DuCharme et al., 2004; Premti and Smith, 2020; 龚启辉等, 2021)^{[10][19][32]}。承销商作为IPO公司的保荐机构,是连接新股发行公司和证券市场投资者的桥梁,不仅有义务通过高质量的保荐服务帮助拟上市公司改善公司治理,降低发行方和投资者之间信息不对称程度(Meggison and Weiss, 1991; 张学勇等, 2017)^{[18][47]},

还有责任和义务监督拟上市公司的盈余管理行为(Lee and Masulis, 2011; 戴亦一等, 2014)^{[15][28]}。但是,在制度设计尚不完备的资本市场,由于承销商的承销收入取决于其保荐企业能否成功上市和新股发行价格,而新股发行价格又与IPO企业上市前盈余正相关,承销商为了实现短期收益最大化,有动机配合甚至协助IPO公司进行正向的盈余管理(柳建华等, 2017; Gao et al., 2020)^{[38][11]}。

作为我国资本市场的一项重要基础性制度改革,科创板和创业板试点注册制取得了显著成效,新股发行注

册制将全面实施。尽管较之核准制,注册制在上市标准等方面更具有包容性,但这并不意味着监管机构放松审核要求。相反,注册制要求严把资本市场“入口”关,对发行人信息披露的真实性、合规性和准确性提出更高要求,这也给保荐机构(承销商)带来新挑战。为提高保荐机构鉴别企业和发行定价的能力,压实保荐机构“看门人”责任,沪深交易所科创板和创业板先后推出了承销商IPO跟投制度试点。

作为注册制改革的核心内容,保荐机构IPO跟投制度¹的目的在于构建以投行业务为中心的保荐机构担责机制,进一步发挥承销商的上市企业鉴别作用和定价能力,推荐优质的IPO企业在证券市场发行股票,平衡投资者与发行人的利益。该制度规定,参与跟投的主体为发行人保荐机构相关子公司,使用自有资金,以发行价认购发行人首次公开发行股票数量的2%~5%,跟投股份锁定时间为24个月。承销商跟投使得其在公司IPO过程中既扮演了承销商的角色,又扮演了股东的角色;跟投制度的实施改变了承销商以往“赚快钱”的盈利模式,一部分确定收益来自承销保荐费用,另一部分不确定收益取决于锁定期满之后的跟投股票收益。鉴证假说(Booth and Smith, 1986)^[41]认为,承销商跟投有助于促使其对所保荐的IPO公司进行严格筛选,凭借其保荐中积累的私有信息对IPO公司的盈余管理等行为实施监督,提供有助于改善公司质量的服务。然而,利益冲突假说(Gompers and Lerner, 2002)^[12]却认为,券商股权投资有可能影响承销商在IPO承销过程中的独立性,承销商为获取高额的承销收益和股权投资收益而不履行“守门人”的责任(刘江会, 2004)^[37],纵容甚至协助IPO公司进行正向的盈余管理(柳建华等, 2017; Gao et al., 2020)^{[38][11]}。那么,承销商跟投制度的实施是否能够抑制上市过程中的盈余管理行为、提高IPO企业信息披露质量呢?

本文以2019—2022年科创板和创业板实施跟投的上市公司为样本,研究了承销商跟投制度对IPO企业上市前盈余管理的影响,并考察了承销费用在跟投制度对盈余管理抑制作用中的影响。实证结果表明,承销商跟投比例与IPO企业上市前盈余管理程度显著负相关,跟投比例越高,对IPO企业盈余管理的抑制作用越强;实施跟投的承销商有可能通过提高承销保荐费用弥补跟投成

本,承销费用的提高削弱了跟投制度对IPO企业上市前盈余管理的抑制作用;在承销商市场份额较低、审计师声誉较高和公司治理水平较低的企业中,跟投制度对IPO企业上市前盈余管理有更显著的抑制作用;研究结论在经过工具变量法、PSM匹配和替换因变量等稳健性检验后仍然成立。

本文可能的学术贡献如下:第一,从承销商跟投影响IPO公司盈余管理视角丰富了有关承销商跟投经济后果的相关研究。自科创板、创业板推行跟投制度后,尽管有部分学者从跟投制度影响IPO定价视角探讨了承销商跟投的经济后果(邱冬阳和曹奥臣, 2020; 张岩和吴芳, 2021)^{[41][49]},但鲜有文献探讨承销商跟投对IPO公司盈余管理行为的影响。因此,本研究有助于丰富有关承销商跟投经济后果的文献。第二,丰富了承销商与IPO企业盈余管理关系的相关研究。现有关于承销商对IPO公司盈余管理行为的影响研究主要集中于承销商声誉与IPO企业盈余管理的关系方面,研究发现承销商机会主义是导致IPO公司盈余管理能够得逞的原因(戴亦一等, 2014; Chang et al., 2010; Lee and Masulis, 2011)^{[28][6][15]},而本文从承销商跟投对IPO企业盈余管理视角探究了承销商与IPO盈余管理的关系,从而丰富了有关承销商与IPO企业盈余管理关系的相关研究。第三,丰富了有关承销商持股经济后果的相关研究。以往有关承销商持股的研究主要涉及承销商风险或私募投资的经济后果问题(方军雄, 2012)^[29],科创板、创业板实施的承销商跟投制度有别于风险投资,其跟投意愿、投资买价、投资比例及持有时间都与以往的风险投资有较大差异。因此,本研究探究承销商跟投的经济后果,拓展了有关承销商持股经济后果的相关研究。

二、文献回顾

(一)承销商与IPO企业盈余管理

在审批制、核准制背景下,为达到新股发行的业绩(如ROE)要求、提高新股发行价格, IPO公司普遍存在盈余管理现象(DuCharme et al., 2004; 方军雄, 2012)^{[10][29]}。可见,政策性盈余指标是诱发我国上市公司盈余管理行为的直接动机。研究还发现,即使是没有盈利要求的定向增发新股融资,也存在新股发行公司通过盈余管理向特

定对象输送利益的行为(Barclay et al., 2007; 章卫东, 2010, Wang et al., 2022)^{[2][50][23]}。并且, 实施新股发行注册制的科创板、创业板, 尽管对IPO公司没有刚性的盈余要求, 但这些公司也存在盈余管理现象(时昊天等, 2021)^[43]。屡禁不止的IPO公司盈余管理行为, 不仅影响证券市场资源配置功能的发挥(逯东等, 2015)^[39], 而且损害了证券市场投资者利益(Teoh et al., 1998; 黄俊和李挺, 2016)^{[22][34]}。

