
IPO 补税: 特征、动因与经济后果

魏志华 易杰 李常青 吴育辉*

内容提要 本文以 2002–2014 年在中国沪深 A 股进行 IPO 的上市公司为样本,较为系统地考察了 IPO 公司补税的特征、动因与经济后果。研究发现:近 60% 的 IPO 公司在上市前 3 年存在补税行为,平均补税额约 3400 万元,补税主要发生在 IPO 前 1–2 年。IPO 补税的主要动因并非会计处理不当或补缴因现金流紧张引起的欠税,而是盈余管理调节利润所致。IPO 补税公司上市后经营业绩和市场表现均更佳,说明导致 IPO 补税的盈余管理行为更有可能源于业绩释放而非业绩操纵。研究还发现,IPO 补税公司上市后财务政策更稳健,成长性更高;这些公司“知错即改”,上市后避税水平更低;机构投资者能够识别补税公司质量。总体而言,中国公司 IPO 补税较为普遍,但其实质更有可能是“好”公司释放业绩的信号传递和纠错行为,而不是“坏”公司操纵业绩实现上市的税收代价。

关键词 IPO 补税 盈余管理 经营业绩 市场表现

— 引言

为维护资本市场健康发展和保护投资者利益,中国证券监督管理委员会(下文简

* 魏志华:厦门大学经济学院财政系;易杰:国海证券股份有限公司;李常青、吴育辉(通讯作者):厦门大学管理学院 福建省厦门市思明南路 422 号 361005 电子信箱:finjoy@126.com(魏志华);yijieghzq@163.com(易杰);lichangqing68@126.com(李常青);wuyuhui@xmu.edu.cn(吴育辉)。

作者感谢国家自然科学基金项目(71572165、71672157、71790601)以及福建省自然科学基金项目(2016J01339)对本文的资助。感谢匿名审稿人的建设性意见,当然,文责自负。

称证监会) 对公司申请首次公开发行股票(IPO) 的资质审核历来十分严格。一家公司若想上市, 必须通过层层筛查。其中, 税务合规无疑是证监会判断一家公司是否具备上市资格的重要标准^①。事实上, 税务问题是许多公司在 IPO 过程中的一大障碍, 并已成为 IPO 被否的主因之一(樊其国 2012a)。现实中, 很大一部分公司在上市前或多或少都存在税务方面的瑕疵(王冠和罗超 2011; 闫兴民 2011), 如偷税漏税、拖欠税款、税收处理不规范、税收优惠资格认定有问题以及业绩过于依赖税收优惠等。因此, 为满足相关法律法规对税务合规的要求, 几乎所有 IPO 公司都必须在上市前对税务行为进行规范(陆正华和马颖翩 2010)。由此, 衍生出许多有趣而重要的问题, 其中最引人注目的无疑是 IPO 补税。

2008 年 4 月 9 日, 知名财务专家夏草在个人博客上发布了一篇题为“鱼跃医疗造假上市”的文章, 称江苏省鱼跃医疗设备有限公司 2007 年支付税费额高达 6722 万元, 而前 2 年该数字仅为 670 万元和 577 万元, 两年间税额翻了近 10 倍, 因此该公司存在巨额 IPO 补税以及造假嫌疑^②。自此, IPO 补税现象进入公众视野(闫兴民 2011)。此后, 媒体不时报道关于 IPO 补税的新闻, 引发了各界广泛关注。比如腾讯财经曾以“上市公司深陷补税之苦”为专题报道了 IPO 公司“三大怪象”: 上市前拖延税款一夜需缴清、上市为达门槛利润暴增巨额税款当通行证以及上市后伪高新公司补税频现^③。吴爱粧(2013) 指出, 绝大多数公司上市前平均补税 3000 万, 补税翻倍的公司数量从 2009 年起 4 年内增长了 10 倍。

目前学术界对中国公司 IPO 补税的研究还非常匮乏。仅有的几篇文献大多是对 IPO 补税原因和风险的规范分析(王冠和罗超 2011; 闫兴民 2011; 周书珍 2015) 或案例分析(李春友 2011; 樊其国 2012a、b)。陆正华和马颖翩(2010) 以 63 家中小板上市公司为样本考察了 IPO 补税的影响因素, 是仅有的经验研究。上述文献围绕 IPO 补税做出了有益探索, 但研究方法上过于偏重规范分析而缺乏更具说服力的经验分析, 在研究内容上有待深入。比如中国公司 IPO 补税主要发生在 IPO 进程的哪一年? 什么原因导致了 IPO 补税? IPO 补税是否以及如何影响公司上市后的经营业绩与市场表现? 鉴于 IPO 公司质量高低事关中国资本市场的长远健康发展, 且 IPO 研究也在学

① 中国证监会 IPO 审核中重点关注的税务问题包括: (1) 发行后执行的税种和税率应合法合规; (2) 前 3 年执行的税收优惠政策与国家法规政策不符的, 需要省级税务部门出具确认文件, 发行人应就可能被追缴的风险作重大事项提示; (3) 近 3 年内有无税收方面的违法违规行为, 是否受过税务部门处罚(陈亚民 2008)。

② 资料来源: <http://xiacao.happy.blog.163.com/blog/static/5401675420083923441368>。

③ 详见腾讯财经 2013 年 2 月的股市怪相专题第 36 期(<http://finance.qq.com/z/2013/ggqx/index.htm>)。

术上备受关注,因而对 IPO 补税现象进行深入探索具有重要的理论与现实意义。本文将深入考察中国上市公司在 IPO 过程中补税的特征、动因及经济后果,旨在较为系统地回答上述一系列问题。

本文的研究贡献和意义体现在:第一,丰富了公司税收和 IPO 领域的相关文献。首次围绕 IPO 补税展开较为系统深入的探索,为相关研究提供了新的视角和经验证据。第二,改进了 IPO 补税的衡量方法。研究 IPO 补税的一个重要挑战在于如何测度补税这一难以直接观察的公司行为。相比陆正华和马颖翩(2010)以 IPO 样本期间相邻两年税负水平之差来衡量 IPO 补税的做法,本文借鉴 Dechow 等(1995)与权小锋等(2010)的思路,采用模型估计出公司正常税负率,以公司实际税负率与正常税负率之差来衡量 IPO 补税,更加合理和准确地刻画了 IPO 补税。第三,提供了重要的实践启示。随着 IPO 注册制渐行渐近以及新三板市场的日益发展,中国 IPO 市场越发活跃,证券监管部门也将面临更严峻的挑战。鉴于 IPO 补税现象非常普遍,深刻理解 IPO 补税的特征、动因及经济后果,会为证券监管部门强化 IPO 监管和完善监管制度提供重要借鉴。

本文其余部分安排如下:第二部分为文献综述与研究假设;第三部分为研究设计;第四部分是经验分析;第五部分进行拓展性分析;最后是本文结论与启示。

二 文献综述与研究假设

(一) 文献综述

综观国内外文献,公司 IPO 补税可能是中国资本市场特有的经济现象,因为国外研究鲜有涉及。即使在国内,学术界也很少关注 IPO 过程中的税收问题(陆正华和马颖翩,2010),直接考察 IPO 补税的学术文献并不多见。但与此形成鲜明对比的是,补税在中国公司 IPO 过程中司空见惯。许多公司在上市前为规范税务问题都需进行补税,该成本甚至在上市总成本中占据了较高比重(王冠和罗超,2011)。正因如此,IPO 补税现象引起了一些实务界人士的关注,但在学术界尚缺乏足够重视。

实务界人士通常采用规范分析和案例分析对公司 IPO 补税现象进行探讨,研究主题聚焦于剖析 IPO 补税的主要原因:会计处理不规范(李春友,2011;王冠和罗超,2011;樊其国,2012a);补缴以前年度欠税(樊其国,2012b);利用盈余管理调增利润(闫兴民,2011;周书珍,2015);税务机关稽查或税务征收方式改变、公司所在地方税务机关税收政策与国家法律法规冲突以及国家法律法规规定的税收返还义务等导致补税(王冠和罗超,2011;樊其国,2012a)。进一步,部分文献还对 IPO 补税是否构成

公司上市的实质性障碍进行了分析。李春友(2011)与闫兴民(2011)认为,证券监管部门允许公司为上市进行补税,只要发行人主观上不存在故意偷税和漏税的动机,能合理说明补税原因,并获取税务部门出具的合法纳税意见,IPO补税仍可以通过审核。王冠和罗超(2011)对2009-2010年23家在创业板股票发行审核委员会(下文简称发审委)上会审核的公司材料进行统计发现,补税金额多少并非是决定IPO公司能否通过审核的主要原因,税务本身是否存在问题才是影响公司是否过会的关键因素。

