

# 保荐机构跟投成本、审计师行业专长与公司盈余管理

王一砚, 陈凌云

东华大学旭日工商管理学院, 上海

收稿日期: 2022年11月30日; 录用日期: 2023年3月1日; 发布日期: 2023年3月8日

## 摘要

保荐跟投制度的设立在持续督导期内能否有效抑制保荐机构的机会主义行为, 对上市公司的盈余管理行为进行有效约束, 是一个需要关注的问题。本文以2019年至2021年科创板上市公司为研究对象, 分析上市当年和上市第二年保荐机构跟投成本对科创板上市公司盈余管理行为的影响, 并检验审计师行业专长的调节作用。实证结果表明, 在科创板公司上市当年, 保荐机构会更好地发挥自身的监督作用, 抑制被保荐上市公司的盈余管理活动; 在科创板公司上市第二年, 出于未来12个月内减持股份的动机, 保荐机构反而会放松自身的督导工作甚至参与到上市公司的盈余管理活动中。结合审计师行业专长的调节效应发现, 上市当年审计师行业专长和保荐机构的监督工作有着替代作用。本文较早地研究了跟投制度对企业盈余管理的影响, 为进一步完善科创板创新制度、更好地发挥第三方机构的监督作用提供了一定思路。

## 关键词

科创板, 保荐跟投成本, 审计师行业专长, 盈余管理

# Cost of Sponsor's Co-Investment, Auditor Industry Specialization and Corporate Earnings Management

Yiyan Wang, Lingyun Chen

Glorious Sun School of Business and Management, Donghua University, Shanghai

Received: Nov. 30<sup>th</sup>, 2022; accepted: Mar. 1<sup>st</sup>, 2023; published: Mar. 8<sup>th</sup>, 2023

## Abstract

Whether the establishment of the co-investment system can effectively curb the opportunistic behavior of sponsors and effectively restrict the earnings management behavior of listed companies

文章引用: 王一砚, 陈凌云. 保荐机构跟投成本、审计师行业专长与公司盈余管理[J]. 国际会计前沿, 2023, 12(1): 71-86. DOI: 10.12677/fia.2023.121009

during the continuous supervision period is a problem that needs attention. This paper takes the listed companies of Science and Technology Innovation Board from 2019 to 2021 as the research object, and studies the impact of the cost of sponsor's co-investment on the earnings management behavior of listed companies of Science and Technology Innovation Board in the year of listing and the second year of listing, and tests the moderating effect of auditor industry specialization. The empirical results show that in the first year of listing, the sponsors will play a better role in their supervision and inhibit the earnings management activities of the sponsored listed companies; in the second year of listing, the sponsors will relax their supervision and even participate in the earnings management activities of the listed companies out of the motivation of reducing their shares in the next 12 months. Combined with the moderating effect of auditor industry specialization, it is found that auditor industry specialization and the supervision of sponsors play a substitute role in the year of listing. This paper studies the impact of the system of follow-up investment on the earnings management of enterprises earlier, which provides some ideas for further improving the innovation system of the Science and Technology Innovation Board and better playing the supervisory role of third-party institutions.

## Keywords

STAR Market, Cost of Sponsor's Co-Investment, Auditor Industry Specialization, Earnings Management

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

于 2019 年设立的科创板市场, 在试行注册制的同时引入了跟投制度, 要求保荐机构按照 2%~5% 的比例以发行价格认购所保荐上市公司公开发行的股份, 跟投锁定期为两年, 由此辅导企业上市的券商在承销保荐机构的基础上又被赋予了机构投资者的身份和责任。

保荐机构强制跟投制度设置的初衷在于促使承销商在资本约束下更加谨慎地对待保荐、定价以及持续督导等事项, 进一步缩小发行人与投资者之间的信息差异。具体来看, 在上市前, 股份跟投将保荐机构利益与投资者进行捆绑, 促使保荐机构对所保荐公司进行深入了解, 充分发挥自身的筛选能力; 在上市后, 跟投制度促使了保荐机构对上市公司进行深度监管, 全面披露公司相关信息, 遏制公司的财务造假和寻租行为, 为科创板市场良好发展奠定基础。保荐机构作为其保荐承销机构的基本身份, 可能会按照监管机构设想更好地发挥自己的信息监督作用。

但现阶段保荐承销机构对 IPO 项目的承销竞争激烈, 保荐机构可能会降低对上市公司的筛选标准, 并投入更多的初始成本以争取到更多的新股发行项目, 以截止 2021 年在科创板上市的公司为例, 有 23 个 IPO 项目的保荐跟投费用高于承销保荐收费, 78.61% 的 IPO 项目保荐跟投费用占承销保荐收费的比例在 50% 以上, 较高的跟投成本使保荐机构进一步与发行人的利益进行了深度绑定, 带来利益合谋的可能性。此外, 保荐机构进行股份跟投的锁定期为两年, 以 A 股市场为例, 有 40% 的公司上市两年后股价低于发行价格, 为了弥补过高的保荐成本带来亏损的可能性, 保荐机构会产生跟投锁定期满顺利减持股份并从中获利的需求, 这将导致保荐机构独立性不足的风险。保荐机构作为资本市场的专业投资者, 出于弥补跟投成本的考量, 可能在持续督导过程中放松对上市公司的监管, 甚至参与到上市公司的盈余管理活动中, 这将对上市公司的盈余管理产生负面的影响。保荐机构跟投制度的设立究竟是促进还是抑制了被保荐公司的盈余管理, 有待进一步考察。

