

IPO 补税影响 IPO 抑价吗？

——基于信息不对称理论视角

魏志华 曾爱民 吴育辉 李常青

(厦门大学经济学院,福建厦门 361005;浙江工商大学财务与会计学院,浙江杭州 310018;
厦门大学管理学院,福建厦门 361005)

摘要: 本文以 1198 家中国 IPO 公司为样本,首次从信息不对称理论视角探索了 IPO 补税对 IPO 抑价的影响及其理论解释。研究发现:(1) IPO 补税对 IPO 抑价具有显著正向影响,在控制其他影响因素后,IPO 补税公司比非补税公司的 IPO 抑价要高 7.8%,这相当于平均少融资超过 2000 万元。(2) 基于信号理论“赢家诅咒”理论以及委托代理理论这三类信息不对称理论的检验表明,只有委托代理理论有助于部分解释 IPO 补税与 IPO 抑价的正相关关系——IPO 补税公司抑价更高可能源于公司管理层对承销商具有更弱的监督动机,而非公司对承销商缺乏有效的报酬激励。进一步研究还发现,IPO 补税对 IPO 抑价的正向影响在承销商声誉较低时以及信息更不透明(如中小板和创业板、税收征管强度较低地区)的环境中表现更为突出。

关键词: IPO;补税;IPO 抑价;信息不对称

JEL 分类号: G32,G34 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-7246(2018)01-0191-16

一、引言

从世界各国资本市场来看,IPO 公司新股发行定价偏低导致 IPO 抑价的现象比比皆是。譬如,Loughran et al. (1994)对全球 25 个国家的跨国研究表明,这些国家无一例外都存在 IPO 抑价。Ljungqvist(2007)也发现,欧洲、亚太、拉丁美洲以及美国资本市场都存在不同程度的 IPO 抑价。统计显示,1980 至 2016 年全球资本市场因为 IPO 抑价使得发行

收稿日期:2017-04-25

作者简介:魏志华,管理学博士,副教授,厦门大学经济学院,Email:finjoy@126.com.

曾爱民(通讯作者),管理学博士,教授,浙江工商大学财务与会计学院,chasingsun@126.com.

吴育辉,管理学博士,教授,厦门大学管理学院,Email:wuyuhui@xmu.edu.cn.

李常青,管理学博士,教授,厦门大学管理学院,Email:lichangqing68@126.com.

* 本文得到国家自然科学基金项目(71572165、71372072、71672157、71790601)、教育部规划基金项目(15YJA630093)、中央高校基本科研业务费项目(20720161044)以及福建省自然科学基金项目(2016J01339)的资助。作者感谢匿名审稿人的宝贵意见,文责自负。

人“留在桌面上的钱”高达 1551.4 亿美元¹。值得注意的是,中国的 IPO 抑价是世界主要资本市场中最高的(Tian, 2011)。IPO 抑价降低了 IPO 定价效率,这一现象的普遍存在引起了学术界的广泛关注。为什么会存在 IPO 抑价?综观现有文献,学者们对 IPO 抑价产生的原因众说纷纭,并基于信息不对称、制度、所有权与控制权、行为金融等诸多理论视角对 IPO 抑价之谜进行了深入探索(Ljungqvist, 2007)。尽管如此,鲜有文献基于税收视角考察 IPO 补税现象可能对 IPO 抑价产生的影响,这为本文的研究提供了契机。

近年来, IPO 补税现象频频见诸报端,备受各界关注(陆正华和马颖翩, 2010;魏志华等, 2018)。所谓 IPO 补税,是指 IPO 公司在上市进程中因为规范税务问题而补缴当年或之前年度漏缴、少缴或欠缴的税款、罚金以及滞纳金的行为。现实中,大部分 IPO 公司在上市前都或多或少存在偷税漏税、拖欠税款、税收处理不规范等税务瑕疵(王冠和罗超, 2011;闫兴民, 2011;魏志华等, 2018)。为顺利上市,这些 IPO 公司必须在上市前着力规范税务问题,以获取税务主管部门出具的“无税收违法证明”(樊其国, 2012a, b),而补税无疑是实现税务合规的主要方式(王冠和罗超, 2011)。吴爱粧(2013)统计认为,中国 IPO 公司上市前平均补税金额高达 3000 万元。最近,魏志华等(2018)研究也发现,约有六成上市公司在上市前三年存在 IPO 补税行为,平均补税额在 3400 万元左右。可以说, IPO 补税现象在中国资本市场普遍存在且补税金额不菲。由此衍生出一系列有趣而重要的问题,即 IPO 补税是否影响 IPO 公司的股票定价效率?如果会,其原因何在?

本文旨在围绕上述两个问题进行探索,首次考察了 IPO 补税对 IPO 抑价的影响,并进一步基于信息不对称理论视角探索了个中原因。相比已有文献,本文的研究贡献体现在:第一,丰富了 IPO 补税的相关文献。近年来,尽管 IPO 补税现象频频发生,但相关研究寥寥(魏志华等, 2018),本文有助于增进对 IPO 补税现象及其经济后果的理解。第二,拓展了 IPO 抑价的研究视角。现有文献在分析 IPO 抑价时,几乎完全忽略了 IPO 公司税收行为可能产生的影响。本文研究发现, IPO 补税是 IPO 抑价的重要影响因素,这为更深入地揭示 IPO 抑价之谜提供了新的视角。第三,提供了一定的实践启示。IPO 定价效率事关整个资本市场的资源配置效率。本文将 IPO 公司税收行为与 IPO 定价效率相联系,揭示了二者之间的关系及其理论解释,这对于实务部门更深刻地认识中国上市公司 IPO 定价规律、提高 IPO 定价效率具有积极的借鉴意义。

二、文献回顾与研究假设

(一)文献回顾

1. IPO 补税相关文献回顾

尽管 IPO 补税现象在中国资本市场中司空见惯,但相关研究却屈指可数(魏志华等, 2018)。从相关文献来看,大多为实务界人士对 IPO 补税原因进行的规范分析或案例分

¹ 数据来源: https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/02/IPOs2016Statistics_Feb20_2017.pdf.

