

# 强强联合真的是最优组合吗?

——基于IPO中券商和企业组合的视角

蒋亚含, 李晓慧

(中央财经大学会计学院, 北京 100081)

**[摘要]**以2004—2016年我国IPO企业为样本,按照保荐机构(券商)和企业自身规模,将IPO企业分成了四种组合:大券商大企业、小券商大企业、大券商小企业和小券商小企业。以IPO业务承接规律为基础,挖掘四种组合形成的原因,并试图解读形成原因背后所传递的关于企业质量的信息,验证针对四种企业组合动因的解读是否正确,重点考察强强联合(大券商大企业组合)企业的业绩是否最优。研究发现:(1)强强联合并非最优,但从长期来看,业绩还是较优;(2)小券商大企业组合的IPO企业业绩较差,且操纵性盈余水平高于其他组合,验证了合谋的推断;(3)大券商小企业组合的IPO企业业绩优于其他组合,证实了券商的价值发现功能。研究意义在于:(1)向监管机构和资本市场传递了并非“大”就是“好”的信息;(2)发现了券商和企业各种组合形式及其形成原因,本身就能作为甄别企业质量的有效信号;(3)验证了在我国证券市场,券商存在一定的价值发现功能。

**[关键词]** IPO审核; IPO企业业绩; 信号传递; 合谋; 企业质量; 价值发现; 声誉

**[中图分类号]** F832.51 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2019)06-0089-11

## 一、引言

2017年第17届IPO发审委上任后,持续“高压”审核,净利润过亿的大企业频频被否,引来市场热议。这主要是由于在过往一个阶段的IPO市场上,存在着“大”就是“好”的倾向,而当大企业频频被否,则向投资者传递了一个信息:“大”并不等于“好”。根据声誉机制以及“大”就是“好”的惯性思维,人们通常认为大券商和大规模企业更值得信任。而从最近“高压”审核传递出的信息来看,似乎并非如此。在资本市场频繁出现的IPO变脸事件中,其中不乏大券商作为保荐机构且企业本身规模也较大的情况。如在上市后第一个季度严重变脸的辰安科技(300523),其保荐机构是中信建投证券股份有限公司;又如上市时被资本市场看好的尚品宅配(300616)其业绩也在随后的报告中严重下滑,其保荐机构为招商证券股份有限公司。这一系列现象,引发疑问,“大”真的等于“好”吗?从IPO业务承接的角度,券商和企业往往也会认为“大”就是“好”。我们将大企业定义为规模较大、利润较好的企业,大券商定义为规模、排名均靠前的券商。券商往往偏向于选择大企业,一来提高审核通过的概率,二来能收取更高的承销费用;而企业也会选择规模较大、声誉较好的券商,这主要是考虑到券商关系网所带来的通过率以及大券商的专业水平。而那些没有选择权的小券商和小企业,则会在剩余的券商和企业中进行选择。若基于此配置惯性,IPO市场将只会存在大券商大企业(强强联合)和小券商小企业这两种组合。但事实上,IPO市场上存在大券商大企业、小券商大企业组合、大券商小企业组合和小券商小企业组合四种不同的组合形式。因此,从业务承接角度分析,可能会存在其他的组合动机。例如:券商的价值发现功能,使大券商愿意承接小企业;又比如大企业企图找到较容易控制的小券商,进行合谋。

因此,本文将从IPO业务承接的原因为切入点,考虑是否可以信赖大券商以及大企业的声誉,以此来甄别IPO企业质量。首先,本文将IPO企业按照承销商的大小和企业自身规模的大小分为了四组,分别是大券商大企业组合(GROUP1)、小券商大企业组合(GROUP2)、大券商小企业组合(GROUP3)和小券商小企业组合(GROUP4),根据双向选择的规律,分析四组组合形成的动因;其次,我们试图从组合形成的动因中,解读出关于企业质量的信号,并分别提出假设;最后,利用企业上市后的业绩表现,来验证我们对动因的解读和企业质量的判断。其中关于合谋的推论,本文将增加操纵性盈余的指标来进行佐证。

**[收稿日期]** 2019-04-17

**[作者简介]** 蒋亚含(1992—),女,重庆巫溪人,中央财经大学会计学院博士研究生,从事国家审计、注册会计师审计研究,E-mail:jiangyah-an214@126.com;李晓慧(1967—),女,河南南召人,中央财经大学会计学院教授、博士生导师,从事国家审计、注册会计师审计研究。

本文研究贡献在于:第一,从IPO业务承接配置的角度,考虑IPO市场组合形成原因,以及与其IPO企业质量的联系,丰富了IPO市场的相关文献;第二,探索在我国证券市场上,券商作为中介机构,是否具备价值发现的功能;第三,将券商和企业组合本身作为识别IPO企业质量的信号,而不简单地依靠券商和企业的声誉来判断,为监管机构和投资者提供更多信息。

## 二、文献回顾及理论推导

### (一) 文献回顾

传统IPO领域的研究讨论较多的主要是以下三方面问题。第一,IPO发行前的盈余管理。Teoh等发现在IPO当年发布更高的盈利水平,同时具备更高的异常应计盈余的企业,往往伴随着更差的长期绩效<sup>[1]</sup>。徐浩萍和陈超利用我国2002—2005年的数据,发现在我国新股发行前普遍存在着盈余管理行为,而这些行为往往伴随着市场错误定价和长期绩效下降的问题<sup>[2]</sup>。潘越等发现IPO企业的盈余管理行为会受到社会资本和法律保护环境的制约,且两者具有替代性作用<sup>[3]</sup>。蔡春等则基于IPO企业不同的盈余管理形式进行探讨,发现IPO企业不但实施了应计盈余管理,还实施了真实盈余管理<sup>[4]</sup>。第二,发行时的IPO折价现象。Rock从信息不对称的角度,分析了IPO折价的形成原因<sup>[5]</sup>。Welch认为高质量的企业,会用IPO折价作为一种信号传递<sup>[6]</sup>。江洪波则认为有效市场假说和信息不对称理论不适用于解释A股IPO价格问题,他认为二级市场的乐观情绪和新股投机是我国IPO抑价的主要因素<sup>[7]</sup>。同时,我国学者还认为政府管制、内部控制信息披露、财务会计信息环境、媒体等因素都会对IPO抑价产生影响<sup>[8-12]</sup>。然而,2014年证监会对IPO企业进行首日涨幅限制和市盈率23倍的限制,这对IPO定价有较大的影响,也使IPO抑价研究失去了其市场化的研究背景。因此,这个话题的研究在现阶段存在两方面的问题:一是样本会在2014年中断,二是不再对A股市场具有现实指导意义。第三,IPO发行环境的影响包括监管环境和市场环境。周孝华等对比了发行审批制与核准制下我国IPO企业的定价效率问题<sup>[13]</sup>。这类研究在我国从审批制到核准制的发展中起到了较为重要的作用。在监管环境一定的情况下,市场环境也会对IPO的发行产生影响。陈俊和陈汉文发现审计师的声誉会影响IPO定价<sup>[14]</sup>。赵岩和孙文琛发现券商的声誉也会影响IPO定价水平<sup>[15]</sup>。这类研究均肯定了中介机构的声誉,会在IPO的过程中发挥其作用,这也是市场上普遍认为“大”就是“好”的佐证。此外,黄亮华和谢德仁发现发审委社会关系与IPO通过率也有直接的关系,这类研究直击我国IPO的核准制度,表明我国IPO市场化程度有待提高<sup>[16]</sup>。