经验研究中,陆正华和马颖翩(2010)以2008年中小板上市的63家公司为样本,检验了IPO补税的影响因素。他们研究发现,公司首发前1年用于支付税费的现金支出大幅增加,存在明显的IPO补税行为;盈余管理空间越充足、经营活动现金流越充裕,补税行为越明显,而税收征收方式与审计质量在一定程度上制约着补税行为的发生。尽管该文首次对IPO补税现象进行了经验分析,但存在一些不足。其一,样本量过小。该文仅考察了2008年上市的63家中小板公司,研究结论可能不具有普适性。其二,对IPO补税的度量有待改进。该文以IPO样本期相邻两年实际支付税费率之差衡量IPO补税程度,实质上假定IPO公司 $t-1$ 年税负水平可作为 t 年正常税负水平的预测值。但上述假定未必成立,因为IPO补税可能贯穿公司的整个上市进程,若 $t-1$ 年已发生补税,则该做法将低估 t 年的补税程度。另一关键问题是,该方法未考虑公司支付税费的变化受诸多因素影响,而这些影响需要剔除。鉴于此,本文采用更广泛的样本和更合理的IPO补税度量方法,基于更全面的视角探索IPO补税的特征、动因与经济后果,为推进理论界与实务界对IPO补税现象的理解提供新的经验证据。

(二) 研究假设

1. IPO补税的特征。在IPO进程中,公司税务是否规范是发审委关注的核心问题之一。然而,大部分公司在上市前都存在不同程度的税收遗留问题(闫兴民,2011),税务规范成了这些公司IPO进程中的难题(陆正华和马颖翩,2010;王冠和罗超,2011)。为实现顺利过会,许多存在税务问题的拟上市公司都需要获得税务主管部门出具的无税收违法证明(李春友,2011;樊其国,2012a、b)。在这种情况下,补税就成为IPO公司规范税务问题的主要方式(王冠和罗超,2011),甚至成为公司上市的一项巨大代价(陆正华和马颖翩,2010)。针对IPO补税的特征,本文侧重于关注公司在IPO当年及前3年的补税趋势。我们认为IPO补税更有可能发生在IPO前1-2年。原因至少包含:第一,证监会要求拟上市公司提供最近3年及1期(下文简称3年1期)的财务报表。为节约上市成本,多数公司往往在IPO前1年或前2年才真正着手准备上市。在会计师事务所、券商等机构的督促和上市辅导下,为了通过发审委的税

收审查,很多公司在上市前 1-2 年才着手规范税务问题并补缴高额税款以求过会(闫兴民,2011)。第二,IPO 补税可能存在“择机”行为或“最优策略”。IPO 公司过早进行补税不仅资金的机会成本较大,而且离上市时间尚远,不确定性风险高,如果公司后续放弃上市或未能通过 IPO 审核,补税将成为沉没成本。当然补税也不宜过迟,否则将拖累 IPO 进度甚至导致 IPO 难以过会。基于以上分析,我们提出本文假设 1。

假设 1:在控制其他条件后,相比 IPO 前 3 年以及 IPO 当年,IPO 前 1 年和前 2 年补税的可能性和补税程度显著更高。

2. IPO 补税的动因。基于中国现实背景和数据可获得性,本文对 IPO 补税的 3 类主要动因进行考察:第一,会计处理不当。上市前很大一部分公司内部控制存在缺陷,财务管理制度执行混乱,会计基础工作薄弱(闫兴民,2011),加之会计准则不断更新,导致许多公司容易发生会计处理不当,从而少缴或漏缴税款。这些公司一旦启动上市程序,就必须规范会计处理,这往往会引发公司会计政策、会计估计变更和差错更正。这些公司在采用追溯调整法和追溯重述法对以前年度利润进行会计处理时,将导致当期实际支付的税费增加,形成 IPO 补税。第二,补缴因现金流紧张引起的欠税。由于税收法律法规执行不到位以及资金周转困难等(孙旭阳和胡恩明,2015),不少公司在上市前存在欠税现象。随着中国法律制度日趋完善和法律执行愈发严格,公司主观恶意欠税现象越来越少,资金周转不灵难以及时缴纳税款成为引发欠税的主要原因^①。鉴于欠税将构成上市的实质性障碍,为获取税务主管机关出具的合法纳税证明,这些公司需在上市前补缴以前年度的欠税(李春友,2011)。第三,利润调节。大量研究表明,IPO 公司普遍存在通过盈余管理向上调节利润的行为(Aharony 等,2000;Kao 等,2009;潘越等,2010;刘烨和吕长江,2015)。因为通过做高利润,IPO 公司可以更好地满足证监会对公司上市的业绩要求,也有助于提高公司发行价格以募集更多资金(潘越等,2010)。IPO 公司在上市前进行利润调节很可能是导致补税的最关键动因,因为 IPO 公司利用盈余管理实现业绩提升的同时,其税负和补税额也将上升(陆正华和马颖翩,2010)。综上,我们提出本文假设 2。

假设 2a:在控制其他条件后,存在会计处理不当的公司 IPO 补税可能性和补税程度显著更高。

假设 2b:在控制其他条件后,上年现金流紧张的公司 IPO 补税可能性和补税程度

^① 一个典型例子是,创业板上市公司金亚科技曾因经营资金紧张被迫延期缴纳部分增值税和所得税,直到上市时才补缴欠税 3000 余万元,缴纳滞纳金 300 余万元(王冠和罗超,2011)。

显著更高。

假设 2c: 在控制其他条件后, 盈余管理水平更高的公司 IPO 补税可能性和补税程度显著更高。

3. IPO 补税的经济后果。理论上, 会计处理不当或因现金流紧张引起欠税导致 IPO 补税, 可能并不会直接影响公司上市后的经营业绩和市场表现。一方面, 会计处理不当更多反映了 IPO 公司内部控制薄弱的问题(闫兴民 2011)。随着 IPO 的推进, 上市辅导机构将协助公司建立健全内部控制和财务会计制度, 因此上市过程有助于解决 IPO 公司上市之前的内部缺陷。另一方面, 许多公司上市前均面临融资约束困境, 但这些公司在上市成功后将获得大量资金, 因而上市之前资金紧张的问题将迎刃而解(Kim, 1999)。可见, 导致 IPO 补税的会计不规范问题和现金流紧张引起的欠税问题往往能够在公司 IPO 进程中妥善解决, 因而这两类 IPO 补税动因可能并不会对公司未来发展产生重要影响。

相比而言, 盈余管理调节利润引发的 IPO 补税将对公司上市后的经营业绩和市场表现产生不可忽视的影响。我们认为 IPO 补税可能产生两种不同的经济后果, 相应提出两个竞争性假说。其一, 业绩操纵假说。该假说主要基于机会主义的视角研究盈余管理(Teoh 等, 1998b), 认为 IPO 公司有强烈的动机操纵业绩以实现上市融资。由于盈余管理并不能实质上增加公司盈利, 只会改变盈利在不同会计期间的分布(魏明海 2000), 因而大量研究发现在操纵业绩实现上市后, IPO 公司未来业绩往往会大幅反转(Aharony 等 2000; Kao 等 2009), 市场表现长期走弱(Teoh 等, 1998a、b; Kao 等, 2009)。所以, 如果 IPO 补税是源于业绩操纵的盈余管理行为, 那么补税实际上揭示出 IPO 公司很可能是一家“坏”公司, 其未来的经营业绩与市场表现将更差。其二, 业绩释放假说。该假说主要基于信息观的视角研究盈余管理(Chaney 和 Lewis, 1995; Fan 2007), 认为拥有相对信息优势的 IPO 公司管理者可以通过盈余管理向外界传递有价值的信号以区别其他公司^①。现实中很多公司上市前都有动机隐藏收入以图避税(陆正华和马颖翩 2010; 闫兴民 2011; 樊其国 2012a)。这些公司在 IPO 进程中可以通过盈余管理释放真实业绩从而纠正之前的避税行为, 这虽然增加了上市成本(如补税), 但能够起到向投资者传递信号的作用。因此, 如果公司 IPO 补税是源于业绩释放, 那么补税实际上揭示出该 IPO 公司更有可能是一家“好”公司, 其未来的经营业绩与市场表现将更佳。综上, 为验证 IPO 补税究竟源于业绩操纵还是业绩释放以及具

^① Fan(2007) 认为 IPO 公司的盈余管理有真实经济成本(IPO 补税属于其中一种成本), 但它可以有效阻止低质量发行人的模仿。

有何种经济后果 我们提出如下两个竞争性假设。

假设 3a: 在控制其他条件后, IPO 补税可能性和补税程度与公司上市后的经营业绩和市场表现显著负相关。

假设 3b: 在控制其他条件后, IPO 补税可能性和补税程度与公司上市后的经营业绩和市场表现显著正相关。

三 研究设计

(一) 样本选取与数据来源

由于本文需要使用上市公司 IPO 当年及前 3 年的现金流量表数据, 但中国 1998 年颁布《企业会计准则——现金流量表》之后才要求上市公司公布现金流量表, 甚至 2001 年上市公司数据仍有大量缺失, 故本文选取 2002–2014 年在沪深两市上市的所有 A 股 IPO 公司作为初始研究样本^①。同时, 剔除金融和保险行业样本以及上市当年及前 3 年财务数据不全的样本。此外, 为控制极端值对研究结论的影响, 本文对连续变量 1% 以下和 99% 以上分位数进行缩尾处理。最终我们获得 1232 家上市公司 IPO 当年及前 3 年共连续 4 年的 4884 个样本^②。本文使用的公司财务数据来自国泰安 (CSMAR) 数据库, 市场收益率数据来自万德 (Wind) 金融终端系统。