析。概括而言,这些文献认为IPO补税的原因多种多样,主要包括会计处理不规范(王冠和罗超,2011;樊其国,2012a)、补缴以前年度欠税(樊其国,2012b)、盈余管理调增利润(闫兴民,2011)以及因税务稽查、税务征收方式改变、地方税收政策不合法或税收返还义务等原因导致补税(王冠和罗超,2011;樊其国,2012a)。据我们所知,仅有两篇文献对IPO补税进行了实证分析。陆正华和马颖翩(2010)以2008年在深市中小板首发上市的63家公司为样本,考察了IPO补税的影响因素。结果表明,IPO公司首发前一年用于支付税费的现金支出大幅增加,即存在明显的IPO补税行为;盈余管理、经营活动现金流状况、税收征收方式以及审计质量都会显著影响IPO补税程度。最近,魏志华等(2018)则以2002~2014年1232家IPO公司为样本,系统考察了中国上市公司IPO补税的特征、动因与经济后果。研究发现,近六成IPO公司在上市前三年存在补税行为,估算的平均补税额约为3400万元;IPO补税动因并非会计处理不当或者补缴欠税,而主要是由盈余管理调节利润所致;进一步,IPO补税公司上市后的经营业绩和市场表现都更佳。综合来看,目前关于IPO补税的文献尤其是实证文献凤毛麟角,研究深度也亟待推进。

2. 基于信息不对称视角的IPO抑价理论相关文献回顾

学术界对IPO抑价现象提出了诸多理论解释,其中最重要的无疑是信息不对称理论(Ljungqvist,2007)。该理论认为,在新股发行过程中发行人、承销商、投资者这三类发行参与者之间存在信息不对称,最终带来了IPO抑价。

根据考察对象不同,基于信息不对称视角的IPO抑价理论可细分为三类。第一,信号理论。该理论强调发行人与投资者之间存在信息不对称,IPO公司比投资者更了解公司真实价值。此时,好公司可以通过抑价发行这一有成本的“信号”来显示公司价值,以区别于坏公司。尽管抑价发行代价不菲,但好公司未来能够以较高价格进行股票再发行来获得补偿。相反,坏公司则无力承担抑价发行的模仿成本,因为这些公司上市后其真实价值将被市场识别,它们很难通过股票再发行来弥补抑价发行的损失。所以,抑价发行可以成为揭示IPO公司质量优劣的良好“信号”(Allen and Faulhaber,1989;Grinblatt and Hwang,1989)。第二,“赢家诅咒”理论。该理论强调不同投资者之间存在信息不对称,进而可将投资者划分为知情投资者和非知情投资者。知情投资者拥有更多关于IPO公司真实价值的信息,具有信息优势。在新股申购时,知情投资者只会认购那些真实价值被低估的股票并获利。而非知情投资者则将认购所有新股,但其成功认购的往往是那些价值被高估的股票并遭受损失,即“赢家诅咒”现象。由于上述“逆向选择”问题的存在,势必导致非知情投资者离开IPO市场。Rock(1986)认为,IPO抑价发行是为了吸引非知情交易者留在市场而对股票进行偏低定价产生的,其实质是对信息劣势投资者的补偿。第三,委托代理理论。该理论强调发行人(委托人)与承销商(代理人)之间也存在信息不对称,并将导致委托代理冲突。现实中,投资银行作为股票发行的承销商相比于上市公司具有专业优势和丰富的发行经验,所以发行人将IPO定价权交给投资银行。但问题在于,发行人不可能完美地观察到投资银行推销新股的努力程度,也很难监督他们在股票发行过程中的行为。投资银行为了提高承销活动成功率以建立良好声誉,有动机通过降低发行价

来确保成功发行,从而增加了 IPO 抑价(Baron and Holmstrom, 1980; Baron, 1982)。

(二) 研究假设

1. IPO 补税与 IPO 抑价

在现实中,业绩操纵以及业绩释放这两种利润调节行为都可能导致 IPO 补税。所谓业绩操纵,是指 IPO 公司在上市进程中通过盈余管理虚增业绩的行为。IPO 公司不仅可据此达到证券监管部门规定的上市业绩“门槛”,还可以提高发行价格以募集更多资金。不过,在业绩虚增的同时, IPO 公司需要缴纳的税负也将水涨船高。相反,业绩释放则是指 IPO 公司在上市进程中通过盈余管理曝光之前所隐藏业绩的行为。众所周知,大部分公司在上市前都存在隐藏收入以实现避税的动机(陆正华和马颖翩, 2010; 闫兴民, 2011; 樊其国, 2012a)。为了更真实地反映公司业绩并实现上市,这些公司在 IPO 过程中需要将隐藏的收入和利润释放出来,而这也导致 IPO 补税。魏志华等(2018)研究认为,在中国 IPO 补税的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,因为 IPO 补税公司上市后其经营业绩和市场表现都更优。

我们认为,无论 IPO 补税是业绩操纵还是业绩释放所致,都将使得 IPO 补税和补税程度更高的公司面临更严重的信息不对称问题,进而带来更高的 IPO 抑价。一方面,如果 IPO 补税源于业绩操纵,那么这一行为无疑会引发公司业绩信息失真,并降低公司财务信息的真实性和可靠性。另一方面,如果 IPO 补税果真源于业绩释放(魏志华等, 2018),那就意味着 IPO 公司之前进行了激进的避税行为,这同样会增加公司财务信息的复杂性及模糊性,进而降低信息透明度。可见,公司业绩操纵抑或业绩释放引起的 IPO 补税都将加剧公司的信息不对称程度,这可能迫使公司不得不降低新股发行价格,并导致更高的 IPO 抑价。Boulton et al. (2011)对 37 个国家 10783 个 IPO 公司的实证研究就发现,盈余质量更低的公司其 IPO 抑价确实显著更高。根据以上分析,我们提出如下研究假设:

假设 1:相同条件下, IPO 补税和补税程度更高的公司具有更高的 IPO 抑价。

2. IPO 补税与 IPO 抑价:基于信息不对称理论视角的解释

如果说 IPO 补税导致更高的 IPO 抑价是因为 IPO 补税公司存在更严重的信息不对称,那么究竟是何种信息不对称引发了这一现象?为此,本文基于信号理论、“赢家诅咒”理论以及委托代理理论这三种信息不对称理论,深入探索个中原因。