已有研究在两个方面为本文提供了研究基础:第一,在IPO核准制度中,企业是否成功上市会受到政策、发审委以及承销商多方面影响,而并非只受企业本身的质量影响,这为本文研究上市企业的业绩表现差异提供了可能性;第二,在我国,承销商声誉在IPO发行定价等市场运行中有显著的作用,但并没有发现承销商声誉与企业质量直接相关,这为我们探讨是否大券商所承销的企业业绩一定更好提供了研究机会。

### (二) 券商与企业双向选择的理论推导

从券商选择企业的角度来说,券商会倾向于选择规模较大、利润较好的企业,这主要基于风险-收益原则。在IPO业务承接市场,券商选择企业主要考虑两个因素:第一,企业成功上市的可能性。市场普遍认为大企业的上市成功率较高,这是因为一方面,大企业的财务信息较为规范,更容易满足上市公司的财务信息披露要求;另一方面,大企业的业绩表现往往较好,IPO从申请到最后通过往往需要经历三到五年的排队过程,而监管机构对企业在此阶段的业绩有所要求,大企业在排队IPO的过程中更能够保证良好的业绩状况,成功上市的可能性更大。第二,成功上市后,券商能获得佣金。券商佣金的主要来源是承销费用,承销费用是根据企业募集资金的一定比例收取,规模大的企业往往募集资金较多,券商收取的佣金相应较高。因此,大券商会以其强势地位、较好的声誉以及关系网抢夺到更好的项目资源,即规模更大、利润更好的企业;而小券商会因为声誉限制,只能承接相对较弱的项目。

从企业选择券商的角度来说,上市公司也会倾向于选择大券商,这主要基于声誉效应。在IPO业务承接市场,企业选择券商主要考虑两个因素:第一,与券商考虑相同,企业首要考虑的也是成功上市的可能性。在我国IPO市场,已有研究发现保荐机构与发审委的联系会显著提高过会率,且关系越紧密,过会率越高<sup>[16-18]</sup>。而大券商显然比小券商具备更强的关系网,大券商的保荐能够成为企业过会的一大保障。第二,券商的专业能力。大券商往往被认为经验丰富、业务能力更强,可以为企业提供更好更专业的服务,有助于企业的包装和后续发展。因此,企业愿意在费用承受范围内选择大券商。

根据如上推论,券商和企业会基于券商的声誉和企业的资质进行相互选择。其中,大券商具备更强的抢夺优质项目的能力,而资质较好的大企业也掌握了对券商的选择权,因此,大券商会倾向于匹配大企业,形成强强联合,而剩余的券商和企业将根据自身的条件和需求进行匹配。然而,市场上的情况并非只有大券商大企业和小券商小企业这两种组合,这表明实际情况会更为复杂。券商和企业考虑上述因素时,会根据自身情况,有所侧重或有所补充。当

他们基于不同原因,做出不符常理的选择时,必然伴随着不同的动机。而这些动机的背后,往往会向我们传递出关于企业质量的信号。因此,我们将逐一分析不同组合形成的动因,从动因分析中形成对企业质量的判断,并通过观察企业上市后的业绩表现,来验证我们对动因的解读和企业质量的判断。

### (三) 研究假设

#### 1. 大券商大企业组合的形成动因及上市后业绩表现——强强联合

我们认为强强联合是基于合理考虑的常规选择,可能无法直接从形成动因中找到判断企业质量的信号,因此,无法以此为依据对该组合上市后的业绩状况进行预判。但我们依然好奇这种看似最强大的组合是否一定会在上市后表现出最优的业绩状况。一方面,基于声誉效应理论,大券商有良好的声誉,他们可能更不愿意在上市前配合企业进行过度的盈余管理,为企业粉饰报表而破坏自己的声誉;而大企业本身资质较好,上市后可能得到更程度的发展。因此,大券商大企业组合的IPO企业很有可能在上市后业绩表现更好。另一方面,已有研究证明在我国IPO市场上,由于IPO的行政化和非市场化等原因,大券商的声誉并不具备甄别功能<sup>[19-20]</sup>。具体而言,由于市场对大券商大企业的信任,针对大券商大企业组合的IPO企业,审核可能不如其他组合严格,从而可能放过更多业绩不好的企业,降低了该组合的整体质量水平;此外,从大企业本身来说,规模已经达到一定程度的企业,上市进步的空间可能会受到限制,业绩增长程度不如其他组合。因此,大券商大企业组合的IPO企业也可能并非最优。

因此,我们将基于券商的声誉理论以及对大企业资质的分析,形成两个对立的假设 $H_{1a}$ 和 $H_{1b}$ 。

$H_{1a}$ :相对于其他组合,大券商大企业组合的IPO企业上市后业绩表现最优。

$H_{1b}$ :相对于其他组合,大券商大企业组合的IPO企业上市后业绩表现并非最优。

#### 2. 小券商大企业组合的形成动因及上市后业绩表现——合谋

小券商大企业组合显然有违上文讨论的常规选择规律。我们从业务承接的角度分析,认为小券商大企业的组合产生可能有如下原因:第一,大企业本身资质不佳,导致大券商认为其上市成功率较低而不愿意承接;第二,大企业愿意找相对话语权更弱的小券商,易于操控,容易通过隐藏问题、粉饰报表等行为满足监管机构的上市要求;第三,由于大企业的地域性特征或其他非系统因素,使其更愿意找熟悉企业的本地券商。排除第三种原因后,其他两种都有可能引发券商和企业的合谋。第一种原因表明企业本身存在问题,存在寻找券商合谋的动机;第二种原因中企业比券商更具有话语权,企业有达成合谋的能力。从小券商的角度分析,券商愿意与大企业合谋,大企业的募集资金通常更多,券商可以从中获取更高的承销费用。

基于对小券商大企业组合动因的分析,我们可以获取如下关于企业质量的信息:(1)该组合企业可能资质不佳;(2)该组合企业有与券商合谋去隐藏问题、粉饰报表的可能性。因此,我们认为这种组合的企业在上市后业绩将更差,一是因为这种企业存在的问题会在上市后逐步暴露,二是券商和企业合谋时所采取的粉饰业绩等措施,会使企业在上市后发生更明显的业绩下滑。由此,本文提出假设 $H_2$ 。

$H_2$ :相对于其他组合,小券商大企业组合的IPO企业上市后业绩表现更差,更容易发生业绩变脸。

为了探讨是否存在合谋的可能性,我们进一步检验该组合的盈余质量。根据动因分析,我们认为小券商大企业组合的企业是基于合谋需求而形成的。基于合谋而形成的组合在上市时更有可能为了满足证监会对企业财务状况和经营状况的要求,操纵应计盈余,粉饰财务报表,那么,我们将可以观测到,该组合企业上市时的财务

