

改制上市过程中无形资产产权安排的因素分析

苏静

(清华大学经济管理学院, 北京 100084)

摘要: 我国上市公司以部分改制上市为主。这个过程中, 发起人向拟上市主体投入和分割资产的方式直接影响着资产的确认和上市公司未来生产经营的独立性。和对企业上市后控股股东“掏空”行为的丰富研究相比, 能够追根溯源、针对企业改制上市之初的资产安排进行理论和实证分析的研究却相当缺乏, 而这又是控股股东各种侵占行为发生的源头之一。本文以 2004 年新上市公司的无形资产产权取得方式为例, 分析了影响上市公司做出不同安排(购买、折股、无偿转让和租赁等)的经济因素, 并通过多元 Logistic 回归对各个影响因素的显著性做了检验。实证结果表明, 不同的行业分布、股权结构(第一大股东的性质和持股比例)和无形资产的种类对上市公司的产权选择行为有显著影响。此外, 当上市公司在租赁与其他方式之间权衡选择时, 无形资产占净资产的比例有显著影响; 但是对于除租赁以外的其他三类方式的选择, 这个经济因素的影响不显著。

关键词: 股票初始发行; 无形资产; 产权安排

中国图书分类号: F2 **文献标识码:** A

1 问题的提出

我国上市公司基本都是通过股份制改造而来的。改制方式有很多, 但是以部分资产的改制上市为主(李东平, 2001)。部分改制的核心内容之一就是发起人如何对上市公司的各项资产进行初始配置。这个决策过程包括两个要点: 第一, 以什么样的形式向上市公司投入资产; 第二, 向上市公司投入多少资产。对于经营性资产的剥离, 中国证监会有一系列明确的规定。但是无形资产的投入方式灵活多样, 除自行申请注册获得外, 上市公司还可通过有偿购买、折股、无偿受让和继承以及租赁等方式取得和使用。不同的安排方式不仅直接影响无形资产价值及其摊销费用的确认(见本文表 1), 还会影响上市公司未来的资产完整性和生产经营的独立性, 并为控股股东的“掏空”行为打开方便之门(如 2000 年以来引起巨大反响的上市公司花巨资购买母公司商标的一系列案例, 就是上市公司改制过程中商标所有权归属不清导致的恶果。这直接促使中国证监会发行监管部于 2001 年 2 月 12 日颁布的《发审委审核备忘录第 1 号》第六条对商标权的处置问题专门做出明确规定)。

相对于证券市场对企业上市后控股股东“掏空”行为的丰富研究, 能够追根溯源、针对企业改制上市之初的资产投入和分割决策进行的理论和实证分析都相当缺乏, 而这却是控股股东种种侵占行为能屡屡得手的源头之一。改制企业对有关资产投入方式及所有权的安排是微观主体在其内外约束条件(如上市公司的内部治理结构、财务状况、发行制度和会计准则等)下追求利益最大化的博弈结果。不同的约束条件会引导企业做出不同的反应, 找到关键的约束条件是理解资产安排方式的核心。本文正是要从企业改制上市之初的无形资产安排方式出发, 探讨分析我国企业改制上市时对无形资产的取得和产权安排是否存在一定的范式(pattern); 为什么有这样的范式、哪些具体因素会影响企业做出不同的安排选择。

上市公司要在招股说明书中对其“业务及生产经营所必须的商标、土地使用权、专利与非专利技术、重要特许权利等, 应明确披露这些权利的使用及权属情况”, 包括“发行人的主要无形资产的情况, 如近三年无形资产的规模, 对发行人业务具有重要意义的知识产权、非专利技术等。对于以无形资产折股的, 或因各种原因对无形资产进行评估并调帐的, 应简要披露评估方法及其依据; 土地使用权(包括水面养殖权等)、探矿权、采矿权及主要经营

性房产取得和占有的情况。”¹ 这条规定为本文提供了查清无形资产来源的途径。而 2004 年新上市的 99 家 A 股公司²中没有整体上市的情况，正好为本文的研究提供了清洁的样本。本文所需数据全部通过对上市公司招股说明书的手工查找(招股说明书在中国证监会指定的信息披露网站巨潮资讯 www.cninfo.com.cn 下载)。