作为证券市场“守门人”, 保荐机构在股票发行中负有推荐和监督的责任及义务(蔡庆丰和刘锦, 2014)^[26]。保荐机构不仅要承担IPO公司的上市辅导义务及拟上市公司的资质、会计信息披露质量、募集资金投向等方面的审核职责, 而且要担负IPO上市后的持续督导, 并承担相应的法律责任。因而, 保荐人为了维护自身在证券市场的良好声誉和避免潜在的诉讼风险, 会对其推荐的拟上市公司的信息披露、募集资金投向等方面尽责把关(李挺等, 2019)^[36]; 保荐人的勤勉尽责有利于降低信息不对称程度, 对所保荐的企业起到监督作用, 有助于抑制IPO公司的盈余管理程度(蔡庆丰和刘锦, 2014)^[26]。会计信息披露是发行审核的重要内容, IPO公司的盈余管理成为上市审核的核心内容, 一旦因盈余管理未能通过上市审核, 承销商不仅无法弥补承销所付出的成本, 而且给未来承接IPO公司承销带来负面影响。进一步的研究发现, 声誉的信号传递机制和惩罚机制使承销商具有维护自身声誉的动机(戴亦一等, 2014; 陈运森和宋顺林, 2018)^{[28][27]}, 声誉好的保荐人在抑制IPO公司盈余管理方面要显著好于声誉差的保荐人(Chang et al., 2010)^[6]。但是, 也有研究发现, 承销商声誉机制并未保证IPO公司的质量, 声誉好的承销商所保荐的IPO公司的应计盈余管理、真实盈余管理程度并未显著降低(王克敏和廉鹏, 2010)^[44]。甚至, 承销商声誉越高, 其承销的IPO公司盈余管理的程度反而越严重(柳建华等, 2017)^[38], 声誉机制反而成为了庇护IPO企业盈余管理行为的“保护伞”。IPO企业上市前的应计项目操控盈余并没有持续性, 在上市后势必会因上市后会计盈余的冲回导致公司盈余下滑(高敬忠和杨朝, 2020)^[30], 这也是导致IPO之后业绩“变脸”现象发生的重要原因(逯东等, 2015)^[39]。IPO公司在上市前的真实盈余管理直接导致公司价值受损, 对利益相关者权益的损害更为严

重(蔡春等, 2013)^[25]。

科创板、创业板实施新股发行注册制, 对IPO公司并没有刚性的盈余要求, 但只有少数学者探讨了注册制背景下科创板、创业板IPO公司的盈余管理问题(时昊天等, 2021)^[43], 鲜有文献从承销商跟投约束角度探究承销商对IPO公司盈余管理监督的作用问题。

(二)承销商投资于其保荐企业

作为新股发行的第三方认证机构, 承销商是新股发行成功的关键(Chemmanur and Fulghieri, 1994)^[7]。现有关于承销商持股被保荐公司的文献主要集中于承销商直投模式, 即券商在承接IPO项目前投资被保荐公司, 类似于其他风险投资。科创板试点注册制, 借鉴韩国科斯达克(KOSDAQ)市场经验, 引入承销商“保荐+跟投”制度, 目的在于促使承销商在资本约束下慎重对待定价、保荐及审核等事项, 强化承销商在新股发行中的保荐和承销责任(邱冬阳和曹奥臣, 2020)^[41]。因此, 承销商跟投使其在公司IPO过程中既扮演了承销商角色, 又扮演了股东角色; 承销商的收益既包括向IPO公司收取的承销费用, 还包括跟投获取的投资收益; 前者取决于IPO公司的筹资额, 后者则与发行价格以及随后的股票市场走势有关; 为使自身IPO承销收益最大化, 承销商会权衡承销与跟投之间的收益, 跟投抑制了承销商抬高发行价的行为(张岩和吴芳, 2021)^[49]。有关承销商投资被保荐公司的经济后果的研究并未达成一致意见, 一种观点认为承销商直投发挥了鉴证效应(Booth and Smith, 1986)^[4]的作用, 承销商对IPO公司的股权投资作为一项重大投资, 存在着较大的不确定性, 承销商为降低跟投带来的风险, 有动力和能力对IPO公司进行严格筛选, 而承销商股权投资所积累的私有信息又为其参与IPO公司战略等方面的决策提供有益帮助, 从而有助于改善公司质量。

然而, 利益冲突假说(Gompers and Lerner, 2002)^[12]并不赞成上述观点。该理论认为, 券商股权投资有可能影响承销商在IPO承销过程中的独立性。由于承销费收入与股权投资收益存在交叉补贴的可能(Puri, 1999; Beatty and Ritter, 1986)^{[20][3]}, Hamao et al.(2006)^[13]发现, 拥有券商股权投资的公司的承销费显著较高, 发行折价的幅度明显更大。券商对其承销的拥有股权投资的IPO公司的盈余管理容忍度更强(方军雄, 2012)^[29], 甚至协助新

股发行公司进行盈余管理(柳建华等, 2017)^[38], 因而, 承销商为获取高额的承销收益和股权投资收益并未履行“守门人”的责任(刘江会, 2004)^[37]。美国、日本证券市场风险投资的研究结果证明了这一结论。

由此可见, 关于承销商跟投是提高IPO公司的信息披露质量, 还是助推了IPO公司的盈余管理, 并未取得一致的研究结论; 承销商跟投被保荐公司到底发挥了鉴定效应还是支持利益冲突假说, 还有待进一步检验。

三、理论分析与研究假设

审批制、核准制背景下, 股票上市发行有刚性的业绩要求, 并且, 新股发行价格与公司市盈率相关。因此, IPO公司有足够的动机操纵公司盈余, 从而取得上市发行资格和募集更多的资金(Premti and Smith, 2020; 龚启辉等, 2021)^{[19][32]}, 这是导致大量IPO公司上市后业绩“变脸”、股价下跌的重要原因(逯东等, 2015)^[39]。IPO公司盈余管理现象不仅影响了证券市场资源配置功能的发挥, 而且损害了股票市场投资者利益(Lee et al., 2012, 张岩和吴芳, 2016)^{[16][48]}。作为连接IPO企业与外部投资者“桥梁”的保荐机构是新股发行的“守门人”, 在IPO过程中承担了新股发行的质量认证作用(Booth and Smith, 1986)^[4], 不仅要在新股公开发行前对企业进行辅导, 而且要在新股上市后对IPO企业进行持续督导, 因此, 承销商有责任和义务对IPO公司的盈余管理等违规行为实施监督(Li and Masulis, 2008)^[17]。但是, 由于承销商IPO承销收入主要来自从募集资金中提取一定比例承销费, 并且IPO公司超募资金越多, 承销商提取的承销费比例也越高, 因此, 承销商具有抬高发行价的主观动机(俞红海等, 2013; 邵新建等, 2013)^{[45][42]}。在承销费最大化的激励机制背景下, 作为“理性经济人”的承销商为追求高额承销收益而纵容甚至协助IPO企业进行盈余管理(DuCharme et al., 2004; 祁怀锦和黄有为, 2016)^{[10][40]}。

试点注册制对上市公司盈余质量真实性、合规性和准确性提出更高要求, 提高保荐机构鉴别企业和发行定价的能力、压实保荐机构“看门人”责任是保证IPO质量的关键。科创板、创业板实施新股发行注册制, 并借鉴韩国制度推行了承销商跟投制度, 初衷是通过资本约束承销商的机会主义行为, 从而保护投资者利益(张岩和吴

芳, 2021)^[49]。承销商跟投类似于风险投资, 将承销商的利益与证券市场投资者的利益“捆绑”在一起。由于保荐机构相关子公司必须以发行价认购首次公开发行股票数量2%~5%的股票, 并锁定24个月, 仅次于企业控股股东, 这意味着跟投将长期占用承销商的自有资金。如果承销商协助发行人进行IPO上市前盈余管理, 提高新股发行价格, 一方面, 会增加承销商跟投的成本, 因为承销商以发行价跟投, 发行价越高, 跟投成本越高; 另一方面, IPO公司上市前的盈余管理不具有持续性, 上市后的盈余冲回势必会导致公司业绩反转, 进而导致上市后股票价格下跌(逯东等, 2015)^[39], 从而降低承销商跟投收益, 甚至给承销商跟投带来亏损。承销商为降低因IPO公司盈余管理造成的自身跟投风险, 有足够的动机对IPO企业上市前的盈余质量实施监督, 从而抑制IPO公司的盈余管理行为。