(二) 变量定义

1. IPO 补税。借鉴 Dechow 等 (1995) 计算盈余管理程度以及权小锋等 (2010) 测度非正常高管薪酬的思路, 本文以 IPO 公司上市当年及前 3 年的超额税负率来衡量 IPO 补税, 设置了是否 IPO 补税 ($Sfbs$ 、 $Sfbs_{av}$) 以及补税程度 ($Degree$ 、 $Degree_{av}$) 两类代理变量。具体步骤如下: 第一, 以 IPO 公司上市当年的已上市公司 (不包括 IPO 公司) 为样本, 以公司实际税负率 (TAX_NCF , 支付的各项税费/营业收入) 为被解释变量 (陆正华和马颖翩 2010)^③, 以公司规模 ($SIZE$)、财务杠杆 (LEV)、盈利能力 (ROA)、固定资产密集度 ($CAPINT$)、存货密集度 ($INVINT$) 以及所得税适用税率 ($RATE$, IPO 公司适用的所得税法定税率) 等已有文献认为可能影响公司税负水平的因素作为解释变量 (吴

^① 本文还需要使用 IPO 公司上市后 12、24 和 36 个月的市场收益率数据。为保留更多的研究样本, 我们并未删除 2014 年上市的公司, 因为这些公司至少有上市后 24 个月的市场收益率数据可用。

^② IPO 公司上市后 3 年的公司及样本数在各回归中稍有差异, 详见描述性统计及回归分析相关表格。

^③ IPO 补税涉及的税种繁杂, 如企业所得税、营业税、增值税、土地增值税、契税以及其他附加税等 (王冠和罗超 2011)。与陆正华和马颖翩 (2010) 的研究一致, 本文聚焦于研究 IPO 公司总体补税而非某一税种补税的情况。

联生 2009; 刘行和叶康涛 2014; 刘骏和刘峰 2014) ,分年度和分行业回归模型(1) 。第二,以 IPO 公司为样本,将模型(1) 回归得到的各解释变量回归系数以及 IPO 公司的相应变量数据分年度和分行业代入模型(2) ,计算 IPO 公司的正常税负率($NTAX_NCF$) 。第三,使用模型(3) ,以 IPO 公司实际税负率(TAX_NCF) 减去正常税负率($NTAX_NCF$) 得到 IPO 公司上市当年及前 3 年每年的补税程度($Degree$) 以及这 4 年的平均补税程度($Degree_{av}$) 。其值越大说明 IPO 补税越严重,对于非补税公司其补税程度取 0。进一步,我们还设置了是否 IPO 补税($Sfbs$ 、 $Sfbs_{av}$) 的虚拟变量。

$$TAX_NCF_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_{it} + \alpha_2 LEV_{it} + \alpha_3 ROA_{it} + \alpha_4 CAPINT_{it} + \alpha_5 INVINT_{it} + \alpha_6 RATE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$NTAX_NCF_{it} = \hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 SIZE_{it} + \hat{\alpha}_2 LEV_{it} + \hat{\alpha}_3 ROA_{it} + \hat{\alpha}_4 CAPINT_{it} + \hat{\alpha}_5 INVINT_{it} + \hat{\alpha}_6 RATE_{it} \quad (2)$$

$$Degree_{it} = TAX_NCF_{it} - NTAX_NCF_{it} \quad (3)$$

2. IPO 进程年度。为考察公司在 IPO 进程(IPO 当年及前 3 年) 中的补税特征,我们设置了年份虚拟变量 $Year$,取值详见表 1。

3. 会计处理不当。由于 IPO 公司上市前的会计处理不当信息难以获取,本文采用两个代理变量间接衡量。其一,财务违规。理论上会计处理不当可能引发财务违规。由于公司财务会计制度和内部控制的完善往往需要一定时日,如果 IPO 公司上市前曾经出现会计处理不当,那么在其上市后短期内也容易出现类似问题。因此我们以 IPO 公司在上市后 3 年内是否发生财务违规(FV) 来反映公司上市前是否更有可能出现会计处理不当问题。其中,财务违规包括虚构利润、虚列资产、欺诈上市或一般会计处理不当等 4 类,数据来自 CSMAR 数据库^①。其二,新《企业会计准则》(下文简称新准则) 的实施。2006 年 2 月 15 日,财政部颁布了新准则,要求自 2007 年 1 月 1 日起在上市公司范围内全面实施,并鼓励其他企业施行。新准则推出后,IPO 公司为实现顺利上市很可能会提前采用新准则编制、调整财务报表。由于对新准则的理解和熟练运用需要时间,这可能导致 IPO 公司在使用新准则初期发生会计处理不当。为此,我们设置了一个虚拟变量 NAS 进行测度。当 IPO 公司是 2007 - 2009 年首发上市时,其对应的 3 年 1 期财务报表包含了新准则实施初期的 2006 年,更有可能出现会计处理不当问题,此时 NAS 取 1,否则取 0。

^① CSMAR 数据库“违规处理”子库中列出的违规类型有 16 种。因为上述 4 种违规行为与公司财务问题最相关,所以我们将发生这 4 种违规行为中至少 1 种的公司界定为财务违规公司。

4. 公司现金流状况。为考察 IPO 补税是否由往年公司现金流紧张引起欠税所致, 本文采用上年度经营活动现金流量净额与总资产的比率来衡量公司现金流状况(CFO)。

5. 盈余管理水平。与 Dechow 等(1995) 的研究一致, 我们运用目前学术界广泛使用的修正后 Jones 模型分年度和分行业回归得到操控性应计利润水平(DA), 以衡量 IPO 公司盈余管理程度^①。DA 值越大, 说明 IPO 公司正向盈余管理的程度越严重。

6. 经营业绩。本文基于横向对比(业绩水平) 和纵向对比(业绩变动、业绩变脸) 多个视角全面考察 IPO 补税对 IPO 公司经营业绩的影响。其一, 业绩水平。我们以盈利能力, 即公司上市后 3 年平均总资产收益率(ROA) 来衡量 IPO 公司上市后的整体业绩情况。其二, 业绩变动。借鉴 Teoh 等(1998b) 与蔡庆丰和刘锦(2014) 的研究, 我们以公司上市后 3 年与上市前 3 年 ROA 均值之差(ΔROA) 来衡量 IPO 公司上市前后的业绩变动。其三, 业绩变脸。借鉴逯东等(2015) 的研究, 我们设置了 IPO 公司业绩变脸的虚拟变量(DumROA)。若公司上市后 3 年 ROA 均值相比上市前 3 年下降 10% 以上, 则认为 IPO 公司发生了业绩变脸, DumROA 取 1, 否则取 0。

7. 市场表现。已有文献通常采用长期超额收益来衡量 IPO 公司上市后的市场表现(Teoh 等, 1998a、b; Kao 等 2009), 并使用购买并持有超额收益率(BHAR) 和累积超额收益率(CAR) 作为衡量指标。本文选取 BHAR 作为主要衡量指标, 使用 CAR 进行稳健性检验。对于 BHAR 我们以公司上市后第一个月为起点, 分别计算公司上市后 12、24 和 36 个月的 BHAR, 即 $BHAR_{12}$ 、 $BHAR_{24}$ 和 $BHAR_{36}$ 。计算公式如下:

$$BHAR_{it} = \prod_{t=1}^T (1 + r_{it}) - \prod_{t=1}^T (1 + r_{mt}) \quad (4)$$

其中 r_{it} 为 IPO 公司上市后考虑现金红利再投资的个股月回报率, r_{mt} 为考虑现金红利再投资的等权平均市场月回报率。

8. 控制变量。在研究 IPO 补税特征及动因时, 本文借鉴吴联生(2009) 与叶康涛和刘行(2011) 的研究, 使用的控制变量包括公司规模(SIZE)、财务杠杆(LEV)、盈利能力(ROA)、公司年龄(AGE)、固定资产密集度(CAPINT)、存货密集度(INVINT)、审计质量(AUDIT)、承销商声誉(UW)、是否创业板上市(CYB)、税收征管强度(TE) 以及年份和行业虚拟变量。在研究 IPO 补税对公司上市后经营业绩与市场表现的影响时, 借鉴 Teoh 等(1998a) 与孙建华(2015) 的研究, 我们选择的控制变量包括 IPO 公司上

^① 本文侧重考察 IPO 公司应计盈余管理而非真实盈余管理对公司补税的影响。原因在于, 生产操控、销售操控以及费用操控 3 类常见的真实盈余管理行为对 IPO 补税具有何种影响缺乏一致的理论预期。在稳健性检验中, 我们进一步控制了真实盈余管理对 IPO 补税的影响, 研究结论保持一致。