2 改制上市过程中无形资产产权的不同安排及其描述性统计

2.1 购买

这种方式指的是其他企事业单位(包括发起人母公司、其它股东、关联方企业或者非关联方的企业、个人、政府部门等)将持有的无形资产所有权一次性有偿出让给上市公司。在企业改制上市时,通常是由发起人母公司或者其他股东向上市公司出让的。其中土地使用权的购买又分两种:其一,直接在一级市场上向国家购买,即国家作为土地所有者,将土地使用权在一定年限内让与土地使用者,并由土地使用者向国家支付出让金,之后土地使用者可以依法进行土地使用权的转让、出租和抵押等;其二,在二级市场上从其他法人受让。不过,对于上市公司而言,这两种方式在本质上都需要向外支付现金,在本文视为等同。

2.2 折股

无形资产作价出资主要有两种途径:一种是根据国家需要,有权代表国家投资的政府部门或机构以国有的无形资产评估后作价出资投入拟上市主体,界定为国家股。另一种是企业法人以其依法可支配的无形资产投入公司形成的股份,或具有法人资格的事业单位和社会团体以用于经营的无形资产作价出资进入上市公司,界定为法人股;如果发起人是国有企业,界定为国有法人股,如果发起人是非国有企业,界定为一般法人股或者外资法人股。不过,对上市公司而言,这两种方式本质上都是将无形资产直接作价进入股本,只是股东性质有差别(国家股和国有法人股都属于国有股的范畴,其他形式为非国有股)。³这种方式无需上市公司付出现金购买,但是该项无形资产会以折股价值计入资产,同时增加净资产和股本规模。

2.3 租赁

目前这种方式主要适用于土地使用权的处置,是近几年开始实行的一种用地方式。具体就是上市公司可以选择不直接购买土地使用权,而是通过签订租赁合同,每年缴纳以一定费用的形式“租用”。上市公司可以在一级土地市场上直接向国有土地管理部门租用,也可以由母公司首先从国有土地管理部门受让土地使用权,然后上市公司再向母公司租用。目前后一种形式采用的较多。这种处置方式下土地使用权归出租方所有,上市公司可以避免受让过程中所要求的一次性大额支付,减轻了企业短期内的支付负担,其租赁费用直接进入利润表,对资产负债表没有影响。每年的租赁费主要由上市公司和出租方协商,以合同的形式确定,具体金额比较灵活,会在各年之间产生较大的波动,对上市公司 IPO 以后各年度费用和盈余的影响不确定,很有可能成为母公司与上市公司互相输送利益的通道。

2.4 无偿受让及其他方式⁴

母公司或者其他股东为了扶持上市公司,也可能将内在价值较高的无形资产产权无偿转让给上市公司,或者直接变更无形资产的产权所有者。这种方式取得的无形资产账面价值为 0,通常不会在资产负债表和利润表中反映,但是上市公司却拥有完全的自主支配权,其实质相当于上市公司没有付出任何成本就获取了无形资产的后续收益,性质不同于有偿取得,因此本文将这种方式作了专门的统计。少数上市公司还可以通过整体兼并,收购其他企业时一并取得其无形资产(如商标、商誉等),此时无形资产大多和其他资产捆绑在一起销售,比较难分辨其具体的交易金额。另外,其他企业也可以许可上市公司使用其无形资产,类似于租赁。

最后,我们将各种主要的产权安排方式的特征及其经济影响总结为表 1:

表 1 无形资产所有权各种安排方式的特征和影响

取得方式 影响	折股	购买	租赁	无偿转让
是否计入资产	是	是	否	否
是否影响净资产	是	否	否	否
是否计入利润表	以各期摊销或者减值准备的形式计入	以各期摊销或者减值准备的形式计入	以各期支付费用计	否
是否付出现金	否	是	是	否
是否完整地获得无形资产所有权	是	是	否	是

2.5 相关的描述性统计

我们统计了 2004 年进行股票初始发行的 A 股公司中，除自行注册申请取得之外的无形资产所有权安排方式（图 1）。结果表明，有 55.81% 的无形资产通过购买取得，12.40% 的无形资产通过折股的方式取得，15.89% 的无形资产通过无偿转让方式取得，15.89% 的无形资产通过租赁方式占用⁵。有近三分之一的无形资产没有在资产负债表中反映，但这并不代表这些无形资产没有内在的经济价值。因此，我们不仅要分析无形资产的账面金额，还有必要追根溯源从产权关系了解无形资产资源实际被占用的情况。

