

券商声誉、制度环境与 IPO 公司盈余管理^①

柳建华¹, 孙亮^{2*}, 卢锐¹

(1. 中山大学岭南学院, 广州 510275; 2. 中山大学国际金融学院, 广州 510275)

摘要: 基于成熟资本市场的研究表明, 高声誉券商会抑制 IPO 公司的盈余管理。本文以 2001 - 2011 年处于中国制度环境下的 IPO 公司为样本, 重新考察了券商声誉与 IPO 公司盈余管理之间的关系。研究发现, 券商声誉越高, 其所承销 IPO 公司的盈余管理程度也就越高, 但券商声誉与 IPO 公司盈余管理程度之间的正向关系只有在投资者法律保护较差的地区才显著。进一步的研究还发现, 高声誉券商纵容或协助 IPO 公司盈余管理的重要动因在于获取更高的经济收益。尽管高声誉券商确实能够降低 IPO 公司的抑价率, 但这是通过提高 IPO 公司盈余管理程度的途径来实现的。本文的结论表明, 要使我国资本市场中的券商声誉机制发挥作用, 还需要大力提高券商机会主义行为所面临的法律风险。

关键词: 券商声誉; 盈余管理; IPO; 投资者保护; 法律风险

中图分类号: F830 文献标识码: A 文章编号: 1007 - 9807(2017)07 - 0024 - 19

0 引言

随着中小板和创业板的开启, 越来越多的公司实现了上市, 目前还有众多拟 IPO 企业在排队进入资本市场。券商在 IPO 过程中起着非常重要的作用。作为独立的第三方, 券商对 IPO 公司的信息提供鉴证服务, 这在一定程度上解决 IPO 公司与潜在投资者之间的信息不对称问题。然而, 券商的行为具有隐秘的特点, 券商可能会为了短期收益的最大化去纵容乃至协助 IPO 公司向上操纵盈余。在成熟的资本市场中, 券商的机会主义行为将导致其未来市场份额减少^[1], 收费水平降低^[2], 甚至可能产生严重的法律风险^[1, 3]。因此, 很多研究表明, 在成熟的资本市场环境下, 券商非常在意自身声誉的建立和维护。声誉越高的券商, 其承销

的 IPO 公司的盈余管理程度越低^[4, 5]。

2013 年开始, 证监会要求中介机构和企业进行财务自查, 以遏制财务造假。这表明监管层对当前拟 IPO 企业财务信息的真实性存有极大的疑虑。在我国制度环境下, 高声誉的券商是否会抑制 IPO 企业向上操纵盈余的机会主义行为呢? 从中国资本市场上新近发生的绿大地、胜景山河和万福生科等一系列 IPO 财务欺诈的案件看, 这些公司聘请的券商在证监会的“证券公司分类结果”中的评价都相当正面。因此, 上述基于成熟资本市场得出的研究结论在我国当前可能并不成立^②。

如果券商的声誉机制真的未能发挥作用, 表明有机会主义行为前科的券商并未从经济上被逐出市场; 法律对机会主义者释放错误的盈余信息惩罚不够^[1, 3]。这将导致资本市场的资源严重误

① 收稿日期: 2015 - 02 - 06; 修订日期: 2016 - 08 - 27。

基金项目: 国家自然科学基金资助青年项目(71302104; 71402193); 教育部人文社会科学研究青年项目(13YJC790124; 14YJC790086)。

通讯作者: 孙亮(1979—), 男, 江西萍乡人, 博士, 副教授。Email: tefo@163.com

② 从实行保荐制度开始, 未被核准的 IPO 项目的保荐机构大都也是由知名券商。据中国证监会保荐信用监管系统披露的统计数据显示, 截至 2013 年 4 月 23 日, 自 2004 年保代制度实施以来, 3 144 个企业项目中共有 245 单 IPO 项目被不予核准发行, 涉及券商 62 家、保荐人超 400 名, 其中有 35 名保荐人有 2 个及 2 个以上 IPO 项目被否。值得一提的是, 2004 年至今, 国信证券、平安证券、华泰联合不予核准发行的 IPO 项目数量在所有承销商中位居前三。

配,严重损害外部中小投资者的利益。

当前,我国企业股票上市的制度设计可能促使券商去纵容乃至协助 IPO 公司财务造假,以获取自身私利的最大化。一方面,我国企业 IPO 的节奏及进度安排长期以来都受到政府的管制,这种管制容易使股票引起人为的供不应求,使 IPO 产生严重的高抑价现象。股票的供不应求和 IPO 的高抑价发行导致投资者热衷于申购新股以获得超额收益,较少去关心券商的认证功能^[6]。在新股询价制度改革之后,新股发行定价成为发行人和券商与机构投资者合谋的结果^[7],IPO 又出现了高溢价发行现象。此时,券商往往会利用乐观的分析师报告在新股发行后的一段时间内为新股进行托市,以便在股票解禁时保护合谋的机构投资者的利益^[8]。越是有声誉的券商,客户往往越多,其与机构投资者合谋的能力越强。在这种情况下,有机机会主义行为的高声誉券商未来丧失客户或发行失败的风险依然较低。另一方面,La Porta 等^[9]指出,要保护中小投资者的利益,立法和司法必须得以完善。在有完善的投资者保护法律制度的资本市场当中,严格的信息披露制度使券商等中介组织和发行企业面临巨大的诉讼风险。但已有的研究表明,中国投资者保护水平较低,当前资本市场中的法律制度未能有效保护中小投资者的利益^[10,11,12],券商违规的法律风险太低^③。由于当前券商的潜在客户很多而优质客户相对较少,在法律和监管制度的不完备下,高声誉券商的理性行为应该是承接相对更多的客户,并尽可能使其上市。越是有声誉的券商,越有能力整合资源使其辅导的拟 IPO 企业成功闯关。

运用 2001 年—2011 年 IPO 公司为样本,在中国目前对机会主义者市场约束相对不足且法律风险低下的环境下,本文重新梳理和检验了券商声誉与 IPO 公司盈余管理之间的关系。与国外相关研究结论不同,本文发现,券商声誉越高,其所承销 IPO 公司的盈余管理程度也就越高。本文还发现,一方面,券商声誉与 IPO 公司盈余管理程度之间的正向关系仅在投资者法律保护较差的地区才显著,说明法律环境的确是影响上述关系的重

要因素。另一方面,IPO 公司盈余管理程度越高,券商所获承销和保荐费用越多,并且券商对于承销业务收入的依赖性越强,其声誉与 IPO 公司盈余管理程度之间的正向关系越明显。这说明券商纵容或协助 IPO 公司向上调整盈余的重要动因在于获取更高的经济收益。最后,本文进一步的研究还表明,高声誉券商对于会计能力较弱的 IPO 公司的盈余管理行为,并不只是听之任之的纵容,还存在指导性的协助。尽管高声誉券商确实能够降低 IPO 公司的抑价率,但这是通过提高 IPO 公司盈余管理程度的途径来实现的。

本文的研究贡献在于:第一,以往有关券商声誉与 IPO 公司盈余管理之间关系的研究大都是基于成熟资本市场进行的^[4,5]。本文基于我国转型经济的制度背景,对券商在法律风险较低的环境下,有机机会主义行为进行理论分析和实证检验,在使用多项指标和多种方法进行了一系列检验之后,仍然发现,券商声誉越高,其承销的 IPO 公司的盈余管理程度越高,这与在成熟资本市场中得到的结论并不一致。这种基于新兴市场国家得到的研究结论是对既有文献的重要拓展和补充。第二,讨论法律制度不完善的我国资本市场中券商声誉机制的相关文献还并不多见,其研究也存在着诸多矛盾^[6,13,14]。而理解我国资本市场中券商的声誉机制无疑对于加强券商监管、完善相关的立法和司法机制并进而切实保护投资者利益有着重要的现实意义。本文的研究表明投资者保护水平会影响券商声誉机制的发挥,这为理解我国券商等中介组织的行为及其后果增添新的知识和新的证据,更可以为相关部门的监管政策提供理论参考。

1 文献回顾: 券商声誉与 IPO 公司的盈余管理

在 IPO 的过程中,有效的信息传递是市场效率的基础。发行企业具有隐藏其真实信息、高估其证券价值的机会主义行为倾向。发行企业信息披

③ IPO 中介机构受到的处罚,大都局限于行政处罚,造假成本非常低廉。从 2004 年开始,券商因包装 IPO 项目而被处罚的形式主要包括谈话提醒、3 个月、6 个月或 12 个月不受理保荐人负责的推荐、出具警示函,直至胜景山河的丑闻出现才出台撤销保荐人资格的措施。

露的非激励相容和投资者高昂的信息收集和处理成本,导致投资者与发行企业之间存在着严重的信息不对称。券商是寻求资金的企业与寻求投资机会的投资者之间的沟通桥梁与纽带,在IPO的过程中扮演着信息生产者和认证中介的重要角色。当然,具有隐秘性特点的券商行为同样存在可信性的问题。作为经济人的券商很可能会为了追求短期收益或市场份额的最大化,在市场不成熟和制度存在缺陷的情况下与发行企业合谋欺骗投资者^[15]。特别地,投资者对发行企业盈余信息的了解主要来自招股说明书,并在很大程度上依赖于招股说明书所报告的会计盈余来做出投资决策^[5]。因此,对于发行企业而言,为了吸引投资者进而募集更多的资金,做大盈余显得尤为重要^[4]。对于券商而言,为了争取更多的客户并获得更多的承销收益,则有可能纵容或协助发行企业进行正向的盈余管理。

但是,作为IPO信息生产者和认证中介的券商,其生产的产品会在售出之后被市场评估。企业应计利润的调高会在后续期间发生反转。换言之,发行企业调高IPO前的盈余势必会导致IPO后的业绩变脸^[16],进而对投资者的长期回报产生不利的影响^[3]。于是,在成熟市场中,如果某一券商被发现其之前的承销业务存在欺诈行为,就很可能受到市场的严厉惩罚。例如,未来的市场份额下降^[1],未来的收费水平下降等^[2]。更重要的,利益受损的投资者还可能据此向监管部门提起诉讼,从而使券商面临严重的法律风险^[1,3,17]。