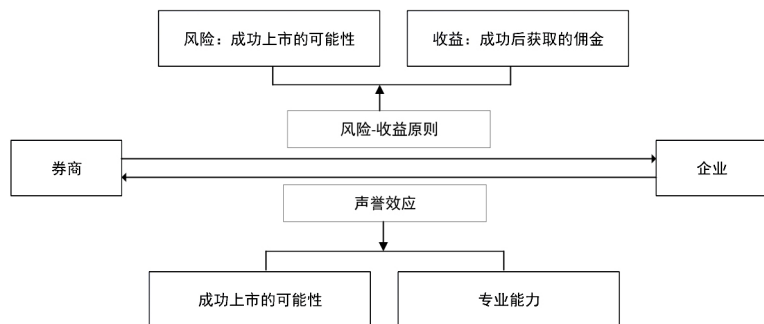


图1 券商与企业双向选择的理论推导



报告中会有更高的操纵性应计盈余。由此,本文提出假设H<sub>3</sub>。

H<sub>3</sub>:相对于其他组合,小券商大企业组合的IPO企业更有可能在上市时进行盈余操纵,表现为更高的操纵性应计盈余。

### 3.大券商小企业组合的形成动因及上市后业绩表现——价值发现

大券商小企业组合的形成也属于非常规的选择。券商选择企业考虑的主要因素包括上市成功率和佣金。然而,在这两个因素中,券商更在意的是前者。这是因为,在我国IPO市场,只有上市成功后,券商才可以收取承销保荐费用。因此,即使佣金预期再高,若上市不成功,便无法收取。大券商在可以选择支付更高佣金的大企业的情况下,却选择了小企业,这表明大券商认为虽然这家小企业的佣金较低,但能成功收取的可能性更大,即上市成功的可能性更大。我们认为,这可能是券商在前期尽职调查中,发现了企业的价值,即企业的业绩稳定、发展前景好、上市成功率较高,上市后能为券商带来较好的声誉和再融资等业务等。因此,大券商小企业组合形成动因向我们传递的信号可能是小企业本身资质较好,具备较高的价值。

基于大券商小企业组合动因分析,我们可以获取如下关于企业质量的信息:(1)该小企业当前经营和业绩状况良好,更容易满足上市条件,即潜在的风险较小;(2)该小企业具备一定价值,在上市后会有较好的发展。因此,我们认为该组合的企业业绩状况本身较好,在上市后也会有更好的发展。因此,本文提出假设H<sub>4</sub>。

H<sub>4</sub>:相对于其他三种组合,大券商小企业组合的IPO企业上市后业绩表现更优,更不容易发生业绩变脸。

## 三、研究设计

### (一) 样本选择

我国自2004年起开始实施发行上市保荐制度,因此,本文只选择2004年之后的IPO企业作为样本,由于需要观察上市后至少一年的业绩状况,因此样本只截止到2016年的IPO企业。为使研究更为严谨,我们剔除了数据缺失值,避免了数据量大小差异而造成的结果不稳定。同时,金融企业具有特殊性,其财务指标、经营模式均与一般企业有较大的差异,因此,我们也剔除了金融企业,最终得到2004—2016年间共1798家IPO企业。

在1798家IPO企业中,本文按券商大小和企业大小将IPO企业分成四类:(1)GROUP1,大券商大企业组合;(2)GROUP2,小券商大企业组合;(3)GROUP3,大券商小企业组合;(4)GROUP4,小券商小企业组合。

企业大小的划分以上市企业申报净利润的中位数为基准。通常文献中对企业大小的划分标准包括企业的规模、企业的净利润和企业是否为国有企业。本文选择以企业上市时申报的净利润为基准,这是因为申报净利润是企业能否通过发审会的重要标准之一。从硬性条件来看,创业板和主板的上市规则中均要求净利润满足一定条件。从舆论认知来看,当净利润较大的企业上市失败,舆论会十分吃惊。这表明在大家的认知中,净利润是企业能否成功上市的重要依据,自然这也是券商判断业务大小、决定是否承接业务的重要标准之一。表1反映了净利润和募集资金的相关关系,我们可以看到两者显著正相关,且相关系数高达0.692。本文围绕业务承接动机角度展开,因此,应当选择在IPO承接业务市场上公认较为重要的净利润作为指标。由于各版块各年份的IPO企业可能存在固有差异,为了更明确地考虑券商是否在当年特定版块的市场承接某项业务,本文将分版块分年份确定净利润的标准。

券商大小的划分以当年所有券商规模(总资产)的中位数为基准。市场上对大小券商的划分标准主要有以下几种:(1)每年证监会根据《证券公司分类监管规定》公布的证券公司分类结果,通常被评为AA级的为我国证券市场中声誉最好的券商。然而,这个分类自2009年起发布,无法找到2004—2008年的分类结果,因此无法用该分类作为本文划分大小券商的标准。(2)当年市场份额。事实上,研究发现每年的市场份额可能跟券商当年承接项目的战略分布等因素有关,但并不代表他们在承接业务市场上的实力。例如在2011年IPO承接市场,国泰君安、华泰联合、申万宏源等传统大券商的市场份额分别为1.58、1.58和0.84,低于当年券商平均市场占有率1.78。因此,市场份额的排名先后与本文阐述的承接业务的实力并不一致。(3)当年券商规模,券商本身的规模代表了其自身的实力和声誉。通过观察,我们发现每年排名前20的券商整体占据了IPO承接市场的47.49%,且与2009年后发布的AA级企业相符合。因此,本文使用券商规模作为划分标准。

表1 净利润与募集资金的相关关系

	净利润	募集资金
净利润	1	
募集资金	0.692***	1

(二)模型与变量

1.主要变量

针对假设H<sub>1</sub>、假设H<sub>2</sub>、假设H<sub>4</sub>,为了对四类企业业绩状况有一个基本判断,本文主要选用三个被解释变量,包括两个增长率指标和是否变脸的指标。利用增长率的指标主要是因为相对于其他绝对值指标来说,增长率更不受企业固有差异的影响。当然,为了使指标更为丰富,我们也利用ROA的水平来观测企业是否发生IPO“变脸”。具体指标度量如下:第一,净利润增长率和收入增长率。借用已有文献的经验<sup>[21-23]</sup>,本文选用上市当年及一年后的净利润增长率和收入增长率,这两个指标主要用来大致比较四组企业上市后的业绩增长速度,掌握四组的大致业绩对比情况。由于企业上市时间不一,故本文综合考虑上市当年和后一年的业绩情况。对年底上市的企业来说,他们当年的业绩大部分属于申报前业绩,不能代表他们上市后的表现;而对于年初上市的企业来说,当年的业绩已能代表上市后的表现。第二,是否变脸。本文构造了是否变脸的指标<sup>[24]</sup>,即上市后一年与上市前一年的ROA差额率是否低于该年同行业的平均水平,若低于平均水平,则为变脸,反之则未变脸。该指标表示业绩下滑是否超过一定幅度,在分别对比时是更有效的IPO业绩指标。因此,本文将用此指标依次对比各组企业和其他组企业的业绩。针对假设H<sub>3</sub>,文章利用调整的Jones模型计算出操纵性应计盈余(DA)以及操纵性应计盈余的绝对值(ABDA),以此为盈余管理的替代变量,用于验证小券商大企业组合是否存在合谋。文章综合使用操纵性应计盈余的值和操纵性应计盈余的绝对值,是因为操纵性应计盈余的值代表是否整体向上或向下调整,而绝对值考虑的是无论方向的调整。在以往研究中,学者们认为绝对值指标更能衡量企业是否存在调整的动机,因此较多使用绝对值。而在本文的情境下,企业更有可能为满足上市要求,将盈余向上调整,因此本文综合考虑了两个指标。

文章的解释变量即四个组合。当在同一个模型中同时观测四种组合时,为避免虚拟变量陷阱,我们将四组企业设置为3个虚拟变量。GROUP<sub>i</sub>表示是否为以上四组中某一组的虚拟变量。GROUP1为1表示大券商大企业组合的IPO企业,否则为0;GROUP2为1表示小券商大企业组合的IPO企业,否则为0;GROUP3为1表示大券商小企业组合的IPO企业,否则为0。