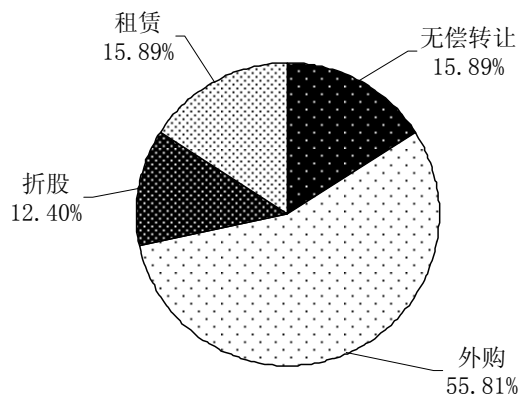


图 1 2004 年新上市企业无形资产取得方式分布

3 上市公司 IPO 时对无形资产产权安排进行不同选择的影响动因

国内现有关无形资产产权的政策选择研究主要集中在土地使用权方面。王倩（2002）对 1997-1999 年沪市 A 股上市公司土地使用权政策进行了统计，发现资产负债率高、净资产收益率低的公司倾向于租赁。耿建新、陈斌（2003）研究了 1999-2001 年新上市的沪市 A 股公司，发现不同政策选择的上市公司在行业分布、股权结构和财务状况方面存在着显著差异，在地区分布上没有明显差异；无形资产的不同取得方式对资产负债表结构产生不同的影响。本文在此基础上，从无形资产的类型和上市公司的所属行业、股权结构、财务状况以及无形资产的规模等方面对上市公司的选择决策作进一步的探讨和分析。

3.1 股权结构、支持理论、无形资产安排与改制上市中的机会主义行为

根据已有的文献研究，上市公司的机会主义行为主要是盈余管理和大股东侵害行为。李增泉等（2005）、陈晓和王琨（2005）都证明了我国上市公司中普遍存在着大股东通过恶性关联交易侵害小股东的情况。由于改制上市过程中的资产分割直接决定了上市公司 IPO 后生产经营的独立性，改制过程中对资产的安排和归属选择既能决定上市公司资产的优良程度和业绩，又能决定上市公司日后与关联方之间交易的频率和程度。因此，我们可以预期我国拟

上市主体在改制过程中具有操纵和刻意安排资产归属的动机。那么，谁具有决策的权力呢？李东平（2001）对改制中的资产划分作了详细的描述，主要是由其主发起人决定资产投入的。因此我们认为改制上市过程中的资产归属主要

由主发起人决定，而主发起人在上市后自然就成为上市公司的第一大股东。目前我国上市公司的第一大股东问题较为复杂，具体表现为：第一大股东所持股份都是非流通股，且在公司总股本中的比例相当大；第一大股东大多数是国有股股东。上市公司特有的股权结构、股东性质和国有企业改革中的制度背景交织在一起，导致股权结构问题异常复杂并最终影响到企业改制上市之初对无形资产的投资方式及其产权的安排。

3.1.1 第一大股东持股比例与无形资产产权安排

持股比例的高低代表了股东对这个企业的控制程度。这个指标对上市公司选择的影响有两个方面。一方面，中国的上市公司普遍只有一个最终的所有者，这个所有者持有了全部股份中的绝大多数。这样一个绝对控股股东的存在，使得将公司资源转移出去给母公司或者其他关联方成为可能。但是，当控股股东所占的股份非常大时，其自身的利益与上市公司的利益会逐步趋同（白重恩等，2005）。而要在A股市场上市，必须满足监管部门有关上市的盈利要求。因此我们认为，第一大股东（往往是主发起人）为了配合企业上市，其持股比例越高，它与上市公司的利益越紧密相关，帮助和支持（propping）上市公司达到上市标准的动机就越强烈，在其改制上市时就会越多地采用无偿转让、折股和租赁等不需要上市公司立即支付大量现金的方式投入无形资产。

另一方面，Williamson（1979）指出，市场不确定性和有限理性会增加长期合同的缔结成本，此时运用市场机制的成本很高，交易者会选择节约交易费用的非市场机制来部分取代市场机制。无形资产在涉及注册申请、转让或者许可、保护、监督以及侵权诉讼等一系列过程中都会涉及到巨大的交易费用。首先是无形资产的注册申请。像专利、特许经营权、商标等权利的取得经常涉及漫长的专业审查或者行政许可，需要支付不菲的谈判成本。如果审查程序较为严格、积压的申请数量很大，使得权利取得的时间很长，也会增加权利获得的时间成本。