由此可见,在完善的市场环境下,尽管券商与发行企业合谋舞弊可能会获得短期收益,但却是以牺牲声誉和未来收益为代价的。因此,只要未来收益的现值高于短期舞弊所得,券商与发行企业合谋舞弊即为次优选择。此时,即使发行企业有强烈的动机做高盈余以便募集更多的资金,有声誉的券商也会为了维护自身的声誉,抑制发行企业做高盈余的冲动,以免自身在事后受到市场和监管部门的惩罚。

上述逻辑得到了来自美国资本市场数据的支持。例如, Lee 和 Masulis^[5]实证检验了IPO过程中起重要作用的中介组织是否会抑制公司的盈余管理。他们发现,声誉越高的券商所承销的IPO公司,盈余管理程度显著更低。这表明,在美国这样

的制度环境下,券商作为发行企业财务信息质量鉴证中介的作用得到了很好的发挥。又如, Chang 等^[4]也就券商声誉能否对IPO公司的盈余管理行为产生影响进行了考察,他们发现,有声誉的券商的确会通过谨慎验证IPO公司的财务信息来维护自身的声誉,从而导致高声誉券商承销的IPO公司更少出现激进的盈余管理行为。

然而,在市场约束相对缺失和法律风险较低的中国资本市场中,对于券商的声誉机制能否发挥与成熟资本市场相似的作用,既有的研究还不多见,更远未达成共识。例如,郭海星等^[6]发现,在我国证券市场效率不高的背景下,不完善的声誉机制无法约束承销商的机会主义行为。陈见丽^[18]的研究表明,承销商声誉与IPO公司的超募资金使用效率显著负相关。这都表明,在我国资本市场尚不成熟的背景下,承销商声誉机制的约束作用难以得到有效发挥。而相反的,郭泓和赵震宇^[13]的研究表明,承销商声誉越高, IPO公司的长期回报也越高。Chen 等^[14]也发现,高声誉的券商能够抑制非国有IPO公司的盈余管理行为。

以上相互矛盾的研究结论和截然相反的政策指向表明,对于券商声誉机制在我国资本市场的作用,亟待更多更细致的讨论与分析。因此,本文以IPO公司的盈余管理行为作为切入点,重点探讨我国资本市场中券商的声誉机制在IPO公司财务呈报过程中的作用。

2 理论分析: 弱法律环境下高声誉券商一定会抑制IPO公司的盈余管理吗?

Easterbrook 和 Fischer^[19]指出,在一个有效的市场上,“抢劫”只能是“一次性”交易。否则,市场可以识别出已有的“抢劫者”,将他们从经济上逐出市场,以此来防御、震慑未来的“抢劫者”。同时,法律可以通过事后的严厉处罚来威慑那些“抢劫”者,让他们的“抢劫”行为在事后表现出在经济上是无效的。就IPO而言, DeChow 等^[20]、Teoh 等^[21]指出,如果IPO环节盈余管理严重,说明证券发行过程中的市场参与者未能充分地抑制机会主义者的盈余管理。特别是,法律对机会主义

者释放虚假盈余信息的惩罚不够^[3]。观察我国资本市场的现实常常发现, 券商隐瞒甚至故意扭曲重要信息来协助发行企业进行 IPO 财务欺诈的案例层出不穷。更重要的是, 很多知名券商身陷其中。可见, 有声誉的券商会抑制发行企业 IPO 的盈余管理尽管得到了国外成熟资本市场经验证据的支持, 但该研究结论却并不一定在我国成立。鉴于此, 从我国资本市场的制度背景出发, 本文对有声誉的券商是否能抑制 IPO 企业的盈余管理进行理论分析。

通常, 发行企业募集的资金越多, 券商的收入越高, 因此, 券商有强烈的动机纵容或协助 IPO 企业进行正向的盈余管理, 以提高 IPO 公司的新股发行价格, 获取高额的承销收益。但是, IPO 企业向上操纵应计利润将使购买该券商承销的股票的投资者未来收益受损^[3]。作为重复博弈者的券商, 这种机会主义行为在成熟资本市场中将可能导致投资者未来会逆向选择, 不愿购买该券商承销的证券, 导致发行失败, 或者只愿意以较低的价格购买。对其他拟 IPO 企业而言, 在选择券商时则需要认真评估选择该券商的风险, 这可能严重影响到券商未来的市场份额和收益, 甚至可能使该券商被市场淘汰。

然而, 仅有市场约束并不足以使券商对发行企业的财务状况进行严格的调查^[1], 完善的投资者利益保护机制是券商声誉形成极为重要的外部约束力量。成熟的资本市场有着完善的投资者利益保护机制。向上操纵 IPO 前的应计利润往往会在未来发生反转, 导致股东利益受损, 因而容易招致股东诉讼, 产生巨大的损失。DuCharme 等^[3]研究发现, 股票发行企业被诉讼的概率和被处罚的金额与发行前非正常应计利润显著正相关, 与发行后的股票回报显著负相关。Rogers 等^[22]甚至还发现, 在相似的经济环境下, 经理人习惯性用乐观的措词来披露信息更可能招致股东诉讼。潜在的股东诉讼会使公司披露更加可靠^[23], 严厉的惩罚会进一步制约发行企业和券商的机会主义行为。Lee 等^[24]的研究发现, 在萨班斯法案实施后, 上市企业由于担心被股东诉讼而招致更为严厉的惩罚, 盈余管理程度较以前明显更低了。美国的证券法还规定, 如果由于招股说明书中信息的遗漏而导致股票价值低于发行价, 投资者还可以起诉券

商^[1]。券商故意遗漏或虚假披露信息导致股东利益受损不仅会招致股东的集体诉讼, 产生巨额赔偿, 其未来的市场份额也将可能下降^[1]。由此可见, 在投资者利益保护完善的制度环境下, 基于对高法律风险的忌惮, 券商理性的选择应该是抑制而不是纵容和协助 IPO 公司向上的盈余管理。越有声誉的券商越可能约束 IPO 公司的盈余管理行为^[5]。

在中国, 抑制券商机会主义行为的市场约束机制在资本市场上并不充分^[25]。首先, 从投资者对券商机会主义行为的影响上看, IPO 长期以来受政府管制, 上市门槛较高使很多希望在资本市场上融资的企业都被挡在门外; 政府通过干预 IPO 的节奏和进度安排来影响股票的供给^[26], 从而产生了人为引致的股票供不应求, 进而影响着市场当中投资者的情绪, 使中国企业的 IPO 产生严重的高抑价现象^[27, 28]。在投资渠道相对有限且专业知识相对缺乏的情况下, 投资者往往只要能够成功申购新股, 就可以获得超额收益, 因此, 普遍是短线投资者的普通投资者并不太关心承销商的认证功能^[6]。2009 年新股询价制度改革尽管打破了原先 IPO 高抑价发行的状况, 但不合理的制度设计引起了机构投资者过度竞争, 新股发行定价成为 IPO 企业和券商与机构投资者合谋的结果。券商为了发行收益的最大化, 往往纵容 IPO 企业向上操纵盈余, 造成 IPO 发行价格向上偏离内在价值。询价的机构投资者出于自利动机也“愿意”接受这一结果, 因为在新股发行后的一段时间内, 券商会利用乐观的分析师报告为新股进行托市, 以便在股票解禁时保护合谋的机构投资者的利益^[8], 因此, IPO 又出现了高溢价发行的现象^[7]。通常, 越是有声誉的券商, IPO 潜在的客户往往越多, 其与机构投资者合谋的能力越强。其次, 从资本市场监管机构对券商机会主义行为的影响上看, 中国资本市场的发展始终服务于中国经济发展的大局。近年来, 中国资本市场经历了股权分置改革, 特别是, 中小板和创业板的开设, 使得股票市场取得了快速发展。在做大资本市场的政治目标下, 由于当前的法律环境、风险管理和企业素质等难以匹配资本市场快速发展, 作为资本市场监管者的证监会要选出足够多优质公司进入资本市场并将有问题的公司挡在资本市场之外,

并非易事.因此,相对偏好于有声誉的券商的客户就成为监管机构一个理性的、次优的选择.

更为重要的是,中国资本市场的投资者保护水平仍然较低^[10]。“法和金融”学派的支持者强调了立法对保护投资者利益的重要性.近年来,立法机构和监管部门为保护中小股东利益做了很多努力.但是,目前资本市场上相关制度依然没能有效地保护中小股东的利益不受侵害^[11].比如,中小股东难以自己通过提起诉讼保护自身利益;缺乏让机会行为者承担举证责任的制度设计;集体诉讼制度的缺失大大降低了机会主义行为者的损失风险.进一步,DeFond and Hung^[29]等的研究表明,对法律的执行比立法本身更为重要.我国地域辽阔,不同地区的地方政府有着各自不同的利益.上市公司对当地经济和社会发展异常重要,地方政府的诸多公共治理目标乃至某些政府官员垄断租金最大化目标的实现在很大程度上都依赖于其辖区内的上市公司.因此,一些地方政府可能会对法律和监管制度的实施过程施以某种影响,导致执法和监管机构不能严格地按照制度的强制性要求来执行规则或惩罚违规主体,在执行中表现出较大的弹性甚至妥协,从而弱化了制度对市场主体行为的约束力,导致不同地区上市公司投资者保护水平存在差异^[30].潘越等^[31]的研究就发现,在我国,法律保护不同的地区,IPO公司的盈余管理程度是有差异的.

如果外部的法制环境并不能很好地抑制资本市场的违规行为,则中介组织很可能与拟IPO公司合谋来侵害外部投资者的利益.在较弱的法制环境下快速发展的资本市场给了券商一个“野蛮”生长的机遇.在成熟市场当中,财务造假成本高昂,因此,券商风控意识强,大投行的风控水平也高.但在我国,券商的机会主义行为即使在事后被发现,受到的处罚大都局限于行政处罚,造假成本非常低廉.因此,很多券商选择“野蛮”生长,粗放扩张,表现出来的特征就是对规模、排名、数量偏好,忽视项目质量,风控程度不够^④.既然招股说明书中的盈余信息是IPO定价的重要基础,高估盈余有利于募集更多的资金,而募集资金的多

寡与券商的回报又直接正相关,这就使没有足够法律风险约束和威慑的券商很容易蜕变成帮助IPO企业向上操纵IPO时盈余的“帮凶”,以获取自身私利的最大化.