第一,基于信号理论的解释。信号理论认为,高质量的 IPO 公司可通过抑价发行这一有成本的方式来向外界传递信号以区别于低质量公司,而且它们在上市后将通过再融资来弥补抑价发行产生的损失(Jegadeesh et al., 1993)。魏志华等(2018)实证研究发现,在中国 IPO 补税公司更有可能是好公司,因为这些公司在上市后的经营业绩和市场表现都显著优于非补税公司。但与此同时, IPO 补税以及补税程度较高的公司其信息不透明程度却往往高于非补税和补税程度较低的公司。为了区别于低质量公司, IPO 补税以及补税程度较高的公司将具有更强烈的动机抑价发行,从而向外界传递“信号”。因此,根据信号理论可预期,如果 IPO 补税公司更高的抑价是由这些公司向投资者发送“信号”所致,那么这些公司在上市后将更有可能在更短的时间内进行再融资,且融资规模更大,以

补偿之前抑价发行所带来的损失。基于以上分析,我们提出如下研究假设:

假设2:相同条件下,IPO补税和补税程度更高的公司在上市后三年内进行股权再融资的可能性更高、再融资规模更大、再融资间隔时间更短。

第二,基于“赢家诅咒”理论的解释。“赢家诅咒”理论认为,对于那些价值被低估的股票,知情交易者和非知情交易者都将去申购,从而导致更低的中签率,但这类股票往往收益率较高;而对于那些价值被高估的股票,只有非知情交易者会去申购,此时尽管中签率更高,但这类股票通常收益率不佳。正因如此,“赢家诅咒”理论暗示着中签率将与IPO抑价负相关,这得到了许多实证研究的支持(Amihud et al., 2003; Tian, 2011)。在IPO补税和补税程度更高的公司中,由于信息更不透明,知情交易者和非知情交易者之间的信息不对称程度可能更高。知情交易者了解IPO补税公司更有可能是好公司(魏志华等, 2018),他们加入申购将降低这些公司的中签率。因此根据“赢家诅咒”理论可预期,如果IPO补税公司更高的抑价是源于对不同投资者之间存在更严重信息不对称的价格补偿,那么IPO补税公司理应表现出更低的中签率。基于以上分析,我们提出如下研究假设:

假设3:相同条件下,IPO补税和补税程度更高的公司具有更低的中签率。

第三,基于委托代理理论的解释。在委托代理理论框架下,IPO公司可以通过监督和激励这两种方法缓解代理冲突以减少IPO抑价(Ljungqvist, 2007)。其一,发行人更好地监督承销商并对IPO定价讨价还价。Ljungqvist and Wilhelm(2003)对美国的研究发现,当IPO公司决策者监督动机更强时(如CEO持股比例更高或在IPO中出让更多股份),他们将强化对承销商的监督和讨价还价,从而显著降低了IPO抑价。其二,通过报酬契约激励承销商与IPO公司利益更趋一致以提高IPO定价。Ljungqvist(2003)对英国的研究表明,由于承销费用与IPO融资额相挂钩,当承销商收取的超额佣金较高时,发行人与承销商之间的委托代理冲突较弱,可有效降低IPO抑价。本文试图从高管持股比例、承销费用率这两个视角分别考察发行人对承销商的监督机制和激励机制强弱。理论上,高管持股比例越高,其与IPO公司利益越一致,将越有动力监督承销商从而降低IPO抑价;同时,由于承销费用往往与IPO融资额相挂钩,承销费用率越高意味着承销商报酬契约激励机制越强,此时承销商将越有动力降低IPO抑价以获取更多承销费用。因此,根据委托代理理论可预期,如果IPO补税公司更高的抑价是源于这些公司与承销商之间面临更严重的委托代理问题,即监督机制或(和)激励机制更薄弱,那么IPO补税公司应该表现出更低的高管持股比例或(和)承销费用率。基于以上分析,我们提出如下研究假设:

假设4a:相同条件下,IPO补税和补税程度更高的公司具有更低的高管持股比例。

假设4b:相同条件下,IPO补税和补税程度更高的公司具有更低的承销费用率。

三、研究设计

(一)样本选取与数据来源

本文选择了2009年6月至2015年底在中国沪深两市上市的IPO公司作为研究样

本 因为该时期是中国进行询价制度市场化改革后 IPO 政策相对稳定的一个阶段。同时, 我们剔除了金融保险行业的 IPO 公司样本以及上市前三年相关财务数据不全的 IPO 公司样本。此外, 为了控制极端值的影响, 本文对连续变量 1% 以下和 99% 以上分位数进行了缩尾处理。最后, 本文获得了 1198 家 IPO 公司样本。本文所使用的上市公司财务数据与市场收益率数据分别来源于 CSMAR 数据库和 Wind 金融终端系统。

(二) 变量定义

1. IPO 抑价

借鉴胡志颖(2015)、黄张凯等(2016), 本文采用 IPO 首日收益率与经市场收益率调整的 IPO 首日收益率来衡量 IPO 抑价。具体而言, IPO 首日收益率 ($UP1$) = (新股上市首日收盘价 - 新股发行价) / 新股发行价; 调整后 IPO 首日收益率 ($UP2$) = IPO 首日收益率 ($UP1$) - (新股上市首日市场指数 - 新股发行日市场指数) / 新股发行日市场指数。

2. IPO 补税

借鉴魏志华等(2018)², 本文以 IPO 公司上市前支付的超过正常水平的税负(超额税负)来测度 IPO 补税情况。具体而言, 其计算步骤如下: 第一, 以已上市公司为样本, 以公司总体税负率 (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 ($Rate$) 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(吴联生, 2009; 刘骏和刘峰, 2014), 分年度分行业回归模型(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 公司相应变量的数据代入模型(2), 可计算得到 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 ($NTAX_NCF$), 计算得到 IPO 公司上市前三年每一年的补税程度, 对于非补税公司其补税程度取为 0。最后, 我们设置了是否 IPO 补税 ($Sfbs$) 以及补税程度 ($Degree$) 这两个代理变量来反映 IPO 补税。其中, 如果 IPO 公司上市前三年每一年都发生补税, 则 $Sfbs$ 取 1, 否则取 0; 而 $Degree$ 则取值为 IPO 公司上市前三年每一年补税程度的均值, 其值越大, 说明 IPO 补税越严重。

$$TAX_NCF_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Size_{i,t} + \alpha_2 Lev_{i,t} + \alpha_3 Roa_{i,t} + \alpha_4 Capint_{i,t} + \alpha_5 Invint_{i,t} + \alpha_6 Rate_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$NTAX_NCF_{i,t} = \hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 Size_{i,t} + \hat{\alpha}_2 Lev_{i,t} + \hat{\alpha}_3 Roa_{i,t} + \hat{\alpha}_4 Capint_{i,t} + \hat{\alpha}_5 Invint_{i,t} + \hat{\alpha}_6 Rate_{i,t} \quad (2)$$

$$Degree_{i,t} = TAX_NCF_{i,t} - NTAX_NCF_{i,t} \quad (3)$$

3. 再融资行为

借鉴 Jegadeesh et al. (1993), 我们基于三个视角考察 IPO 公司上市后的再融资行为。其一, 再融资可能性 ($DumSEO$)。当 IPO 公司上市后三年内进行公开增发或配股时,