其次，无形资产产权转让中的费用比一般有形资产更大，因为其市场风险和不确定性更大。如专利权的受让人对于该专利的经济价值很难预见，对合同条款的要求会更复杂。对于专有技术、非专有技术这种不受专门法律保护的无形资产，更会由于任何一方的违约行为而损害另一方的利益，因此双方必须尽可能完善地了解合同所需的一些细节，这既增加了为签订合同而付出的谈判、协商费用，也降低了适应市场条件变化的灵活性。无形资产转让过程中存在的资产评估环节费用也是不可忽视的。无形资产的评估已经成为一个新兴的行业，但是至今尚无一种通行或公认的标准，特别是对知识产权的评估。而大部分无形资产都有很强的时效性和价格的不确定性，其价值的效用也会因不同的客户有巨大的差异。

第三，由于人的机会主义动机，无形资产交易协议达成后，监督履行协议必不可少，交易费用也很高。例如，对于技术类资产及其各种使用权，在签订协议后，所有者要监督防止被许可人在不完全拥有所有权的情况下将相关内容转让、许可给他人（未经所有者同意）。转让协议签订后，受让人也要监督转让人把相关的所有技术环节完整的提供。

在无形资产产权交易合约的缔结成本很高的情况下，我们同样有理由认为，第一大股东持股比例越高，对上市公司的控制力也越强，越容易就无偿转让、变更继承、租赁等非市场机制产生的合约达成一致。

3.1.2 第一大股东性质与无形资产产权安排

我们通过判断第一大股东的性质是否属于国有（国家股或者国有法人股），来判断该上市公司的最终控制人是否是政府。一般来说，政府的目标是维持就业和社会稳定，而非企业全体股东利益的最大化。因此，政府可能利用上市公司作为工具满足其政策目标。除此之外，

在改制上市的过程中，国家对国有企业的用地行为制定了种种政策约束。1998 年原国家土地管理局颁布的《国有企业改革划拨土地使用权管理暂行规定》，将一级市场上的土地使用权处置方式分为四种：出让、租赁、入股和保留划拨⁶。其第七条还规定：“根据国家产业政策，须由国家控股的关系国计民生、国民经济命脉的关键领域和基础性行业企业或大型骨干企业，以及改造或改组为有限责任公司、股份有限公司和组建企业集团的，涉及的划拨土地使用权经省级以上人民政府土地管理部门批准，可以采用国家以土地使用权作价出资（入股）方式处置”⁷。因此，我们推测上市公司第一大股东的性质（国有还是非国有）会对无形资产的产权安排有影响。国家为了扶持国有企业改革，为其创造宽松的竞争条件，会较多地以入股、租赁、无偿转让等不需要一次性支付大量现金的方式将无形资产归入上市公司；而非国有企业由于可争取到的优惠政策较少，只能选择购买或者自主开发的方式获得。

3.1.3 描述性统计

在这一部分我们分别检验第一大股东的持股比例、第一大股东的性质与无形资产产权安排方式的关系（表 2）。结果表明各种不同取得方式下对应的上市公司第一大股东持股比例也有显著不同：采用租赁、无偿转让和折股方式的上市公司的第一大股东持股比例依次最高⁸，相应的第一大股东是国有股股东的情况也比较多，这表明母公司（特别是国有性质的母公司）具有强有力控制权的上市公司更偏好这三种方式；采用购买方式的上市公司的第一大股东持股比例较低，且该企业的第一大股东多是非国有性质。对持股比例所做的非参数多组独立样本 Kruskal-Wallis 检验和对股东性质所做的 R×C 表 Chi_Square 检验都表明第一大股东的持股比例和性质在各种取得方式之间有显著差异，即上市公司的股权结构与无形资产产权的取得方式有关。

取得方式	第一大股东持股比例 ^①			
	均值	中值	最大值	最小值
购买	38.25%	36.97%	69.09%	12.61%
折股	40.52%	38.62%	69.09%	15.56%
租赁	46.23%	44.50%	75.62%	18.62%
无偿转让	44.44%	45.48%	75.62%	21.68%

表2a 上市公司第一大股东持股比例与其无形资产安排方式

取得方式	第一大股东性质 ^③			
	国有 ^②		非国有	
	数量	比例	数量	比例
购买	53	44.92%	91	65.00%
折股	20	16.95%	12	8.57%
租赁	27	22.88%	14	10.00%
无偿转让	18	15.25%	23	16.43%
总计	118	100.00%	140	100.00%