承销商参与跟投后角色发生转变, 不仅是中介机构, 而且成为IPO企业投资者; 参与跟投可以更好地发挥第三方“鉴证效应”, 有效降低公司内部与外部投资者之间的信息不对称, 提高企业盈余质量(Baker and Wurgler, 2000)^[1]。尤其是在承销商实施跟投的场景下, 降低IPO公司上市前的盈余管理可以降低上市后盈余反转的可能, 进而提高自身跟投收益。因而, 承销商在保荐过程中会实施更为专业的尽职调查, 详细查阅IPO公司的资料文档、与高管访谈并进行企业实地调研(Bottazzi et al., 2016; 张学勇等, 2014)^{[5][46]}, 并强化对IPO公司管理层行为的监督。承销商跟投比例越高, 承销商主动实施监督的动力也强, 对IPO公司盈余管理监督的效果也越好, IPO企业的盈余管理程度越低。据此, 本文提出假设:

H1: 控制其他因素影响, 承销商跟投比例与IPO企业上市前盈余管理程度负相关。

承销商作为金融服务机构具有强烈的盈利动机, 承销商提供高质量服务的背后是为了获取更多收益(蔡春等, 2013)^[25]。券商的承销收入取决于其能否推荐企业成功上市和发行新股的价格, 而发行新股的价格又取决于IPO企业上市前盈余水平, 因此, 承销商为获取高额的承销收益会纵容甚至协助发行人粉饰报表, 进行盈余管理。

在承销商实施跟投后, 承销商的盈利模式发生了较大改变。承销商收入的一部分来源于承销IPO公司收取的

佣金，这一部分收入具有确定性；另一部分收入来源于跟投锁定期满的投资收益，跟投收益取决于跟投所认购的股票是否增值及增值幅度。然而，投资收益具有不确定性，一旦IPO企业股价在承销商跟投认购的股票解锁时低于认购价格，则可能给承销商带来跟投损失。尤其在跟投风险较高的情况下，承销商会权衡承销收入与跟投损益，有动机提高确定性的承销佣金(张岩和吴芳，2021)^[49]，以弥补跟投产生的成本；并且，承销商跟投比例越大，其提高IPO承销佣金的动机越强。

跟投制度实施后，承销商抑制IPO企业上市前盈余管理是为了降低因该行为造成的上市后盈余反转对自有资金跟投收益产生的不利影响。但若承销商获取的增量承销费用可以弥补跟投所付出的部分成本，降低跟投风险，则违背了跟投机制“利益捆绑”的设计初衷，跟投制度制衡盈余管理的作用机制被削弱。在此情景下，承销商有动机容忍IPO企业上市前的盈余管理行为，因为跟投成本已经一定程度转移给了企业，即使上市后盈余反转也不会造成承销商自有资金损失。尽管高额承销费会增加IPO企业的承销佣金支出，但盈余管理提高发行价格可以使IPO企业募集更多的资金，当增量金额大于支付给承销商的增量承销费用时，发行人有动机与承销商合谋操作企业盈余。据此，本文提出假设：

H2：控制其他因素影响，承销商收取的保荐承销费用越低，承销商跟投比例与IPO企业上市前盈余管理程度负相关的程度越显著。

跟投制度能否对IPO企业盈余管理产生抑制作用，很大程度取决于承销商执行监督的意愿，因此，承销商异质性是影响跟投作用效果的重要因素。在中国资本市场法律环境和市场约束机制尚未充分健全，且存在大量潜在拟IPO企业的环境下，承销商声誉机制未充分发挥作用(郭海星等，2011)^[33]。承销商的理性选择是尽可能接受更多的客户，这使高市场份额的承销商分散了时间和人力以服务更多的客户。此外，高市场份额的承销商整合资源能力更强，发行失败风险较低，其纵容企业盈余管理的可能性更高(柳建华等，2017)^[38]，因此，高市场份额承销商在实施跟投后监督企业提高信息披露质量的意愿较低，削弱了跟投制度对盈余管理的抑制作用。据此，本文提出假设：

H3：控制其他因素影响，承销商市场份额越低，承销商跟投比例与IPO企业上市前盈余管理程度负相关的程度越显著。

审计师与承销商在新股发行中承担的责任不同，承销商作为保荐人在发行新股中负有推荐和督导的责任，而审计师主要对被审计单位会计信息质量负责(Wang et al., 2022)^[23]。若IPO企业因信息披露违规而被查处，审计师将承担更主要的信息披露责任。尽管实施跟投后审计师无法从中获益，跟投对审计师职责也无明显影响，但实施跟投增加了承销商监督IPO企业会计信息质量的意愿。业务能力更强的高声誉审计师，为维护其良好声誉，会严格执行审计程序，更好地配合承销商监督IPO企业行为，降低盈余管理水平，以维持审计师与保荐人之间良好的合作关系，同时降低自身审计风险(白雪等，2017)^[24]。因此，高声誉审计师增强了跟投制度对盈余管理的抑制作用。据此本文提出假设：

H4：控制其他因素影响，审计师声誉越高，承销商跟投比例与IPO企业上市前盈余管理程度负相关的程度越显著。

公司治理水平是影响企业信息质量的重要因素，较健全的公司治理结构可以抑制企业盈余管理行为，而公司治理水平较低的企业进行盈余操纵的可能性更高(Dechow et al., 1996)^[9]。由于公司治理水平较低的企业更可能在上市后由于管理者道德风险等原因出现业绩下滑，而跟投制度下承销商因锁定期无法马上售出，从而产生较高的投资风险(张岩和吴芳，2021)^[49]。因此，对于公司治理水平较低的IPO企业，实施跟投的承销商更愿意抑制其上市前的盈余管理行为，以降低上市后盈余反转可能性，避免因业绩变脸造成自有资金跟投损失，并且跟投比例越高，抑制盈余管理的动力越大。据此，本文提出假设：

H5：控制其他因素影响，公司治理水平越低，承销商跟投比例与IPO企业上市前盈余管理程度负相关的程度越显著。

四、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文以试点注册制后科创板和创业板实施承销商跟

投的上市公司为研究对象，科创板的样本IPO期间为2019年7月22日—2022年3月20日，创业板为2020年8月24日—2022年3月20日²，其中实施承销商跟投的样本企业411家。本文收集了IPO样本公司上市前两年、前一年和上市当年的财务数据(部分公司上市当年数据尚未披露)。参照以往文献做法，本文剔除了所有金融类上市公司、盈余管理计算数据有缺失以及分行业样本量小于8个的样本，最后获得了共计987个公司-年数据。跟投比例数据来自Wind数据库，并根据招股说明书手工搜集进行复核，其他数据均来自CSMAR数据库和Wind数据库。为缓解异常值对实证结果的影响，对全部连续变量分别进行了1%与99%分位数的缩尾处理。

(二)研究模型与变量定义

本文采用如下模型(1)检验假设H1，即承销商跟投比例对IPO企业盈余管理的影响：

$$EM_{i,t}=\beta_0+\beta_1Flwrto_t+\sum Ctrls+\varepsilon \tag{1}$$

其中，因变量 $EM_{i,t}$ 表示*t*公司第*i*年盈余管理水平，本文从应计盈余管理和真实盈余管理两个方面衡量。应计盈余管理借鉴Kothari et al.(2005)^[14]的计算方法，在修正的Jones模型中加入总资产利润率(*Roa*)进行调整，并将计算结果取绝对值得到应计盈余管理程度指标 $AbsEM_{i,t}$ ，该指标越高意味着应计盈余管理程度越高。真实盈余管理使用Roychowdhury(2006)^[21]的模型计算异常生产成本(*Aprod*)、异常现金流(*Acfl*)和异常酌量费用(*Aexp*)，借鉴蔡春等(2013)^[25]的做法，构建了真实盈余管理程度综合指标(*REM*)， $REM=Aprod-Acfl-Aexp$ ，并取绝对值得到 $AbsREM_{i,t}$ ，该指标越高意味着真实盈余管理程度越高。