IPO 补税: 特征、动因与经济后果

市前 1 年的盈余管理水平、公司规模、财务杠杆、盈利能力、成长性 (*GROWTH*)、公司年龄、审计质量、承销商声誉以及年份和行业虚拟变量。本文主要变量的定义见表 1。

| 表 1 | | 主要变量定义一览表 |
|------------|---|---|
| 变量名称 | 变量符号 | 变量描述 |
| 是否 IPO 补税 | $Sfbs(Sfbs_{av})$ | 若 IPO 公司当年(当年或上市前 3 年任意 1 年)的补税程度大于 0, $Sfbs(Sfbs_{av})$ 取 1, 否则取 0 |
| IPO 补税程度 | $Degree(Degree_{av})$ | IPO 公司当年(当年及前 3 年)的超额税负率(平均超额税负率) |
| IPO 进程年度 | $Year_0(Year_{-1}, Year_{-2}, Year_{-1-2})$ | 若 IPO 公司处于 IPO 当年(前 1 年、前 2 年、前 1 年或前 2 年)时, $Year_0(Year_{-1}, Year_{-2}, Year_{-1-2})$ 取 1, 否则取 0 |
| 会计处理不当 | FV NAS | 若 IPO 公司上市后 3 年内发生财务违规, FV 取 1, 否则取 0 若 IPO 公司在 2007-2009 年上市, NAS 取 1, 否则取 0 |
| 公司现金流状况 | CFO | 上年度经营活动现金流量净额/总资产 |
| 盈余管理水平 | DA | 采用修正的 Jones 模型分年度和分行业回归估算得到的残差 |
| 业绩水平 | ROA_{av} | IPO 公司上市后 3 年总资产收益率(ROA)均值 |
| 业绩变动 | ΔROA | IPO 公司上市后 3 年 ROA 均值-上市前 3 年 ROA 均值 |
| 是否业绩变脸 | $DumROA$ | 若 $\Delta ROA < -10\%$, $DumROA$ 取 1, 否则取 0 |
| 购买并持有超额收益率 | $BHAR_{12}$ ($BHAR_{24}, BHAR_{36}$) | 购买 IPO 公司股票并持有 12(24, 36) 个月取得的投资收益率 |
| 公司规模 | $SIZE$ | 总资产的自然对数 |
| 财务杠杆 | LEV | 负债总额/总资产 |
| 盈利能力 | ROA | 净利润/总资产 |
| 公司年龄 | AGE | 公司会计年度减去成立年度的差额再取自然对数 |
| 固定资产密集度 | $CAPINT$ | 固定资产净额/总资产 |
| 存货密集度 | $INVINT$ | 存货净额/总资产 |
| 审计质量 | $AUDIT$ | 若 IPO 公司由国内前 10 大会计师事务所审计, $AUDIT$ 取 1, 否则取 0, 排名来自中国注册会计师协会网站(http://www.cicpa.org.cn) |
| 承销商声誉 | UW | 若 IPO 公司由国内前 10 大承销商承销, UW 取 1, 否则取 0, 排名来自中国证劵业协会网站(http://www.sac.net.cn) |
| 是否创业板上市 | CYB | 若 IPO 公司在创业板上市, CYB 取 1, 否则取 0 |
| 税收征管强度 | TE | 各地区实际税收收入与预期可获得的税收收入之比 |
| 成长性 | $GROWTH$ | (当年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入 |

(三) 经验分析模型

为检验本文的系列假设,我们构建了如下经验分析模型。当被解释变量是虚拟变量时,采用普通 Logit 模型回归;当被解释变量是连续变量时,采用普通最小二乘 (OLS) 模型回归。

$$IPOtax = \beta_0 + \beta_1 Year_0 + \beta_2 Year_{-1} + \beta_3 Year_{-2} + \sum \beta_i CV + \varepsilon \quad (5)$$

$$IPOtax = \beta_0 + \beta_1 Year_{-1-2} + \sum \beta_i CV + \varepsilon \quad (6)$$

$$IPOtax = \beta_0 + \beta_1 Motivation + \sum \beta_i CV + \varepsilon \quad (7)$$

$$Performance = \beta_0 + \beta_1 IPOtax_{av} + \sum \beta_i CV + \varepsilon \quad (8)$$

其中,被解释变量 $IPOtax$ 代表 IPO 公司在上市进程中的某一年度是否补税以及补税程度 ($Sfbs$ 、 $Degree$), $Performance$ 代表 IPO 公司经营业绩与业绩变化 (ROA_{av} 、 ΔROA 、 $DumROA$) 以及上市后的市场表现 ($BHAR_{12}$ 、 $BHAR_{24}$ 、 $BHAR_{36}$); 解释变量为 IPO 进程的各个年度 ($Year_0$ 、 $Year_{-1}$ 、 $Year_{-2}$ 、 $Year_{-1-2}$), $Motivation$ 代表会计处理不当 (FV 、 NAS)、上年度公司现金流状况 (CFO)、盈余管理水平 (DA) 等 3 类补税动因, $IPOtax_{av}$ 代表 IPO 公司上市当年及前 3 年的平均补税情况 ($Sfbs_{av}$ 、 $Degree_{av}$); CV 代表控制变量; ε 代表残差项。

在模型设定上,模型 (5) 和 (6) 用于检验假设 1,若 $Year_{-1}$ 、 $Year_{-2}$ 及 $Year_{-1-2}$ 的回归系数显著为正,则说明 IPO 前 1 年、前 2 年要比其他年度的补税可能性和补税程度更高,即支持假设 1。模型 (7) 用于检验假设 2,若 FV 、 NAS 及 DA 的回归系数显著为正, CFO 的回归系数显著为负,则说明会计处理不当、之前年度现金流紧张引起的欠税以及盈余管理会导致 IPO 补税,即假设 2a、b 及 c 得到支持。模型 (8) 用于检验假设 3,若 ROA_{av} 、 ΔROA 、 $BHAR$ 作为被解释变量时, $Sfbs_{av}$ 和 $Degree_{av}$ 的回归系数显著为负;而且 $DumROA$ 作为被解释变量时, $Sfbs_{av}$ 和 $Degree_{av}$ 的回归系数显著为正,则说明 IPO 补税公司在上市后经营业绩与市场表现明显更差,即假设 3a 得到支持;反之,假设 3b 得到支持。

四 经验分析

(一) 主要变量描述性统计与分析

表 2 的描述性统计结果显示,约有 44.32% 的样本年度观察值在 IPO 当年及前 3 年存在补税现象,而在这 4 年中任意 1 年有补税现象的公司占比达到 63.39%,这说明中国公司 IPO 补税较为普遍;全样本年度观察值的补税税负率均值为 1.75%,在公

司层面 4 年平均补税税负率也基本相同,为 1.78%。在绩效指标方面,IPO 公司上市后 3 年总资产收益率均值为 5.29%;业绩变动均值和中位数都明显小于 0,这说明 IPO 公司上市后出现了较大的业绩反转;32.37% 的 IPO 公司上市后发生业绩变脸,显示 IPO 公司业绩变脸现象非常普遍。此外,从市场表现看,IPO 公司存在明显的长期弱势现象,IPO 公司上市后 12、24 及 36 个月的购买并持有超额收益率均值都在 -13% 至 -7% 左右,中位数更低,约在 -25% 至 -15% 之间。

表 2 主要变量描述性统计

| 变量 | 均值 | 中位数 | 最小值 | 最大值 | 标准差 | 样本数 |
|--|---------|---------|---------|--------|--------|------|
| <i>Sfbs</i> | 0.4432 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000 | 0.4968 | 4928 |
| <i>Sfbs_{av}</i> | 0.6339 | 1.0000 | 0.0000 | 1.0000 | 0.4819 | 1232 |
| <i>Degree</i> | 0.0175 | 0.0000 | 0.0000 | 0.1318 | 0.0290 | 4928 |
| <i>Degree_{av}</i> | 0.0178 | 0.0061 | 0.0000 | 0.1002 | 0.0245 | 1232 |
| <i>Year₀/Year₋₁/</i> | | | | | | |
| <i>Year₋₂</i> | 0.2500 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000 | 0.4331 | 4928 |
| <i>Year₋₁₋₂</i> | 0.5000 | 0.500 | 0.0000 | 1.0000 | 0.5001 | 4928 |
| <i>FV</i> | 0.1028 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000 | 0.3037 | 4436 |
| <i>NAS</i> | 0.2265 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000 | 0.4186 | 4928 |
| <i>CFO</i> | 0.1216 | 0.1124 | -0.1350 | 0.4091 | 0.1029 | 3696 |
| <i>DA</i> | 0.0590 | 0.0423 | -0.2823 | 0.5122 | 0.1395 | 3696 |
| <i>ROA_{av}</i> | 0.0529 | 0.0506 | -0.0445 | 0.1619 | 0.0371 | 1092 |
| ΔROA | -0.0818 | -0.0705 | -0.2849 | 0.0274 | 0.0646 | 1109 |
| <i>DumROA</i> | 0.3237 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000 | 0.4681 | 1109 |
| <i>BHAR₁₂</i> | -0.1296 | -0.1461 | -1.7665 | 1.7804 | 0.5019 | 1232 |
| <i>BHAR₂₄</i> | -0.0739 | -0.1946 | -1.1506 | 2.5241 | 0.5911 | 1171 |
| <i>BHAR₃₆</i> | -0.0958 | -0.2501 | -1.7665 | 2.6342 | 0.8998 | 1109 |