表2b 上市公司第一大股东性质与其无形资产安排方式

注：①多组独立样本Kruskal-Wallis检验结果：Chi-Square=12.45，DF=3，Pr > Chi-Square=.006，表明无形资产的不同取得方式对应的第一大股东比例有显著差异；②这里我们将国家股和国有法人股统一归为国有股，其他为非国有股；③ R×C表Chi_Square检验：Pearson Chi-Square=14.99，DF=3，Asymp Sig.= 0.002；Likelihood Ratio=15.10，DF=3，Asymp Sig.=0.002，表明第一大股东的性质不同，无形资产取得方式显著不

同

3. 2上市公司所属行业与无形资产产权安排选择

行业差异可能会影响上市公司的无形产权属安排。对于高新技术企业或者新兴的社会服务行业公司，通常只需要较小的生产场地；特别是软件公司、网络公司、中介服务公司只需要租用写字楼等办公室即可，无需庞大的固定资产。这类企业的价值集中体现在其无形资产，因此该行业的无形资产无偿转让的情况比较少。而传统的制造业对生产用地要求更多，对土地使用权的处置方式也比较多元化；一些采矿企业（如开滦股份，600997）还必须要有采矿权、煤炭生产许可证和各种经营资格许可证，由于特许使用权类资产的价值常常难以量化，大部分是通过原发起人单位无偿转让给上市公司的。第二是国家宏观经济政策对行业的调控。例如一些国家重点扶持行业的上市公司（如农业、煤电水的生产和供应、交通运输等），会选择将土地使用权作价出资的方式。因此，我们根据《上市公司行业分类指引》、2001年OECD依照新的国际标准产业分类重新确定的高技术产业新的分类标准和2002年7月国家统计局印发的《高技术产业统计分类目录的通知》⁹，将样本公司分为制造业、高科技行业和其他三类，检验行业对无形产权属安排的影响（表3）。我们发现，高科技行业的上市公司的无形资产中，有76.6%通过购买所得，比例最高；无偿转让和租赁的情况很少。制造业企业购买的比例最低，无偿转让和租赁的比例最高。其他行业的安排方式介于这两个行业之间。我们对此作了列联表 Chi_Square 检验，结果表明不同行业的上市公司对于无形资产的产权安排方式的选择有显著的差异。

行业分布 安排方式	制造业		其他行业		高科技行业	
购买	76	49.67%	32	55.17%	36	76.60%
无偿转让	35	22.88%	4	6.90%	2	4.26%
入股	16	10.46%	10	17.24%	6	12.77%
租赁	26	16.99%	12	20.69%	3	6.38%
总计	153	100.00%	58	100.00%	47	100.00%

表 3 行业分布与上市公司 IPO 过程中的无形产权属安排

注：列联表 Chi_Square 检验：Pearson Chi-Square=21.53, DF=6, Asymp Sig.=0.001; Likelihood Ratio=23.704, DF=6, Asymp Sig.=0.001。这表明不同行业无形资产的取得方式差异在统计上显著。

3. 3 无形资产的类型与其产权安排选择

Lev (2001) 认为“由于不存在有组织的、竞争性的无形资产市场，致使这些资产与实物资产和金融资产相分离”；“缺乏可比交易使无形资产不能量化，进而不能在企业的报表中反映”；而缺乏有组织的无形资产市场的原因在于“不能达成有关无形资产投资成果的完善的契约，缺乏有组织的、活跃的和有大量参与者的交易活动，以及缺乏价格的透明性”¹⁰。我们认为尽管无形资产整体上缺少活跃的交易市场，但是在无形资产内部，不同种类的无形资产之间其交易市场的活跃性各有差别，最终导致了不同种类的无形资产偏重不同的产权取得方式。常见的无形资产有土地使用权、特许经营权、商标、软件、专利、专有技术、非专有技术、采矿权、商誉、探矿权等。专利、专有技术类的无形资产具有可分性，在我国可以通过各地专门的技术产权交易所进行交易，其可交易性最高。

在我国，土地最终归国家所有，但是企事业单位可以通过有偿或者无偿的方式取得一定年限内的土地使用权，取得后的使用权是可以依法转让、抵押和出租的。土地使用权首先可以由国家土地主管部门授权经营，也可以招标、拍卖和挂牌交易的方式出让和租用，形成了土地的一级市场；各地土地管理部门一般都设有土地使用权交易所等交易场所，在这些交

易所，企业也可以从其他掌握有土地使用权的企事业单位中受让、租赁和抵押，这就是土地交易的二级市场。土地的征用和一级市场虽然计划色彩较浓，但是土地的二级市场日渐活跃，国土资源部的网站会定期发布土地出让计划、土地出让价格走势及其指数，因此土地使用权的可交易性也比较高。