综上所述,在缺乏有效的市场约束和严厉的法律风险但又存在大量潜在拟IPO公司的环境下,如果投资者不太在意券商的认证角色,监管部门希望通过增加新股供给来快速发展资本市场但又难以保证新股质量而只能相对偏好于所谓高声誉的券商承销的客户时,券商的理性选择是尽可能接受更多客户的选择,纵容甚至协助IPO公司向上操纵盈余,以便尽可能让其辅导的IPO公司成功上市并高价发行.券商所谓的声誉越高,其在行业中的资源也越多,其纵容甚至协助IPO公司向上操纵盈余的可能性也越大.IPO公司募集金额越高,券商的收益也越大.基于这样的分析,本文认为,在法制环境较差的制度背景下,为了实现更高的承销收益,高声誉的券商会利用自身的能力纵容乃至协助IPO客户进行更多的盈余管理.

3 样本、数据、模型和识别策略

3.1 样本选择和数据来源

自2001年开始,证监会出台了一系列强化IPO环节中介作用的措施,通过摒弃过去行政机制遴选和推荐发行人的做法,正式实施以市场为主导的IPO发行核准制,这使券商在一定程度上承担起股票发行风险,同时也获得了遴选和推荐股票发行的权力.因而本文以此作为样本期间的开端.具体的,本文以2001年3月至2011年12月31日间的全部IPO公司作为研究的初始样本.随后,依次执行了如下筛选程序:第一,剔除了那些之前曾经发行过B股或H股的样本,因为它们并不是真正意义上的IPO公司;第二,剔除了所有归属于金融行业的样本;第三,要求样本在IPO前三年中至少用于估算盈余管理程度及控制相关公司层面特征的财务数据不能缺失,并因此剔除了那些所需数据不全的公司.最后,参与基本回归的

^④ 该模式以平安证券前掌门人薛荣年一手创造的投行业的“平安模式”为典型.在“平安模式”的示范作用之下,不少试图在投行业务上杀出重围的证券公司成为平安投行模式的追随者,从激励机制、拼抢市场的手法到中小公司的定位,无不在模仿平安证券.

样本一共包括 864 个有效观测值。

本文所使用的公司治理数据来自 CSMAR 金融研究数据库,其他数据均来自 Wind 金融研究数据库。数据处理全部采用 Stata 11.0 计量分析软件进行。

3.2 实证模型和识别策略

首先建立以下 OLS 回归模型(1)来考察券商声誉与公司 IPO 时盈余管理程度之间的关系。

$$EM = a_0 + a_1 * BUR + a_j * \sum Controll_{i,j} + fixed\ effects + \xi \quad (1)$$

其中核心解释变量 *BUR* 是虚拟变量,若 IPO 公司的承销商属于本文所界定的有声誉的券商则取值为 1,否则为 0。具体而言,主要从两个方面来考虑对于券商声誉高低的界定: IPO 承销家数和 IPO 收费金额。在仍处于发展阶段的中国资本市场中,券商的业务量在年度间存在较大的变化。本文认为,特定券商在单一年度业务量的膨胀并不足以使其获得及确认在 IPO 市场中的声誉和行业地位。因此,本文没有按年度对券商进行排名,而是以整个样本期内券商承销家数或承销收费的总额来确定前十大券商的归属。本文相信以整个样本期间为基础的划分方式能够更好的契合中国资本市场的实际情况。

模型(1)中的因变量 *EM* 表示公司 IPO 前 1 年的盈余管理程度^⑤。对此同时使用修正的 DD 模型、修正的 Jones 现金流模型以及 Ball 和 Shivakumar^[32]所推荐的分段线性 Jones 模型来估计。其中,修正的 DD 模型是通过应计项目与现金流之间的关系来推断公司的盈余管理程度;修正的 Jones 现金流模型是以基本 Jones 模型为基础,通过估计公司经营活动所产生的正常应计额来推断其盈余管理程度,并追加考虑了经营活动现金净流量对此的影响;而 Ball 和 Shivakumar^[32]所推荐的分段线性 Jones 模型则是对修正的 DD 模型和基本 Jones 模型的结合。Ball 和 Shivakumar^[32]的研究表明,该模型能够有效避免在 IPO 情境下的研究中高估样本公司盈余管理程度的情形。这三

种估计方法的基本原理不同,本文同时使用这三种方法来估算样本公司 IPO 前 1 年的盈余管理程度,以期它们之间可以形成较好的互补,从而增强本文研究结论的可靠性。

在使用模型(1)进行检验时,本文还控制了可能对公司 IPO 前一年盈余管理程度产生影响的其他因素。模型(1)中的 *Controll_{i,j}* 便是用于表示这些控制变量的向量。具体的,它们主要包括样本公司的规模、风险、成长性和盈利能力。其中,规模以公司总资产的自然对数衡量,风险以公司的权益乘数衡量,成长性以公司销售收入的环比增长率衡量,盈利能力以公司的销售获现率衡量。为消除公司 IPO 前财务指标波动的影响,这些变量均以公司 IPO 前 3 年的平均值计算。同时,考虑到股权结构在我国公司治理结构中的核心地位,本文也在回归中加入了公司 IPO 前 1 年的国有股权比例以及管理层持股比例,以控制公司治理质量对检验结果所可能产生的影响^⑥。最后,本文还控制了公司 IPO 时所聘请审计师的声誉。模型(1)中所涉及主要变量的定义和衡量方法如表 1 所示。

本文也注意到,IPO 公司聘请何种券商的决策并非外生事件。相反,IPO 公司很可能会根据其自身情况在高声誉券商和低声誉券商之间进行选择。对此,既有文献中常见的处理方法有三种。其一是尽可能的增加控制变量,另外两种方法则分别是处理效应模型和 PSM 方法。

为了更好的识别券商声誉与其所承销 IPO 公司盈余管理程度之间的因果关系,本文同时使用了上述三种方法。其一,在 *Controll_{i,j}* 中尽可能的包含了公司规模、风险、盈利能力、成长性及治理结构等多方面的信息。第二,参考 Lee 和 Masulis^[5]的基本思路,以样本公司 IPO 募集资金总额的自然对数(Proceed)作为工具变量,本文也使用了两阶段的处理效应模型进行估计。第三,使用了最近邻匹配、半径匹配、核匹配三种 PSM 方法,进一步考察了券商声誉与其所承销 IPO 公司盈余管理程度之间的因果关系。

⑤ 公司在进行 IPO 申报时,需要提供最近三年的财务报表。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,因此 IPO 前 1 年的财务数据无疑是 IPO 审核和定价过程中的核心和重中之重。

⑥ 之所以使用 IPO 前 1 年的治理变量,是因为数据库中未提供样本公司 IPO 前 3 年的相关信息。而且与样本公司 IPO 前的财务指标相比,这些治理变量在年度间的变化要平稳得多。

表1 主要变量的定义

Table 1 Definition of main variables

变量描述	变量符号	变量说明
盈余管理	<i>BEM</i>	以 Ball 和 Shivakumar ^[32] 所推荐的分段线性 Jones 模型估算的样本公司 IPO 前一年度盈余管理程度
	<i>EMDD</i>	以修正的 DD 模型估算的样本公司 IPO 前一年度盈余管理程度
	<i>EMJSC</i>	以修正的 Jones 现金流模型估算的样本公司 IPO 前一年度盈余管理程度
券商声誉	<i>BUR1</i>	整个样本期内 IPO 承销家数居于前十名的券商取值为 1, 否则为 0
	<i>BUR2</i>	整个样本期内 IPO 承销收费居于前十名的券商取值为 1, 否则为 0
控制变量	<i>SIZE</i>	样本公司 IPO 前 3 年资产总额自然对数的平均值
	<i>RISK</i>	样本公司 IPO 前 3 年权益乘数的平均值
	<i>GROW</i>	样本公司 IPO 前 3 年营业收入增长率的平均值
	<i>ROS</i>	样本公司 IPO 前 3 年销售获现率的平均值
	<i>GOVSHARE</i>	样本公司 IPO 前 1 年的国有股权比例
	<i>MSHARE</i>	样本公司 IPO 前 1 年的管理层持股比例
	<i>BIG4</i>	样本公司 IPO 时审计师为国际四大会计师事务所取值为 1, 否则为 0

4 实证结果与分析

4.1 描述性统计

表 2 报告了本文的研究样本在不同声誉的券商之间的分布情况. 结果显示, 无论以承销家数或

承销及保荐费用总额为基础进行划分, 在本文研究所涵盖的 2001 年—2011 年间, 高声誉券商基本占据了我国 IPO 市场约 50% 的市场份额. 这说明本文所讨论的高声誉券商行为并非少数派事件. 相反, 它具有较大程度的普遍意义. 对完善我国的 IPO 市场和保护中小投资者而言有重要价值.

表 2 不同声誉券商的样本分布

Table 2 Distribution of samples about different reputation underwriters

IPO 年度	<i>BUR1</i>			<i>BUR2</i>		
	高声誉券商 承销样本	低声誉券商 承销样本	高声誉券商 承销样本比例	高声誉券商 承销样本	低声誉券商 承销样本	高声誉券商 承销样本比例
2001	2	3	40%	1	4	20%
2002	8	12	40%	9	11	45%
2003	6	8	43%	3	11	21%
2004	7	35	17%	8	34	19%
2005	2	1	67%	2	1	67%
2006	26	31	46%	28	29	49%
2007	20	16	56%	16	20	44%
2008	16	6	73%	17	5	77%
2009	43	36	54%	39	40	49%
2010	176	145	55%	156	165	49%
2011	131	134	49%	114	151	43%
合计	437	427	51%	393	471	45%

表 3 报告了模型 (1) 中主要变量的描述性特征. 从 Panel A 中可以看到, 本文使用的三种方法所估算出来样本公司 IPO 前 1 年的盈余管理程度均大于零, 并且 *BEM*、*EMDD* 和 *EMJSC* 的标准差都很小, 这说明我国 IPO 公司向上调

整盈余的行为非常普遍. Panel B 提供了对此的均值和中位数检验. 可以看到, 无论均值或中位数, *BEM*、*EMDD* 和 *EMJSC* 均在 1% 的统计水平上显著大于零. 为了进一步观测不同声誉的券商所承销公司在 IPO 前一年盈余管理程度之间

的差异,在 Panel C 中检验了这两组样本公司之间的均值和中位数差异. 结果表明,高声誉券商所承销公司在 IPO 前一年的盈余管理程度无论

从均值或中位数的角度来看都显著高于低声誉券商所承销的公司,这初步验证了本文所提出的研究假设.