我们进一步对 IPO 补税特征进行统计分析。图 1 显示在整个 IPO 进程中,无论是补税公司占比还是补税程度均呈先上升后下降的趋势,其中 IPO 前 1 年和前 2 年补税最明显,与假设 1 预期一致。具体而言,在所有 IPO 公司中,上市前 3 年及当年存在补税的公司占比分别为 40.26%、44.97%、46.92% 和 45.13%,而上市前 3 年任意 1 年存在补税的公司占比高达 59.66%,上市前 3 年每年都补税的公司也有 28.17%,这再次说明 IPO 补税现象非常普遍。从补税程度来看,上市前 3 年及当年的补税税负率分别为 1.57%、1.84%、1.91% 和 1.69%,估算的平均补税额分别为 812.09 万元、

1025.55 万元、1584.91 万元和 1573.77 万元。因此,仅以上市前 3 年看^①,IPO 公司补税总额平均约为 3400 万元,接近吴爱粧(2013)认为的公司上市前平均补税 3000 万的观点。以全样本 IPO 公司平均融资额 5.48 亿元来计算,补税成本约占融资额的 6.25%,尚不算太高,但显然也不低。

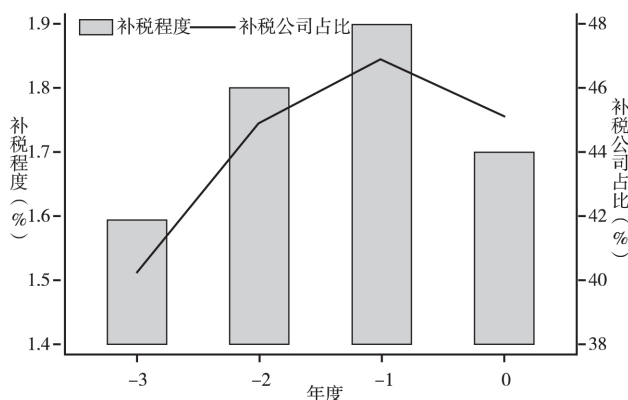


图1 IPO 补税公司占比及补税程度

图2统计了IPO公司上市前后的经营业绩情况。从全样本看,IPO公司上市后业绩明显下滑,上市前3年ROA均值为13.42%,但上市后3年该数值减少至5.35%,这同Aharony等(2000)与Kao等(2009)的发现类似。进一步,我们考察IPO补税公司($Sfbs_{ar}$)与非补税公司的经营业绩差异。从业绩水平看,IPO补税公司上市前后的ROA均高于非补税公司;从业绩变动看,IPO补税公司上市后3年ROA均值下降幅度为58.69%,非补税公司下降了63.05%,虽然两者业绩均大幅下滑,但前者小于后者。因此,从上市前后经营业绩以及业绩变动看,IPO补税公司均优于非补税公司。

图3显示了IPO公司上市3年内购买并持有超额收益率的情况。从全样本看,购买并持有IPO公司股票3年的超额收益率为-9.58%,这印证了在中国同样存在IPO长期弱势现象(Teoh等,1998a、b;Kao等,2009)。值得注意的是,IPO补税公司与非补税公司的市场表现差异非常明显,从上市后第1个月起直到上市后36个月,前者的市

^① 考虑上市前3年而未包括上市当年补税额的原因包含:第一,该统计口径与吴爱粧(2013)相同,便于比较。第二,该统计口径更符合现实。事实上,采用超额税负率衡量IPO补税能够计算得到IPO公司任意年度的补税数额。但IPO公司上市前的超额税负率更有可能属于IPO补税,而上市当年及随后年度的超额税负率可能与IPO补税无关。因此,仅考虑上市前3年的补税情况更为准确。

场表现均大幅优于后者。以 $BHAR_{36}$ 为例,前者甚至出现了略为正的超额收益率 (0.09%) ,而后者为 $-25.96%$ 。总之,从 IPO 公司上市前后经营业绩与上市后市场表现来判断,IPO 补税公司均优于非补税公司,这初步支持了假设 3b。

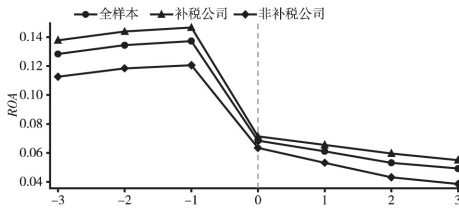


图2 IPO 公司上市前后的业绩变化

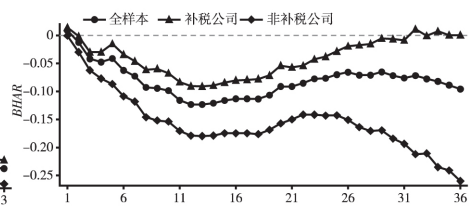


图3 IPO 公司上市后 36 个月内购买并持有超额收益率

(二) 多元回归分析

1. IPO 补税特征。表 3 对 IPO 补税的特征进行了经验分析。表 3A 部分显示,无论以是否 IPO 补税还是补税程度作为被解释变量,IPO 前 1 年和前 2 年 ($Year_{-1}$ 、 $Year_{-2}$) 的

表 3 IPO 补税特征

| | A: 补税年份 | | | | B: 二次项回归 | |
|-------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------|
| | <i>Sfbs</i> | <i>Degree</i> | <i>Sfbs</i> | <i>Degree</i> | <i>Sfbs</i> | <i>Degree</i> |
| $Year_0$ | -0.2489* (-1.82) | -0.0041 (-1.57) | | | | |
| $Year_{-1}$ | 0.1748** (2.32) | 0.0023* (1.71) | | | | |
| $Year_{-2}$ | 0.1841*** (4.11) | 0.0023*** (2.93) | | | | |
| $Year_{-1-2}$ | | | 0.2509*** (5.59) | 0.0034*** (5.02) | | |
| X_t | | | | | -0.5082*** (-3.78) | -0.0073*** (-3.98) |
| X_t^2 | | | | | -0.1463*** (-4.65) | -0.0021*** (-4.90) |
| 样本数 | 4884 | 4884 | 4884 | 4884 | 4884 | 4884 |
| 伪 R^2 /调整 R^2 | 0.0675 | 0.0937 | 0.0671 | 0.0932 | 0.0674 | 0.0937 |

说明: *、**和 ***分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平;括号内值为 t 值或 z 值,标准误经省份层面聚类调整;限于篇幅,未报告截距项、相关控制变量、年份与行业虚拟变量,备索。下表同。

回归系数都至少在 10% 水平上显著为正; 而若将 IPO 前 2 年 ($Year_{-1,-2}$) 看成一个整体, 其回归系数在 1% 水平上显著为正。这说明 IPO 前 1 年和前 2 年的补税可能性以及补税程度确实显著更高, 印证了图 1 的发现, 支持假设 1。换言之, 公司在上市进程中进行 IPO 补税确实可能存在择机行为或最优策略。综合权衡补税成本以及 IPO 过会对税务规范的要求, IPO 补税并非平均分布, 而是更集中于上市前 1-2 年 (闫兴民 2011)。为进一步验证上述观点, 我们还构建了一个二次项回归模型。在表 3B 部分, X_i 代表 IPO 进程年度, 若公司处于 IPO 当年、前 1 年、前 2 年和前 3 年, 则 X_i 分别取值为 0、-1、-2、-3。我们用 X_i 及其平方项对 IPO 补税进行回归。结果显示, X_i 的平方项均在 1% 水平上显著为负, 这说明 IPO 进程年度与 IPO 补税之间存在倒 U 型关系。根据这两个模型的回归结果可知, 当 X_i 取值约为 -1.74 时, 公司 IPO 补税可能性和补税程度最高。这再次印证假设 1, 即公司处于 IPO 前 1 年和前 2 年时更有可能进行补税且补税程度更高。

2. IPO 补税动因。表 4 对 IPO 补税的动因进行了经验检验。表 4A 部分显示, 无论是否 IPO 补税还是补税程度看, 会计处理不当 (FV 和 NAS) 的回归系数都不显著为正。这说明尽管许多 IPO 公司上市前或多或少存在会计处理不当问题, 但这并不是引发 IPO 补税的重要原因, 假设 2a 未得到经验支持。类似地, 表 4B 部分显示, 上年度经营性净现金流比率 (CFO) 的回归系数均不显著。这表明之前年度现金流紧张引起的欠税同样不是引发 IPO 补税的关键因素, 即假设 2b 也没有得到经验支持。这或许是因为欠税毕竟不合法, 对 IPO 公司声誉以及未来 IPO 过会的负面影响远大于欠税带

表 4 IPO 补税动因

| | A: 会计处理不当 | | | | B: 现金流紧张 | | C: 盈余管理 | |
|--------------------|--------------------|----------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|--------------------|---------------------|
| | <i>Sfbs</i> | <i>Degree</i> | <i>Sfbs</i> | <i>Degree</i> | <i>Sfbs</i> | <i>Degree</i> | <i>Sfbs</i> | <i>Degree</i> |
| <i>FV</i> | -0.1718 (-1.29) | -0.0049** (-2.65) | | | | | | |
| <i>NAS</i> | | | 0.0912 (0.71) | 0.0006 (0.35) | | | | |
| <i>CFO</i> | | | | | 0.2354 (0.95) | 0.0065 (1.19) | | |
| <i>DA</i> | | | | | | | 0.6103** (2.48) | 0.0093*** (2.93) |
| 样本数 | 4392 | 4392 | 4884 | 4884 | 3672 | 3672 | 3672 | 3672 |
| 伪 R^2 / 调整 R^2 | 0.0698 | 0.1043 | 0.0655 | 0.0909 | 0.0718 | 0.1101 | 0.0727 | 0.1114 |