## 2. 文献回顾

### 2.1. 机构投资者持股与盈余管理

国内外学者对于盈余管理的研究已经十分全面, 普遍认为机构投资者的参与会影响上市公司的盈余管理程度。一部分学者的研究表明, 机构投资者的参与对公司盈余管理程度有负向的促进作用。Koh (2007) 计量了上市公司的应计盈余管理程度, 发现若机构投资者能够长期持有上市公司股份, 那么会有效降低公司的应计盈余管理程度, 即机构投资者持股能够有效抑制上市公司的应计盈余管理活动[1]。高雷和张杰(2008)将沪市和深市的上市公司数据结合进行了实证研究, 结果表明机构投资者在持股的同时会参与到所持公司的治理活动中, 从而有效提升公司的治理水平, 对公司盈余管理行为起一定的约束作用[2]。尹洪英等人(2021)的研究表明, 机构投资者拥有实地调研、高管访谈等多种普通投资者难以接触的信息渠道, 他们可以通过实地调研等活动对上市公司的行为进行监督, 从而降低企业的盈余管理程度[3]。

另一部分学者对机构投资者持股与公司盈余管理之间的关系持有相反的观点。薛坤坤, 王凯(2021)通过实证研究, 认为机构投资者的持股比例与上市公司盈余管理程度之间呈现倒 U 型变动, 当机构投资者持股较少时, 机构投资者持股比例的增加会对公司盈余管理有负面的影响, 只有当机构投资者的持股比例到达一定程度时, 机构投资者持股比例的增加才会对公司的盈余管理活动起到约束作用[4]。Almazan (2005)的研究表明, 股份投资会将机构投资者和上市公司的利益进行绑定, 形成一种互相依赖的商业关系, 而这种类似于战略同盟的关系不利于机构投资者对上市公司进行有效监督[5]。蔡宁(2015)对风险投资这一机构投资者参股在公司盈余管理活动方面的影响进行了研究, 结果表明, 在公司上市前的阶段, 由于风险投资机构与被投资公司面临着同样顺利上市的目标, 会显著提高公司在上市时的盈余管理程度, 在公司成功上市后的阶段, 风险投资机构为了能够顺利减持股份获益, 其所投资的公司盈余管理程度也会更高[6]。

### 2.2. 承销保荐机构与盈余管理

承销保荐机构在企业上市前的挑选、辅导、资质审核, 上市时的信息披露、IPO 定价、募集资金投向, 以及上市后的持续督导方面都起着举足轻重的作用, 财务会计信息在这些过程中扮演者重要角色, 因此承销保荐机构与上市公司盈余管理的关系也是学术界关注的热点话题之一。

一部分学者认为承销保荐机构的监督工作能够降低上市公司的盈余管理程度。李挺、赵宇(2019)从项目经验的视角对上市公司的资源配置效率进行了研究, 认为有更多项目经验的保荐人可以降低发行人与外部机构的信息不对称程度, 从而提高企业上市信息的合规性[7]。蔡庆丰、刘锦(2014)从企业上市前与上市后两个时间点进行研究, 检验了保荐代表人在财务尽调和持续督导过程中的尽职情况, 认为保荐代表人可以在企业上市前的盈余管理活动中起到较为正面的影响, 并较好地继续进行后续督导工作[8]。刘焯、方立兵(2013)使用双边配对模型估计了企业和承销商的特征, 认为对于资产规模较高、声誉较大的承销商, 由于其声誉受损的影响较大, 会更加倾向于与盈余管理程度低的企业进行合作, 提高其监督和认证的可靠性[9]。

但也有一部分学者认为承销保荐机构会忽视或者利用自己的声誉, 在上市公司的盈余管理方面起到负向的影响。王克敏、廉鹏(2010)的研究认为, 保荐机构在 IPO 中的参与只改变了会计政策选择的时机, 对公司盈余管理质量并没有起到改善作用, 并且保荐制度实施后的企业在上市前两年的应计盈余管理程度会更高[10]。柳建华、孙亮等人(2017)的实证研究表明, 高声誉的券商为了获取更高的经济利益, 在投资者保护系统较差的地区, 会增加上市公司的盈余管理活动[11]。

### 3. 研究假设与研究设计

#### 3.1. 研究假设

本文认为, 随着科创板创新制度的推行, 短期内即科创板公司上市的第一年, 保荐机构的跟投成本将会抑制被保荐公司的盈余管理活动, 原因在于保荐承销机构符合理性人假设并且与发行方之间存在信息不对称。在信息不对称的条件下, 理性的保荐承销机构会利用自身参股的优势, 在不涉及减持股份获益的动机时更好地发挥自己的督导功能, 降低与发行方之间的信息不对称程度。由此提出假设 1。

H1: 上市第一年, 保荐机构保荐跟投的成本越高, 其所保荐上市公司的盈余管理程度越低。

H1a: 上市第一年, 保荐机构保荐跟投的成本越高, 其所保荐上市公司的应计盈余管理程度越低。

H1b: 上市第一年, 保荐机构保荐跟投的成本越高, 其所保荐上市公司的真实盈余管理程度越低。

而当保荐机构在未来 12 个月获得减持权利时, 即科创板公司上市的第二年, 保荐机构的跟投成本将会增加被保荐公司的盈余管理程度。原因在于保荐承销机构在股份跟投锁定期满时, 有动机补偿自己的流动性风险, 从而增加容许上市公司进行盈余管理的可能。由此提出假设 2。