商标、特许经营权类无形资产本身不具有可分离性，其价值会随着其使用者的不同而波动，可交易性最低。

取得方式 \ 种类	土地使用权		技术类		其他	
	数量	比例	数量	比例	数量	比例
购买	68	54.84%	59	70.24%	17	34.00%
折股	18	14.52%	10	11.90%	4	8.00%
租赁	38	30.65%	0	0.00%	3	6.00%
无偿转让	0	0.00%	15	17.86%	26	52.00%
总计	124	100.00%	84	100.00%	50	100.00%

表 4 不同类型无形资产的权属取得方式一览④

注：①我们对表 1 进行 R×C 表卡方检验，结果是 Pearson Chi-Square= 103.00, Likelihood Ratio= 118.42, df=7,

Asymp. Sig=.000。这表明不同类型无形资产的取得方式差异在统计上显著。

综上，我们将无形资产分为土地使用权（包括采矿权）、技术类（专利、专有技术和非专有技术）和其他（除前两类以外）三大类，进一步分析无形资产的取得方式是否与其所属的具体种类有关（表 4）。我们发现，由于土地是最基本的生产资料，每一家公司的无形资产都会涉及到土地使用权，其中 54.84%是通过购买所得，30.65%是租赁所得，14.52%是折股所得，没有无偿占用的情况；

这与耿建新、陈斌（2003）的结果不同，可能与样本及研究时段的选择有关，也与土地二级市场的形成和日渐活跃有关。其次技术类无形资产，其中 70.24%是通过购买所得，17.86%是无偿转让，11.90%是折股所得，没有租赁的情况。最后是其它类无形资产，34%通过购买取得，8%通过折股取得，6%通过租赁取得，52%通过无偿转让取得。

3.4 无形资产规模与其产权安排选择

无形资产规模对其产权安排方式的选择有两种不同的影响。一方面，无形资产占净资产的比例高低在一定程度上预示着无形资产在所有资产中的相对重要性。如果无形资产占净资产比例较高，说明无形资产具有较大的经济价值，对于无形资产的原持有人和上市公司都很重要，通常需要通过有偿的方式取得。如果无形资产在净资产中的比例很低，说明该无形资产的价值不高，无论采用什么方式取得都不会对交易双方产生重大的经济影响和后果。这时上市公司有动机采用简单易行、交易成本较低的方式来取得；而有偿方式通常需要复杂的资产评估和价格协商等交易过程才能最终确定，所以在无形资产规模很低的状况下，上市公司会较多地以无偿受让等方式取得无形资产。当然，另有一种解释是：通过折股和购买方式自然会增加无形资产的比例。由于上市公司拥有的不止一项无形资产，每一项无形资产产权归属也各不相同，无形资产占净资产比重是对上市公司所有无形资产的规模的综合衡量指标，因此前一种解释更为合理。

另一方面，发行规则对无形资产占净资产比例有严格的上限。早在 1992 年 5 月 15 日，国家体改委颁布的《股份有限公司规范意见》第三章第二十二项规定：“股东可以用……工业产权、非专利技术、土地使用权等无形资产折价入股；……以无形资产（不含土地使用权）作价所折股份，其金额一般不得超过公司注册资本的 20%”。1993 年 4 月 22 日国务院令第

112 号发布的《股票发行与交易管理暂行条例》第二章第九条对无形资产的规模做出严格限制：“发行前一年末……无形资产在净资产中所占比例不高于百分之二十，但是证券委另有规定的除外”。1997 年《公司法》第三章第八十条、中国证监会股票发行审核委员会在《关于首次公开发行股票审核工作的指导意见》中都有相同的规定。1997 年 7 月 4 日，国家科技部与国家工商行政管理局联合发出了《关于以高新技术成果出资入股若干问题的规定》，其中第三条规定“以高新技术成果出资入股，作价总金额可以超过公司注册资本的百分之二十，但不得超过百分之三十五。”同时详细规定了高新技术成果的认定范围、评定标准以及确认手续和办法。1998 年国家科技部又发出了《〈关于以高新技术成果出资入股若干问题的规定〉实施办法》。所以本文认为，但是为了避免触及发行规则规定的上限，上市公司会较多地采用租赁、无偿受让等方式降低无形资产占净资产的比重。