2.主要模型

当同时对四组企业的整体业绩时,我们构建了模型(1)。Performance代表上述各表示业绩的被解释变量,分别为上市当年和上市后一年的净利润增长率(NI\_G\_T<sub>0</sub>,NI\_G\_T<sub>1</sub>)、上市当年和上市后一年的收入增长率(SALES\_G\_T<sub>0</sub>,SALES\_G\_T<sub>1</sub>)和IPO业绩是否“变脸”(ROA\_DUM)。根据业绩影响的相关因素,我们设置了控制变量,且控制了行业和年度。

$$Performance = \beta_0 + \beta_1 GROUP1 + \beta_2 GROUP2 + \beta_3 GROUP3 + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 MOD + \beta_7 BIG4 + \beta_8 CFO + \beta_9 ROA + \beta_{10} EPS + \sum YEAR_i + \sum IND_j + \varepsilon \quad (1)$$

为了依次对比某一组企业与其他各组企业的业绩,我们构建了模型(2)。Performance代表上述各表示业绩的被解释变量,分别为净利润增长率(NI\_G\_T<sub>0</sub>,NI\_G\_T<sub>1</sub>)、收入增长率(SALES\_G\_T<sub>0</sub>,SALES\_G\_T<sub>1</sub>)和IPO业绩是否“变脸”(ROA\_DUM)。当对比GROUP<sub>i</sub>与其他三组的业绩情况时,实验组为GROUP<sub>i</sub>的企业,对照组为其他三组企业;当对比GROUP<sub>i</sub>和GROUP<sub>j</sub>两组企业的业绩情况时,实验组为GROUP<sub>i</sub>的企业,对照组为GROUP<sub>j</sub>企业。

$$Performance = \beta_0 + \beta_1 GROUP_i + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 MOD + \beta_5 BIG4 + \beta_6 CFO + \beta_7 ROA + \beta_8 EPS + \sum YEAR_i + \sum IND_j + \varepsilon \quad (2)$$

针对假设H<sub>3</sub>,我们需要验证小券商大企业组合(GROUP2)的企业是否存在盈余操纵,我们构建了模型(3)。当对比GROUP2与其他三组的情况时,实验组为GROUP2的企业,对照组为其他三组企业;当对比GROUP2和GROUP4两组企业的业绩情况时,实验组为GROUP2的企业,对照组为GROUP4企业。之所以单独对比GROUP2和GROUP4,是由于GROUP2和GROUP4均为小券商承做的企业,对比可以反映出究竟是小券商的习惯性操纵行为,还是合谋所导致的操纵行为。

$$DA/ABDA = \beta_0 + \beta_1 GROUP2 + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 MOD + \beta_5 BIG4 + \beta_6 CFO + \beta_7 ROA + \beta_8 EPS + \sum YEAR_i + \sum IND_j + \varepsilon \quad (3)$$

我们的模型还控制了企业可能会影响IPO企业业绩表现的因素,包括:企业规模、资本结构、盈利能力和审计状况等因素。此外,考虑到年度和行业的影响,我们还控制了年度和行业的固定效应。

#### 四、实证结果及分析

##### (一) 描述性统计

研究的样本区间为 2004 年到 2016 年 IPO 企业, 这些企业在四类组合中的分布如表 3 所示, 观察发现: (1) 从各版块之和来看, 前 20 名的大券商承接 IPO 企业数高达整个市场的 47.38%, 其中承接的大企业远高于小企业; (2) 进一步分版块分析发现, 大券商大企业的组合在主板 IPO 企业中的比例领先于其他组合。这主要因为主板企业整体规模较大, 其中的大企业多为国家中流砥柱地位的大型企业, 偏向于选择业务能力更强、声誉更好的大券商。(3) 在中小企业

板和创业板中, 小券商小企业组合的 IPO 企业比重更大, 一方面小企业的募集资金较少, 券商能得到的收益较少, 通过的风险又较大, 而大券商在有更优选择的情况下, 不会承接小企业; 另一方面小企业无法承受较高的承销保荐费用, 小券商要求的承销保荐费用通常较低。

表 4 为四种组合 IPO 企业在上市后各项业绩指标的平均值, 我们可以发现: (1) 所有企业在上市一年后, 净利润增长速度都开始下降, 其中小券商大企业和小券商小企业都开始呈现负增长, 即利润下滑。值得注意的是, 大券商小企业在上市一年后, 几乎保持了和上市当年相同的净利润增长速度, 并成为增长速度最快的一组企业。增长速度没有大幅下滑, 一方面说明大券商小企业组合的 IPO 企业业绩增长, 另一方面也说明企业在上市前并未过多的粉饰财务数据。(2) 小企业在上市后一年, 收入增长速度提高, 其中大券商小企业提高幅度最大。综上, 大券商小企业的业绩状况最好。然而, 研究需要在下一部分对其他影响因素进行控制, 进一步探讨。

##### (二) 四种组合 IPO 企业上市后业绩的基本情况

本文将四组企业放在同一模型(1)中, 对四组 IPO 企业的业绩表现进行观察, 以对四组 IPO 企业的状况整体了解。当  $GROUP1=1$ 、 $GROUP2=GROUP3=0$  时,  $GROUP1$  的系数与截距项相加, 表示  $GROUP1$  企业与其他组别业绩的对照情况; 当  $GROUP2=1$ 、 $GROUP1=GROUP3=0$  时,  $GROUP2$  的系数与截距项相加, 表示  $GROUP2$  企业与其他组别业绩的对照情况; 当  $GROUP3=1$ 、 $GROUP1=GROUP2=0$  时,  $GROUP3$  的系数与截距项相加, 表示  $GROUP3$  企业与其他组别业绩的对照情况; 当  $GROUP1=GROUP2=GROUP3=0$  时, 截距项表示  $GROUP4$  企业与其他组别业绩的对照情况。但是截距项的值还有可能包含遗漏变量的影响, 因此我们仅用作比较的参考。针对假设, 我们主要关心  $GROUP1$ 、 $GROUP2$  和  $GROUP3$  的大致比较状况, 截距项的具体数值对我们研究的影响并不大。

根据上述原则, 我们观察表 5 第一列和第二列, 我们发现: (1) 大券商大企业组合 ( $GROUP1$ ) 企业当年和一年后的净利润增长率低于其他几组, 表明强强联合的组合并非最优; (2) 小券商大企业 ( $GROUP2$ ) 企业当年和一年后的净利润增长率与  $GROUP1$  相差不大, 但同样低于  $GROUP3$ ; (3) 大券商小企业组合 ( $GROUP3$ ) 当年和一年后的净利润增长率在四组中为最高。观察表 5 第三列和第四列, 我们发现: (1) 与净利润增长率类似, 大券商大企业组合 ( $GROUP1$ ) 的表现并非最优, 略次于小券商大企业组合 ( $GROUP2$ ); (2) 小券商大企业 ( $GROUP2$ ) 企业与  $GROUP1$  相差不大, 但也低于大券商小企业组合 ( $GROUP3$ ); (3) 大券商小企业组合 ( $GROUP3$ ) 的收入增长率并不显著, 这表明该组合企业的利润增长率提高, 是依靠盈利能力的提高, 而非营业收入的显著提高。观察表 5 第五列, 我们发现: (1) 大券商大企业组合 ( $GROUP1$ ) 和小券商大企业组合 ( $GROUP2$ ) 均显著更可能变脸; (2) 大券商小企业组合 ( $GROUP3$ ) 显著更不可能发生变脸, 为四种组合中, 业绩表现最好的一组。