H2: 上市第二年, 保荐机构保荐跟投的成本越高, 其所保荐上市公司的盈余管理程度越高。

H2a: 上市第二年, 保荐机构保荐跟投的成本越高, 其所保荐上市公司的应计盈余管理程度越高。

H2b: 上市第二年, 保荐机构保荐跟投的成本越高, 其所保荐上市公司的真实盈余管理程度越高。

承销保荐机构在持续督导期内对上市公司盈余管理行为的约束需要耗费一定的精力和成本, 一般认为具有行业专长的审计师能够有效抑制被审计公司的盈余管理行为, 所以在具有行业专长的审计师进行审计时, 保荐机构可能反而会放松自己对上市公司盈余管理行为的监督。当保荐机构不能进行有效督导时, 具有行业专长的审计师则能够更好地发挥自己对上市公司盈余管理活动的约束作用。由此提出假设 3 和假设 4。

H3: 上市第一年, 审计师行业专长减弱了保荐机构跟投与盈余管理程度的负相关关系。

H4: 上市第二年, 审计师行业专长减弱了保荐机构跟投与盈余管理程度的正相关关系。

#### 3.2. 研究设计

以 2019 年到 2021 年我国科创板市场 IPO 公司为研究对象, 数据来源为 Wind 金融数据库。科创板共有 377 家公司首次公开发行并上市。

##### 3.2.1. 被解释变量

###### 1) 真实盈余管理

*REM* 为公司 IPO 当年和以后各年的应计盈余管理程度。对于应计盈余管理 (*REM*), 借鉴 Roychowdhury (2006) [12] 以及 Cohen 和 Zarowin (2010) [13] 的研究, 将真实盈余管理分为异常经营现金流 (*CFOEM*)、异常产品成本 (*PROEM*) 和异常费用 (*EXPEM*) 三类, 产品成本 (*PROEM*) 为销售成本和存货变动的实际值与估计值之差, 异常费用 (*EXPEM*) 为销售费用和管理费用的实际值与估计值之差。

经营现金流估计值为:

$$\frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \times \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \times \frac{\Delta Sale_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \times \frac{Sale_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

产品成本估计值为:

$$\frac{PRO_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \times \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \times \frac{\Delta Sale_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \times \frac{Sale_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_4 \times \frac{\Delta Sale_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

异常费用估计值为:

$$\frac{EXP_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \times \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \times \frac{Sale_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中,  $Sale_{i,t}$  =  $i$  公司第  $t$  年的营业收入,  $\Delta Sale_{i,t}$  =  $i$  公司第  $t$  年的营业收入增加额,  $A_{i,t-1}$  =  $i$  公司第  $t-1$  年的总资产。

真实盈余管理的综合指标  $REM_{i,t}$  为:

$$REM_{i,t} = PROEM_{i,t} - CFOEM_{i,t} - EXPEM_{i,t} \quad (4)$$

### 2) 应计盈余管理

$DA$  为公司 IPO 当年和以后各年的应计盈余管理程度。对于应计盈余管理( $DA$ ), 采用修正 Jones 模型(1995)进行计算:

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{FA_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中,  $TA_{i,t}$  为第  $t$  年的应计利润总额,  $A_{i,t-1}$  为  $i$  公司第  $t-1$  年的总资产,  $\Delta REV_{i,t}$  为  $i$  公司第  $t$  年的营业收入变动额,  $\Delta REC_{i,t}$  为  $i$  公司第  $t$  年的应收款项增加额,  $FA_{i,t}$  为  $i$  公司第  $t$  年的固定资产, 用模型(5)分年度、行业回归, 得到的残差即为公司的可操纵应计利润,  $DA_{i,t}$  为残差的绝对值。

### 3.2.2. 解释变量

$SI\_Cost$  为保荐机构保荐成本, 用保荐跟投金额与承销保荐收费之比来计量。

### 3.2.3. 调节变量

$$MSRSQRT_{ik} = \frac{\sum_{j=1}^J \sqrt{REV_{ikj}}}{\sum_{i=1}^I \sum_{j=1}^J \sqrt{REV_{ikj}}} \quad (6)$$

其中, 分子  $\sum_{j=1}^J \sqrt{REV_{ikj}}$  表示审计师  $i$  在行业  $k$  中客户  $J_{ik}$  的营业收入总额的平方根之和, 分母  $\sum_{i=1}^I \sum_{j=1}^J \sqrt{REV_{ikj}}$  表示行业  $k$  内所有公司营业收入总额的平方根之和。审计师行业专长的计算按照证监会《上市公司分类指引》, 对制造业以外的行业采用门类行业级别进行分类, 对制造业采用大类行业级别进行分类。利用公式(6)分年度计算, 可以得出审计项目团队在不同年份的行业专长情况。

具体的变量定义如表 1 所示:

**Table 1.** Definition of variables

**表 1.** 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	真实盈余管理	$REM$	根据模型(4)计算得到
	应计盈余管理	$DA$	根据模型(5)计算得到
解释变量	保荐机构保荐成本	$SI\_Cost$	保荐跟投金额/承销保荐收费
调节变量	审计师行业专长	$MSRSQRT$	根据模型(6)计算得到
	公司规模	$Lsize$	公司年末总资产的自然对数
控制变量	资产负债率	$Lev$	总负债/总资产
	总资产周转率	$ATO$	营业收入/资产总额