为了检验无形资产规模对上市公司进行无形资产产权选择的影响，我们对比了选择不同产权安排方式的上市公司的无形资产比例的均值（表 5）。结果表明，样本公司的无形资产在总资产和净资产中的比例都不是很低，且以土地使用权为主；扣除土地使用权后，无形资产在净资产中所占的比例远低于 20%。选择折股和购买方式的样本组，其无形资产占总资产的比例和无形资产占净资产的比例高于其他样本公司，选择租赁的样本公司的无形资产规模最低。扣除土地使用权后，选择无偿转让的样本公司的无形资产规模最低。我们对这四组指标分别作了多独立样本的 Kruskal-Wallis 检验，其差异在统计上显著。

取得方式	样本数	INTA/TA 均值	INTA/TA*均值	INTA/TE 均值	INTA/TE*均值
折股	32	4.73%	1.04%	10.93%	2.05%
购买	144	4.17%	0.81%	9.04%	1.64%
无偿	41	2.42%	0.18%	5.92%	0.38%
租赁	41	1.23%	0.55%	2.82%	1.10%
合计	258	3.49%	0.70%	7.79%	1.40%
Kruskal-Wallis 检验结果	χ^2	42.97	20.22	41.12	20.48
	DF	3	3	3	3
	Asymp. Sig.	0.000	0.000	0.000	0.000

表 5 选择不同安排方式的上市公司的无形资产规模比较

4 无形资产产权安排决策影响动因的多元 Logistic 回归

这一部分采用多元 Logistic 回归的方法，进一步检验各种因素对上市公司无形资产权属划分决策的综合影响。检验目的包括：哪些因素会影响上市公司是否取得无形资产所有权的选择；进一步的，哪些因素会影响上市公司取得无形资产所有权时采用有偿还是无偿的方式？由于无形资产所有权的安排方式多于两种，且各种方式之间不存在等级递增或者等级递减的关系，我们采用了多元 Logistic 回归方法。这种方法不同于一般的 Logistic 回归，是通过拟合一种叫做广义 Logit 模型（Generalized Logits Model）的方法来进行的。以前面提到的各种影响因素为解释变量，以无形资产所有权的安排方式为被解释变量，建立如下回归模型：

$$Method = \alpha_0 + \alpha_1 Industry + \alpha_2 Top1 + \alpha_3 Nature + \alpha_4 INTA + \alpha_5 Type \quad (1)$$

Method：应变量，代表无形资产权属的取得方式：折股、购买、租赁和无偿转让；

Industry：自变量，代表行业分布：制造业、高科技行业和其他行业；

Top1：自变量，代表第一大股东的持股比例；

Nature: 自变量, 第一大股东性质为非国有取 1, 国有取 0;

INTA: 自变量, 代表无形资产占净资产的比例, 控制规模;

Type: 自变量, 代表无形资产的种类: 土地使用权、技术类及其它类三种; 回归中以技术类资产为参照。

4.1 上市公司是否完整地取得无形资产的所有权: 租赁与其它方式的比较

本文第二部分指出, 无形资产的所有权是否归上市公司会对无形资产的价值确认产生不同的影响, 所以我们希望了解有哪些因素会影响上市公司的决策。我们在回归模型中设定租赁方式(所有

权不属于上市公司)作 Method 变量的参照水平。

表6a列示了回归模型自变量的似然比检验, 第一大股东的持股比例、无形资产在净资产中所占的比例、无形资产的类型均在1%的水平上显著; 第一大股东的性质在5%的水平上显著; 行业变量在10%的水平显著。说明公司的产权结构因素和无形资产规模对上市公司的决策选择有影响, 这与我们前面所作的描述性统计结果基本一致。表6b给出了参数估计结果, 该模型对比了上市公司取得无形资产所有权和仅通过租赁方式占用两种情况。结果表明, 其他三种产权安排方式与租赁相比时, 影响因素各有不同。折股与租赁相比, 无形资产的类型会产生影响, 土地使用权较多地采用租赁方式。购买与租赁相比, 第一大股东持股比例较高的上市公司更倾向于租用无形资产, 第一大股东是非国有性质的上市公司会更多地有偿购买产权, 土地使用权、其他类的无形资产会偏好租赁方式; 无偿转让和租赁相比, 以上列举因素的影响均不显著。无形资产占净资产的比例对于折股、购买和租赁的选择都有显著影响, 即无形资产价值较大的上市公司, 相对租赁会更偏好折股和购买方式。

自变量	Intercept	Top1	INTA	type	industry	Nature
Chi-Square	0.00	10.49	15.14	115.63	11.61	10.31
DF	0	3	3	6	6	3
Sig.	.	0.02	0.00	0.00	0.07	0.02