来的好处。所以,即使资金紧张,IPO 公司也不愿意欠税,故不会导致随后的补税。表 4C 部分显示盈余管理水平(DA)至少在 5% 水平上对 IPO 补税具有显著正向影响,这表明利润调节才是导致 IPO 补税的主要动因。为实现上市融资,IPO 公司亟须做高利润冲业绩,无论是释放之前隐藏的业绩还是虚增业绩,盈余管理行为最终都将反映为公司收入和利润的提高,进而使税负增加,并由此导致 IPO 补税。上述结果与陆正华和马颖翩(2010)的研究结论一致,假设 2c 得到经验支持。

3. IPO 补税的经济后果。(1) IPO 补税与公司上市后经营业绩。表 5 基于经营业绩视角考察 IPO 补税的经济后果。表 5A 和 B 部分显示,在控制盈余管理水平等诸多影响因素之后,是否 IPO 补税和补税程度都在 1% 水平上与业绩水平(ROA_{it})和业绩变动(ΔROA)显著正相关。这说明相比其他 IPO 公司,IPO 补税以及补税程度更高的公司在上市后业绩更好、业绩下滑幅度更低。类似地,表 5C 部分显示,是否 IPO 补税在 5% 水平上与业绩变脸($DumROA$)显著负相关,而补税程度的回归系数也为负,虽不显著,但处于临界显著水平(p 值为 10.6%)。即 IPO 补税公司在上市后更不可能发生业绩变脸现象。可见,表 5 的回归结果印证了图 2 的发现,即 IPO 补税公司在上市后经营业绩更佳,假设 3b 得到支持。

(2) IPO 补税与公司上市后市场表现。表 6 基于市场表现的视角考察了 IPO 补税的经济后果。表 6 显示,在控制盈余管理水平等诸多影响因素后,从 IPO 公司上市后 12、24、36 个月的购买并持有超额收益率看,是否 IPO 补税和补税程度的回归系数均至少在 10% 水平上显著为正。这说明与其他 IPO 公司相比,IPO 补税以及补税程度更高的公司在上市后市场表现更佳。该结果不仅印证了图 3 的发现,也从市场绩效视角为假设 3b 提供了进一步的证据。

表 5 IPO 补税与公司上市后经营业绩

| | A: 业绩水平 | | B: 业绩变动 | | C: 业绩变脸 | |
|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|--------------------|
| | ROA_{it} | ROA_{it} | ΔROA | ΔROA | $DumROA$ | $DumROA$ |
| $Sfbs_{it}$ | 0.0103*** (5.53) | | 0.0110*** (3.79) | | -0.4161** (-2.35) | |
| $Degree_{it}$ | | 0.2069*** (4.70) | | 0.1857*** (3.10) | | -6.2329 (-1.61) |
| 样本数 | 1102 | 1102 | 1102 | 1102 | 1089 | 1089 |
| 伪 R^2 / 调整 R^2 | 0.2470 | 0.2467 | 0.5445 | 0.5427 | 0.3826 | 0.3813 |

综上所述,我们认为,IPO 补税公司更有可能是好公司,因为它们上市后相比非补税公司具有显著更好的经营业绩与市场表现。同时,这一结果也支持 IPO 补税的业绩释

放假说,即引起 IPO 补税的盈余管理行为更有可能是好公司释放业绩的信号传递和纠错行为,而不是坏公司操纵业绩实现上市的税收代价,因为后者将导致公司上市后经营业绩和市场表现更差。此外,尽管大量学者围绕 IPO 公司长期业绩与市场表现弱势的影响因素进行了探索(Ritter 和 Welch 2002),但几乎都忽视了 IPO 公司税收问题可能产生的影响。本文的发现还意味着在控制其他影响因素后,IPO 补税仍然是影响 IPO 公司上市后财务与市场绩效的重要因素。这为已有 IPO 相关研究提供了一个新视角。

表 6 IPO 补税与公司上市后市场表现

| | A: 上市后 12 个月 | | B: 上市后 24 个月 | | C: 上市后 36 个月 | |
|-------------------|-------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|-------------------------------|---------------------------------|--------------------------------|
| | $BHAR_{12}$ | $BHAR_{12}$ | $BHAR_{24}$ | $BHAR_{24}$ | $BHAR_{36}$ | $BHAR_{36}$ |
| $Sfbs_{av}$ | 0.0559 [*] (1.83) | | 0.0694 ^{**} (2.55) | | 0.1665 ^{***} (2.89) | |
| $Degree_{av}$ | | 0.9961 [*] (1.74) | | 1.4593 [*] (2.01) | | 1.9980 ^{**} (2.14) |
| 样本数 | 1225 | 1225 | 1164 | 1164 | 1102 | 1102 |
| 调整 R ² | 0.2168 | 0.2162 | 0.1746 | 0.1749 | 0.2404 | 0.2358 |

(三) 稳健性检验^①

1. IPO 补税期间的选择。考虑到 IPO 补税主要发生在上市前 3 年,我们删除了 IPO 当年的样本,重新检验前文所有假设,研究结论基本一致。

2. 关键代理变量的衡量。第一,IPO 补税的衡量。首先,我们借鉴刘骏和刘峰(2014)的研究,在计算公司实际税负率时将税费返还从支付的各项税费中剔除,重新构建 IPO 补税相关变量。其次,我们以 IPO 前 1 年是否 IPO 补税($Sfbs_{-1}$)以及补税程度($Degree_{-1}$)分别替代前文的 $Sfbs_{av}$ 和 $Degree_{av}$,重复假设 3 的检验。最后,我们采用倾向得分匹配(P propensity Score Matching,PSM)方法先匹配出与 IPO 公司特征相近的已上市公司样本,并以该配对样本重新估计 IPO 公司正常税负率,进而重新计算 IPO 补税的相关变量。第二,会计处理不当的衡量。我们采用 IPO 公司上市后审计意见($Opinion$),当 IPO 公司上市后 3 年内至少有 1 年被出具非标准无保留审计意见时, $Opinion$ 取 1,否则取 0)来衡量 IPO 公司上市前可能存在的会计处理不当。第三,公司经营业绩与市场表现的衡量。我们还采用 IPO 公司上市后 3 年销售净利率均值(ROS_{av})、上

^① 限于篇幅,未报告稳健性检验部分的回归结果,备索。

市后 3 年与上市前 3 年销售净利率均值之差 (ΔROS) 以及是否业绩变脸 ($DumROS$, 若 $\Delta ROS < -10\%$, $DumROS$ 取 1, 否则取 0) 来衡量 IPO 公司经营业绩, 以公司价值 ($Tobin's Q$) 和累积超额收益率 (CAR) 来衡量 IPO 公司上市后的市场表现 (Teoh, 1998a,b; Kao 等 2009)。总体而言, 采用上述不同方法衡量本文的关键代理变量, 重新进行经验回归后, 主要研究结论依旧保持不变。

3. PSM 处理。由于假设 3b 的经验发现可能受样本自选择问题的驱动, 即好公司更有可能主动进行 IPO 补税, 同时好公司也往往绩效更佳, 这使 IPO 补税与公司上市后经营业绩和市场表现呈正相关关系。因此本文采用 PSM 方法缓解上述问题。为确保样本能够 1:1 匹配, 我们对 IPO 当年及前 3 年中至少有 3 年补税的公司或者连续 4 年补税的公司进行 PSM 配对。具体地, 我们选择一系列可能影响 IPO 补税的变量进行 Logit 回归, 根据回归结果计算每家 IPO 公司上市前补税的倾向得分值, 并采用最近邻匹配方法对 IPO 补税公司与非补税公司进行 1:1 配对, 最后重复表 5 和表 6 的检验。回归结果显示, 在控制样本自选择问题之后, 本文的主要结论依然稳健。

4. 其他稳健性检验。第一, 增加控制变量。我们进一步控制了与公司治理特征相关的变量, 如 IPO 公司的产权性质、董事会规模、独立董事占比、大股东持股比例、股权制衡等。此外, 我们还控制了真实盈余管理水平对 IPO 补税的影响。第二, 对标准误采用不同方式的聚类调整。比如进行公司层面的聚类调整, 或同时进行公司和地域 (省份) 层面的双重聚类调整。上述稳健性检验结果均显示, 本文结论维持不变。

五 拓展性分析

在拓展性分析中, 本文基于公司财务政策的视角进一步揭示 IPO 补税公司上市后经营业绩和市场表现更佳的原因, 并考察 IPO 补税是否影响公司上市后的避税行为, 以及探索机构投资者能否识别 IPO 补税公司的质量。

(一) IPO 补税与公司财务政策

本文首先检验 IPO 补税与公司上市后投资、融资、股利政策等 3 大财务政策以及公司成长性的关系。我们运用 Richardson (2006) 的模型估计公司上市后 3 年平均的过度投资水平 ($Overinvest$), 并计算公司上市后 3 年平均的融资水平 ($Financing$, (短期借款变化 + 长期借款变化 + 股权再融资) / 总资产)、股利支付水平 ($Payout$, 每股股利 / 每股净利润) 以及公司成长性 ($Growth$)。