Continued

	现金流比率	<i>Cashflow</i>	经营活动产生的现金流量净额/总资产
	公司成长性	<i>Growth</i>	本年营业收入/上一年营业收入 - 1
	董事人数	<i>Board</i>	董事会人数取自然对数
	独立董事比例	<i>Indep</i>	独立董事人数/董事人数
控制变量	前十大股东持股比例	<i>Top10</i>	前十股东持股数量/总股数
	两职合一	<i>Dual</i>	董事长与总经理是同一个人 为 1, 否则为 0
	年度	<i>Year</i>	年度虚拟变量
	行业	<i>Industry</i>	行业虚拟变量
	保荐机构	<i>Underwriter</i>	保荐机构虚拟变量

### 3.2.4. 模型构建

为检验 H1 和 H2, 验证公司上市当年及上市第二年保荐机构跟投成本与被保荐公司盈余管理程度的关系, 构建模型(7)和模型(8)。

$$DA_i = \alpha_0 + \alpha_1 SI\_Cost_i + \sum Controls_i + \varepsilon_i \quad (7)$$

$$REM_i = \alpha_0 + \alpha_1 SI\_Cost_i + \sum Controls_i + \varepsilon_i \quad (8)$$

为检验 H3 和 H4, 验证公司上市当年及上市第二年审计师行业专长在保荐机构跟投成本与盈余管理关系中的调节作用, 构建模型(9)和模型(10)

$$DA_i = \alpha_0 + \alpha_1 SI\_Cost_i + \alpha_2 SI\_Cost_i MSRSQRT_i + \alpha_3 MSRSQRT_i + \sum Controls_i + \varepsilon_i \quad (9)$$

$$REM_i = \alpha_0 + \alpha_1 SI\_Cost_i + \alpha_2 SI\_Cost_i MSRSQRT_i + \alpha_3 MSRSQRT_i + \sum Controls_i + \varepsilon_i \quad (10)$$

## 4. 实证过程与结果分析

### 4.1. 描述性统计

由表 2 可以看出, 上市第一年和第二年的盈余管理程度在 1%的水平上显著有差异, 因此分年度讨论保荐机构跟投成本对盈余管理的影响是合理的。

**Table 2.** T test table of earnings management index difference between the first year and the second year of listing  
**表 2.** 上市第一年与上市第二年盈余管理指标差异 T 检验表

	t	df	Sig	均值差值	下限	上限
<i>DA</i> (第一年) - <i>DA</i> (第二年)	5.8801	205	0.000	0.0689009	0.0457982	0.0920036
<i>REM</i> (第一年) - <i>REM</i> (第二年)	6.2013	205	0.000	0.1198982	0.0817805	0.158016

### 4.2. 保荐跟投成本对盈余管理影响的回归分析

为证明假设 1, 按照模型(7) (8)对科创板公司上市当年的相关变量进行回归分析, 结果如表 3 所示。

由表 3 可见, 上市第一年保荐跟投成本对应计盈余管理和真实盈余管理的影响在 5%的水平上显著为负, 系数分别为-0.058 和-0.117, 即保荐机构在持续督导前期时由于自身投入成本加大, 会采用更有效的抑制盈余管理的手段。上述实证结果证明了假设 1。

**Table 3.** Regression of cost of co-investment and earnings management in the first year of listing  
**表 3.** 上市当年保荐跟投成本对盈余管理的回归

	<i>DA</i>	<i>REM</i>
<i>SI_Cost</i>	-0.0582** (-2.3179)	-0.1169** (-2.1304)
<i>Lsize</i>	0.0136 (1.3610)	0.0312 (1.4438)
<i>Lev</i>	-0.1779*** (-3.0884)	-0.4126*** (-3.5603)
<i>ATO</i>	0.1462*** (3.0264)	0.2944*** (5.3585)
<i>Cashflow</i>	-0.2888 (-1.0053)	0.1130 (0.5993)
<i>Growth</i>	-0.0003 (-0.7363)	0.0020** (2.0295)
<i>Board</i>	0.0422 (0.8113)	0.2090** (2.1786)
<i>Indep</i>	0.1435 (0.7271)	0.5783* (1.7100)
<i>Top10</i>	0.0037 (0.0616)	0.0806 (0.5849)
<i>Dual</i>	-0.0023 (-0.1498)	0.0420 (1.4234)
<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>Underwriter</i>	Yes	Yes
<i>_cons</i>	0.0125 (0.0579)	-0.6847** (-2.0900)
<i>N</i>	370	370
<i>r<sup>2</sup></i>	0.2847	0.2689

注：\*\*\*、\*\*、\*分别代表在 1%、5%、10%的统计水平下显著。

为证明假设 2,按照模型(7) (8)对科创板公司上市第二年的相关变量进行回归分析,结果如表 4 所示。

由表 4 可见,上市第二年保荐机构跟投成本对应计盈余管理和真实盈余管理的影响在 10%的水平上显著为正,系数分别为 0.063 和 0.028。表明随着保荐机构跟投成本加大,由于未来 12 个月锁定期满存在减持股份获利的可能性,保荐机构反而会放松对上市公司的督导,从而增加上市公司对盈余管理的操纵。上述实证结果证明了假设 2。

**Table 4.** Regression of cost of co-investment and earnings management in the second year of listing  
**表 4.** 上市第二年保荐跟投成本对盈余管理的回归