综上, 结合初步分析, 基本验证  $H_{1b}$ 、 $H_2$  和  $H_4$ , 我们发现: (1) 大券商大企业组合 ( $GROUP1$ , 强强联合) 的 IPO 企业, 上市后业绩并非最优, 验证了  $H_{1b}$ ; (2) 小券商大企业组合 ( $GROUP2$ ) 的 IPO 企业, 在上市后业绩也更不好, 但并非差于所有其他三组企业, 部分验证了  $H_2$ ; (3) 相对于其他三种组合, 大券商小企业组合 ( $GROUP3$ ) 的 IPO 企

表 2 变量说明表

	变量符号	变量定义
被解释变量	$NI\_G\_T_0$	上市后当年的利润增长率
	$NI\_G\_T_1$	上市后第一年的利润增长率
	$SALES\_G\_T_0$	上市后当年的收入增长率
	$SALES\_G\_T_1$	上市后第一年的收入增长率
解释变量	$ROA\_DUM$	上市后一年 roa 下滑速度是否超过行业平均水平。若超过, 则取 1, 表示 IPO 业绩变脸; 否则为 0。
	$DA$	操纵性应计盈余值。根据调整后的 jones 模型计算得到。
	$ABDA$	操纵性应计盈余绝对值
控制变量	$GROUP_i$	是否为第 $i(1,2,3)$ 组样本的虚拟变量, 是为 1, 否则为 0。
	$SIZE$	总资产的自然对数
	$LEV$	资产负债率
	$MOD$	当年是否被出具非标审计意见, 若是为 1, 否则为 0。
	$BIG4$	当年审计师是否为四大, 若是为 1, 否则为 0。
	$CFO$	经营活动产生的现金流量/年末总资产
	$ROA$	净利润/年末总资产
	$EPS$	每股盈余

资料来源: 本文整理所得。



业上市后更不容易发生业绩下滑,验证了H<sub>4</sub>。

(三) 大券商大企业组合与其他组的对比——强强联合

针对假设H<sub>1</sub>,我们考察大券商大企业组合(GROUP1)的IPO企业与其他组的对比情况,看该组合是否比其他组更容易发生IPO变脸,或者更不容易发生IPO变脸。观察表6发现:(1)对比大券商大企业组合(GROUP1)和其他三组企业的均值,发现该组合的企业更容易发生IPO变脸(0.529\*\*\*),这再次验证了H<sub>1b</sub>; (2)分别对比大券商大企业组合(GROUP1)和其他各组,发现大券商大企业组合(GROUP1)与其他组的差异主要来自于大券商小企业组合(GROUP3)(0.927\*\*\*)和小券商小企业组合(GROUP4)(0.649\*\*\*)的对比,比这两组更容易发生变脸,但并没有比小券商大企业组合(GROUP2)更容易发生变脸。

以上结果推翻了H<sub>1a</sub>,验证了H<sub>1b</sub>,即相对于其他组合,大券商大企业组合的IPO企业上市后业绩并非最优。表明大券商大企业组合(强强联合)的IPO企业,业绩并非最优。

(四) 小券商大企业组合与其他组的对比——合谋

针对H<sub>2</sub>,我们考察小券商大企业组合(GROUP2)的IPO企业与其他组的对比情况,看该组合是否比其他组更容易发生IPO变脸,或者更不容易发生IPO变脸。观察表7发现:(1)对比小券商大企业组合(GROUP2)和其他所有组合,小券商大企业组合(GROUP2)更容易发生变脸(0.366\*\*\*),这再次验证了H<sub>2</sub>; (2)分别对比GROUP2和其他各组,GROUP2与其他组的差异主要来自于大券商小企业组合(GROUP3)(1.128\*\*\*)和小券商小企业组合(GROUP4)(0.808\*\*\*)的对比,比这两组更容易发生变脸。

以上结果验证了H<sub>2</sub>,即相对于其他组合,小券商大企业组合的IPO企业上市后业绩表现更差,更容易发生业绩变脸。

针对H<sub>3</sub>,我们使用模型(3)验证合谋的推导。观察小券商大企业组合(GROUP2)是否有更高的操纵性应计盈余。表8第一列和第二列对比了小券商大企业组合(GROUP2)和其他三组的整体水平。发现无论被解释变量为操纵性应计盈余值(0.008\*),还是操纵性应计盈余的绝对值(0.008\*),小券商大企业组合(GROUP2)均显著正相关,表明小券商大企业组合(GROUP2)比其他三组有更高的操纵性应计盈余,验证了H<sub>3</sub>,即相对于其他组合,小券商大企业组合(GROUP2)的IPO企业更有可能在上市时进行隐瞒和粉饰等盈余操纵行为,表现为更高的操纵性应计盈余。

进一步,本文对比小券商大企业组合(GROUP2)和同为小券商承做的小券商小企业组合(GROUP4),观察两

表3 分版块各种组合IPO企业数及其比例

		大券商大企业 (GROUP1)	小券商大企业 (GROUP2)	大券商小企业 (GROUP3)	小券商小企业 (GROUP4)
总计	IPO企业数	467	439	385	507
	占比	25.97	24.42	21.41	28.20
主板	IPO企业数	117	94	101	103
	占比	28.19	22.65	24.34	24.82
中小企板	IPO企业数	214	195	171	234
	占比	26.29	23.96	21.01	28.75
创业板	IPO企业数	136	150	113	170
	占比	23.90	26.36	19.86	29.88

资料来源:本文整理所得。

表4 四种组合IPO企业的上市后业绩表现(均值)

Variables	大券商大企业 (GROUP1)	小券商大企业 (GROUP2)	大券商小企业 (GROUP3)	小券商小企业 (GROUP4)
NI_G_T <sub>0</sub>	15.892	17.155	15.321	13.492
NI_G_T <sub>1</sub>	6.661	-4.221	12.586	-0.221
SALES_G_T <sub>0</sub>	21.472	21.341	17.087	18.569
SALES_G_T <sub>1</sub>	19.895	19.614	22.126	21.113

资料来源:本文整理所得。

表5 四组IPO企业绩效表现

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	NI_G_T <sub>0</sub>	NI_G_T <sub>1</sub>	SALES_G_T <sub>0</sub>	SALES_G_T <sub>1</sub>	ROA_DUM
Constant	-9.036*** (-4.65)	-70.089*** (-15.76)	-0.561 (-0.43)	-0.957 (-0.61)	7.990*** (3.90)
GROUP1	-0.705*** (-6.29)	-0.872*** (-3.28)	-0.185** (-2.46)	-0.269*** (-2.85)	0.712*** (3.89)
GROUP2	-0.540*** (-4.87)	-0.855*** (-3.28)	-0.175** (-2.36)	-0.250*** (-2.70)	0.588*** (3.39)
GROUP3	0.188* (1.86)	0.453* (1.83)	-0.003 (-0.04)	0.064 (0.73)	-0.374** (-2.33)
SIZE	0.152** (2.27)	0.376** (2.42)	-0.057 (-1.28)	0.005 (0.09)	-0.296*** (-3.11)
LEV	2.827*** (8.96)	0.272 (0.40)	2.591*** (12.25)	2.022*** (8.41)	-3.872*** (-8.21)
MOD	0.703 (0.82)	-12.974*** (-13.42)	0.324 (0.57)	-0.113 (-0.33)	0.526 (0.74)
BIG4	-0.318 (-1.57)	-1.584*** (-2.93)	-0.130 (-0.95)	-0.082 (-0.42)	0.312 (0.88)
CFO	0.000 (0.74)	-0.000 (-0.83)	-0.000 (-1.23)	-0.000** (-2.56)	-0.459 (-0.50)
ROA	0.214*** (19.47)	0.421*** (15.33)	0.106*** (14.39)	0.106*** (10.91)	-0.151*** (-6.79)
EPS	0.763*** (6.82)	1.675*** (4.72)	0.427*** (5.70)	0.436*** (3.47)	-0.295 (-1.13)
行业 年份			控制 控制		
Observations	1,797	1,577	1,797	1,577	1,576
Adj R-squared/Ps R2	0.392	0.525	0.323	0.286	0.162