表 7 显示, IPO 补税以及补税程度更高的公司具有显著更低的过度投资水平、股

利支付水平以及更高的公司成长性,其融资水平更低但并不显著。这表明非补税公司在上市后相对更急于进行大规模投资,也更偏好支付高额股利。相反,IPO补税公司上市后财务政策相对稳健,更愿意将资金合理地用于公司发展而非分红套现,同时投资效率也更高,因而收获了更高的成长性,这可能是解释IPO补税公司上市后经营业绩和市场表现更优的重要原因。表7的经验结果进一步支持了IPO补税公司更有可能是好公司的观点。

表7 IPO补税与公司上市后的财务政策

| | A: 投资政策 | | B: 融资政策 | | C: 股利政策 | | D: 公司成长性 | |
|----------------------------|-------------------|-------------------|------------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | <i>Overinvest</i> | <i>Overinvest</i> | <i>Financing</i> | <i>Financing</i> | <i>Payout</i> | <i>Payout</i> | <i>Growth</i> | <i>Growth</i> |
| <i>Sfbs_{av}</i> | -0.0034* | | -0.0120 | | -0.0231* | | 0.0291*** | |
| | (-1.80) | | (-1.63) | | (-1.74) | | (3.28) | |
| <i>Degree_{av}</i> | | -0.0748** | | -0.1838 | | -0.4343** | | 0.4721* |
| | | (-2.07) | | (-1.54) | | (-2.10) | | (1.99) |
| 样本数 | 945 | 945 | 1101 | 1101 | 1095 | 1095 | 1102 | 1102 |
| 调整 R ² | 0.2699 | 0.2703 | 0.1875 | 0.1861 | 0.0662 | 0.0659 | 0.1133 | 0.1118 |

(二) IPO补税与公司上市后税收规避

IPO补税是否会影响到IPO公司上市后的避税行为?对此,学者们存在两种对立观点。其一,“知错就改”。该观点认为,IPO补税可以让上市公司重视税务风险以免再次补税。IPO公司会借补税这一契机着力完善财务会计制度和内部控制,规范税务问题,从而在上市后减少激进的避税行为。其二,“本性难移”。该观点认为,IPO补税只是一些公司实现上市的手段。IPO补税公司往往比非补税公司具有更强的避税动机,由于上市后缺乏像上市过程中那样严格的层层核查,在利益驱动下,这些公司难免会重新采取激进的避税行为。为此,本文进一步检验了IPO补税对公司上市后税收规避的影响。借鉴陆正华和马颖翩(2010)的研究,本文以支付的各项税费占营业收入的比例来衡量公司实际税负率,并计算IPO公司上市后1、2、3年的税负水平(TAX_NCF1 、 TAX_NCF2 、 TAX_NCF3)以及这3年平均的税负水平(TAX_NCF_{av})。上述变量的值越高说明公司税负越重,避税程度越低。

表8A部分显示,IPO补税以及补税程度更高的公司在上市后3年内表现出显著更高的平均税负水平,支持IPO补税公司知错就改的观点。换言之,尽管IPO补税公司在上市前具有更强烈的避税动机,但补税有助于警示这些公司控制税务风险,因而它们在上市后避税程度更低。从这个意义上,IPO补税对规范公司税务问题发挥了积极的治

理作用。进一步,表 8B、C 和 D 部分显示, IPO 补税和补税程度与 IPO 公司上市后 3 年内每年的税负水平都显著正相关,但回归系数值逐年递减。这一现象意味着, IPO 补税对于抑制公司避税的治理作用具有一定持续性,但这种治理作用会逐渐减弱。

表 8 IPO 补税与公司上市后税收规避

| | A: 平均税负水平 | | B: 上市后 1 年 | | C: 上市后 2 年 | | D: 上市后 3 年 | |
|----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | <i>TAX_NCF_{av}</i> | <i>TAX_NCF_{av}</i> | <i>TAX_NCF1</i> | <i>TAX_NCF1</i> | <i>TAX_NCF2</i> | <i>TAX_NCF2</i> | <i>TAX_NCF3</i> | <i>TAX_NCF3</i> |
| <i>Sfbs_{av}</i> | 0.0439*** (22.39) | | 0.0484*** (23.84) | | 0.0438*** (20.08) | | 0.0411*** (18.47) | |
| <i>Degree_{av}</i> | | 1.1188*** (18.24) | | 1.2686*** (28.38) | | 1.1179*** (22.44) | | 0.9747*** (16.54) |
| 样本数 | 1102 | 1102 | 1225 | 1225 | 1102 | 1102 | 1102 | 1102 |
| 调整 R ² | 0.4745 | 0.5953 | 0.4732 | 0.6182 | 0.4300 | 0.5414 | 0.4018 | 0.4628 |

(三) IPO 补税、机构投资者持股与公司绩效

相比普通投资者,机构投资者因具有更多的信息渠道、更强的信息获取能力以及更专业的信息分析能力,往往更容易识别出好公司。因此,另一个有趣的问题是机构投资者能否识别 IPO 补税公司的质量?理论上,如果机构投资者具有识别能力,那么其持股比例较高的公司往往是好公司,而导致其 IPO 补税的原因更有可能是公司业绩释放而非业绩操纵,因此这些公司上市后应该具有更好的经营业绩与市场表现。反之则反是。为检验上述观点是否成立,本文以 IPO 公司上市当年机构投资者持股比例的中位数为标准,将 IPO 公司样本划分为高机构持股组和低机构持股组进行考察。

表 9 和表 10 的回归结果显示,在高机构持股组中, IPO 补税以及补税程度更高的公司无论从业绩水平、业绩变动、业绩变脸还是市场表现来看都显著优于非补税公司。然而,在低机构持股组中, IPO 补税公司与非补税公司仅在业绩水平和业绩变动上有显著区别,且上述差异小于高机构持股组,表现为 *Sfbs_{av}* 和 *Degree_{av}* 的回归系数和显著性均明显小于高机构持股组;同时低机构持股组中, IPO 补税和非补税两类公司在业绩变脸和市场表现方面没有显著区别。上述结果说明,机构投资者确实具有识别好公司的能力,在其持股比例较高的公司中, IPO 补税更有可能源于业绩释放而非业绩操纵,所以补税公司相比对照组公司表现出更好的未来经营业绩与市场表现。

表9 IPO补税、机构投资者持股与公司上市后经营业绩

| A: 高机构持股组 | | | | | | |
|-----------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|----------------------------------|
| | ROA_{av} | | ΔROA | | $DumROA$ | |
| $Sfbs_{av}$ | 0.0099 ^{***} (4.82) | | 0.0112 ^{***} (3.82) | | -0.4365 [*] (-1.74) | |
| $Degree_{av}$ | | 0.2299 ^{***} (4.12) | | 0.1760 ^{**} (2.42) | | -8.1287 ^{**} (-2.25) |
| 样本数 | 571 | 571 | 571 | 571 | 558 | 558 |
| 伪R ² /调整R ² | 0.2882 | 0.2965 | 0.5624 | 0.5613 | 0.4425 | 0.4430 |
| B: 低机构持股组 | | | | | | |
| | ROA_{av} | | ΔROA | | $DumROA$ | |
| $Sfbs_{av}$ | 0.0081 ^{***} (2.85) | | 0.0079 ^{**} (1.86) | | -0.2445 (-1.06) | |
| $Degree_{av}$ | | 0.1377 ^{**} (2.41) | | 0.1447 [*] (1.86) | | -2.1394 (-0.37) |
| 样本数 | 514 | 514 | 514 | 514 | 499 | 499 |
| 伪R ² /调整R ² | 0.1810 | 0.1744 | 0.5329 | 0.5313 | 0.3680 | 0.3668 |

表10 IPO补税、机构投资者持股与公司上市后市场表现

| A: 高机构持股组 | | | | | | |
|------------------|------------------|--------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|----------------------------------|--------------------------------|
| | $BHAR_{12}$ | | $BHAR_{24}$ | | $BHAR_{36}$ | |
| $Sfbs_{av}$ | 0.0730 (1.64) | | 0.1169 ^{***} (3.27) | | -0.2236 ^{***} (3.54) | |
| $Degree_{av}$ | | 1.7969 ^{**} (2.13) | | 2.0368 ^{***} (3.19) | | 2.8727 ^{**} (2.72) |
| 样本数 | 600 | 600 | 591 | 591 | 571 | 571 |
| 调整R ² | 0.2275 | 0.2308 | 0.1735 | 0.1732 | 0.2634 | 0.2587 |
| B: 低机构持股组 | | | | | | |
| | $BHAR_{12}$ | | $BHAR_{24}$ | | $BHAR_{36}$ | |
| $Sfbs_{av}$ | 0.0169 (0.56) | | -0.0085 (-0.15) | | 0.0793 (0.90) | |
| $Degree_{av}$ | | -0.8585 (-1.05) | | -0.0181 (-0.01) | | 0.2809 (0.17) |
| 样本数 | 602 | 602 | 551 | 551 | 514 | 514 |
| 调整R ² | 0.2285 | 0.2296 | 0.1575 | 0.1574 | 0.2112 | 0.2092 |