	<i>DA</i>	<i>REM</i>
<i>SI_Cost</i>	0.0630* (1.6893)	0.0282* (1.7132)
<i>Lsize</i>	-0.0057 (-0.4030)	-0.0020 (-0.3230)
<i>Lev</i>	-0.0039 (-0.0501)	-0.0294 (-0.8615)
<i>ATO</i>	0.1831*** (3.7980)	0.1186*** (5.5707)
<i>Cashflow</i>	-0.3832*** (-3.1894)	-0.1157** (-2.1817)
<i>Growth</i>	0.0001 (1.1746)	-0.0000 (-0.0820)
<i>Board</i>	0.0185 (0.2786)	-0.0308 (-1.0533)
<i>Indep</i>	-0.0430 (-0.1853)	-0.0271 (-0.2645)
<i>Top10</i>	-0.0234 (-0.2755)	-0.1383*** (-3.6486)
<i>Dual</i>	0.0200 (1.0703)	-0.0063 (-0.7598)
<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>Underwriter</i>	Yes	Yes
<i>_cons</i>	-0.0374 (-0.1739)	0.1589* (1.6778)
<i>N</i>	206	206
<i>r<sup>2</sup></i>	0.323	0.390

注：\*\*\*、\*\*、\*分别代表在 1%、5%、10%的统计水平下显著。

### 4.3. 审计师行业专长的调节效应分析

承销保荐机构和会计师事务所都是企业上市时最为重要的第三方机构之一，两者对企业的盈余管理行为也有着一定影响，本文在模型(9) (10)中引入审计师行业专长与保荐跟投成本的交互项，以检验审计师行业专长对保荐跟投成本与盈余管理关系的调节效应。



公司上市当年的调节效应回归结果如表 5 所示。

**Table 5.** The moderating effect regression of auditor industry specialization in the first year of listing  
**表 5.** 上市第一年审计师行业专长的调节效应回归

	<i>DA</i>	<i>REM</i>
<i>SI_Cost</i>	-0.0516** (-2.0536)	-0.1080** (-2.3080)
<i>SI_Cost*MSRSQRT</i>	0.9479** (2.3066)	1.6199** (2.1091)
<i>MSRSQRT</i>	-0.3634** (-2.5053)	-0.4126 (-1.3498)
<i>Lsize</i>	0.0109 (1.1706)	0.0293 (1.1957)
<i>Lev</i>	-0.1693*** (-3.0411)	-0.4037*** (-3.1195)
<i>ATO</i>	0.1513*** (3.1360)	0.2993*** (3.7228)
<i>Cashflow</i>	-0.2612 (-0.9117)	0.1397 (0.3079)
<i>Growth</i>	-0.0003 (-0.8771)	0.0019*** (2.7216)
<i>Board</i>	0.0489 (0.9461)	0.2359** (2.2839)
<i>Indep</i>	0.2108 (1.0593)	0.6907* (1.9484)
<i>Top10</i>	-0.0091 (-0.1538)	0.0529 (0.3423)
<i>Dual</i>	-0.0026 (-0.1725)	0.0383 (1.2234)
<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>Underwriter</i>	Yes	Yes
<i>_cons</i>	0.0139 (0.0657)	-0.7260** (-2.0171)
<i>N</i>	367	367
<i>r<sup>2</sup></i>	0.295	0.279

注：\*\*\*、\*\*、\*分别代表在 1%、5%、10%的统计水平下显著。

从表 5 可以看出，保荐公司跟投成本、审计师行业专长对上市公司的盈余管理程度都有一定的抑制作用，但两者的交互项在 5%的水平上显著为正，证明保荐机构和会计师事务所在盈余管理的监管方面起

着相互替代的作用。其原因可能是具有较高行业专长审计师的审计, 会使保荐机构放松对上市公司的督导工作。上述实证结果证明了假设 3。

公司上市第二年的调节效应回归结果如表 6 所示。

**Table 6.** The moderating effect regression of auditor industry specialization in the second year of listing

**表 6.** 上市第二年审计师行业专长的调节效应回归

	<i>DA</i>	<i>REM</i>
<i>SI_Cost</i>	0.0283* (1.8245)	0.0636* (1.6805)
<i>SI_Cost*MSRSQRT</i>	-0.0593 (-0.2165)	-0.4331 (-0.5208)
<i>MSRSQRT</i>	-0.0247 (-0.2771)	-0.1269 (-0.6300)
<i>Lsize</i>	-0.0021 (-0.3285)	-0.0063 (-0.3652)
<i>Lev</i>	-0.0290 (-0.7660)	-0.0033 (-0.0274)
<i>ATO</i>	0.1196*** (3.5921)	0.1890*** (3.5636)
<i>Cashflow</i>	-0.1160 (-1.5040)	-0.3865** (-1.9852)
<i>Growth</i>	-0.0000 (-0.2324)	0.0001 (0.4791)
<i>Board</i>	-0.0309 (-0.7881)	0.0176 (0.2792)
<i>Indep</i>	-0.0274 (-0.2922)	-0.0475 (-0.2059)
<i>Top10</i>	-0.1396** (-2.5249)	-0.0299 (-0.3048)
<i>Dual</i>	-0.0060 (-0.6583)	0.0217 (1.2128)
<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>Underwriter</i>	Yes	Yes
<i>_cons</i>	0.1609 (1.3588)	-0.0259 (-0.1280)
<i>N</i>	206.000	206.000
<i>r<sup>2</sup></i>	0.391	0.327