² 与魏志华等(2018)略有不同的是: 第一, 本文在计算 IPO 补税的两个衡量指标时未考虑 IPO 当年的补税情况, 因为我们难以判断 IPO 当年的补税是否发生在 IPO 之前, 进而影响 IPO 抑价。第二, 本文以 IPO 公司上市前三年每一年均发生补税来测度是否 IPO 补税 ($Sfbs$), 以揭示更明显的 IPO 补税对 IPO 抑价的影响。在稳健性检验中, 我们也采用 IPO 公司上市前三年任意一年发生补税来测度是否 IPO 补税, 主要结论基本一致。

³ 与陆正华和马颖翩(2010)、魏志华等(2018)一致, 本文研究总体补税而非某一税种补税的情况。

DumSEO 取值为1,否则取0。其二,再融资规模(*SEOSize*)。我们以IPO公司上市后三年内进行公开增发或配股的融资总额除以公司市值来计算*SEOSize*。其三,再融资间隔(*SEODays*)。我们以IPO公司首发上市日与上市后三年内首次进行公开增发或配股日期之间的间隔天数来计算*SEODays*,并对其取自然对数处理。

4. 中签率

借鉴胡志颖等(2015),我们分别采用总中签率(*Lottery1*)和网上发行中签率(*Lottery2*)来衡量中签率。具体而言,*Lottery1*取值为股票发行数量除以有效申购股数;而*Lottery2*取值为网上发行股票数量除以网上有效申购股数。

5. 监督和激励机制

借鉴Ljungqvist(2003),我们分别采用高管持股比例(*Mshratio*)以及超额承销费用率(*UWfee_EX*)来考察IPO补税公司是否对承销商具有更弱的监督和激励机制。具体而言,*Mshratio*取值为IPO前管理层持股数量除以总股本;*UWfee_EX*则采用模型(4)进行回归,*UWfee*为承销费用率(取值为总承销费用除以总融资额),以其残差作为承销商收取的超额承销费用,该指标剔除了公司规模、承销商声誉等诸多因素对承销费用的影响,可以更准确地衡量与IPO融资额相挂钩的超额承销费用对于承销商降低IPO抑价的激励强度。

$$UWfee_i = \alpha_0 + \alpha_1 Size_i + \alpha_2 Lev_i + \alpha_3 Roa_i + \alpha_4 Age_i + \alpha_5 IPOsize_i + \alpha_6 Mshratio_i + \alpha_7 Hotissue_i + \alpha_8 UW_i + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_i \quad (4)$$

6. 控制变量⁴

借鉴胡志颖(2015)、黄张凯等(2016),我们在IPO抑价的研究中控制了公司特征、IPO特征等影响因素。其中,公司特征包括公司规模(*Size*)、负债水平(*Lev*)、盈利能力(*Roa*)以及公司年龄(*Age*);IPO特征则包括融资规模(*IPOsize*)、总中签率(*Lottery1*)、首日换手率(*Turnover*)、市场情绪(*Market*)、“热市”效应(*Hotissue*)以及承销商声誉(*UW*)。而在信息不对称视角的研究中,我们则控制了公司规模(*Size*)、负债水平(*Lev*)、盈利能力(*Roa*)、公司成长性(*Growth*)、公司年龄(*Age*)、承销商声誉(*UW*)以及中小板(*SMEB*)和创业板(*GEMB*)虚拟变量。此外,我们还控制了年份和行业虚拟变量。

(三) 实证模型

$$UP_i = \beta_0 + \beta_1 IPOtax_i + \sum CV_i + \varepsilon_i \quad (5)$$

$$ASYINFO_i = \beta_0 + \beta_1 IPOtax_i + \sum CV_i + \varepsilon_i \quad (6)$$

其中,*UP*代表IPO抑价的两个代理变量(*UP1*、*UP2*),*ASYINFO*代表检验三类信息不对称理论所对应的代理变量(*DumSEO*、*SEOSize*、*SEODays*、*Lottery1*、*Lottery2*、*Mshratio*、*UWfee_EX*);解释变量*IPOtax*代表IPO补税的两个代理变量(*Sfbs*、*Degree*),*CV*为控制变量, ε 为残差项。当被解释变量为*DumSEO*时,我们采用*Logit*模型进行回归;对于其余被解释变量,我们则采用常见的*OLS*模型进行回归。

4 囿于篇幅,我们未报告控制变量的具体定义及描述性统计结果,感兴趣的读者可与作者联系索取。

在实证检验上,如果模型(5)中 β_1 的回归系数显著为正,就意味着IPO补税以及补税程度更高的公司其IPO抑价明显更高,则假设1得到实证支持。在模型(6)中,当再融资行为($DumSEO$ 、 $SEOSize$ 、 $SEODays$)为被解释变量时,如果 β_1 的回归系数显著为正,就意味着IPO补税以及补税程度更高的公司在IPO后更有可能进行股权再融资,则假设2得到实证支持;当中签率($Lottery1$ 、 $Lottery2$)为被解释变量时,如果 β_1 的回归系数显著为负,就意味着IPO补税以及补税程度更高的公司中签率更低,则假设3得到实证支持;当高管持股比例($Mshratio$)和超额承销费用率($UWfee_EX$)为被解释变量时,如果 β_1 的回归系数显著为负,就意味着IPO补税以及补税程度更高的公司其高管持股比例和承销商费用率确实更低,则假设4a、4b得到实证支持。