表 3 描述性统计

Table 3 The descriptive statistics

Panel A: 主要变量的描述性特征					
变量	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
<i>BEM</i>	0.027	0.024	-0.147	0.270	0.068
<i>EMDD</i>	0.065	0.056	-0.082	0.256	0.067
<i>EMJSC</i>	0.096	0.071	-0.158	0.586	0.119
<i>SIZE</i>	19.973	19.778	18.083	24.835	1.170
<i>RISK</i>	1.350	1.120	0.221	5.127	0.912
<i>GROW</i>	0.583	0.386	-0.258	4.765	0.740
<i>ROS</i>	0.135	0.116	-0.084	0.553	0.108
<i>GOVSHARE</i>	0.095	0.000	0.000	0.763	0.209
<i>MSHARE</i>	0.285	0.250	0.000	0.732	0.257
<i>BIG4</i>	0.046	0.000	0.000	1.000	0.210
Panel B: 样本公司 IPO 前一年的盈余管理程度					
变量	均值	<i>T</i> 检验	中位数	<i>Z</i> 检验	
<i>BEM</i>	0.027	11.89***	0.024	11.52***	
<i>EMDD</i>	0.065	28.53***	0.056	21.86***	
<i>EMJSC</i>	0.096	23.67***	0.071	21.40***	
Panel C: 样本公司 IPO 前一年盈余管理程度的差异(高声誉券商 - 低声誉券商)					
变量	均值	<i>T</i> 检验	中位数	<i>Z</i> 检验	
Diff (<i>BEM</i> , <i>BUR1</i>)	0.012	2.68***	0.014	3.02***	
Diff (<i>EMDD</i> , <i>BUR1</i>)	0.014	3.17***	0.018	3.45***	
Diff (<i>EMJSC</i> , <i>BUR1</i>)	0.025	3.03***	0.018	3.43***	
Diff (<i>BEM</i> , <i>BUR2</i>)	0.015	3.30***	0.016	3.57***	
Diff (<i>EMDD</i> , <i>BUR2</i>)	0.011	2.41**	0.014	2.58***	
Diff (<i>EMJSC</i> , <i>BUR2</i>)	0.018	2.27**	0.015	2.87***	

4.2 回归结果

4.2.1 OLS 回归

作为更正式的检验,表 4 报告了模型(1)的多元回归结果. 本文同时使用 *BEM*、*EMDD* 和 *EMJSC* 作为因变量以增强检验结果的可靠性. 并且,检验过程中所使用的全部连续变量均经过上下 1% 的 Winsorize 处理以排除异常值对研究结论可能产生的影响,统计检验时的 *t* 值也已经按上市年度进行了聚类修正^[35]. 从表 4 可以看出,尽管检验中使用三种不同的模型估算公司 IPO 前 1 年的盈余管理程度并作为回归子,并同时使用两个不同的指标刻画券商声誉并作为回归元,但研究结果都是基本相同的,划分券商声誉高低的虚拟变量 *BUR1* 或 *BUR2* 在全部六个回归中均显著大于零. 这表明,我国高声誉的券商不仅没有抑制拟 IPO 公司调整盈余的行为,而且由高声誉券

商所承销的公司在 IPO 前 1 年反而有着显著更高的盈余管理程度.

4.2.2 处理效应模型

表 5 报告了两阶段处理效应模型的估计结果. 其中,Panel A 即第一阶段是一个估计公司选择高声誉券商概率的 Probit 回归. 如前所述,参考 Lee 和 Masulis^[5] 的基本思路,本文以样本公司 IPO 募集资金总额的自然对数(*PROCEED*)作为该阶段拟合时的工具变量. Panel B 即第二阶段则纳入了来自第一阶段的 *MILLS* 逆转比率以控制可能的样本子选择问题. 可以看到,在 Panel B 的全部 6 个回归中,代表高声誉券商的虚拟变量 *BUR1* 和 *BUR2* 仍然全部显著大于零. 这说明高声誉券商所承销的 IPO 公司有更高盈余管理程度的研究结论是稳健的,即便在控制可能的自选择问题后依然成立.

表4 券商声誉与IPO公司盈余管理的OLS回归分析

Table 4 OLS Regressions results of reputation of underwriter and earnings management of IPO issuers

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>BEM</i>	<i>EMDD</i>	<i>EMJSC</i>	<i>BEM</i>	<i>EMDD</i>	<i>EMJSC</i>
<i>BUR1</i>	0.010*** (4.58)	0.008** (2.67)	0.016* (2.15)			
<i>BUR2</i>				0.012*** (7.28)	0.013*** (5.42)	0.015*** (3.28)
<i>SIZE</i>	0.027*** (14.35)	-0.010** (-3.00)	0.022*** (7.31)	0.026*** (13.81)	-0.011*** (-3.35)	0.021*** (7.27)
<i>RISK</i>	-0.029*** (-16.29)	-0.022*** (-8.84)	-0.028*** (-6.99)	-0.029*** (-16.44)	-0.021*** (-9.14)	-0.027*** (-7.07)
<i>GROW</i>	0.016*** (4.61)	0.024*** (7.18)	0.036*** (6.28)	0.016*** (4.67)	0.025*** (7.17)	0.037*** (6.34)
<i>ROS</i>	-0.037 (-1.29)	-0.193*** (-13.81)	0.171*** (4.15)	-0.036 (-1.25)	-0.192*** (-13.97)	0.171*** (4.27)
<i>GOVSHARE</i>	-0.065*** (-6.21)	-0.034*** (-4.34)	-0.077*** (-5.39)	-0.065*** (-6.02)	-0.033*** (-4.16)	-0.077*** (-5.56)
<i>MSHARE</i>	0.011 (1.25)	0.024*** (4.35)	0.021 (1.60)	0.010 (1.17)	0.023*** (4.21)	0.021 (1.59)
<i>BIG4</i>	-0.037** (-3.14)	0.002 (0.26)	-0.063*** (-4.81)	-0.040*** (-3.30)	0.000 (-0.04)	-0.067*** (-5.07)
_cons	-0.500*** (-10.51)	0.288*** (3.87)	-0.349*** (-3.97)	-0.490*** (-10.14)	0.299*** (4.26)	-0.334*** (-3.97)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	864	864	864	864	864	864
adj. <i>R</i> ²	0.182	0.303	0.217	0.184	0.309	0.217

注: **、*、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。回归中所使用的连续变量均经过上下 1% 的 Winsorize 处理。

表中数据为各自变量的估计系数。括号内的数据为 *t* 值。统计检验时 *t* 值已按上市年度进行了聚类修正。回归中不存在需要引起关注的共线性问题。下同。

4.2.3 PSM 方法

除两阶段处理效应模型外,本文也使用了倾向值配对法。具体到本文的研究问题,倾向值配对法的基本思路是先通过一个 Logit 选择模型估算样本公司选择高声誉券商的概率,继而挑选出那些最有可能但实际却并未选择高声誉券商的 IPO 公司作为控制样本,再进行相应的实证检验。由于倾向值配对法所挑选出的控制样本与检验样本在选择高声誉券商的意愿和能力等方面均极为相似,因而可以被看作是那些实际选择了高声誉券商的检验样本在若是没有选择高声誉券商时的虚拟情形,即所谓的反事实状态。经此处理后可以极大的减少实证检验中由于样本自选择问题所导致的内生性困扰,从而更好地观测到高声誉券商与 IPO 公司盈余管理程度之间的因果关联。

在估算 IPO 公司聘请高声誉券商的意愿时,本文考虑了其规模、风险、成长性、盈利能力、治理

结构等一系列因素,也控制了行业和上市年度的固定效应。在估算出倾向值后的配对过程中,还同时使用了最近邻匹配、半径匹配及核匹配三种方法,并对所有配对过程均施加了共同取值约束和卡尺约束。

表 6 报告了使用倾向值配对法的检验结果。无论采用最近邻匹配、半径匹配或核匹配方法时,本文都要求每一次配对在有放回的重重复抽取 100 次后再计算 bootstrapp 标准误,以增强检验结果的稳健性。可以看到,经此处理后,高声誉券商所承销的处理组样本公司在 IPO 前 1 年盈余管理程度,无论以 *BEM*、*EMDD* 或 *EMJSC* 衡量,都显著高于低声誉券商所承销的控制组样本公司。这充分说明本文的研究结论比较稳健,表 6 的结果与表 4、表 5 合在一起,表明在中国的制度环境下,其他条件不变时,券商声誉越高,其所承销 IPO 公司的盈余管理程度越高。

表 5 券商声誉与 IPO 公司的盈余管理: 处理效应模型

Table 5 Regressions results of reputation of underwriter and earnings management of IPO issuers: Treatment effect model

	Panel A: first stage		Panel B: second stage					
	BUR1	BUR2	BEM	EMDD	EMJSC	BEM	EMDD	EMJSC
PROCEED	0.227*** (3.01)	0.271*** (4.67)						
BUR1		0.508***	0.482*** (8.57)	0.896*** (9.89)				
BUR2						0.019*** (6.08)	0.027*** (3.81)	0.028*** (3.95)
SIZE	-0.109** (-2.02)	-0.006 (-0.11)	0.019*** (7.08)	-0.019*** (-7.91)	0.010** (2.32)	0.025*** (12.70)	-0.014*** (-3.82)	0.021*** (4.66)
RISK	0.005 (0.09)	-0.057 (-1.47)	-0.023*** (-6.66)	-0.014*** (-5.83)	-0.015*** (-5.05)	-0.029*** (-13.79)	-0.019*** (-9.01)	-0.027*** (-7.07)
GROW	-0.012 (-0.17)	-0.090* (-1.82)	0.009*** (3.97)	0.016*** (8.15)	0.021*** (5.59)	0.017*** (5.31)	0.025*** (8.05)	0.036*** (6.72)
ROS	-0.583* (-1.88)	-0.557** (-2.02)	0.035 (1.13)	-0.123*** (-6.40)	0.298*** (6.18)	-0.038 (-1.20)	-0.190*** (-11.84)	0.169*** (3.66)
GOVSHARE	-0.239 (-1.35)	-0.160 (-0.72)	0.007 (0.78)	0.035*** (3.28)	0.059*** (3.81)	-0.067*** (-5.72)	-0.034*** (-3.75)	-0.073*** (-5.42)
MSHARE	0.052 (0.27)	0.103 (0.62)	-0.007 (-1.01)	0.007 (1.49)	-0.010 (-0.95)	0.010 (1.03)	0.022*** (3.67)	0.020 (1.49)
BIG4	-0.168* (-1.66)	0.485*** (2.97)	0 (0.04)	0.040*** (5.20)	0.013 (1.02)	-0.048*** (-3.80)	-0.010 (-1.81)	-0.072*** (-4.35)
MILLS			-0.312*** (-8.27)	-0.296*** (-9.62)	-0.552*** (-8.57)	-0.007** (-2.38)	-0.011* (-2.11)	-0.011 (-1.59)
_CONS	-1.966 (-1.44)		-0.683*** (-12.15)	0.147*** (3.35)	-0.683*** (-5.22)	-0.477*** (-10.36)	0.356*** (4.65)	-0.326** (-3.07)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	860	860	860	860	860	860	860	860
Pse/adj R ²	0.04	0.04	0.299	0.419	0.331	0.182	0.320	0.211