注: \*\*、\*、\*分别代表在 1%、5%、10%的统计水平下显著。

由表 6 可以看出, 在科创板公司上市第二年时, 审计师行业专长能够降低保荐跟投成本与盈余管理程度的正相关关系, 但是在统计意义上不够显著, 其原因可能是保荐机构由于参股从而涉及到更多的内幕消息, 从而使得盈余管理方式更为隐蔽, 审计师对于这些盈余管理行为的监管作用有限。上述结果表明假设 4 不成立。

#### 4.4. 保荐机构排名异质性对保荐机构与盈余管理关系的影响

将保荐机构按照被保荐公司上市当年承销业务金额进行排名, 剔除没有排名的保荐机构, 以中位数分组, 分为排名靠前的保荐机构和排名靠后的保荐机构两组分别进行回归统计, 统计结果如表 7、表 8 所示。

**Table 7.** Grouping regression by ranking of sponsors in the first year of listing

**表 7.** 上市第一年按保荐机构排名分组回归

	排名较高组	排名较低组	排名较高组	排名较低组
	<i>DA</i>	<i>DA</i>	<i>REM</i>	<i>REM</i>
<i>SI_Cost</i>	-0.0394** (-2.3164)	0.0310 (0.6407)	-0.0779* (-1.9495)	-0.0228 (-0.2533)
<i>Lnsiz</i>	0.0155 (1.3672)	-0.0233 (-1.4849)	0.0238 (0.9026)	-0.0018 (-0.0600)
<i>Lev</i>	-0.1788** (-2.4855)	-0.1570** (-2.1113)	-0.4888*** (-3.1432)	-0.1787 (-1.2688)
<i>ATO</i>	0.1259** (2.5366)	0.0319 (0.7095)	0.2284*** (2.7953)	0.1704** (2.1284)
<i>Cashflow</i>	-0.6824*** (-2.6917)	-0.6523*** (-2.7536)	-0.7103** (-2.0117)	-0.0298 (-0.0895)
<i>Growth</i>	-0.0005*** (-2.9896)	0.1254*** (8.0601)	0.0014*** (4.4408)	0.1689*** (5.1172)
<i>Board</i>	-0.0238 (-0.5573)	0.0280 (0.4314)	0.1717 (1.6184)	0.0623 (0.6589)
<i>Indep</i>	-0.1146 (-0.5610)	0.2822 (0.8787)	0.6310* (1.7190)	-0.2154 (-0.5003)
<i>Top10</i>	-0.0302 (-0.5314)	0.0502 (0.5911)	0.1000 (0.5749)	0.1681 (1.0539)
<i>Dual</i>	-0.0132 (-0.8060)	0.0075 (0.3676)	0.0474 (1.1788)	0.0523* (1.6672)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	0.1994 (1.2005)	-0.0327 (-0.1353)	-0.5027 (-1.4998)	-0.0791 (-0.2328)
<i>Observations</i>	183	183	183	183
<i>R-squared</i>	0.244	0.554	0.163	0.564

注: \*\*、\*、\*分别代表在 1%、5%、10% 的统计水平下显著。

从表 7 可以看出, 科创板公司上市当年, 在排名较高的保荐机构分组中, 保荐跟投成本对盈余管理程度的抑制作用更显著, 其原因可能是具有更高股权承销业务量的保荐机构具有更好的持续督导经验。

**Table 8.** Grouping regression by ranking of sponsors in the second year of listing  
**表 8.** 上市第二年按保荐机构排名分组回归

	排名较高组	排名较低组	排名较高组	排名较低组
	<i>DA</i>	<i>DA</i>	<i>REM</i>	<i>REM</i>
<i>SI_Cost</i>	0.0558* (1.7813)	0.0236 (1.4648)	0.1709* (1.8847)	0.0036 (0.1012)
<i>Lsize</i>	0.0064 (0.3066)	0.0005 (0.0781)	0.0549 (1.4251)	0.0212 (1.1502)
<i>Lev</i>	-0.0815 (-1.0272)	-0.0304 (-0.7724)	-0.2323 (-1.4927)	-0.0734 (-0.9728)
<i>ATO</i>	0.1492** (2.5172)	0.0745** (2.4622)	0.1727* (1.9199)	0.1174** (2.2867)
<i>Cashflow</i>	-0.2951* (-1.8109)	-0.0619 (-0.6323)	-0.6750*** (-3.1798)	0.0994 (0.6418)
<i>Growth</i>	-0.0003 (-1.1612)	-0.0000 (-0.2357)	0.0015*** (3.4085)	-0.0001*** (-2.7302)
<i>Board</i>	-0.0046 (-0.1544)	-0.0280 (-0.5680)	-0.0426 (-0.6926)	0.0625 (0.7058)
<i>Indep</i>	-0.0298 (-0.3235)	-0.0397 (-0.3257)	-0.1977 (-0.7804)	0.1707 (0.6781)
<i>Top10</i>	-0.0102 (-0.2515)	-0.1469** (-2.0576)	-0.0438 (-0.4648)	-0.1152 (-1.2106)
<i>Dual</i>	-0.0128 (-1.1031)	0.0025 (0.2163)	-0.0021 (-0.0967)	-0.0032 (-0.1546)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	0.0003 (0.0031)	0.1892 (1.3140)	0.0644 (0.2670)	-0.1401 (-0.5474)
<i>Observations</i>	101	101	101	101
<i>R-squared</i>	0.341	0.283	0.556	0.269