四、实证结果与分析

(一)主要变量描述性统计

表1显示,中国上市公司普遍存在IPO首日抑价现象,以未经调整的IPO抑价($UP1$)为例,其均值为38.0%,最高抑价达到185.1%。事实上,美国历史上平均的IPO抑价仅在10%~20%左右(Ljungqvist, 2007),相比而言中国的IPO抑价远高于发达国家(黄张凯等, 2016)。从IPO补税情况来看,30.2%的IPO公司在IPO前三年每年都发生补税($Sfbs$),这意味着IPO补税现象比较普遍⁵;IPO公司三年平均的补税税率($Degree$)为1.9%。此外, IPO后三年内进行公开股权再融资($DumSEO$)的上市公司占比约为14.3%,这说明不少公司在上市后有再融资需求;IPO公司的平均总中签率($Lottery1$)和网上发行中签率($Lottery2$)较低,分别仅有1.3%和1.1%;IPO公司上市前管理层持股比例($Mshratio$)达到42.6%,这说明很多公司在上市前实施了管理层股权激励,或者很多公司的大股东担任了管理层职务;超额承销费用率($UWfee_EX$)的均值约为零,但其最大值和最小值差异明显,这说明不同IPO公司对承销商的激励强度千差万别。

表1 主要变量描述性统计

	样本数	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
未经调整的IPO抑价($UP1$)	1198	0.380	0.439	-0.126	1.851	0.339
市场调整的IPO抑价($UP2$)	1198	0.371	0.366	-0.101	1.825	0.329
是否IPO补税($Sfbs$)	1198	0.302	0.000	0.000	1.000	0.459
IPO补税程度($Degree$)	1198	0.019	0.006	0.000	0.110	0.026
是否再融资($DumSEO$)	860	0.143	0.000	0.000	1.000	0.350
再融资规模($SEOSize$)	860	0.013	0.000	0.000	0.322	0.040

⁵ 统计还发现,在IPO前三年任意一年有发生过补税的公司占比则高达61.3%。

续表

	样本数	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
再融资间隔(<i>SEOdays</i>)	123	6.919	6.957	6.026	7.265	0.231
总中签率(<i>Lottery1</i>)	1197	0.013	0.007	0.001	0.111	0.017
网上发行中签率(<i>Lottery2</i>)	1197	0.011	0.007	0.001	0.096	0.014
管理层持股比例(<i>Mshratio</i>)	1124	0.426	0.467	0.000	1.000	0.327
超额承销费用率(<i>UWfee_EX</i>)	1122	0.000	0.000	-0.049	0.102	0.018

(二) 分组检验

表2显示,IPO补税以及补税程度更高的公司分别在10%和1%水平上具有显著更高的IPO抑价。其中,IPO补税组比非IPO补税组的IPO抑价大约高10%,而IPO补税程度高组比IPO补税程度低组的IPO抑价则高了约20%。总体而言,表2的统计结果为假设1提供了初步证据,即IPO补税和补税程度更高的公司其IPO抑价更高。

表2 IPO补税与IPO抑价:分组均值差异检验

	按是否IPO补税分组			按IPO补税程度高低分组		
	补税组	非补税组	T值	补税高组	补税低组	T值
UP1 均值	0.409 (N=362)	0.367 (N=836)	1.933*	0.416 (N=599)	0.344 (N=599)	3.729***
UP2 均值	0.398 (N=362)	0.359 (N=836)	1.909*	0.405 (N=599)	0.336 (N=599)	3.649***

注:***、**、* 分别表示显著性水平为1%、5%、10%(双尾)。

(三) 多元回归分析

1. IPO补税与IPO抑价

表3Panel A显示,在以未经调整的IPO抑价(*UP1*)为被解释变量时,是否IPO补税(*Sfbs*)的回归系数在单尾检验下显著为正(*p*值为14.6%)⁶,而补税程度(*Degree*)则在1%水平上显著为正,这意味着IPO补税以及补税程度更高的公司总体上具有显著更高的IPO抑价。进一步,表3Panel B以经市场收益率调整的IPO抑价(*UP2*)为被解释变量,研究结果也类似。经济学意义上,在控制其他影响因素后,IPO补税公司的IPO抑价(*UP2*)相比非补税公司要高7.8%左右,相当于平均少融资超过2000万元⁷。综合来看,IPO补

⁶ 在统计上,当理论预期明确(即IPO补税公司具有更高的抑价)且回归系数的符号与理论预期一致(回归系数为正)时,我们可以采用单尾检验(Dyreg et al., 2016)。如果采用单尾检验,表3第(1)列中是否IPO补税(*Sfbs*)的回归系数在10%水平上显著。

⁷ 两类公司的差异我们可以通过计算是否IPO补税(*Sfbs*)的回归系数与IPO抑价(*UP2*)的全样本均值之比得到,即 $0.029/0.371=7.8%$ 。值得注意的是,这一数值看似不高,但如果考虑到IPO补税公司的平均融资规模为9.46亿元,平均抑价率为39.8%,如果该平均抑价率可以降低7.8%,那么IPO补税公司的融资额将增加 $2.3\% \times ((1+39.8\%)/(1+0.922 \times 39.8\%)-1)$,这相当于能够多融资约2176万元。

税确实对 IPO 抑价具有显著正向影响,因而本文的假设 1 得到实证支持。基于信息不对称理论视角,这意味着 IPO 补税可能加剧了 IPO 公司的信息不对称问题,使得 IPO 公司需要以更低的价格发行新股,并导致了更高的 IPO 抑价。

表 3 IPO 补税与 IPO 抑价

	Panel A: IPO 抑价 (UP1)		Panel B: IPO 抑价 (UP2)	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Sfbs</i>	0.024 [†] (1.456)		0.029* (1.798)	
<i>Degree</i>		0.837*** (2.619)		0.965*** (3.094)
<i>N</i>	1197	1197	1197	1197
<i>Adj-R²</i>	0.491	0.494	0.469	0.473

注:***、**、* 分别表示显著性水平为 1%、5%、10% (双尾),[†] 表示显著性水平为 10% (单尾);括号内为 t 值,标准误差聚类 (Cluster) 调整;限于篇幅未报告相关控制变量、年份与行业虚拟变量以及截距项的回归结果。下同。