表 6 券商声誉与 IPO 公司的盈余管理: PSM 方法

Table 6 Regressions results of reputation of underwriter and earnings management of IPO issuers: PSM method

	(1) 最近邻匹配		(2) 半径匹配		(3) 核匹配	
Panel A, treatment = BUR1						
$BUR1 = f(SIZE, RISK, GROW, ROS, GOVSHARE, MSHARE, LISTYEAR, INDUSTRY)$						
	ATT	z 值	ATT	z 值	ATT	z 值
BEM	0.012***	2.94	0.012***	2.71	0.012***	2.63
EMDD	0.014***	3.22	0.014***	3.20	0.014***	3.01
EMJSC	0.244***	2.64	0.244***	3.04	0.244***	2.85
Panel B, treatment = BUR2						
$BUR2 = f(SIZE, RISK, GROW, ROS, GOVSHARE, MSHARE, LISTYEAR, INDUSTRY)$						
	ATT	z 值	ATT	z 值	ATT	z 值
BEM	0.015***	3.49	0.015***	3.42	0.015***	3.48
EMDD	0.011**	2.39	0.011**	2.40	0.011***	2.74
EMJSC	0.018**	2.15	0.018**	2.25	0.018**	2.32

注: ***, **, * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。回归中所使用的连续变量均经过上下 1% 的 Winsorize 处理。检验的第一阶段使用 Logit 回归方法估算倾向值。配对时分别使用最近邻匹配、半径匹配以及核匹配三种方法, 并且都要有放回的重复抽取 100 次后计算 bootstrapp 标准误。

5 进一步的研究

5.1 法律环境的影响

如前所述,弱法律环境是导致我国高声誉券商纵容甚至协助 IPO 公司向上操纵盈余的重要因素. 此处, 本文希望能够提供相应的证据. 具体的, 按照 IPO 公司所处地区的市场中介与法律环境总指数^[33], 将样本划分为高法律保护程度和低法律保护程度两组, 并分别重复表 4 的检验. 值得说明的是, 其一, 限于表格宽度的限制, 本文只报告了以 *BUR1* 为核心解释变量的实证结果, 但如果以 *BUR2* 为核心解释变量, 研

究结论不会发生实质性的变化^⑦. 其二, 樊纲等^[33]所编制的法律环境指数并未更新至 2010 - 2012 年, 因此对这三年的数据, 表 7 的做法是用最近一年即 2009 年的信息来代替.

表 7 中的回归 (1) (2) (3) 是针对居于法律保护程度较高地区子样本的结果, 可以看到券商声誉与 IPO 盈余管理之间的正向关系在这些公司当中并不显著. 回归 (4) (5) (6) 则是针对居于法律保护程度较低地区子样本的检验. 不难发现, *BUR1* 在这三个回归中则全部显著大于零. 这说明法律环境的确是影响券商行为的重要因素, 仅当地区法律保护程度较低时, 高声誉券商的理性选择才是纵容甚至协助 IPO 公司向上操纵盈余.

表 7 券商声誉、投资者法律保护与 IPO 公司的盈余管理

Table 7 Results of reputation of underwriter, investor protection on law and earnings management of IPO issuer

	法律保护程度: 高			法律保护程度: 低		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>BEM</i>	<i>EMDD</i>	<i>EMJSC</i>	<i>BEM</i>	<i>EMDD</i>	<i>EMJSC</i>
<i>BUR1</i>	0.008 (1.41)	0.005 (0.88)	0.014 (1.57)	0.010** (2.71)	0.011** (2.94)	0.019*** (3.61)
<i>SIZE</i>	0.026*** (7.24)	-0.019*** (-9.30)	0.021* (2.16)	0.026*** (16.24)	-0.008* (-2.21)	0.019** (2.95)
<i>RISK</i>	-0.036*** (-7.55)	-0.023*** (-6.95)	-0.027** (-4.35)	-0.023*** (-9.75)	-0.019*** (-5.29)	-0.024*** (-8.43)
<i>GROW</i>	0.021** (3.70)	0.024*** (6.36)	0.045*** (4.71)	0.007* (2.08)	0.023*** (5.94)	0.020*** (4.41)
<i>ROS</i>	-0.034 (-0.65)	-0.193*** (-5.29)	0.299** (4.45)	-0.031 (-1.13)	-0.201*** (-7.39)	0.053** (2.30)
<i>GOVSHARE</i>	-0.034 (-0.77)	0.014 (0.49)	-0.033 (-0.92)	-0.049*** (-6.81)	-0.027*** (-5.74)	-0.068*** (-5.46)
<i>MSHARE</i>	-0.009 (-0.85)	0 (0.08)	0.021 (1.02)	0.037*** (5.80)	0.042*** (5.75)	0.018 (1.29)
<i>BIG4</i>	-0.053*** (-4.77)	-0.011 (-0.94)	-0.070*** (-5.62)	-0.030** (-2.41)	0.009 (0.68)	-0.052*** (-5.22)
<i>_CONS</i>	-0.478*** (-4.82)	0.495*** (14.64)	-0.338 (-1.52)	-0.485*** (-14.10)	0.228** (3.11)	-0.281** (-2.31)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	432	432	432	432	432	432
adj. <i>R</i> ²	0.155	0.300	0.236	0.162	0.291	0.134

5.2 券商的经济动机

天下熙熙, 皆为利来. 前文的实证结果已经表明, 我国 IPO 市场的高声誉券商所承销公司的盈余管理程度反而明显更高. 显然, 高声誉券商的上述行为背后必有其相应的经济动机. 只有将结果

和动机同时揭示出来, 本文的逻辑链条才足够完整. 所以此处本文将重点讨论券商的经济动机.

Lee 和 Masulis^[5] 曾经指出, IPO 公司募集资金的多少与招股说明书中会计盈余的高低有很大的关系, 券商收益的多寡又与 IPO 公司募集资金

⑦ 之后表 8 至表 11 的情况也与此相似, 就不再赘述.

的多少密切相关. 亦即 在我国制度环境下, 券商纵容乃至协助 IPO 公司进行正向盈余管理的动机很可能是为了获取更高的承销收益. 如果是这样, 那么可以预期的是: 第一, 样本公司 IPO 前 1 年的盈余管理程度越高, 其支付给券商的承销及保荐费用也就越高. 第二, 承销收入重要性越高的券商, 声誉与其 IPO 客户盈余管理程度之间的正向关系越明显.

本文建立以下回归模型 (2) 以检验样本公司 IPO 前 1 年的盈余管理程度与券商所收取的承销及保荐费用之间的关系:

$$urfee = \alpha_0 + \alpha_1 * EM + \alpha_j * \sum Controll_{i,j} + fixed\ effects + \xi \quad (2)$$

其中因变量 *urfee* 是券商所收取的承销及保荐费用的自然对数, 用以衡量券商在此过程中的经济收益. 核心解释 *EM* 是样本公司 IPO 前 1 年的盈余管理程度, 此处也同时使用了 *BEM*、*EMDD* 和

EMJSC 这三种衡量方法, 它们的估算过程与之前相同. *Controll_{i,j}* 表示全部的控制变量. 这些控制变量包括 IPO 公司的规模、风险、成长性、盈利能力、超额募集比率以及发行市盈率. 同样的, 回归中也控制了行业的固定效应, 并对统计检验时的 *t* 值按样本公司的上市年度进行了聚类修正.

表 8 报告了模型 (2) 的回归结果. 其中, 与回归 (1)、回归 (2)、回归 (3) 不同的是, 鉴于我国 IPO 公司的发行市盈率 (*P/E*) 和超额募集比率 (*OVERPROCEED*) 对券商所收取的承销及保荐费用的潜在影响, 回归 (4)、回归 (5)、回归 (6) 中对这两个因素也进行了追加控制. 可以看到它们确实也都与券商所收取的费用显著正相关. 表 8 的结果显示, 全部 6 个回归中的估计系数 α_1 均在 1% 的统计水平上显著大于零. 这表明, 样本公司 IPO 前 1 年盈余管理程度越高, 券商所获得的承销收益就越大.