自变量 $Flwrto_t$ 表示*t*公司承销商跟投比例，用承销商跟投股票数量与本次发行股票数量的比值进行度量(张岩和吴芳，2021)^[49]。根据假设H1， $Flwrto$ 系数 β_1 应显著为负。借鉴王克敏和廉鹏(2010)^[44]、张岩和吴芳(2016)^[48]等文献，本文在模型中控制了如下控制变量(*Ctrls*)：发行数量(*Fxsl*)、经营活动现金流(*Cfo*)、公司规模(*Size*)、杠杆率(*Lev*)、总资产利润率(*Roa*)、审计师事务所是否为四大(*Big4*)和上市板块(*Listplc*)，模型中还控制了年份固定效应(*Year*)和行业固定效应(*Industry*)。

模式(2)用以检验假设H2，该模型在模型(1)的基础上加入跟投比例($Flwrto$)与承销费用($Uwfee$)的交乘项。根据

假设H2，预期交乘项的系数 β_2 显著为正。假设H3、H4和H5使用模型(1)进行分组检验。

$$EM_{i,t}=\beta_0+\beta_1Flwrto_t+\beta_2Flwrto_t\times Uwfee_t+\beta_3Uwfee_t+\sum Ctrls+\varepsilon \tag{2}$$

变量定义具体如表1所示。

五、实证结果与分析

(一)描述性统计

表2列示了本文主要变量的描述性统计结果。 $AbsEM$ 的均值0.078，中位数0.057； $AbsREM$ 的均值0.206，中位数0.148；411家企业 $Flwrto$ 的均值4.412%，其中小于4%

表 1 变量定义

变量符号	变量名称	变量说明
<i>AbsEM</i>	应计盈余管理程度	修正的 Jones 模型中加入 <i>Roa</i> 调整
<i>AbsREM</i>	真实盈余管理程度	(<i>Aprod</i> - <i>Acfl</i> - <i>Aexp</i>) 取绝对值
<i>Acfl</i>	异常现金流	使用 Roychowdhury(2006) ^[21] 的模型计算
<i>Aexp</i>	异常酌量费用	
<i>Aprod</i>	异常生产成本	
<i>Flwrto</i>	跟投比例	跟投股数占发行股数的比例
<i>Sfgt</i>	是否跟投	企业被跟投为 1，未被跟投为 0
<i>Uwfee</i>	承销费用	保荐承销费(元)取对数
<i>Proceeds</i>	发行规模	募集资金总量(元)取对数
<i>Fxsl</i>	发行数量	发行数量(股)取对数
<i>Cfo</i>	经营活动现金流	经营活动现金流量净额
<i>Size</i>	公司规模	年末公司总资产的对数
<i>Lev</i>	财务杠杆率	总负债与总资产的比值
<i>Roa</i>	总资产利润率	净利润与总资产的比值
<i>Big4</i>	“四大”事务所审计	四大会计师事务所审计为 1，否则为 0
<i>Listplc</i>	上市板块	企业上市板块，科创板为 1，创业板为 0

表 2 变量的描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>AbsEM</i>	979	0.078	0.077	0.0002	0.057	0.500
<i>AbsREM</i>	905	0.206	0.199	0.000	0.148	1.473
<i>Acfl</i>	905	-0.004	0.133	-0.511	0.004	0.562
<i>Aexp</i>	905	0.016	0.112	-0.397	0.000	0.948
<i>Aprod</i>	905	-0.012	0.151	-0.704	-0.010	0.724
<i>Flwrto</i>	987	4.412	1.053	1.739	5.000	10.000
<i>Uwfee</i>	987	17.921	0.558	16.725	17.863	20.355
<i>Proceeds</i>	987	20.587	0.798	18.494	20.487	24.698
<i>Cfo</i>	987	0.074	0.129	-0.600	0.076	0.773
<i>Size</i>	987	20.749	1.027	18.260	20.596	26.044
<i>Lev</i>	987	0.332	0.196	0.020	0.304	1.876
<i>Roa</i>	987	0.094	0.104	-0.432	0.092	0.369
<i>Big4</i>	987	0.111	0.314	0.000	0.000	1.000
<i>Listplc</i>	987	0.977	0.151	0.000	1.000	1.000

的公司157家,数值在4%~5%的公司238家,数值大于5%的公司16家。可见大部分企业的跟投比例介于4%~5%,最大跟投比例为10%,大于5%的原因是由于有两家保荐机构以相同比例分别实施跟投。

表3报告了样本期间分年份被跟投与未被跟投IPO企业的家数及承销费用均值,其中,被跟投的企业411家,未被跟投的企业276家。实施注册制后IPO家数呈逐年上升趋势,由于科创板和创业板实施注册制时点不同,2019年数据不具有可比性,2021—2022年每年被跟投与未被跟投IPO企业数量差异不大,这为后续PSM匹配提供了数据支持;虽然IPO承销费用各年存在波动,但2020—2022年被跟投企业的承销费用均大于未被跟投企业,存在承销商将跟投成本转移到承销费的可能性,这与假设H2的逻辑相符。

在样本期间,已有90家公司结束了24个月的锁定期,表4报告了锁定期终止日承销商跟投的浮动盈亏情况。锁定期终止日收盘价低于发行价,即承销商跟投产生浮动亏损的企业有12家,数量占比13.33%,跟投浮动亏损最多的企业达到-2246.55万元。尽管终止日承销商存在浮动亏损,实际上大部分承销商会选择继续持有股票以待转亏为盈,因此,承销商实际损失小于浮动亏损。若承销商可以提高承销费弥补跟投可能的损失,跟投制度对盈余管理的制衡机制存在失效的可能性,符合假设H2。

(二)基准回归分析

本文利用模型(1)检验了假设H1,表5报告了跟投比

例对盈余管理影响的回归结果。其中,第(1)~(3)列分别报告了 $Flwrto$ 对上市前两年、上市前一年和上市当年应计盈余管理的影响,第(4)~(6)列分别报告了 $Flwrto$ 对上市前两年、上市前一年和上市当年真实盈余管理的影响。可以发现,跟投比例与应计盈余管理和真实盈余管理均在至少5%水平下显著负相关,说明保荐人跟投比例越高,对IPO企业上市前盈余管理的抑制作用越好,实证结果支持了假设H1。

值得注意的是,表5第(3)和(6)列显示, $Flwrto$ 在IPO上市当年回归系数为负,但均已不再显著,说明上市后跟投对盈余管理的抑制作用不再显著。可能的原因如下:首先,尽管保荐人对IPO企业存在持续督导义务,但随着企业上市目的达成,作为外部监督者的保荐人对企业会计信息披露的约束力度较上市前降低;其次,尽管跟投以后保荐机构成为上市企业股东,但跟投比例只占IPO发行股份的2%~5%,且保荐机构投资目的并非参与企业长期经营,因此,从公司治理角度看承销商对管理层监督力度较低(葛永盛和张鹏程,2013)^[31];最后,企业成功上市后,保荐人可能会为了维持与客户的良好关系、获取今后更多项目资源而降低对会计信息质量的要求。因此,跟投对IPO企业上市后盈余管理的抑制作用显著下降。