2. IPO 补税与 IPO 抑价:基于信息不对称理论视角的解释

(1) 基于信号理论的解释

借鉴 Jegadeesh et al. (1993),表 4 Panel A、B 是对全样本进行回归,而 Panel C 则是对 IPO 后三年内有进行再融资的公司子样本进行回归。表 4 显示,无论从是否再融资 (*DumSEO*)、再融资规模 (*SEOsiz*) 还是再融资间隔 (*SEOd*) 来看,是否 IPO 补税 (*Sfbs*) 以及补税程度 (*Degree*) 的回归系数都不显著,这意味着 IPO 补税和补税程度更高的公司在上市后并不具有显著更高的再融资可能性、更大的再融资规模以及更短的再融资间隔。换言之,信号理论并不能解释 IPO 补税对于 IPO 抑价的正向影响,因为该理论预期 IPO 补税公司更高的抑价是由这些公司向投资者发送“信号”所致,并将在未来通过再融资弥补 IPO 抑价发行的损失。因此,本文的假设 2 并未得到实证结果的支持。

表 4 IPO 补税与信号理论

	Panel A: 是否再融资 (<i>DumSEO</i>)		Panel B: 再融资规模 (<i>SEOsiz</i>)		Panel C: 再融资间隔 (<i>SEOd</i>)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Sfbs</i>	-0.097 (-0.390)		-0.001 (-0.506)		0.009 (0.145)	
<i>Degree</i>		-5.947 (-1.306)		-0.044 (-1.208)		-0.812 (-0.584)
<i>N</i>	858	858	860	860	123	123
<i>Pseudo R²/Adj-R²</i>	0.144	0.146	0.061	0.061	0.120	0.124

(2) 基于“赢家诅咒”理论的解释

表 5 Panel A、B 显示,无论是从总中签率 (*Lottery1*) 还是网上发行中签率 (*Lottery2*)

来看,是否IPO补税(*Sfbs*)以及补税程度(*Degree*)的回归系数都不显著。这意味着,IPO补税和补税程度更高的公司并不存在显著更低的中签率。换言之,“赢家诅咒”理论也不能解释IPO补税对于IPO抑价的正向影响,因为该理论预期IPO补税公司应该具有更低的中签率,其更高的抑价是对不同投资者之间存在更严重信息不对称的价格补偿。可见,本文的假设3也未得到实证结果的支持。

表5 IPO补税与“赢家诅咒”理论

	Panel A: 总中签率(<i>Lottery1</i>)		Panel B: 网上发行中签率(<i>Lottery2</i>)	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Sfbs</i>	-0.001 (-0.830)		-0.001 (-0.958)	
<i>Degree</i>		-0.013 (-0.872)		-0.011 (-0.847)
<i>N</i>	1197	1197	1197	1197
<i>Adj-R</i> ²	0.290	0.290	0.272	0.272

(3) 基于委托代理理论的解释

表6Panel A基于监督机制视角进行检验,以上市前高管持股比例(*Mshratio*)作为被解释变量,是否IPO补税(*Sfbs*)、补税程度(*Degree*)的回归系数分别在10%和5%水平上显著为负。这意味着,IPO补税以及补税程度更高的公司其高管持股比例要显著低于其他公司。因而从监督机制的角度来说,IPO补税公司之所以抑价更高,是因为这些IPO公司管理层持股比例较低,从而缺乏强有力的监督动机来消除公司与承销商之间的代理冲突(Ljungqvist, 2003, 2007)。因此,本文的假设4a得到了实证结果的支持。进一步,表6Panel B则基于激励机制视角进行检验,以超额承销费用率(*UWfee_EX*)作为被解释变量,是否IPO补税(*Sfbs*)、补税程度(*Degree*)的回归系数为正且不显著。这意味着,IPO补税和补税程度更高的公司在对承销商报酬激励方面与其他公司相比并无明显差异,因而这些公司抑价更高并非因为其对承销商激励不足所致。可见,本文的假设4b未得到实证结果的支持。

表6 IPO补税与委托代理理论

	Panel A: 高管持股比例(<i>Mshratio</i>)		Panel B: 超额承销费用率(<i>UWfee_EX</i>)	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Sfbs</i>	-0.040* (-1.960)		0.002 (1.386)	
<i>Degree</i>		-0.795** (-2.117)		0.007 (0.295)
<i>N</i>	1124	1124	1122	1122
<i>Adj-R</i> ²	0.129	0.129	-0.015	-0.017

综上,在信号理论、“赢家诅咒”理论以及委托代理理论等三类信息不对称理论中,只有委托代理理论有助于部分解释 IPO 补税公司抑价更高的现象。而进一步基于监督机制和激励机制这两个视角来看,IPO 补税公司抑价更高可能主要是源于公司管理层对承销商具有更弱的监督动机,而非对承销商缺乏有效的报酬激励。

(四) 稳健性检验

第一 模型选择。由于再融资规模、中签率以及管理层持股比例等变量的取值为非负数,当这类数据作为被解释变量时,我们还采用 *Tobit* 模型进行估计。第二,代理变量的衡量。对于 IPO 抑价,我们还采用经市场指数收益率和行业中位数调整的 IPO 抑价进行衡量(Tian 2011;郝项超和苏之翔 2014)。对于 IPO 补税,本文在计算公司总体税负率时还尝试将税费返还予以剔除(刘骏和刘峰 2014),或者允许负向补税(即避税)冲减正向补税,并重新生成 IPO 补税的相关变量。第三 样本区间的选择。2013 年 12 月 13 日,上海证券交易所、深圳证券交易所分别发布了《关于进一步加强新股上市初期交易监管的通知》和《关于首次公开发行股票上市首日盘中临时停牌制度等事项的通知》,规定 IPO 首日申报价(从而首日收盘价)不得高于发行价的 144%,这使得 2013 年底之后上市的公司其 IPO 首日抑价最高仅为 44%。此外,中国证监会于 2014 年 3 月起重新对新股发行价采取了“窗口指导”措施,将新股发行市盈率限制在 23 倍以内,这将削弱承销商对新股发行定价的影响。为消除上述两项 IPO 监管政策对本文研究结论产生的影响,我们剔除了 2013 年 12 月 13 日之后上市的公司 IPO 样本。第四,PSM 配对。值得注意的是,IPO 补税公司与非补税公司在 IPO 抑价方面的差异也可能是由这两类公司在公司特征方面存在系统差异所致,而与 IPO 补税无关。为了排除上述样本自选择问题的干扰,本文还采用倾向得分匹配(P propensity Score Matching,简称 PSM)方法对 IPO 补税公司与非补税公司进行 1:1 配对,并重复前文的研究。上述稳健性检验均显示,本文的主要研究结论保持不变。囿于篇幅,未报告相关实证结果。