表 8 IPO 公司盈余管理程度与券商的经济收益

Table 8 Earnings management of IPO issuer and economic benefits of underwriter

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>URFEE</i>	<i>URFEE</i>	<i>URFEE</i>	<i>URFEE</i>	<i>URFEE</i>	<i>URFEE</i>
<i>BEM</i>	2.731 *** (9.30)			1.637 *** (11.27)		
<i>EMDD</i>		3.162 *** (9.32)			2.424 *** (21.48)	
<i>EMJSC</i>			1.681 *** (6.85)			1.203 *** (9.42)
<i>SIZE</i>	0.399 *** (7.43)	0.511 *** (8.84)	0.438 *** (7.27)	0.419 *** (7.70)	0.497 *** (10.19)	0.435 *** (8.32)
<i>RISK</i>	-0.073 (-1.32)	-0.089 (-1.79)	-0.108* (-1.98)	-0.043 (-1.00)	-0.043 (-1.21)	-0.058 (-1.53)
<i>GROW</i>	0.105 ** (2.41)	0.074* (1.91)	0.089* (1.99)	0.053 (1.49)	0.023 (0.68)	0.037 (0.96)
<i>ROS</i>	0.587 ** (2.71)	1.092 *** (6.16)	0.171 (1.34)	0.547 ** (3.16)	0.954 *** (6.41)	0.264 ** (4.02)
<i>GOVSHARE</i>	-0.772 *** (-5.78)	-0.846 *** (-5.79)	-0.826 *** (-4.92)	-0.257* (-2.15)	-0.288 ** (-2.76)	-0.247 (-1.96)
<i>MSHARE</i>	0.294 ** (3.09)	0.249 ** (2.86)	0.287 *** (3.19)	0.177* (2.31)	0.142* (2.05)	0.169* (2.40)
<i>BIG4</i>	-0.062 (-0.42)	-0.178 (-1.14)	-0.076 (-0.44)	0.102 (0.90)	0.049 (0.44)	0.097 (0.77)
<i>P/E</i>				0.476 *** (4.59)	0.473 *** (5.06)	0.485 *** (4.73)
<i>OVERPROCEED</i>				0.149 ** (3.90)	0.152 *** (4.21)	0.144 *** (4.12)
<i>_CONS</i>	0.015 (0.01)	-2.402* (-1.88)	-0.814 (-0.61)	-2.356 (-1.67)	-4.103 ** (-3.25)	-2.771 (-2.01)
<i>Industry</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>N</i>	830	830	830	771	771	771
adj. <i>R</i> ²	0.419	0.426	0.426	0.569	0.589	0.584

既然如表8所揭示的,IPO客户的盈余管理程度与券商的承销收益显著正相关,那么显然的,如果券商的经济动机确实来自承销收益,应该能够观测到对于承销业务收入依赖性越强的券商,其声誉与其IPO客户盈余管理程度之间的正向关系越明显.因此,作者手工收集并整理了券商各年营业收入的构成情况,并按其年度承销收入占营业收入比重的中位数将样本划分为两组.具体的,当承销收入占券商各种业务总收入的比重较高

时,本文认为承销业务对于券商而言的重要性就相应更高,反之则相反.以此为基础,本文重复了表4的检验.表9报告了该项测试的结果.可以看到,仅在承销收入对于券商而言比较重要的情形下,券商声誉与其IPO客户盈余管理之间才呈现出显著的正向关系.这与表8的结果合在一起,说明高声誉券商纵容乃至协助其IPO客户向上调整盈余的经济动机的确是为了获得更高的承销收益.

表9 券商声誉与IPO公司盈余管理程度:考虑券商对于承销收入的依赖性

Table 9 Reputation of underwriter and earnings management of IPO issuer: Consideration of dependence on underwriting income

	承销收入对于券商的重要性:低			承销收入对于券商的重要性:高		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>BEM</i>	<i>EMDD</i>	<i>EMJSC</i>	<i>BEM</i>	<i>EMDD</i>	<i>EMJSC</i>
<i>BUR1</i>	-0.003 (-0.32)	-0.004 (-1.53)	-0.012 (-0.45)	0.016*** (3.73)	0.012** (3.27)	0.040** (2.88)
<i>SIZE</i>	0.027*** (9.12)	-0.012** (-2.83)	0.010 (1.11)	0.025*** (4.70)	-0.018*** (-4.21)	0.029*** (5.13)
<i>RISK</i>	-0.032*** (-10.98)	-0.024*** (-8.89)	-0.022*** (-4.07)	-0.028*** (-6.85)	-0.015*** (-3.88)	-0.027*** (-18.48)
<i>GROW</i>	0.018*** (6.48)	0.022*** (6.69)	0.032** (3.80)	0.013 (1.64)	0.025*** (6.52)	0.039*** (11.30)
<i>ROS</i>	-0.037 (-1.29)	-0.213*** (-12.58)	0.231** (3.63)	-0.034 (-0.61)	-0.168*** (-5.77)	0.153** (2.96)
<i>GOVSHARE</i>	-0.067*** (-5.47)	-0.040** (-2.78)	-0.067** (-3.22)	-0.028 (-1.14)	-0.005 (-0.21)	-0.080*** (-3.60)
<i>MSHARE</i>	0.018* (2.29)	0.024** (2.93)	0.031 (1.07)	-0.003 (-0.29)	0.020*** (5.62)	-0.009 (-1.68)
<i>BIG4</i>	-0.029 (-1.44)	0.008 (0.44)	-0.055** (-3.12)	-0.043*** (-4.71)	-0.008 (-0.56)	-0.053*** (-3.78)
<i>_CONS</i>	-0.500*** (-7.12)	0.343** (3.89)	-0.142 (-0.62)	-0.510*** (-5.26)	0.450*** (5.14)	-0.438*** (-3.80)
<i>Industry</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>N</i>	362	362	362	363	363	363
adj. <i>R</i> ²	0.190	0.321	0.202	0.100	0.241	0.185

5.3 “纵容”之外,有没有“协助”?

总结起来,表4至表9的实证发现共同指向一个完整的逻辑链条,即在法律环境较差的情形下,为了实现更高的承销收益,高声誉券商至少会利用其能力纵容IPO客户进行更多的盈余管理.然而更进一步的,本文还想探明的是,高声誉券商与IPO公司高盈余管理程度之间关系的背后,隐藏着的行为除了“纵容”之外,是否还有“协助”?

这无疑是一个极其有趣且富有挑战性的命题.本文的基本思路是,假如券商的行为模式只是“纵容”,那么IPO公司的盈余管理程度将在很大程度上取决于其自身的会计能力.特别的,对于会计能力较弱的样本公司而言,在只是得到券商的“纵容”而非“指导性协助”的情形下,由于其自身缺乏管理会计报表盈余的能力和和经验,所以无论聘请高声誉或低声誉的券商,其IPO时的盈余管理程度都应该不存在显著的差别.

也就是说,如果先将 IPO 公司划分为会计能力较强和较弱的两组样本,再聚焦于会计能力较弱的子样本重复表 4 的检验,应能为理解高声誉券商的行为模式中除了“纵容”是否还有“协助”这一问题提供相应的实证线索。具体的,如果发现会计能力较弱的子样本组中券商声誉与 IPO 公司盈余管理程度之间的关系并不显著,则不拒绝券商不存在对 IPO 公司进行“指导性协助”的假设。反之,如果在仅针对会计能力较弱子样本组的回归中 BUR 的估计系数依然显著为正,则意味着高声誉券商在“纵容”之外,还很可能为其会计能力较弱的客户提供了“协助”。

表 10 报告了该项测试的结果。为了衡量 IPO 公司本身的会计能力,作者手工收集了 IPO 公司上市前 1 年其财务总监的个人信息,并从以下四个方面进行划分:(1)如果财务总监个人年度报酬除以公司当年高管平均年度报酬的倍数超过样本中位数,则将其划入会计能力较强组,反之划入

会计能力较弱组。(2)如果财务总监系研究生以上学历则将其划入会计能力较强组,反之划入会计能力较弱组。(3)如果财务总监在兼任其他公司的高层管理职务则将其划入会计能力较强组,反之划入会计能力较弱组。(4)在上述三个因素的基础上再加入财务总监的性别、年龄和是否持股三个变量,做主成分分析后得到会计能力指数 Index,再以其中位数进行划分,高于中位数者划入会计能力较强组,反之划入会计能力较弱组。

可以看到,表 10 中表征高声誉券商的变量 BUR1 在四个回归中全部显著大于零。也就是说,即便缺乏管理会计报表盈余的能力和经历,聘请高声誉券商后,处理组公司 IPO 时的盈余管理程度依然会显著高于聘请低声誉券商的对照组公司。这就拒绝了高声誉券商仅仅为其 IPO 客户提供庇护性纵容的假设,意味着高声誉券商对于 IPO 公司盈余管理行为的态度,很可能并非只是听之任之的纵容,还存在指导性的协助。

表 10 券商声誉与 IPO 公司的盈余管理: 是否存在协助

Table 10 Reputation of underwriter and earnings management of IPO issuer: Assitance or not

	Divide by Salary	Divide by Education	Divide by Busyness	Divide by Index
	(1)	(2)	(3)	(4)
	BEM	BEM	BEM	BEM
BUR1	0.012** (2.78)	0.008* (1.93)	0.013*** (3.93)	0.016** (3.65)
SIZE	0.034*** (13.80)	0.025*** (17.52)	0.030*** (10.78)	0.025*** (6.30)
RISK	-0.032*** (-9.26)	-0.029*** (-16.69)	-0.034*** (-16.40)	-0.033*** (-6.52)
GROW	0.017** (3.05)	0.020*** (3.74)	0.016* (2.38)	0.019** (2.95)
ROS	0.001 (0.02)	-0.021 (-0.90)	-0.024 (-0.61)	-0.002 (-0.04)
GOVSHARE	-0.064*** (-4.17)	-0.059*** (-4.74)	-0.046** (-2.84)	-0.041 (-1.91)
MSHARE	0.003 (0.49)	0.008 (0.87)	0.002 (0.21)	0.002 (0.10)
BIG4	-0.045*** (-5.75)	-0.030** (-2.23)	-0.050*** (-3.99)	-0.047*** (-6.33)
_CONS	-0.605*** (-9.29)	-0.483*** (-10.44)	-0.562*** (-7.26)	-0.484*** (-4.93)
N	373	649	543	346
adj. R ²	0.145	0.158	0.171	0.105

5.4 券商声誉对 IPO 抑价的影响: 盈余管理的中介效应
最后,本文探讨前文实证发现的经济后果,即

IPO 公司聘请高声誉券商对其与投资者之间利益分配的影响,以及盈余管理行为在此过程中的作用。表 11 报告了该项测试。可以看到,回归(1)表

明高声誉券商所承销的 IPO 公司有着明显更小的抑价率,即其让渡给投资者的利益相对更少。回归(2)、(3)、(4)则揭示了盈余管理与 IPO 公司抑价率之间显著负向的关系。在回归(5)、(6)、(7)中,同时纳入了衡量券商声誉的变量 *BUR1* 及衡量 IPO 公司盈余管理程度的变量 *BEM*、*EMDD* 或

EMJSC。不难发现,此时 *BUR1* 不再显著,而 *BEM*、*EMDD* 或 *EMJSC* 却依然显著为负。这就与回归(1)以及表4的结果合在一起构成了一个完整的中介效应的逐步检验过程,说明高声誉券商确能降低 IPO 公司的抑价率,且这种作用是通过提高 IPO 公司盈余管理程度的途径来实现的。

表 11 券商声誉与 IPO 抑价: 盈余管理的中介效应

Table 11 Reputation of underwriter and IPO underprice: Mediating effect of earning managements