六 结论与启示

近年来,中国上市公司IPO补税现象频频见诸报端,但无论是学术界还是实务界

尚对其缺乏深刻认识。本文首次较为系统地考察了中国上市公司 IPO 补税的特征、动因与经济后果。经验研究发现: (1) 近 60% IPO 公司在上市前 3 年存在补税行为, 估算的 IPO 公司平均补税额约为 3400 万元, 而补税主要发生在 IPO 前 1-2 年。(2) IPO 补税主要由盈余管理调节利润造成, 而非会计处理不当或者补缴因现金流紧张引起的欠税所致。(3) 与其他 IPO 公司相比, IPO 补税公司上市后经营业绩和市场表现均更佳, 这说明导致 IPO 补税的盈余管理行为更有可能源于业绩释放而非业绩操纵。拓展性分析还发现, IPO 补税公司上市后财务政策更稳健, 成长性更高; IPO 补税公司知错就改, 上市后避税水平更低; 机构投资者能够识别 IPO 补税公司质量, 机构持股比例较高的 IPO 补税公司上市后业绩和市场表现都相对更好。概言之, IPO 补税现象在中国广泛存在, 但其实质更有可能是好公司释放业绩的信号传递和纠错行为, 而非坏公司操纵业绩实现上市的税收代价。

本研究不仅有助于增进对 IPO 补税现象的理解, 还蕴含着重要的理论与现实启示。

第一, 本文在理论上拓展了公司税收与 IPO 领域的研究视野。目前, 鲜有文献关注 IPO 公司的税收问题, 将公司税收与 IPO 两个主题放入一个框架内研究。本文的探索为这两个领域的结合提供了新视角和经验研究证据。一方面, 本研究发现 IPO 公司上市前 1-2 年补税问题最突出, 揭示出 IPO 补税可能存在择机行为或最优策略, 这有助于更深刻地理解 IPO 公司的税收行为。同时, 以往研究聚焦于考察已上市公司的税收问题, 而本文将研究延伸至 IPO 公司, 丰富了公司税收的相关文献。另一方面, 本研究发现 IPO 补税对 IPO 公司上市后的长期业绩与市场表现具有重要影响, 这对于有关 IPO 长期绩效的研究是一个有益补充。此外, 本文还发现尽管盈余管理是导致 IPO 补税的重要动因, 但其本质未必就是业绩操纵, 也可能包含了公司业绩释放的需要。这有助于我们更加全面、辩证地看待 IPO 公司的盈余管理行为。

第二, 本文在实践上有助于更加准确地理解和评价 IPO 补税行为。目前, 多数新闻媒体和学者对 IPO 补税持否定态度, 主要是质疑补税暴露了 IPO 公司上市前税务不规范的问题, 以及少数 IPO 公司将补税视为上市融资的手段。上述观点确有可取之处, 但本文有助于人们更加客观和理性地看待 IPO 补税现象。本文研究表明 IPO 补税未必是坏事, 因为它不仅是 IPO 公司纠正前期税务问题的有效手段, 也可以警示 IPO 公司防控税务风险, 减少上市后激进的避税行为。从这个意义上说, IPO 补税对于规范 IPO 公司的税务行为有所裨益, 可以发挥一定的治理作用。对证监会而言, 应强化对 IPO 公司税务规范的监管, 尤其应重点关注 IPO 补税的深层次原因并敦促公司形成长效的解决机制, 对 IPO 补税异常的公司还应在其上市后予以持续跟踪和

监督。对 IPO 公司而言, IPO 补税决不能“一补了之”,而应重视 IPO 补税暴露的公司内部缺陷,有的放矢地健全公司财务会计与内控制度,让 IPO 补税成为推进公司完善内部制度和加强税务风险管理的一个良好契机。

参考文献:

- 蔡庆丰、刘锦(2014):《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》,《投资研究》第6期。
- 陈亚民(2008):《战略财务管理》,北京:中国财政经济出版社。
- 樊其国(2012a):《IPO 税变外部之道》,《首席财务官》第5期。
- 樊其国(2012b):《IPO 税变内部之道》,《首席财务官》第8期。
- 李春友(2011):《IPO 项目补税问题案例研究》,《商业文化》第6期。
- 刘行、叶康涛(2014):《金融发展、产权与企业税负》,《管理世界》第3期。
- 刘骏、刘峰(2014):《财政集权、政府控制与企业税负——来自中国的证据》,《会计研究》第1期。
- 刘烨、吕长江(2015):《公司 IPO 盈余管理路径研究——以贵人鸟为例》,《南开管理评论》第6期。
- 逯东、万丽梅、杨丹(2015):《创业公司上市后为何业绩变脸》,《经济研究》第2期。
- 陆正华、马颖翩(2010):《中国上市公司 IPO 过程中补税行为实证研究》,《当代财经》第8期。
- 潘越、吴超鹏、史晓康(2010):《社会资本、法律保护与 IPO 盈余管理》,《会计研究》第5期。
- 权小锋、吴世农、文芳(2010):《管理层权力、私有收益与薪酬操纵》,《经济研究》第11期。
- 孙建华(2015):《风险投资、IPO 后公司业绩与市场表现——来自中国创业板上市公司的经验证据》,《山西财经大学学报》第9期。
- 孙旭阳、胡恩明(2015):《欠税问题的成因及治理对策》,《中国市场》第12期。
- 王冠、罗超(2011):《关于创业板上市公司补税行为的实证研究》,《中国律师》第9期。
- 魏明海(2000):《盈余管理基本理论及其研究述评》,《会计研究》第9期。
- 吴爱粧(2013):《补税之苦:绝大多数公司上市前补税平均3000万》,《理财周报》2月18日。
- 吴联生(2009):《国有股权、税收优惠与公司税负》,《经济研究》第10期。
- 闫兴民(2011):《关于首次公开募股公司补税现象的探讨》,《中国注册会计师》第6期。
- 叶康涛、刘行(2011):《税收征管、所得税成本与盈余管理》,《管理世界》第5期。
- 周书珍(2015):《浅谈规避创业板公司 IPO 税务风险》,《新西部(理论版)》第10期。
- Aharony, J.; Lee, C - H. J. and Wong, T. J. “Financial Packaging of IPO Firms in China.” *Journal of Accounting Research*, 2000, 38(1), pp. 103-126.
- Chaney, P. K. and Lewis, C. M. “Earnings Management and Firm Valuation under Asymmetric Information.” *Journal of Corporate Finance*, 1995, 1(3-4), pp. 319-345.
- Dechow, P. M.; Sloan, R. G. and Sweeney, A. P. “Detecting Earnings Management.” *The Accounting Review*, 1995, 70(2), pp. 193-225.
- Fan, Q. “Earnings Management and Ownership Retention for Initial Public Offering Firms: Theory and Evidence.” *The Accounting Review*, 2007, 82(1), pp. 27-64.

Kao, J. L.; Wu, D. and Yang, Z. "Regulations, Earnings Management, and Post-IPO Performance: The Chinese Evidence." *Journal of Banking and Finance*, 2009, 33(1), pp. 63-76.

Kim J. "The Relaxation of Financing Constraints by the Initial Public Offering of Small Manufacturing Firms." *Small Business Economics*, 1999, 12(3), pp. 191-202.

Richardson, S. "Over-Investment of Free Cash Flow." *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2), pp. 159-189.

Ritter, J. R. and Welch, I. "A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations." *Journal of Finance*, 2002, 57(4), pp. 1795-1828.

Teoh, S. H.; Welch, I. and Wong, T. J. "Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings." *Journal of Finance*, 1998a, 53(6), pp. 1935-1974.

Teoh, S. H.; Wong, T. J. and Rao, G. R. "Are Earnings during Initial Public Offerings Opportunistic?" *Review of Accounting Studies*, 1998b, 3(1), pp. 175-208.

IPO Firms' Paying Overdue Taxes: Features, Motivations and Economic Consequences

Wei Zhihua; Yi Jie; Li Changqing; Wu Yuhui

Abstract: Using a sample of IPO firms in China's A-Share market during 2002 to 2014, this paper systematically tests the features, motivations and economic consequences of IPO firms' paying overdue taxes for the first time in literature. The results show that about 60% of IPO firms pay overdue taxes in three years before IPO, and the estimated average tax amount is about 34 million Yuan, which mainly occur in one or two years before IPO. The main reason for IPO firms' paying overdue taxes is neither improper accounting treatment nor owing taxes caused by the stress of cash flow, but the earnings management for adjusting profits. In comparison, IPO firms paying overdue taxes have better post-IPO financial and market performance, which means that earnings management leading to paying overdue taxes is more likely to be caused by "releasing hidden profits" rather than "inflating profits". Further study finds that after IPO, firms paying overdue taxes have more robust financial policies and higher growth, and have lower level of tax avoidance. Institutional investors can identify the quality of these firms. Overall, IPO firms paying overdue taxes are common in China, which is more likely the good firms' signal transmission and error correction, rather than bad firms' tax costs for going public by manipulating profits.

Key words: IPO paying overdue taxes, earnings management, financial performance, market performance

JEL code: G24, G32, M41

(截稿: 2017年11月 责任编辑: 吴海英)