表5 跟投制度对IPO企业盈余管理的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	AbsEM			AbsREM		
	Year-2	Year-1	Year0	Year-2	Year-1	Year0
$Flwrto$	-0.012*** (-3.469)	-0.015** (-2.432)	-0.005 (-1.258)	-0.055** (-2.638)	-0.029** (-2.443)	-0.008 (-0.362)
$Fxsl$	0.009 (0.977)	-0.003 (-0.329)	-0.018** (-1.979)	-0.003 (-0.103)	-0.030 (-1.507)	-0.049* (-1.812)
$Size$	-0.029*** (-2.994)	-0.001 (-0.081)	0.011 (1.122)	-0.052** (-2.160)	0.015 (0.686)	0.052 (1.532)
Lev	0.079*** (3.161)	-0.020 (-0.705)	0.057 (1.322)	0.041 (0.633)	-0.018 (-0.232)	0.046 (0.391)
Roa	-0.060 (-0.914)	0.070 (1.136)	0.164** (2.228)	-0.054 (-0.314)	0.264 (1.488)	0.686*** (3.513)
Cfo	-0.102 (-1.648)	-0.130** (-2.000)	-0.145 (-0.990)	0.069 (0.387)	0.139 (1.168)	0.098 (0.487)
$Big4$	0.004 (0.303)	0.005 (0.321)	0.004 (0.246)	-0.009 (-0.216)	0.022 (0.547)	0.029 (0.685)
$Listplc$	-0.033 (-0.892)	0.048*** (4.692)		0.108* (1.941)	-0.078 (-1.197)	
截距项	0.569*** (4.505)	0.129 (0.834)	0.106 (0.646)	1.394*** (3.736)	0.621 (1.592)	-0.189 (-0.328)
时间/行业	是	是	是	是	是	是
样本量	397	373	209	322	366	209
调整 R^2	0.196	0.168	0.172	0.146	0.084	0.220

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平下显著;括号内数字为t值。下表同。

表3 分年份IPO企业跟投数量及承销费用

IPO年份	被跟投		未被跟投	
	IPO企业数量	承销费用(万元)	IPO企业数量	承销费用(万元)
2019	70	6787.35		
2020	145	7677.495	63	5509.03
2021	171	6701.239	189	5251.16
2022	25	12894.87	24	9492.34
平均	411	7437.068	276	5678.82

表4 承销商锁定期终止日跟投浮动盈亏

	企业数量	锁定期终止日浮动盈亏(万元)				
		最小值	p25	中位数	p75	最大值
终止日收盘价低于发行价	12	-2246.55	-872.95	-298.64	-83.43	-41.83
终止日收盘价高于发行价	78	153.96	2129.26	4997.14	17559.80	50338.19

(三)承销费用的调节效应检验

本文根据模型(2),检验承销费用与跟投比例的交互作用对IPO企业盈余管理的影响(主要关注 $Flwrto$ 与 $Underfee$ 的交乘项的系数及显著性),结果如表6所示。第(1)~(6)列主要报告了 $Flwrto$ 、 $Underfee$ 及其交乘项在各年对应计盈余管理和真实盈余管理的影响,上市前一年交乘项在至少10%水平下显著为正,说明承销保荐费用的提高削弱了跟投比例对IPO企业盈余管理的抑制作用,支持了假设H2。从交乘项结果可以看出,承销费用对跟投抑制真实盈余管理的削弱作用更显著,可能的原因是与应计盈余管理相比,真实盈余管理更难被监管者和审计师发现(Cohen et al., 2008)^[8],且真实盈余管理产生的影响会累计在报表中对之后年份的盈余产生负向影响。因此,若承销保荐费用的提高使跟投的承销商降低了对IPO企业盈余管理的监督,则其将更明显地削弱跟投对真实盈余管理的影响。

此外, $Flwrto$ 与 $Underfee$ 交乘项的系数在上市前两年虽然为正,但并不显著。一种可能的解释是由于发行价格的确定是基于最近一个完整会计年度的财务报表,

表6 跟投制度、承销费用与IPO企业盈余管理的影响检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	AbsEM			AbsREM		
	Year-2	Year-1	Year0	Year-2	Year-1	Year0
$Flwrto$	-0.047 (-0.307)	-0.326** (-2.489)	-0.082 (-0.562)	-0.288 (-0.912)	-0.900** (-2.313)	-0.638 (-1.248)
$Flwrto \times Uwfee$	0.002 (0.273)	0.018* (1.895)	0.005 (0.603)	0.014 (0.778)	0.050** (2.320)	0.036 (1.236)
$Uwfee$	0.014 (0.388)	-0.030 (-0.686)	0.008 (0.216)	-0.009 (-0.117)	-0.118 (-1.276)	0.202 (1.634)
$Fxsl$	0.009 (0.958)	-0.004 (-0.433)	-0.019** (-2.025)	-0.001 (-0.053)	-0.016 (-0.796)	-0.046* (-1.780)
$Size$	-0.030*** (-3.149)	-0.009 (-0.869)	0.017 (1.329)	-0.056** (-2.352)	0.009 (0.429)	0.022 (0.613)
Lev	0.078*** (3.126)	-0.058* (-1.942)	0.049 (1.098)	0.039 (0.624)	-0.031 (-0.437)	0.106 (0.862)
Roa	-0.057 (-0.875)	-0.082 (-1.061)	0.173** (2.358)	-0.046 (-0.266)	0.265** (2.096)	0.697*** (3.540)
Cfo	-0.099 (-1.612)	-0.182*** (-2.626)	-0.150 (-0.997)	0.076 (0.427)	0.165 (1.631)	0.150 (0.790)
$Big4$	0.001 (0.038)	0.005 (0.316)	0.004 (0.258)	-0.015 (-0.364)	-0.012 (-0.336)	0.034 (0.825)
$Listplc$	-0.032 (-0.896)	0.045*** (3.221)		0.113* (1.915)	-0.001 (-0.016)	
截距项	0.324 (0.491)	0.844 (1.039)	-0.129 (-0.221)	1.551 (1.116)	2.218 (1.306)	-3.280 (-1.517)
时间/行业	是	是	是	是	是	是
样本量	397	373	209	322	366	206
调整 R^2	0.207	0.265	0.176	0.154	0.193	0.238

因此,IPO前一年的财务数据无疑是IPO申报和定价过程中的重中之重(柳建华等,2017)^[38],承销商在权衡承销费用与跟投损益时对上市前一年盈余管理程度的影响更加显著,故在下文论证中主要报告上市前一年的回归结果。由于前文对上市当年 $Flwrto$ 的系数在基准回归中亦不显著已做出相应说明,在此不予赘述。

进一步,在跟投风险较高的情况下,跟投收益的不确定性更高,承销商更有动机索取增量的承销费用以弥补跟投产生的成本(张岩和吴芳,2021)^[49];相反,对于具有成长潜力的企业,承销商跟投意愿较强,此时承销费用对跟投制度与盈余管理的关系影响较小。因此,企业未来成长性是影响承销费用调节效应的重要因素。托宾Q是衡量企业投资潜力和成长性的重要指标(李飞等,2021)^[35],本文按照IPO企业上市当年的托宾Q进行排序,高于均值的样本定义为高成长性组,否则为低成长性组。表7是按IPO企业成长性高低分组后承销费用调节效应的回归结果,在第(2)列和第(4)列中,承销费用与跟投比例的交互项在低成长组的结果更加显著且回归系数更高,说明当承销商在跟投收益不确定性较高时,更愿意索取增量的承销费用弥补跟投成本,进而削弱了跟投制度对盈余管理的抑制作用。

(四)异质性检验

1.承销商市场份额异质性

本文使用承销商IPO市场份额度量承销商异质性。若承销商IPO数量占比排名国内年度前十,则为高市场份额组;反之则为低市场份额组(柳建华等,2017)^[38]。表8报