注:\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

种组合企业上市时的盈余管理水平。这是因为: 第一, 两个组合都是小券商承做的企业, 对比两组可以验证操纵性盈余管理究竟是小券商的习惯性粉饰行为, 还是基于与企业同谋后的行为; 第二, 此处存在一个可能的竞争性假设, 即小券商承接的业务, 业绩本身较差。而在与其他组合整体对比时, 虽然也包含了与小券商小企业组合 (*GROUP4*) 的 IPO 企业, 但从比例上来说, 主要是在与大券商承做企业进行对比。因此, 我们无法确定业绩变脸究竟是来自小券商承接业务质量问题, 还是小券商大企业组合 (*GROUP2*) 的合谋。观察表 8 第三列和第四列, 我们发现无论被解释变量为操纵性应计盈余值 (0.015<sup>\*\*\*</sup>), 还是操纵性应计盈余的绝对值 (0.013<sup>\*\*\*</sup>), *GROUP2* 都显著正相关。再一次验证了  $H_3$ , 增强了同谋推论的说服力。

(五) 大券商小企业组合与其他组的对比——价值发现

针对  $H_4$ , 本文考察大券商小企业组合 (*GROUP3*) 的 IPO 企业比其他组的情况, 看大券商小企业组合 (*GROUP3*) 是否比其他组更容易发生 IPO 变脸, 或者更不容易发生 IPO 变脸。观察表 9 发现: (1) 对比大券商小企业组合 (*GROUP3*) 和其他所有组合, 发现该组合更不容易发生变脸 (-0.707<sup>\*\*\*</sup>), 验证了  $H_4$ ; (2) 分别对比大券商小企业组合 (*GROUP3*) 和其他各组, 发现与大券商大企业组合 (*GROUP1*) 对比, 系数显著为负 (-0.927<sup>\*\*\*</sup>); 与小券商大企业组合 (*GROUP2*) 对比, 系数也显著为负 (-1.128<sup>\*\*\*</sup>); 与小券商小企业组合 (*GROUP4*) 对比, 系数也显著为负 (-0.419<sup>\*\*</sup>)。表明 *GROUP3* 比其他各组的业绩状况都更好, 都更不容易发生 IPO 变脸。

以上结果验证了  $H_4$ , 即相对于其他三种组合, 大券商小企业组合的 IPO 企业上市后业绩表现更优, 更不容易发生业绩变脸。

表 6 大券商大企业组合的 IPO 企业与其他组别业绩对比

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>GROUP1V.S.others</i>	<i>GROUP1V.S.GROUP2</i>	<i>GROUP1V.S.GROUP3</i>	<i>GROUP1V.S.GROUP4</i>
VARIABLES	ROA_DUM	ROA_DUM	ROA_DUM	ROA_DUM
Constant	5.052 <sup>***</sup> (2.74)	5.159 <sup>**</sup> (2.02)	2.356 (0.78)	5.721 <sup>**</sup> (2.16)
<i>GROUP1</i>	0.529 <sup>***</sup> (3.65)	0.059 (0.35)	0.927 <sup>***</sup> (4.54)	0.649 <sup>***</sup> (3.29)
SIZE	-0.151 <sup>*</sup> (-1.79)	-0.142 (-1.24)	-0.051 (-0.37)	-0.195 (-1.58)
LEV	-3.955 <sup>***</sup> (-8.59)	-4.358 <sup>***</sup> (-6.48)	-4.313 <sup>***</sup> (-6.08)	-3.181 <sup>***</sup> (-5.06)
MOD	0.732 (0.99)	1.835 <sup>*</sup> (1.96)	-0.343 (-0.36)	0.312 (0.31)
<i>BIG4</i>	0.176 (0.49)	0.036 (0.09)	-0.580 (-1.06)	0.017 (0.03)
CFO	-0.307 (-0.34)	-1.137 (-0.87)	-0.403 (-0.30)	0.855 (0.68)
ROA	-0.145 <sup>***</sup> (-6.56)	-0.110 <sup>***</sup> (-4.02)	-0.148 <sup>***</sup> (-4.25)	-0.118 <sup>***</sup> (-4.11)
EPS	-0.246 (-0.96)	-0.365 (-1.29)	-0.285 (-0.77)	-0.883 <sup>**</sup> (-2.49)
行业年度			控制	
Observations	1,576	791	741	841
Ps R <sup>2</sup>	0.149	0.165	0.187	0.164

注: \*\*\*p<0.01, \*\*p<0.05, \*p<0.1。

表 7 小券商大企业组合的 IPO 企业与其他组别业绩对比

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>GROUP2V.S.others</i>	<i>GROUP2V.S.GROUP1</i>	<i>GROUP2V.S.GROUP3</i>	<i>GROUP2V.S.GROUP4</i>
VARIABLES	ROA_DUM	ROA_DUM	ROA_DUM	ROA_DUM
Constant	3.998 <sup>**</sup> (2.18)	5.218 <sup>**</sup> (2.03)	11.354 <sup>***</sup> (3.34)	14.874 <sup>***</sup> (5.02)
<i>GROUP2</i>	0.366 <sup>***</sup> (2.66)	-0.059 (-0.35)	1.128 <sup>***</sup> (5.21)	0.808 <sup>***</sup> (4.14)
SIZE	-0.108 (-1.29)	-0.142 (-1.24)	-0.461 <sup>***</sup> (-2.94)	-0.611 <sup>***</sup> (-4.46)
LEV	-4.084 <sup>***</sup> (-8.86)	-4.358 <sup>***</sup> (-6.48)	-4.720 <sup>***</sup> (-6.23)	-3.868 <sup>***</sup> (-5.59)
MOD	0.582 (0.82)	1.835 <sup>*</sup> (1.96)	0.762 (0.76)	0.776 (0.83)
<i>BIG4</i>	0.071 (0.20)	0.036 (0.09)	0.559 (1.07)	1.144 <sup>*</sup> (1.91)
CFO	-0.187 (-0.20)	-1.137 (-0.87)	-1.844 (-1.32)	-1.174 (-0.90)
ROA	-0.144 <sup>***</sup> (-6.53)	-0.110 <sup>***</sup> (-4.02)	-0.194 <sup>***</sup> (-5.02)	-0.145 <sup>***</sup> (-4.72)
EPS	-0.198 (-0.78)	-0.365 (-1.29)	0.255 (0.56)	-0.528 (-1.38)
行业年度			控制	
Observations	1,576	791	728	824
Ps R <sup>2</sup>	0.146	0.165	0.217	0.181

注: \*\*\*p<0.01, \*\*p<0.05, \*p<0.1。



### 五、稳健性检验

表8 小券商大企业组合的IPO企业盈余操纵分析

(一) 企业大小划分标准的替换

为了增强结论的稳健性,本文进一步使用两种不同的方法划分企业大小。

第一种,我们将企业大小划分为三组,取最高一组为大企业,最低一组为小企业,重新组成大企业大券商、大企业小券商、小企业大券商、小企业小券商的组合。观察表10第(1)列到第(5)列,我们发现跟主假设的结论一致。