五、拓展性分析

基于信息不对称理论视角,本文还进一步探索了承销商声誉和外部信息环境在 IPO 补税与 IPO 抑价二者关系中所具有的重要影响。理论上,承销商声誉高低、外部信息环境透明与否都可能影响发行人与承销商之间的委托代理冲突进而 IPO 抑价。一方面,当承销商声誉较低时,IPO 补税对 IPO 抑价的正向影响可能更加明显。这是因为高声誉承销商为了维护声誉会在承销过程中更加勤勉尽职,对 IPO 补税公司进行合理定价。相反,对于低声誉承销商而言,由于 IPO 补税行为增加了其尽职调查的难度和成本,为了降低自身的发行风险和努力程度,低声誉承销商更有可能对 IPO 补税公司进行偏低的定价,并导致这些公司具有更高的 IPO 抑价。另一方面,当外部信息环境更不透明时,IPO 补税对 IPO 抑价的正向影响同样可能会更加明显。这是因为在信息更不透明的环境中,承销商需要付出更多的努力和成本来了解公司真实价值并进行合理定价。承销商为了降低自身的发

行风险和努力程度,也更有可能简单地通过降低发行价的方式发行IPO补税公司的股票,而不是尽心竭力地了解这些公司的真实经营状况并以合理价格推销股票,这将加剧IPO补税公司的IPO抑价。

表7 IPO补税与IPO抑价:基于承销商声誉和外部信息环境差异的比较

	IPO 抑价(UP1)		IPO 抑价(UP2)		IPO 抑价(UP1)		IPO 抑价(UP2)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Panel A:高声誉承销商				Panel B:低声誉承销商			
<i>Sfbs</i>	0.016 (0.586)		0.019 (0.728)		0.031 [†] (1.458)		0.037* (1.772)	
<i>Degree</i>		0.546 (1.070)		0.632 (1.276)		1.079** (2.557)		1.257*** (3.034)
<i>N</i>	501	501	501	501	696	696	696	696
<i>Adj-R²</i>	0.455	0.457	0.432	0.434	0.513	0.517	0.490	0.496
	Panel C:主板				Panel D:中小板和创业板			
<i>Sfbs</i>	0.019 (0.669)		0.018 (0.647)		0.027 [†] (1.392)		0.033* (1.744)	
<i>Degree</i>		0.644 (0.995)		0.679 (1.051)		0.851** (2.343)		0.993*** (2.791)
<i>N</i>	209	209	209	209	988	988	988	988
<i>Adj-R²</i>	0.644	0.645	0.621	0.623	0.489	0.491	0.467	0.471
	Panel E:高税收征管强度				Panel F:低税收征管强度			
<i>Sfbs</i>	-0.004 (-0.149)		0.010 (0.384)		0.042** (2.109)		0.038* (1.906)	
<i>Degree</i>		0.299 (0.682)		0.563 [†] (1.314)		1.375*** (2.840)		1.352*** (2.823)
<i>N</i>	589	589	589	589	608	608	608	608
<i>Adj-R²</i>	0.490	0.490	0.474	0.475	0.510	0.516	0.484	0.491

为检验上述观点,本文以是否属于前“十大”承销商来衡量承销商声誉高低,并以上市板块以及地区税收征管强度来衡量外部信息环境透明度。众所周知,主板通常比中小板和创业板上市标准更高,信息将更加透明;而在税收征管强度更高的地区⁸,公

⁸ 借鉴曾亚敏和张俊生(2009)以及刘春和孙亮(2015),本文采用各地区实际税收收入与预期可获得的税收收入之比来衡量税务部门的税收征管强度,其值越高代表该地区税收征管强度越大。

司两类代理成本更低(曾亚敏和张俊生,2009),信息披露更加及时(刘春和孙亮,2015),信息也将更加透明。

表 7 显示,与理论预期一致,在承销商声誉较差、信息更不透明(即中小板和创业板、税收征管强度较低地区)的环境中,发行人难以有效监督承销商全力以赴地推销股票,此时二者之间的委托代理冲突更加严重,因而 IPO 补税对 IPO 抑价的正向影响确实更加明显。可以说,上述实证结果进一步揭示了信息不对称尤其是发行人与承销商之间的委托代理冲突在 IPO 补税与 IPO 抑价二者关系中扮演了重要角色。

六、结论与启示

IPO 抑价现象在全世界普遍存在,但目前围绕 IPO 抑价仍然存在一些研究空白。譬如,鲜有文献考察 IPO 公司税收行为对 IPO 抑价的影响。本文以 2009~2015 年在中国沪深 A 股上市的 1198 家 IPO 公司为样本,首次从 IPO 补税这一独特视角实证检验了 IPO 公司税收行为对于 IPO 抑价的影响,并进一步基于信息不对称理论视角探索了个中原因。研究发现:(1)IPO 补税对 IPO 抑价具有显著正向影响,在控制其他影响因素后,IPO 补税公司比非补税公司的 IPO 抑价要高 7.8%,这相当于平均少融资超过 2000 万元。(2)基于信号理论、“赢家诅咒”理论以及委托代理理论这三类信息不对称理论的检验表明,委托代理理论有助于部分解释 IPO 补税与 IPO 抑价的正相关关系——IPO 补税公司抑价更高可能源于公司管理层对承销商具有更弱的监督动机,而非公司对承销商缺乏有效的报酬激励。进一步研究还发现,IPO 补税对 IPO 抑价的正向影响在承销商声誉较低时以及信息更不透明(如中小板和创业板、税收征管强度较低地区)的环境中表现更为明显。

本文的研究有助于增进对 IPO 补税及 IPO 抑价现象的理解,具有较为重要的理论与现实启示。第一,在理论上丰富了 IPO 与公司税收领域的研究文献。目前,鲜有文献将 IPO 与公司税收这两个重要的研究话题纳入一个分析框架进行探讨,本文的研究可以为这两个研究领域的结合提供新的视角,也为更深刻地理解 IPO 抑价之谜以及 IPO 公司税收行为的经济后果提供了经验证据。第二,在实践上为 IPO 公司合理规范税收行为、提高 IPO 定价效率提供了有益启示。一方面,鉴于 IPO 补税可能导致 IPO 融资额的巨大损失,公司理应重视税务规范问题,减少激进的避税行为。另一方面,鉴于承销商在 IPO 定价过程中扮演了关键角色,IPO 公司还应着力降低信息不对称,并采取合理措施对承销商进行有效监督,减少因为承销商代理问题所导致的 IPO 抑价。