表7 按IPO企业成长性高低分组的承销费用调节效应检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	AbsEM (Year-1)		AbsREM (Year-1)	
	高成长	低成长	高成长	低成长
$Flwrto$	0.044 (0.204)	-0.487** (-2.126)	-0.641 (-0.879)	-0.972* (-1.903)
$Flwrto \times Uwfee$	-0.002 (-0.196)	0.026** (2.137)	0.036 (0.886)	0.054* (1.912)
$Uwfee$	0.082 (1.385)	-0.088 (-1.492)	-0.001 (-0.004)	-0.174 (-1.451)
截距项	-1.038 (-0.983)	2.044* (1.713)	0.579 (0.169)	3.074 (1.394)
控制变量	是	是	是	是
时间/行业	是	是	是	是
样本量	145	228	143	223
调整 R^2	0.42	0.326	0.257	0.195

告了按承销商市场份额分组后的回归检验结果，跟投制度对盈余管理的抑制作用在主承销商为低市场份额组的企业中更加显著，尤其是 $Flwrto$ 对 $AbsEM$ 的负向影响在1%水平下显著。可见，高市场份额承销商在跟投后对企业盈余管理的监督意愿较低；相反，市场份额较低的承销商跟投对盈余管理的抑制作用更显著，假设H3得到验证。

2. 审计师声誉异质性

本文以会计师事务所注册会计师人数作为衡量审计师声誉的指标。若注册会计师人数排名国内年度前十，则为高声誉组，反之则为低声誉组。表9报告了按审计师声誉分组后的回归结果，跟投制度对盈余管理的抑制作用在审计师高声誉组的企业中更加显著，在至少5%水平下显著，且回归系数均高于审计师低声誉组。因此，聘请高声誉审计师的IPO企业中，承销商跟投比例对盈余管理的抑制作用更加显著，假设H4得到验证。

3. 公司治理水平异质性

本文使用两职合一的指标度量公司治理水平。若董事长和总经理同一人为兼任组，此时总经理权力较大，缺乏有效监督(张岩和吴芳，2021)^[49]，公司治理水平较

表8 按承销商市场份额分组的回归检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	$AbsEM$ (Year-1)		$AbsREM$ (Year-1)	
	高市场份额	低市场份额	高市场份额	低市场份额
$Flwrto$	-0.010* (-1.709)	-0.016*** (-2.694)	-0.010 (-0.601)	-0.035* (-1.710)
截距项	-0.056 (-0.314)	0.534*** (2.789)	-0.055 (-0.113)	0.658 (1.012)
控制变量	是	是	是	是
时间/行业	是	是	是	是
样本量	232	138	229	134
调整 R^2	0.123	0.354	0.189	0.289

表9 按审计师声誉分组的回归检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	$AbsEM$ (Year-1)		$AbsREM$ (Year-1)	
	高声誉组	低声誉组	高声誉组	低声誉组
$Flwrto$	-0.019*** (-3.189)	-0.014** (-2.203)	-0.033** (-2.075)	-0.021 (-1.249)
截距项	0.198 (1.190)	0.077 (0.331)	0.978** (2.384)	-0.312 (-0.559)
控制变量	是	是	是	是
时间/行业	是	是	是	是
样本量	246	127	241	125
调整 R^2	0.206	0.227	0.091	0.134

表10 按公司治理水平分组的回归检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	$AbsEM$ (Year-1)		$AbsREM$ (Year-1)	
	兼任组	非兼任组	兼任组	非兼任组
$Flwrto$	-0.025*** (-3.459)	-0.012** (-2.175)	-0.026** (-2.113)	-0.018 (-0.815)
截距项	0.221 (0.287)	0.253 (1.445)	0.531 (1.176)	0.403 (0.674)
控制变量	是	是	是	是
时间/行业	是	是	是	是
样本量	174	176	181	185
调整 R^2	0.217	0.252	0.118	0.189

低；董事长和总经理非同一人非兼任组，公司治理水平较高。表10报告了按公司治理水平分组后的回归结果，跟投制度对盈余管理的抑制作用在兼任组更加显著， $Flwrto$ 的系数分别为-0.025和-0.026，且至少在5%水平下显著。这说明，跟投制度对盈余管理的抑制作用在公司治理水平较低的企业更明显，假设H5得到验证。

六、稳健性检验

(一) 内生性问题

跟投制度伴随着注册制改革而产生，对IPO企业是近乎外生的事项，但仍不能完全排除跟投比例与盈余管理的关系存在内生性问题，两者可能存在反向因果关系，即由于企业进行盈余管理导致利润增加，进而降低了承销商的跟投比例。为了缓解内生性问题，本文使用工具变量法进行了检验。发行规模是一个较好的工具变量：一方面，发行规模与跟投比例有负相关关系³，在当前的制度背景下，承销商跟投比例是根据首次公开发行股票的规模进行分档，发行规模越大的企业跟投比例越小；另一方面，发行规模对企业盈余管理不存在明显的影响，发行规模的高低主要由股份发行数量和发行价格决定。表11报告了用发行规模作为工具变量进行两阶段回归的结果，发现该工具变量可以很好地解释内生变量；在控制内生性问题后， $Flwrto$ 对上市前 $AbsEM$ 和 $AbsREM$ 都有显著的负向影响，且系数均在1%水平下显著为负，再次验证了跟投比例对IPO企业盈余管理的抑制作用。上市当年回归系数仍不显著，限于篇幅不再赘述。

表11第(3)和(6)列报告了控制内生性问题后，承销费用与跟投比例的交互作用对IPO企业上市前一年盈余管理的影响，可以发现， $Flwrto$ 与 $Underfee$ 的交乘项仍然显著

表 11 采用工具变量两阶段回归检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	AbsEM			AbsREM		
	Year-2	Year-1	Year-1	Year-2	Year-1	Year-1
Flwrto	-0.021*** (-3.581)	-0.039*** (-5.191)	-0.437*** (-2.708)	-0.095*** (-3.723)	-0.096*** (-5.181)	-1.482** (-2.400)
Flwrto×Uwfee			0.022** (2.514)			0.076** (2.248)
Uwfee			-0.098** (-2.294)			-0.342** (-2.184)
截距项	0.684*** (4.885)	0.495*** (2.859)	2.203*** (2.837)	1.944*** (4.157)	1.291*** (2.659)	7.227** (2.516)
控制变量	是	是	是	是	是	是
时间 / 行业	是	是	是	是	是	是
样本量	397	373	303	322	366	366
调整 R ²	0.188	0.090	0.007	0.122	0.054	0.041

为正，与前文一致，再次验证了H2假设。上市前两年和上市当年交互项系数仍不显著，限于篇幅不再赘述。

(二)倾向得分匹配法(PSM)

由于科创板和创业板实施跟投的标准不尽相同，科创板对于所有IPO企业无差别地要求承销商跟投，而创业板IPO企业符合《细则》的四项要求才触发跟投。为进一步检验是否是由于被跟投导致盈余管理下降，而不是由于承销商对IPO企业进行上市板块的人为选择，导致被跟投的企业本身盈余管理水平较低，而未被跟投的企业盈余管理水平较高。本文采用倾向得分分配比法(PSM)，将实施跟投的IPO公司与注册制后未实施跟投的IPO公司进行配对，配对原则选取相同年份和行业，按照财务杠杆(Lev)、企业规模(Size)、营业收入(Sales)和销售增长率(Growth)作为配比变量。配比后进行回归检验，其中，自变量为是否进行跟投(Sfgt)，若进行了跟投赋值为1，未进行跟投赋值为0。表12报告了匹配后的回归结果，在进行PSM匹配后，实施跟投的IPO企业上市前的应计盈余管理(AbsEM)和真实盈余管理(AbsREM)显著低于未实施跟投的IPO企业，进一步证明实施跟投可以降低IPO企业盈余管理水平。