第二种,我们按企业净资产大小作为划分标准,对四个组合进行重新划分,并观测四组企业发生IPO变脸的可能性(见表10第(6)列)。重新划分后,我们发现:(1)大券商大企业组合(0.552<sup>\*\*\*</sup>)与小券商大企业组合(0.409<sup>\*\*</sup>)基本持平,均更有可能发生变脸;(2)大券商小企业组合更不容易发生变脸(-0.238<sup>\*</sup>)。我们发现与原文第一个回归结果类似,再次验证了两个主要的结论。

(二) 上市后长期业绩检验

进一步地,本文试图探究不同组合IPO企业在上市后更长一段时间内业绩将会如何变化。本文用上市后三年的净利润均值(已用企业资产进行标准化处理)、上市后三年的净利润平均增长率作为被解释变量,对四种组合进行回归,结果如表11所示。

本文观察发现三年的净利润平均增长率结果并不显著,这有可能与各类企业起始净利润相关,且大部分企业在过了上市督导期后,已经没有净利润增长率的压力,净利润增长速度在长期已经趋于平缓,无法观测出过大的差异。然而,观察三年的净利润均值,我们还是可以发现各组合企业在长期的发展结果。(1)长期来看,大券商大企业组

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
	GROUP2V.S.others	GROUP2V.S.others	GROUP2V.S.GROUP4	GROUP2V.S.GROUP4
Constant	-0.461 <sup>***</sup> (-7.95)	0.057 (1.05)	-0.499 <sup>***</sup> (-6.09)	0.144 <sup>*</sup> (1.80)
GROUP2	0.008 <sup>*</sup> (1.78)	0.008 <sup>*</sup> (1.94)	0.015 <sup>***</sup> (2.63)	0.013 <sup>**</sup> (2.42)
SIZE	0.024 <sup>***</sup> (8.65)	0.001 (0.28)	0.024 <sup>***</sup> (5.92)	-0.005 (-1.36)
LEV	-0.120 <sup>***</sup> (-7.71)	-0.019 (-1.30)	-0.084 <sup>***</sup> (-4.11)	0.017 (0.84)
MOD	0.069 (1.40)	0.008 (0.17)	-0.015 (-0.33)	-0.029 (-0.65)
BIG4	-0.027 <sup>**</sup> (-2.36)	-0.010 (-0.95)	-0.034 <sup>**</sup> (-2.23)	-0.016 (-1.06)
CFO	-1.254 <sup>***</sup> (-41.86)	-0.302 <sup>***</sup> (-10.89)	-1.318 <sup>***</sup> (-36.57)	-0.328 <sup>***</sup> (-9.34)
ROA	0.005 <sup>***</sup> (7.70)	0.001 <sup>*</sup> (1.85)	0.007 <sup>***</sup> (10.10)	0.003 <sup>***</sup> (3.68)
EPS	0.006 (0.82)	0.008 (1.16)	-0.008 (-1.10)	-0.002 (-0.28)
行业年度			控制	
Observations	1,424	1,424	862	862
Adj R-squared	0.556	0.169	0.620	0.205

注:\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1。

表9 大券商小企业组合的IPO企业与其他组别业绩对比

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
	GROUP3V.S.Others	GROUP3V.S.GROUP1	GROUP3V.S.GROUP2	GROUP3V.S.GROUP4
Constant	4.799 <sup>***</sup> (2.63)	3.283 (1.05)	12.482 <sup>***</sup> (3.58)	14.900 <sup>***</sup> (3.69)
GROUP3	-0.707 <sup>***</sup> (-5.06)	-0.927 <sup>***</sup> (-4.54)	-1.128 <sup>***</sup> (-5.21)	-0.419 <sup>**</sup> (-2.29)
SIZE	-0.130 (-1.58)	-0.051 (-0.37)	-0.461 <sup>***</sup> (-2.94)	-0.619 <sup>***</sup> (-3.23)
LEV	-4.120 <sup>***</sup> (-8.91)	-4.313 <sup>***</sup> (-6.08)	-4.720 <sup>***</sup> (-6.23)	-3.598 <sup>***</sup> (-4.86)
MOD	0.611 (0.84)	-0.343 (-0.36)	0.762 (0.76)	-0.543 (-0.49)
BIG4	0.167 (0.47)	-0.580 (-1.06)	0.559 (1.07)	-0.356 (-0.41)
CFO	-0.339 (-0.37)	-0.403 (-0.30)	-1.844 (-1.32)	-0.007 (-0.01)
ROA	-0.148 <sup>***</sup> (-6.70)	-0.148 <sup>***</sup> (-4.25)	-0.194 <sup>***</sup> (-5.02)	-0.228 <sup>***</sup> (-5.31)
EPS	-0.201 (-0.80)	-0.285 (-0.77)	0.255 (0.56)	-0.369 (-0.61)
行业年度			控制	
Observations	1,576	741	728	773
Ps R2	0.154	0.187	0.217	0.225

注:\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1。

合的IPO企业业绩还是高于其他组合,与大券商小企业组合一致。这表明强强联合的企业在短期内可能由于进步空间的局限,业绩上涨速度低于其他组合,但从长期来看,还是具备较强的实力。(2)与其他组合对比,大券商小企业组合的IPO企业三年后业绩依然较好,与大券商大企业组合的IPO企业业绩相差不多,远高于其他两组,这与研究预测一致,侧面表明大券商小企业组合的形成原因的确是

### 六、总结

2017年下半年的IPO高压审核给市场传递一个并非“大”就是“好”的信息。因此,本文将我国IPO企业分成了四组:大券商大企业、小券商大企业、大券商小企业和小券商小企业,试图检验是否强强联合(大券商大企业组合)就是最优。本文分别检验了四组IPO企业在上市后的业绩状况,并从券商承接业务的角度,分析各组合形成的原因,解读各种原因所包含的关于企业质量的信息,并通过上市后业绩表现,来验证我们对动因的解读和企业质量的判断。

研究发现:第一,大券商大企业强强联合的IPO企业业绩并非最优,反而会由于进步空间的限制,短期内出现IPO变脸,业绩增长低于其他组合的IPO企业;在进一步检验中发现,从长期来看,大券商大企业组合的企业业绩还是较优。第二,小券商大企业组合的IPO企业可能存在券商和企业合谋,该组合企业上市后业绩状况远低于其他组合;且通过验证操纵性应计盈余值,我们发现小券商大企业组合的IPO企业存在更高的操纵性盈余管理,验证了合谋的假说。第三,由于券商的价值发现能力,大券商会发掘并承接一些有价值的小企业,基于价值发现而形成的大券商小企业组合,其业绩为四中组合企业中最优的一组。业绩最优表现为最不容易发生IPO变脸,且净利润增长率更高,而非营业收入增长率更高,这表明该组合企业的业绩增长是依靠盈利能力的提高。

本文的研究意义在于:首先,研究向监管机构和资本市场传递有效信息,即并非“大”就是“好”;其次,研究发现券商和企业各种组合形式,本身就是一个有效的信号,可以从组合形成的原因,挖掘上市后业绩走向的规律;再次,研究验证了在我国证券市