最后,本文不可避免地存在一定的研究局限性。本文主要基于信息不对称视角探索了 IPO 补税公司抑价更高的原因,研究发现在三类信息不对称理论中仅委托代理理论有助于部分地解释 IPO 补税对于 IPO 抑价的正向影响。显见,IPO 补税公司抑价更高很可能还存在其他理论解释。未来的研究可以进一步基于制度、所有权与控制权、行为金融等其他 IPO 理论视角展开探讨,更全面、深刻地揭示 IPO 补税公司抑价更高现象背后的理论逻辑。

参考文献

- [1]樊其国 2012a,《IPO 税变外部之道》,《首席财务官》第5期,第80~83页。
- [2]樊其国 2012b,《IPO 税变内部之道》,《首席财务官》第8期,第86~89页。
- [3]郝项超和苏之翔 2014,《重大风险提示可以降低IPO抑价吗?——基于文本分析法的经验证据》,《财经研究》第5期,第42~53页。
- [4]胡志颖、李瑾和果建竹 2015,《研发投入与IPO抑价:风险投资的调节效应》,《南开管理评论》第6期,第113~124页。
- [5]黄张凯、刘津宇和马光荣 2016,《地理位置、高铁与信息:来自中国IPO市场的证据》,《世界经济》第10期,第127~149页。
- [6]刘春和孙亮 2015,《税收征管能降低股价暴跌风险吗?》,《金融研究》第8期,第159~174页。
- [7]刘骏和刘峰 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,第21~27页。
- [8]陆正华和马颖翩 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,第26~32页。
- [9]王冠和罗超 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,第72~74页。
- [10]魏志华、易杰、李常青和吴育辉 2018,《IPO补税:特征、动因与经济后果》,《世界经济》已接受待刊。
- [11]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。
- [12]吴朕生 2009,《国有股权、税收优惠与公司税负》,《经济研究》第10期,第109~120页。
- [13]闫兴民 2011,《关于首次公开募股公司补税现象的探讨》,《中国总会计师》第6期,第66~67页。
- [14]曾亚敏和张俊生 2009,《税收征管能够发挥公司治理功用吗?》,《管理世界》第3期,第143~151页。
- [15] Allen F. , and G. R. Faulhaber. 1989. "Signaling by Underpricing in the IPO Market." *Journal of Financial Economics* ,23(2) : 303 ~323.
- [16] Amihud Y. , S. Hauser , and A. Kirsh. 2003. "Allocations , Adverse Selection , and Cascades in IPOs: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange." *Journal of Financial Economics* ,68(1) : 137 ~158.
- [17] Baron D. P. 1982. "A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues." *Journal of Finance* ,37(4) : 955 ~976.
- [18] Baron D. P. , and B. Holmstrom. 1980. "The Investment Banking Contract for New Issues under Asymmetric Information: Delegation and the Incentive Problem." *Journal of Finance* ,35(5) : 1115 ~1138.
- [19] Boulton T. J. , S. B. Smart , and C. J. Zutter. 2011. "Earnings Quality and International IPO Underpricing." *The Accounting Review* ,86(2) : 483 ~505.
- [20] Dyreng S. D. , J. L. Hoopes , and J. H. Wilde. 2016. "Public Pressure and Corporate Tax Behavior." *Journal of Accounting Research* ,54(1) : 147 ~185.
- [21] Grinblatt M. , and C. Y. Hwang. 1989. "Signaling and the Pricing of New Issues." *Journal of Finance* ,44(2) : 393 ~420.
- [22] Jegadeesh N. , M. Weinstein , and I. Welch. 1993. "An Empirical Investigation of IPO Returns and Subsequent Equity Offerings." *Journal of Financial Economics* ,34(2) : 153 ~175.
- [23] Ljungqvist A. 2003. "Conflicts of Interest and Efficient Contracting in IPOs." Working Paper , New York University.
- [24] Ljungqvist A. 2007. "IPO Underpricing." in Eckbo B. E. (ed.) , *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance* , Amsterdam: North - Holland.
- [25] Ljungqvist A. , and W. J. Wilhelm. 2003. "IPO Pricing in the Dot - com Bubble." *Journal of Finance* ,58(2) : 723 ~752.
- [26] Loughran T. , J. Ritter , and K. Rudqvist. 1994. "Initial Public Offerings: International Insights." *Pacific - Basin Finance Journal* ,2(2~3) : 165 ~199.
- [27] Rock K. 1986. "Why New Issues Are Underpriced." *Journal of Financial Economics* ,15(1~2) : 187 ~212.

[28] Tian L. 2011. "Regulatory Underpricing Determinants of Chinese Extreme IPO Returns." *Journal of Empirical Finance*, 18(1): 78 ~90.

Do IPO Firms' Paying Overdue Taxes Affect IPO Underpricing? Based on the Asymmetric Information Theory

WEI Zhihua ZENG Aimin WU Yuhui LI Changqing

(School of Economics, Xiamen University; School of Accounting, Zhejiang Gongshang University;
School of Management, Xiamen University)

Abstract: Using a sample of 1198 Chinese IPO firms, this paper explores the impacts of IPO firms' paying overdue taxes on underpricing and the reasons based on the asymmetry information theory for the first time. The results show that (1) IPO firms paying overdue taxes are associated with higher IPO underpricing, which is 7.8% higher (more than 20 million Yuan less financing on average) than counterpart firm. (2) Testing on three types of asymmetry information theory, i. e., the signal theory, the "winner's Curse" theory and the principal-agent theory, we find that only the principal-agent theory helps partially explain the positive correlation between IPO firms' paying overdue taxes and IPO underpricing. The reason is that these firms have weaker motivation of supervision on underwriters, rather than lack of effective incentives compensation for underwriters. Further study finds that the positive association between IPO firms' paying overdue taxes and IPO underpricing are more prominent in the issuers employing low-reputation underwriters and information environment with less transparency (i. e., small and medium enterprises board and growth enterprise market board, the region with stronger tax enforcement).

Key words: IPO, Paying Overdue Taxes, IPO Underpricing, Asymmetric Information Theory

(责任编辑: 王 鹏) (校对: WH)