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	underpricing	underpricing	underpricing	underpricing	underpricing	underpricing	underpricing
<i>BUR1</i>	-0.019* (-1.68)				-0.015 (-1.37)	-0.015 (-1.34)	-0.016 (-1.39)
<i>BEM</i>		-0.431*** (-4.79)			-0.423*** (-4.69)		
<i>EMDD</i>			-0.478*** (-4.66)			-0.467*** (-4.56)	
<i>EMJSC</i>				-0.230*** (-4.58)			-0.225*** (-4.47)
<i>SIZE</i>	-0.052*** (-5.59)	-0.042*** (-4.45)	-0.058*** (-6.22)	-0.048*** (-5.25)	-0.042*** (-4.48)	-0.058*** (-6.21)	-0.048*** (-5.27)
<i>RISK</i>	0.007 (0.77)	-0.003 (-0.35)	-0.001 (-0.06)	0.003 (0.33)	-0.003 (-0.34)	-0.001 (-0.05)	0.003 (0.32)
<i>GROW</i>	-0.016 (-0.99)	-0.010 (-0.58)	0.011 (0.63)	-0.002 (-0.14)	-0.011 (-0.64)	0.009 (0.55)	-0.003 (-0.21)
<i>ROS</i>	-0.100* (-1.72)	-0.110* (-1.90)	-0.184*** (-2.96)	-0.053 (-0.91)	-0.113* (-1.96)	-0.185*** (-2.99)	-0.058 (-0.98)
<i>GOVSHARE</i>	0.045 (1.26)	0.029 (0.79)	0.039 (1.10)	0.036 (1.01)	0.028 (0.77)	0.038 (1.07)	0.035 (0.98)
<i>MSHARE</i>	-0.050* (-1.89)	-0.049* (-1.90)	-0.042 (-1.62)	-0.047* (-1.80)	-0.048* (-1.89)	-0.042 (-1.62)	-0.046* (-1.80)
<i>BIG4</i>	0.026 (0.74)	0.016 (0.46)	0.032 (0.91)	0.016 (0.45)	0.015 (0.42)	0.030 (0.86)	0.014 (0.41)
<i>_CONS</i>	1.560*** (7.68)	1.371*** (6.57)	1.689*** (8.28)	1.484*** (7.37)	1.385*** (6.64)	1.696*** (8.33)	1.496*** (7.43)
<i>N</i>	862	862	862	862	862	862	862
adj. <i>R</i> ²	0.434	0.447	0.447	0.445	0.448	0.447	0.445

5.5 其他测试

本文还执行了以下稳健性测试:(1)改变对于券商声誉的衡量方式,分别尝试了以承销金额替代承销家数和承销收费、以前五名替代前十名以及以1990年—2000年的信息替代样本期信息进行排序的方法衡量券商声誉;(2)控制上市年度的固定效应并对样本公司所处行业进行聚类修正以及同时控制上市年度和行业的固定效应。这些测试均未对本文的实证结果产生实质性的影响,说明本文的研究结论是比较稳健的。

此外,表4的检验结果可能存在一种替代性

的解释。即与低声誉券商相比,高声誉券商很有可能基于其行业地位而在承销或保荐费用方面向客户收取相应的溢价^[2]。并且,由于其业务量相对较多,高声誉的券商可能无足够多的资源专注于某一家拟IPO的客户。因此,可能会出现只有那些对自身资质缺乏信心的拟上市公司才倾向于聘请高声誉券商以借取声誉,资质较好的公司却倾向于聘请低声誉的券商以获得最优服务的情形。换言之,如果上述逆向选择在我国IPO市场中确实存在,则本文所观测到的证据将很可能只是这种逆向选择的自然结果——是资质更差的客户带

来更高的盈余管理程度,而非高声誉的券商纵容甚至帮助 IPO 公司粉饰财务报表。

为了甄别上述替代性解释,本文建立以下 Probit 模型以具体考察客户资质与券商选择之间的关系

$$\text{Probit}(BUR_i) = \alpha_0 + \alpha_1 * \text{Aptitude}_i + \alpha_j * \sum \text{Controll}_{i,j} + \text{fixed effects} + \xi \quad (3)$$

其中 *Aptitude* 表示拟上市公司的资质。对此,分别使用样本公司上市前 3 年平均的调整后净资产收益率(*adj_ROE*)^⑧,以及上市前 1 年的政治关联(*PC*)^⑨和上市前所处的生命周期阶段(*LIFECYCLE*)^⑩来衡量。同时,为了能够反映拟上市公司的整体资质,本文还对这三个变量进行了主成分分析,并以其特征值加权得到涵盖了这三个变量主要信息的综合指标 *PRINCIPAL*。如果上述基于逆向选择的替代性解释成立,则可以预期那些资质更差的 IPO 公司会更有可能最终聘请了本文所指的高声誉券商,即模型(3)中表征 *Aptitude* 的四个变量在 Probit 拟合中的估计系数 α_1 都应该显著小于零。

表 12 所报告的检验结果表明,事实并非如此。可以看到,IPO 公司调整后净资产收益率越高,越可能最终选择高声誉的券商,而 IPO 公司的政治关联及生命周期阶段对于券商的选择行为没有特别明显的影响。还可以看到,经主成分分析法综合而成的解释变量 *PRINCIPAL* 在回归(4)中接近正向显著,在回归(8)中更是显著大于零。综合起来,表 12 的实证结果说明高声誉的券商实际吸纳了我国 IPO 市场中相对更为优质的客户资源。换言之,至少在我国现阶段的 IPO 市场中,前述券商与 IPO 公司之间配对时的逆向选择效应并未明显存在,因此本文的研究结论并不能被该替代性假说所解释。

6 结束语

IPO 环节存在严重的信息不对称,券商作为

独立的第三方,能够对 IPO 企业的信息提供鉴证服务,其鉴证功能的发挥是资本市场有效配置资源的重要保障。然而,券商行为具有隐秘性,券商可能会为了短期收益的最大化或市场份额的增加来配合 IPO 企业向上操纵盈余。企业在 IPO 前向上操纵盈余会使盈余在未来发生反转,投资者可能因此招致严重的损失。在成熟的资本市场中,这种机会主义行为将导致其未来市场份额减少、收费水平下降,甚至带来严重的法律风险。因此,一些基于成熟资本市场的研究发现,券商声誉越高,发行企业的盈余管理程度更低。

然而,高声誉券商能抑制 IPO 公司的盈余管理的研究结论在新兴市场中并不必然成立。我国资本市场上新近发生的多起 IPO 财务欺诈案例中,相关公司的保荐券商的知名度都很不错。同时,证监会要求拟 IPO 公司进行财务自查,在终止审查的企业之中,保荐的券商很多也是知名券商。这些现象的出现使本文对券商声誉与 IPO 公司的盈余管理的话题重新进行思考和研究。本文运用 2001 年—2011 年 IPO 公司为样本,研究发现,券商声誉越高,其所承销 IPO 公司的盈余管理程度也就越高,但券商声誉与 IPO 公司盈余管理程度之间的正向关系只有在投资者法律保护较差的地区才显著。进一步的研究还发现,高声誉券商纵容或协助 IPO 公司盈余管理的重要动因在于获取更高的经济收益。尽管高声誉券商确实能够降低 IPO 公司的抑价率,但这是通过提高 IPO 公司盈余管理程度的途径来实现的。

本文的研究结论表明,券商声誉机制能否发挥需要一定的外部制度环境。抑制券商的机会主义行为,使券商声誉机制发挥作用,重要的是完善相关的立法和司法机制,提高券商机会主义行为的法律风险。这对完善我国 IPO 发行制度进而优化我国资本市场的资源配置功能具有一定的启示作用。

本文特别强调弱法律风险是导致有声誉的券

⑧ 以公司的年度营业利润而非净利润作为分子去分别除以其年末净资产和总资产,这样的调整可以帮助更好的排除由于公司操纵线下项目的盈余管理活动而对业绩衡量所产生的干扰。

⑨ 本文从 IPO 公司的招股说明书中手工收集和整理了其终极控制人产权性质、董事长和总经理的个人履历等信息,此处将全部国有 IPO 公司以及董事长或总经理有政治关联的民营 IPO 公司统一认定为具有政治关联,PC 取值为 1 否则 0。

⑩ 本文首先根据以往文献的方法将样本公司所属生命周期划分为导入期、成长期、成熟期和衰退期四类,再将成长期和成熟期的公司赋值为 1,导入期和衰退期的公司赋值为 0。本文认为,导入期和衰退期公司的资质相对更差。

商进行机会主义行为的重要原因. 监管部门近期对 IPO 财务欺诈案件中券商的机会主义行为进行了严厉的惩罚, 特别从对万福生科的案件处理中可窥见一斑, 这些惩罚无疑极大地增加了

保荐人和券商机会主义行为的风险. 因而, 本文认为, 在 IPO 重启后, 法律风险的变化对保荐人、券商乃至 IPO 企业行为的影响将值得进一步深入研究.

表 12 替代性解释之逆向选择假说

Table 12 Hypothesis of adverse selection of alternative explanation

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>BUR1</i>	<i>BUR1</i>	<i>BUR1</i>	<i>BUR1</i>	<i>BUR2</i>	<i>BUR2</i>	<i>BUR2</i>	<i>BUR2</i>
<i>adj_ROE</i>	0.796*				0.953***			
	(1.85)				(4.81)			
<i>PC</i>		-0.045				-0.148		
		(-0.25)				(-0.72)		
<i>LIFECYCLE</i>			0.168				0.086	
			(1.40)				(0.62)	
<i>PRINCIPAL</i>				0.103				0.106*
				(1.59)				(1.95)
<i>SIZE</i>	0.051	0.041	0.041	0.048	0.167***	0.162***	0.154***	0.162***
	(0.87)	(0.60)	(0.73)	(0.82)	(3.37)	(2.93)	(3.03)	(3.10)
<i>RISK</i>	-0.052	-0.036	-0.034	-0.035	-0.106***	-0.089**	-0.089**	-0.087**
	(-1.28)	(-0.80)	(-0.81)	(-0.84)	(-2.77)	(-2.01)	(-2.15)	(-2.17)
<i>GROW</i>	0.026	0.043	0.048	0.049	-0.055	-0.030	-0.032	-0.027
	(0.38)	(0.60)	(0.66)	(0.63)	(-0.91)	(-0.46)	(-0.55)	(-0.42)
<i>GOVSHARE</i>	-0.376**	-0.393**	-0.462***	-0.422***	-0.339	-0.310	-0.441*	-0.394*
	(-2.48)	(-2.25)	(-2.66)	(-2.60)	(-1.43)	(-1.26)	(-1.89)	(-1.72)
<i>MSHARE</i>	0.059	0.094	0.081	0.068	0.093	0.124	0.125	0.109
	(0.31)	(0.54)	(0.44)	(0.38)	(0.57)	(0.75)	(0.86)	(0.71)
<i>BIG4</i>	-0.262**	-0.275**	-0.285**	-0.298**	0.358**	0.319*	0.334**	0.315*
	(-2.06)	(-2.13)	(-2.22)	(-2.31)	(2.17)	(1.78)	(2.02)	(1.84)
<i>_CONS</i>	-0.826	-0.441	-0.589	-0.566	-3.276***	-2.916***	-2.886**	-2.947***
	(-0.64)	(-0.31)	(-0.46)	(-0.44)	(-3.14)	(-2.58)	(-2.52)	(-2.73)
<i>Industry</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>N</i>	859	859	851	851	854	854	846	846
Pseudo <i>R</i> ²	0.033	0.030	0.033	0.034	0.034	0.031	0.031	0.034