注: \*\*、\*、\*分别代表在 1%、5%、10%的统计水平下显著。

从表 8 可以看出, 科创板公司上市第二年, 在排名较高的保荐机构分组中, 保荐跟投成本与盈余管理程度的正相关关系更显著。其原因可能是较为头部的保荐机构在与上市公司合作时具有更高的话语权, 在有减持需求的背景下, 为了自身更高获益可能会更多地参与到盈余管理活动中。

## 5. 稳健性检验

### 5.1. 更换应计盈余管理计量方式的稳健性检验

本文采用修正 Jones 模型的另外一种算法, 具体地, 运用模型(11)进行分年度分行业回归, 得到的残差即为应计盈余管理程度。

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_i \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_{1,i} \frac{\Delta REV_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_{2,i} \frac{FA_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

保持自变量和其他控制变量不变, 来检测假设 1 和假设 2 的稳健性, 回归结果如表 9 所示。

**Table 9.** Robustness test of changing the measurement of DA

**表 9.** 更换应计盈余管理计量方式的稳健性检验

	上市第一年	上市第二年
	DA	DA
<i>SI_Cost</i>	-0.0571* (-1.9520)	0.0310* (1.8963)
<i>Lsize</i>	0.0124 (1.0810)	0.0022 (0.3603)
<i>Lev</i>	-0.1662*** (-2.6902)	-0.0371 (-1.1011)
<i>ATO</i>	0.1335*** (4.5585)	0.1143*** (5.4195)
<i>Cashflow</i>	-0.3583*** (-3.5699)	-0.1515*** (-2.8776)
<i>Growth</i>	-0.0003 (-0.5623)	-0.0000 (-0.1453)
<i>Board</i>	0.0381 (0.7439)	-0.0625** (-2.1587)
<i>Indep</i>	0.1534 (0.8510)	-0.1435 (-1.4138)
<i>Top10</i>	-0.0033 (-0.0455)	-0.1305*** (-3.5091)
<i>Dual</i>	-0.0011 (-0.0688)	-0.0039 (-0.4719)
<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>Underwriter</i>	Yes	Yes
<i>_cons</i>	0.0704 (0.4029)	0.2583*** (2.7471)

Continued

<i>N</i>	374	210
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.283	0.407

注: \*\*\*, \*\*, \*分别代表在 1%、5%、10%的统计水平下显著。

由表 9 可见, 更换应计盈余管理计量方式的稳健性检验中, 上市第一年保荐跟投成本与应计盈余管理在 10%的水平下负相关, 上市第二年保荐跟投成本与应计盈余管理在 10%的水平下正相关, 与前文论述基本一致。

### 5.2. 更换真实盈余管理计量方式的稳健性检验

本文采用真实盈余管理的另一种计算办法, 将异常经营现金流(*CFOEM*)、异常产品成本(*PROEM*)和异常费用(*EXPEM*)进行加总, 以此表示真实盈余管理程度的高低。具体地如模型(12)所示。

$$REM_{i,t} = PROEM_{i,t} + CFOEM_{i,t} + EXPEM_{i,t} \quad (12)$$

保持自变量和控制变量不变, 以此检验假设 1 和假设 2 的稳健性, 回归结果如表 10 所示。

Table 10. Robustness test of changing the measurement of REM

表 10. 更换真实盈余管理计量方式的稳健性检验

	上市第一年	上市第二年
	<i>REM</i>	<i>REM</i>
<i>SI_Cost</i>	-0.0571* (-1.9520)	0.0310* (1.8963)
<i>Lsize</i>	0.0124 (1.0810)	0.0022 (0.3603)
<i>Lev</i>	-0.1662*** (-2.6902)	-0.0371 (-1.1011)
<i>ATO</i>	0.1335*** (4.5585)	0.1143*** (5.4195)
<i>Cashflow</i>	-0.3583*** (-3.5699)	-0.1515*** (-2.8776)
<i>Growth</i>	-0.0003 (-0.5623)	-0.0000 (-0.1453)
<i>Board</i>	0.0381 (0.7439)	-0.0625** (-2.1587)
<i>Indep</i>	0.1534 (0.8510)	-0.1435 (-1.4138)
<i>Top10</i>	-0.0033 (-0.0455)	-0.1305*** (-3.5091)
<i>Dual</i>	-0.0011 (-0.0688)	-0.0039 (-0.4719)

Continued

<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>Underwriter</i>	Yes	Yes
<i>_cons</i>	0.0704 (0.4029)	0.2583*** (2.7471)
<i>N</i>	374	210
<i>R<sup>2</sup></i>	0.283	0.407

注：\*\*\*、\*\*、\*分别代表在 1%、5%、10%的统计水平下显著。

由表 10 可见, 更换真实盈余管理计量方式的稳健性检验中, 上市第一年保荐跟投成本与真实盈余管理在 5%的水平下负相关, 上市第二年保荐跟投成本与应计盈余管理在 10%的水平下正相关, 与前文论述基本一致。

## 6. 研究结论和建议

### 6.1. 研究结论

科创板是我国资本市场重要的组成部分, 保荐机构跟投制度则是科创板市场独有的创新制度。本文以 2019 年 7 月至 2021 年 12 月科创板上市公司为研究样本, 探究保荐机构跟投成本对被保荐上市公司盈余管理的影响, 在此基础上检验审计师行业专长在保荐跟投成本和被保荐上市公司盈余管理关系之间的调节作用, 并进一步基于保荐承销商排名进行异质性分析。通过实证研究, 本文得出以下结论。