(三)替换因变量

在主回归模型中，因变量应计盈余管理在修正的Jones模型中加入Roa调整；稳健性检验中，本文用未加入Roa调整的修正的Jones模型来测度应计盈余管理，即将因变量替换为调整前AbsEM(AbsEM2)；同时，将真实盈余管理因变量分别替换为异常现金流(Acfl)、异常酌量

表 12 PSM 匹配后跟投制度对盈余管理的影响

	(1)	(2)
	AbsEM (Year-1)	AbsREM (Year-1)
Sfgt	-0.013* (0.008)	-0.053** (0.027)
Fxsl	-0.011 (0.013)	-0.031 (0.028)
Size	0.007 (0.013)	-0.017 (0.032)
Lev	-0.077** (0.034)	0.155 (0.098)
Roa	-0.679*** (0.064)	-0.393 (0.248)
Cfo	-0.679*** (0.064)	-1.342*** (0.168)
Big4	-0.090*** (0.029)	-0.085** (0.038)
截距项	0.229* (0.137)	1.100* (0.565)
时间 / 行业	是	是
样本量	474	407
调整 R ²	0.468	0.373

表 13 替换因变量后跟投制度对盈余管理的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
	AbsEM2 (Year-1)	Acfl	Aexp	Aprod
Flwrto	-0.016*** (-2.636)	-0.010** (-1.983)	-0.011*** (-2.701)	-0.013* (-1.747)
Fxsl	-0.006 (-0.577)	-0.006 (-0.614)	0.001 (0.160)	-0.009 (-0.799)
Size	-0.005 (-0.454)	0.005 (0.507)	-0.008 (-0.823)	0.004 (0.376)
Lev	-0.051* (-1.682)	-0.047 (-1.429)	0.022 (0.614)	0.011 (0.282)
Roa	-0.092 (-1.104)	0.063 (1.103)	-0.038 (-0.701)	0.222** (2.181)
Cfo	-0.160** (-2.191)	-0.124*** (-2.694)	0.107* (1.858)	0.086 (1.491)
Big4	0.012 (0.687)	0.024 (1.447)	-0.024** (-1.990)	0.023 (1.140)
Listplc	0.033*** (3.383)	0.047 (1.381)	-0.057 (-1.190)	-0.008 (-0.289)
截距项	0.310** (2.034)	0.039 (0.223)	0.260** (2.050)	0.212 (1.035)
时间 / 行业	是	是	是	是
样本量	373	373	373	373
调整 R ²	0.044	0.136	0.264	0.101

费用(Aexp)和异常生产成本(Aprod)。替换因变量测度方法后，使用上市前一年数据的回归结果如表13所示。结果显示，替换因变量后Flwrto与应计盈余管理在1%水平下显著负相关，说明前述研究结论是稳健的。在真实盈余管理替代指标回归中，三个替代变量均在至少10%水平下显著，其中因变量为Aexp的回归中，Flwrto的系数为-0.01，且在1%水平下显著，说明承销商跟投对异常酌量

费用盈余管理行为的抑制作用更明显。

七、结论与启示

本文以2019—2022年科创板和创业板实施跟投的上市公司为样本,研究了跟投制度对IPO企业上市前盈余管理的影响,并考察了承销费用在跟投制度对盈余管理抑制作用中的影响。实证结果表明,承销商跟投比例与IPO企业上市前盈余管理程度显著负相关,跟投比例越高,对IPO企业盈余管理的抑制作用越大;实施跟投的承销商有可能通过提高承销费用来弥补跟投产生的成本,导致跟投机制失效,承销费用提高削弱了跟投制度对IPO企业盈余管理的抑制作用;此外,在承销商市场份额较低、审计师声誉较高和公司治理水平较低的企业中,跟投制度对IPO企业上市前盈余管理有更好的抑制作用。研究结论在经过工具变量法、PSM匹配和替换因变量等稳健性检验后仍然成立。

作为我国资本市场一项重要的基础性制度改革,科创板、创业板试点注册制取得了显著成效。保荐机构的IPO跟投制度作为注册制改革的核心内容之一,对构建以投行业务为中心的保荐机构担责机制,进一步发挥承销商的上市企业鉴别作用和定价能力,提高IPO企业信息披露质量,具有重要影响。本文的研究结论有如下启示:

首先,由于跟投制度可以产生抑制IPO企业盈余管理、提高IPO信息披露质量等正面作用,因此,可以考虑将跟投制度在A股市场全面推行。当前跟投制度在A股不同板块应用标准不统一,会导致承销商根据跟投意愿在板块间选择,将跟投意愿较强的优质企业推荐至实施跟投的板块,跟投风险较高的企业推荐至其他板块,这一定程度造成未实施跟投制度的板块企业资源流失。其次,跟投制度可能产生增加承销费用的负面影响,尤其在跟投风险较高的情况下,会导致跟投作用机制失效。承销团队是IPO项目挖掘和承做的主体,目前大部分券商中,若产生跟投损失,需要承销团队承担主要责任,扣减团队承销收入弥补跟投损失;但若产生跟投收益则由直投子公司享有,券商内部跟投风险与收益的分配不均是导致跟投后承销费用普遍上升的重要原因。因此,从制度上规范和指导承销商跟投风险与收益的分配,才能有效发挥跟投制度的正向作用。最后,跟投制度的实施不仅考验承销商的资本实力、承销能力,更考验其对上市企业的鉴别能力和发行定价能力,承销商应积极发挥“鉴证”作用,监督IPO企业信息披露质量,发掘优质企业上市,以实现跟投获利。 ■

[基金项目:国家自然科学基金青年项目“承销商跟投制度与IPO企业盈余管理:作用效果、影响因素与经济后果”(72102153)]

注释

1. 上交所和深交所分别发布了《科创板股票发行与承销业务指引》(以下简称《指引》)和《深圳证券交易所创业板首次公开发行股票发行与承销业务实施细则》(以下简称《细则》),《指引》要求科创板所有进行IPO的企业均应实施承销商跟投制度,《细则》要求创业板未盈利企业、存在表决权差异安排企业、红筹企业以及发行价格(或者发行价格区间上限)超过中位数、加权平均数孰低值的四类企业实施承销商跟投制度。

2. 样本开始时间不同是由于沪深交易所试点注册制起始时间不同。科创板实施注册制后第一家上市公司上市日期为2019年7月22日,

创业板实施注册制后第一家上市公司上市日期为2020年8月24日。

3. 根据《指引》和《细则》规定,承销商承诺按照股票发行价格认购发行人首次公开发行股票数量2%至5%的股票,具体比例根据发行人首次公开发行股票的规模分档确定:发行规模不足10亿元的,跟投比例为5%,但不超过人民币4000万元;发行规模10亿元以上、不足20亿元的,跟投比例为4%,但不超过人民币6000万元;发行规模20亿元以上、不足50亿元的,跟投比例为3%,但不超过人民币1亿元;发行规模50亿元以上的,跟投比例为2%,但不超过人民币10亿元。

参考文献:

- [1] Baker M P, Wurgler J A. The equity share in new issues and aggregate stock returns[J]. Journal of Finance, 2000, 55(5): 2219-2257.
- [2] Barclay M J, Holderness C G, Sheehan D P. Private placements and managerial entrenchment[J]. Journal of Corporate Finance, 2007, 13(4): 461-484.
- [3] Beatty R P, Ritter J R. Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings[J]. Journal of Financial Economics,

1986, 15(1-2): 213-232.

[4] Booth J R, Smith R L. Capital raising, underwriting and the certification hypothesis[J]. Journal of Financial Economics, 1986, 15(1-2): 261-281.