参考文献:

- [1] Hanley K W, Hoberg G. Litigation risk, strategic disclosure and the underpricing of initial public offerings [J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, (3): 235-254.
- [2] Fang L H. Investment bank reputation and the price and quality of underwriting services [J]. *Journal of Finance*, 2005, (60): 2729-2761.
- [3] Charne D, Larry L, Malatesta P H, Sefcik S E. Earnings management, stock issues, and shareholder lawsuits [J]. *Journal of Financial Economics*, 2004, (71): 27-49.
- [4] Chang S C, Tsai Yen Chung, Wen Chun Lin. Underwriter reputation, earnings management and the long-run performance of initial public offerings [J]. *Accounting and Finance*, 2010, 50(1): 53-78.
- [5] Lee G, Masulis R W. Do more reputable financial institutions reduce earnings management by IPO issuers? [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, (17): 982-1000.
- [6] 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.

- Guo Haixing, Wan Difang, Wu Zuguang. Do Underwriters deserve trust: The evidence from China growth enterprise market [J]. *Nankai Business Review*, 2011, (3): 101 - 109. (in Chinese)
- [7] 李心丹, 俞红海, 耿子扬, 等. 中国股票市场 IPO 询价制度与财富分配效应——兼论询价制度改革的有效性 [C]. 杭州: 中国金融学年会, 2012.
- Li Xindan, Yu Honghai, Geng Ziyang, et al. IPO Book-building Mechanism in China Stock Market and the Effect of Wealth Allocation: The Analysis of Efficiency of IPO Book-building Reform [C]. Hangzhou: Chinese Finance Annual Meeting, 2012. (in Chinese)
- [8] 潘越, 戴亦一, 刘思超. 我国承销商利用分析师报告托市了吗 [J]. *经济研究*, 2011, (3): 131 - 144.
- Pan Yue, Dai Yiyi, Liu Sichao. Do underwriters provide price support by analyst coverage in China? [J]. *Economic Research Journal*, 2011, (3): 131 - 144. (in Chinese)
- [9] La Porta R, Lopez-de-Silanes R, Shleifer A, et al. Law and finance [J]. *Journal of Political Economy*, 1998, 106: 1113 - 1155.
- [10] Brockman P, Chung D Y. Investor protection and firm liquidity [J]. *The Journal of Finance*, 2003, 58(2): 921 - 938.
- [11] 刘峰, 钟瑞庆, 金天. 弱法律风险下的上市公司控制权转移与“抢劫”——三利化工掏空通化金马案例分析 [J]. *管理世界*, 2007, (12): 106 - 116.
- Liu Feng, Zhong Ruiqing, Jin Tian. Control right transfer of listed company and “plunder”: The case study of Sanli chemical tunneling TonghuaJinma [J]. *Management World*, 2007, (12): 106 - 116. (in Chinese)
- [12] 郝颖, 刘星. 政府干预、资本投向与结构效率 [J]. *管理科学学报*, 2011, (4): 52 - 73.
- Hao Ying, Liu Xin. Government intervention, Capital allocation and structure efficiency [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2011, (4): 52 - 73. (in Chinese)
- [13] 郭泓, 赵震宇. 承销商声誉对 IPO 公司定价、初始和长期回报影响的实证研究 [J]. *管理世界*, 2006, (3): 122 - 128.
- Guo Hong, Zhao Zhengyu. An empirical study of the influence of underwriter reputation on IPO pricing, the initial and long-term returns [J]. *Management World*, 2006, (3): 122 - 128. (in Chinese)
- [14] Chen C, Shi H, Xu H. Underwriter reputation, issuer ownership, and pre-IPO earnings management: Evidence from China [J]. *Financial Management*, 2013, 42(3): 647 - 677.
- [15] 徐浩萍, 罗炜. 投资银行声誉机制有效性——执业质量与市场份额双重视角的研究 [J]. *经济研究*, 2007, (2): 124 - 136.
- Xu Haoping, Luo Wei. Reputation effect of investment banks: Research from aspects of market share and service quality [J]. *Economic Research Journal*, 2007, (2): 124 - 136. (in Chinese)
- [16] Aharony J, Lee J, Wong T J. Financial Packaging of IPO Firms in China [J]. *Journal of Accounting Research*, 2000, (38): 103 - 126.
- [17] Lowry M, Shu S. Litigation risk and IPO underpricing [J]. *Journal of Financial Economics*, 2002, (65): 309 - 336.
- [18] 陈见丽. 承销商声誉融资超募与超募资金使用效率 [J]. *经济社会体制比较*, 2012, (3): 47 - 57.
- Chen Jianli. Reputation of Underwriters, IPO Over-financing and the efficiency of the use of IPO funds: Evidence from China's growth enterprises market [J]. *Comparative Economic and Social Systems*, 2012, (3): 47 - 57. (in Chinese)
- [19] Easterbrook F H, Fischel D R. *The Economic Structure of Corporate Law* [M]. Cambridge: Harvard University Press, 1991, 90.
- [20] 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 - 36.
- [21] Teoh S H, Welch I, Wong T J. Earnings management and long-run market performance of initial public offerings [J]. *Journal of Finance*, 1998, (53): 1935 - 1974.
- [22] Rogers J L, Buskirk A V, Zechman Sarah L C. Disclosure tone and shareholder litigation [J]. *The Accounting Review*, 2011, 86(6): 2155 - 2183.
- [23] Evans J H, Sridhar S S. Disclosure-Disciplining mechanisms: Capital markets, product markets, and shareholder litigation [J]. *The Accounting Review*, 2002, 77(3): 595 - 626.
- [24] Lee H W, Xie Y, Zhou J. Role of Underwriters in Restraining Earnings Management in Initial Public Offerings [R]. Working Paper, 2011.
- [25] 黄春铃. 证券监管效率和承销商声誉——基于南方证券“麦科特事件”的案例研究 [J]. *管理世界*, 2005, (7): 129 - 138.

- Huang Chunling. The efficiency of securities supervision, and underwriters' reputation [J]. *Management World*, 2005, (7): 129-138. (in Chinese)
- [26] 朱红军, 钱友文. 中国 IPO 高抑价之谜 “定价效率观”还是“租金分配观” [J]. *管理世界*, 2010, (6): 28-40.
Zhu Hongjun, Qian Youwen. The puzzle of underpricing of initial public offerings “view of pricing efficiency” or “view of rent allocation” [J]. *Management World*, 2010, (6): 28-40. (in Chinese)
- [27] 邹高峰, 张 维, 徐晓婉. 中国 IPO 抑价的构成及影响因素研究 [J]. *管理科学学报*, 2012, (4): 12-30.
Zou Gaofeng, Zhang Wei, Xu Xiaowan. Factors affecting IPO underpricing and its composition in Chinese market [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2012, (4): 12-30. (in Chinese)
- [28] 宋顺林, 王彦超. 投资者情绪如何影响股票定价? —基于 IPO 公司的实证研究 [J]. *管理科学学报*, 2016, (5): 41-55.
Song Shunlin, Wang Yanchao. How does investor sentiment affect stock pricing? An empirical research based on IPO firms [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2016, (5): 41-55. (in Chinese)
- [29] DeFond M, Hung M. Investor protection and corporate governance: Evidence from worldwide CEO Turnover [J]. *Journal of Accounting Research*, 2004, (42): 269-312.
- [30] 王 鹏. 投资者保护、代理成本与公司绩效 [J]. *经济研究*, 2008, (2): 68-82.
Wang Peng. Investor protection, agency cost and corporate performance [J]. *Economic Research Journal*, 2008, (2): 68-82. (in Chinese)
- [31] 潘 越, 吴超鹏, 史晓康. 社会资本、法律保护与 IPO 盈余管理 [J]. *会计研究*, 2010, (5): 62-67.
Pan Yue, Wu Chaopeng, Shi Xiaokang. Social capital, law protection and IPO earnings management [J]. *Accounting Research*, 2010, (5): 62-67. (in Chinese)
- [32] Ball R, Shivakumar L. Earnings quality at initial public offerings [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2008, (45): 324-349.
- [33] 樊 纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数: 各地区市场化相对进程 2011 年报告 [R]. 北京: 经济科学出版社, 2011.
Fan Gang, Wang Xiaolu, Zhu Hengpeng. NERI Index of Marketization of China Provinces 2011 Report [R]. Beijing: Economic Science Press, 2011. (in Chinese)

Reputation of underwriter, institutions, and earnings management of IPO issuers

LIU Jian-hua¹, SUN Liang^{2*}, LU Rui¹

1. Lingnan(University) College, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China;
2. International School of Business & Finance, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China

Abstract: Evidence from the developed capital markets shows that underwriter reputation can be used to restrain the earning management of IPO companies. This restraining relationship is reexamined with the samples of IPO companies from 2001 to 2011 in China. A different result is found that underwriter reputation is ineffective in restraining the earning management of IPO companies, and that the positive relationship between them is significant under the poor investor protection areas. Moreover, in order to get a higher underwriting fee, the higher-reputed underwriters may even help the IPO companies to gain a larger room in earning management. Obviously, in order for the mechanism of underwriter reputation to work effectively, China's market needs to be better self-disciplined, and the legal risks needs to be raised against the opportunism behavior of the underwriters especially.

Key words: underwriter reputation; earning management; IPO; investor protection; legal risk