表10 替换企业大小划分标准的分析

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	NI_G_T <sub>0</sub>	NI_G_T <sub>1</sub>	SALES_G_T <sub>0</sub>	SALES_G_T <sub>1</sub>	ROA_DUM	ROA_DUM
Constant	-200.867*** (-5.00)	-1,398.296*** (-15.38)	-31.632 (-1.22)	-13.608 (-0.43)	10.089*** -4.83	7.159*** -3.34
GROUP1	-13.481*** (-5.78)	-23.530*** (-4.34)	-4.232*** (-2.82)	-4.662** (-2.45)	1.037*** -5.88	0.552*** -2.65
GROUP2	-11.527*** (-4.87)	-24.113*** (-4.37)	-3.386** (-2.22)	-5.617*** (-2.90)	1.007*** -5.64	0.409** -2.07
GROUP3	10.058*** -3.59	14.612** -2.25	1.285 -0.71	0.641 -0.28	-0.345* (-1.70)	-0.238* (-1.64)
SIZE	4.186*** -3.34	8.507*** -2.86	-0.364 (-0.45)	0.023 -0.02	-0.398*** (-4.09)	-0.251** (-2.50)
LEV	60.745*** -8.9	3.721 -0.26	53.349*** -12.14	41.415*** -8.18	-3.742*** (-7.83)	-4.226*** (-9.00)
MOD	13.811 -0.74	-264.220*** (-12.80)	4.884 -0.4	-2.35 (-0.32)	0.541 -0.72	0.611 -0.8
BIG4	-7.095 (-1.62)	-40.732*** (-3.60)	-3.266 (-1.16)	-3.897 (-0.98)	0.312 -0.86	0.245 -0.68
CFO	24.777** -1.99	-23.121 (-0.79)	-26.410*** (-3.29)	-43.581*** (-4.24)	-0.306 (-0.33)	-0.071 (-0.08)
ROA	4.396*** -17.42	8.821*** -14.65	2.373*** -14.61	2.358*** -11.15	-0.152*** (-7.40)	-0.147*** (-7.28)
EPS	16.793*** -6.82	39.755*** -5.23	9.261*** -5.84	10.258*** -3.84	-0.385 (-1.56)	-0.212 (-0.88)
行业 年度				控制 控制		
Observations	1797	1577	1797	1577	1576	1,576
R-squared/Ps R2	0.399	0.511	0.354	0.293	0.169	0.15

注:\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1。

表11 四种组合的IPO企业长期业绩对比

VARIABLES	(1)	(2)
	上市后三年的净利润均值	上市后三年的净利润平均增长率
Constant	-0.060** (-2.07)	-64.714*** (-5.68)
GROUP1	0.004** (2.17)	-0.874 (-1.22)
GROUP2	0.002 (1.14)	-0.633 (-0.90)
GROUP3	0.004** (2.38)	0.005 (0.01)
SIZE	0.001 (0.78)	-0.099 (-0.24)
LEV	-0.031*** (-5.91)	2.713 (1.34)
MOD	0.023 (1.07)	1.379 (0.17)
BIG4	-0.003 (-0.87)	-0.032 (-0.02)
CFO	0.000 (0.82)	-0.000 (-1.32)
ROA	0.005*** (26.09)	0.198*** (2.70)
EPS	0.001 (0.52)	0.764 (1.02)
行业 年份		控制 控制
Observations	1,361	1,361
Adj R-squared	0.602	0.0676

注:\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1。

场,券商存在一定的价值发现功能;最后,从理论上研究从券商承接业务的角度,丰富了IPO市场的相关文献。

参考文献:

- [1] Teoh S H, Wong T J, Rao G R. Are accruals during initial public offerings opportunistic?[J]. *Review of Accounting Studies*, 1998, 3(1-2): 175 - 208.
- [2] 徐浩萍,陈超. 会计盈余质量、新股定价与长期绩效——来自中国IPO市场发行制度改革后的证据[J]. *管理世界*, 2009(8):25 - 38.
- [3] 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+95.
- [4] 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+96.
- [5] Rock K. Why new issues are underpriced[J]. *Journal of Financial Economics*, 1986, 15(1):187 - 212.
- [6] Welch I. Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings[J]. *Journal of Finance*, 2012, 44(2):421 - 449.
- [7] 江洪波. 基于非有效市场的A股IPO价格行为分析[J]. *金融研究*, 2007(8):90 - 102.
- [8] 刘煜辉,熊鹏. 股权分置、政府管制和中国IPO抑价[J]. *经济研究*, 2005(5):85 - 95.
- [9] 邱冬阳,陈林,孟卫东. 内部控制信息披露与IPO抑价——深圳中小板市场的实证研究[J]. *会计研究*, 2010(10):34 - 39+95.
- [10] 陈胜蓝. 财务会计信息与IPO抑价[J]. *金融研究*, 2010(5):152 - 165.
- [11] 胡丹,冯巧根. 信息环境、审计质量与IPO抑价——以A股市场2009—2011年上市的公司为例[J]. *会计研究*, 2013(2):78 - 85+95.
- [12] 汪昌云,武佳薇. 媒体语气、投资者情绪与IPO定价[J]. *金融研究*, 2015(9):174 - 189.
- [13] 周孝华,赵炜科,刘星. 我国股票发行审批制与核准制下IPO定价效率的比较研究[J]. *管理世界*, 2006(11):13 - 18.
- [14] 陈俊,陈汉文. IPO价格上限管制的激励效应与中介机构的声誉价值——来自我国新股发行市场化改革初期的经验证据(2001 - 2004)[J]. *会计研究*, 2010(12):41 - 48.
- [15] 赵岩,孙文琛. 券商声誉、机构投资者持股与IPO抑价[J]. *经济管理*, 2016(12):112 - 131.
- [16] 黄亮华,谢德仁. 核准制下IPO市场寻租研究——基于发审委员和承销商灰色关联视角[J]. *中国工业经济*, 2016(3):20 - 35.
- [17] 杜兴强,赖少娟,杜颖洁. “发审委”联系、潜规则与IPO市场的资源配置效率[J]. *金融研究*, 2013(3):143 - 156.
- [18] 陈运森,郑登津,李路. 民营企业发审委社会关系、IPO资格与上市后表现[J]. *会计研究*, 2014(2):12 - 19.
- [19] 刘江会. 可信性、价值认证和投资银行声誉机制[J]. *财经研究*, 2007(9):124 - 134+143.
- [20] 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.
- [21] Qigui Liu, Jinghua Tang, Gary Gang Tian. Does political capital create value in the IPO market? Evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2013, 23 (1) 395 - 413.
- [22] Krishnan C N V, Ivanov V I, Singh A K. Venture capital reputation, post-IPO performance, and corporate governance[J]. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 2011, 46(5):1295 - 1333.
- [23] 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.
- [24] 陈文斌. 中国上市公司股权融资决策理论分析及其影响的实证研究[D]. 北京:清华大学, 2005.

[责任编辑:刘 茜]

## Is the “Big-one Alliance” Really the Best? Evidence from the Combination of Underwriter and Enterprise during IPO

JIANG Yahan, LI Xiaohui

(School of Accountancy, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081)

**Abstract:** Based on the data from 2004 to 2016 in Chinese IPO market, we divide the sample into four GROUPs, which are large companies with a large underwriter, large companies with a small underwriter, small companies with a large underwriter, small companies with a small underwriter. We examine the post-IPO performance of these four GROUPs, and figure out whether the “big-one alliance” (large companies with a large underwriter) is really the best. We find that:(1) “big-one alliance” is not the best, but the long term performance is relatively good. (2) the post-IPO performance of small companies with a large underwriter is better than others. (3) The post-IPO performance of large companies with a small underwriter is the worst, and the higher the underwriting fees, the worse the performance, which validates our theory of collusion. Our research contribute in: (1) sending the message to the public that the “big” is not always equal to the “good; (2) finding that the combination of underwriters and firms is an effective signal; (3) confirming that in the Chinese IPO market, the underwriter has a function of finding valued firms.

**Keywords:** IPO review; post-IPO performance; signal transmission; collusion; quality of enterprise; value discovery; reputation