[5] Bottazzi L, Da Rin M, Hellmann T F. The importance of trust for investment: evidence from venture capital[J]. Review of Financial Studies, 2016, 29(9): 2283-2318.

- [6] Chang S C, Chung T Y, Lin W C. Underwriter reputation earnings management and the long-run performance of initial public offerings[J]. Accounting and Finance, 2010, 50 (1): 53-78.
- [7] Chemmanur T J, Fulghieri P. Investment bank reputation, information production, and financial-intermediation[J]. Journal of Finance, 1994, 49(1): 57-79.
- [8] Cohen D A, Dey A, Lys T Z. Real and accrual-based earnings management in the pre- and post-Sarbanes Oxley periods[J]. Accounting Review, 2008, 83(3): 757-787.
- [9] Dechow P, Sloan R G, Sweeney A P. Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to Enforcement Actions by the SEC[J]. Contemporary Accounting Research, 1996, 13(1): 1-36.
- [10] DuCharme L L, Malatesta P H, Sefcik S E. Earnings management, stock issues, and shareholder lawsuits[J]. Journal of Financial Economics, 2004, 71(1): 27-49.
- [11] Gao S, Brockman P, Meng Q, et al. Differences of opinion, institutional bids, and IPO underpricing[J]. Journal of Corporate Finance, 2020, 60: 101-540.
- [12] Gompers P, Lerner J. The Venture Capital Cycle[M]. Cambridge: The MIT Press, 2002: 231-350.
- [13] Hamao Y, Ritter J R, Packer F. Institutional affiliation and the role of venture capital: evidence from initial public offerings in Japan[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2006, 8(5): 529-558.
- [14] Kothari S P, Leone A J, Wasley C E. Performance matched discretionary accrual measures[J]. Journal of Accounting and Economics, 2005, 39(1): 163-197.
- [15] Lee G, Masulis R W. Do more reputable financial institutions reduce earnings management by IPO issuers?[J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 17(4): 982-1000.
- [16] Lee H W, Xie Y A, Zhou J. Role of underwriters in restraining earnings management in initial public offerings[J]. Journal of Applied Business Research, 2012, 28 (4): 709-724.
- [17] Li X I, Masulis R W. How does venture investment by classes of financial institutions affect the equity underwriting process?[J]. Social Science Electronic Publishing, 2008: 1-52.
- [18] Megginson W L, Weiss K A. Venture capitalist certification in initial public offerings[J]. Journal of Finance, 1991, 46(3): 879-903.
- [19] Premti A, Smith G. Earnings management in the pre-IPO process: biases and predictors[J]. Research in International Business and Finance, 2020, 52: 101-120.
- [20] Puri M. Commercial banks as underwriters: implications for the going public process[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 54(2): 133-163.
- [21] Roychowdhury S. Earnings management through real activities manipulation[J]. Journal of Accounting and Economics, 2006, 42(3): 335-370.
- [22] 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.
- [23] Wang J W, Wang J J, Tulig S, et al. A study on the effect of joint supervision between auditors and sponsors: evidence from China[J]. Accounting and Finance, 2022, 62(2): 2757-2780.
- [24] 白霄, 赵文耀, 郑建明. 承销商-审计师合作关系、盈余管理与IPO定价[J]. 山西财经大学学报, 2017, 39(11): 43-55.
- [25] 蔡春, 李明, 和辉. 约束条件、IPO盈余管理方式与公司业绩——基于应计盈余管理与真实盈余管理的研究[J]. 会计研究, 2013, (10): 35-42.
- [26] 蔡庆丰, 刘锦. 保荐代表人“尽责”了吗? ——基于上市前盈余管理与上市后持续督导的实证分析[J]. 投资研究, 2014, (6): 93-106.
- [27] 陈运森, 宋顺林. 美名胜过大财: 承销商声誉受损冲击的经济后果[J]. 经济学(季刊), 2018, 17(1): 431-448.
- [28] 戴亦一, 潘越, 陈静. 双重保荐声誉、社会诚信与IPO过会[J]. 金融研究, 2014, (6): 146-161.
- [29] 方军雄. Pre-IPO券商股权投资: 鉴证功能还是独立受损?[J]. 证券市场导报, 2012, (1): 59-69.
- [30] 高敬忠, 杨朝. IPO制度改革、盈余管理与IPO定价效率[J]. 贵州财经大学学报, 2020, (1): 21-36.
- [31] 葛永盛, 张鹏程. 家族企业资源约束、外部投资者与合同剩余[J]. 南开管理评论, 2013, 16(3): 57-68.
- [32] 龚启辉, 李辰, 吴联生. 投资银行-审计师业务关联与IPO盈余管理[J]. 会计研究, 2021, (9): 106-119.
- [33] 郭海星, 万迪昉, 吴祖光. 承销商值得信任吗——来自创业板的证据[J]. 南开管理评论, 2011, (3): 101-109.
- [34] 黄俊, 李挺. 盈余管理、IPO审核与资源配置效率[J]. 会计研究, 2016, (7): 10-18+96.
- [35] 李飞, 胡毅, 张奇. 组织管理模式对企业成长性的影响实证研究[J]. 管理评论, 2021, 33(12): 295-302.
- [36] 李挺, 赵宇, 位豪强, 蓝博靖. 保荐人项目经验、IPO审核与资源配置效率[J]. 财经研究, 2019, (11): 70-82.
- [37] 刘江会. 我国承销商声誉与承销服务费用关系的研究[J]. 财经研究, 2004, (4): 108-118.
- [38] 柳建华, 孙亮, 卢锐. 券商声誉、制度环境IPO公司盈余管理[J]. 管理科学学报, 2017, 20(7): 24-42.
- [39] 逯东, 万丽, 梅杨丹. 创业板公司上市后为何业绩变脸?[J]. 经济研究, 2015, (2): 132-144.
- [40] 祁怀锦, 黄有为. IPO公司盈余管理行为选择及不同市场间的差异[J]. 会计研究, 2016, (8): 34-41+96.
- [41] 邱东阳, 曹奥臣. 研发强度、承销商跟投意愿和IPO抑价——基于科创板上市公司的实证研究[J]. 金融与经济, 2020, (11): 73-81.
- [42] 邵新建, 薛熠, 江萍, 赵映雪, 郑文才. 投资者情绪、承销商定价与IPO新股回报率[J]. 金融研究, 2013, (4): 127-141.
- [43] 时昊天, 石佳然, 肖潇. 注册制改革、壳公司估值与盈余管理[J]. 会计研究, 2021, (8): 54-67.
- [44] 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.
- [45] 俞红海, 刘烨, 李心丹. 询价制度改革与中国股市IPO“三高”问题——基于网下机构投资者报价视角的研究[J]. 金融研究, 2013, (10): 167-180.
- [46] 张学勇, 廖理, 罗远航. 券商背景风险投资与公司IPO抑价[J]. 中国工业经济, 2014, (11): 90-101.
- [47] 张学勇, 张秋月, 魏旭. 承销商变更对股权再融资的影响: 理论与实证[J]. 管理科学学报, 2017, (9): 85-101.
- [48] 张岩, 吴芳. 发行价格管制下的IPO盈余管理[J]. 财贸经济, 2016, (9): 67-80.
- [49] 张岩, 吴芳. 跟投制度与IPO定价——来自科创板的经验证据[J]. 经济管理, 2021, (6): 84-99.
- [50] 章卫东. 定向增发新股与盈余管理——来自中国资本市场的经验证据[J]. 管理世界, 2010, (1): 54-63+73.

(责任编辑: 吴林祥)