第一, 在科创板公司上市第一年时, 由于保荐机构跟投的股份处于锁定期内, 保荐机构短期内不具有减持的动机, 会基于自身高额的跟投成本更好地行使督导工作, 从而降低上市公司的应计盈余管理和真实盈余管理程度。在科创板公司上市第二年时, 保荐机构跟投的股份在未来 12 个月内会解除锁定, 由于跟投成本高昂, 保荐机构可能会产生从减持股份中获益的动机, 容许甚至参与到上市公司的盈余管理活动中, 从而增加上市公司的应计盈余管理和真实盈余管理程度。

第二, 在科创板公司上市第一年时, 由于保荐机构在持续督导过程中需要耗费大量精力, 若是具有行业专长的审计师进行审计, 保荐机构会放松自己的督导工作, 从而使得审计师行业专长在保荐跟投成本和盈余管理的负相关关系中起到抑制作用。在科创板公司上市第二年时, 由于保荐机构参股涉及到更多的内幕消息, 与上市公司共同进行盈余管理的方式会更加隐蔽, 所以审计师行业专长在保荐跟投成本和盈余管理的正相关关系中并没有起到显著的抑制作用。

第三, 在科创板公司上市第一年时, 保荐跟投成本与盈余管理的负相关关系在承销量排名较高的保荐承销机构分组中更为显著, 其原因可能是拥有更多业务量的保荐承销机构拥有更多的持续督导经验, 从而能够更好地管理上市公司的盈余管理活动。在科创板公司上市第二年时, 保荐跟投成本与盈余管理的正相关关系在承销量排名较高的保荐承销机构分组中更为显著, 其原因可能是业务量较大的保荐承销机构具有更高的行业地位和话语权, 在和上市公司合作的过程中, 上市公司会更加配合较高排名保荐承销机构的减持获利行为。

### 6.2. 相关建议

基于本文的研究结论, 提出以下几点建议。

第一, 规范风险收益分配, 平衡好承销保荐机构内部利益。在承销保荐机构内部, 往往是一个团队

承担起承揽承做的全部职责,且会根据承销项目收入和跟投成本之差对项目团队进行考核,由此项目团队需要承担跟投损失带来的后果。如果跟投成本过大,承销保荐机构可能会为了保证项目收益而故意压低首发上市价格,损害上市公司原始股东的利益。为了进一步提升承销保荐机构的专业能力,可以不拘泥于项目收益,从多方面对项目团队进行考核。

第二,在实践中不断对科创板公司的信息披露制度进行优化。进一步完善科创板上市公司的信息披露制度。由于科创板研发功能属性较强,研发行为本身存在着极高的不确定性,相较于一般上市公司研发投入对公司价值影响较大,且在研发行为方面有着更大的盈余管理操作空间,因此科创板上市公司应当更加全面地披露研发内容和信息,除了披露最基础的会计准则中规定的资金投入指标外,也可以定期披露研发设备、专利技术等信息,降低科创板上市公司在研发活动方面进行盈余管理的可能,帮助科创板股票回归本身价值。

第三,制定适当的监管制度,提高中介机构专业水平。承销保荐机构作为科创板的典型机构投资者,扮演着投资者和股东的双重身份,应当制定特定的监督制度以规范承销保荐机构行为。例如借鉴国外成熟资本市场的规定,要求承销保荐机构参与到公司治理活动中,更好地进行持续督导工作。会计师事务所作为公司上市过程中的另一重要的第三方,应当在积极履行自身责任的基础上,与保荐机构形成良好的互补效应,共同在IPO定价与盈余管理方面起到良好的引导作用。

## 参考文献

- [1] Koh, P.S. (2007) Institutional Investor Type, Earnings Management and Benchmark Beaters. *Journal of Accounting & Public Policy*, 26, 267-299. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2006.10.001>
- [2] 高雷, 张杰. 公司治理、机构投资者与盈余管理[J]. 会计研究, 2008(9): 64-72+96.
- [3] 尹洪英, 徐星美, 权小锋, 张蓉. 压力还是监督: 机构投资者实地调研与盈余管理[J]. 苏州大学学报(哲学社会科学版), 2021, 42(5): 102-114.
- [4] 薛坤坤, 王凯. 机构持股与公司行为: 迎合还是改进?——基于公司盈余管理的经验证据[J]. 中南财经政法大学学报, 2021(3): 15-25+158.
- [5] Almazan, A., Hartzell, J.C. and Starks, L.T. (2005) Active Institutional Shareholders and Costs of Monitoring: Evidence from Executive Compensation. *Financial Management*, 34, 5-34. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2005.tb00116.x>
- [6] 蔡宁. 风险投资“逐名”动机与上市公司盈余管理[J]. 会计研究, 2015(5): 20-27+94.
- [7] 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, 45(11): 70-82.
- [8] 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, 33(6): 93-106.
- [9] 刘焯, 方立兵, 蒋毅. IPO 盈余管理动机与承销商选择决策的互动关系及监管启示——基于双边匹配模型的研究[J]. 上海金融, 2013(8): 65-69+118.
- [10] 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.
- [11] 柳建华, 孙亮, 卢锐. 券商声誉、制度环境与 IPO 公司盈余管理[J]. 管理科学学报, 2017, 20(7): 24-42.
- [12] Roychowdhury, S. (2006) Earnings Management through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335-370. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>
- [13] Cohen, D.A. and Zarowin, P. (2010) Accrual-Based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 2-19. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.01.002>