表 6a 上市公司是否取得无形资产所有权的决策: 对各自变量的似然比检验

取得方式	自变量	参数估计量	标准差	Wald 统计量	DF	Sig.
折股	Intercept	0.00	1.24	0.00	1	1.00
	Top1	-2.27	1.83	1.53	1	0.22
	INTA	13.01	9.65	9.04	1	0.02
	type1	-1.51	0.714	0.710	1	0.66
	type2	-20.35	0.82	617.63	1	0.00
	Industry1	-0.42	0.86	0.23	1	0.63
	Industry2	-0.31	0.94	0.11	1	0.74
	Nature	0.074	0.56	0.02	1	0.89
外购	Intercept	1.00	1.03	0.94	1	0.33
	Top1	-3.08	1.52	4.10	1	0.04
	INTA	10.87	3.962	7.53	1	0.01
	type1	-19.88	0.48	1719.01	1	0.00
	type2	-20.85	0.70	3.49	1	0.06
	Industry1	-0.76	0.73	1.09	1	0.98
	Industry2	-0.56	0.81	0.47	1	0.92

	Nature	1.11	0.45	6.23	1	0.01
	Intercept	17.96	1.82	134.93	1	0.00
	Top1	2.24	2.31	0.94	1	0.33
	INTA	6.63	4.52	3.66	1	0.6
	type1	38.68	3585.24	0.00	1	0.99
	type2	22.16	0.00	.	1	.
	Industry1	1.46	1.09	1.79	1	0.18
	Industry2	0.58	1.30	0.20	1	0.66
	Nature	0.91	0.63	2.08	1	0.15

表 6b 上市公司是否取得无形资产所有权的决策：参数估计

注：①设定“租赁”作为 Method 的参照系。

②Type1：如果是其他类（表除技术类和土地使用权以外的其他无形资产）取 1，否则取 0；Type2：如果是土地使用权取 1，否则取 0；Industry1：如果是其非高科技行业取 1，否则取 0；如果是其他类行业取 1，否则取 0；Nature：如果是非国有股东，取 1，否则取 0。Chi-Square 代表 χ^2 值，DF 代表自由度，Sig. 代表显著程度

4.2 上市公司是否有偿取得无形资产所有权：有偿与无偿的比较

排除那些所有权不归上市公司所有的样本（即采用租赁方式的样本），上市公司还需要考虑通过有偿还是无偿受让的方式取得所有权，这两种方式也会对财务报告产生不同的经济后果。因此这一部分在剔除了采用租赁方式的样本后（剔除后的样本数为 217），进一步分析哪些因素会影响上市公司在有偿取得与无偿受让方式之间的选择。回归时设定无偿转让作 Method 变量的参照水平。

表7a列示了回归模型自变量的似然比检验，无形资产类型的影响在1%的水平上显著；行业、第一大股东的持股比例、第一大股东的性质在5%的水平上显著；无形资产在净资产中所占的比例影响不显著。

表 7b 给出了参数估计结果，表明有偿转让（折股和购买）与无偿转让相比时，第一大股东持股比例越高、第一大股东为国有性质的上市公司偏好采用无偿转让方式；无形资产的类型也有显著影响，土地使用权偏好采用有偿方式取得，其它类无形资产（商标、特许经营权等）偏好用无偿转让方式取得；制造业（Industry1）上市公司较多地无偿取得无形资产，其它行业（Industry2）的上市公司在有偿取得与无偿取得之间没有显著差异。

自变量	Intercept	Top1	INTA	type	industry	Nature
Chi-Square	0.00	7.22	2.84	65.87	10.88	6.00
DF	0	2	2	4	4	2
Sig.	.	0.03	0.242	0.00	0.03	0.05

表 7a 有偿取得与无偿取得的对比：对各自变量的似然比检验

取得方式	自变量	参数估计量	标准差	Wald 统计量	DF	Sig.
	Intercept	1.77	1.31	1.83	1	0.18
	Top1	-3.95	2.24	3.13	1	0.08
	INTA	2.49	3.47	1.18	1	0.12
	type1	-1.70	0.72	5.62	1	0.02
	type2	19.54	0.45	1914.30	1	0.00
	Industry1	-1.84	0.99	3.42	1	0.06

外 购	Industry2	-0.80	1.18	0.46	1	0.50
	Nature	-0.89	0.61	2.95	1	0.06
	Intercept	3.67	1.13	10.54	1	0.00
	Top1	-1.86	1.72	6.47	1	0.02
	INTA	2.29	2.38	0.93	1	0.30
	type1	-2.02	0.45	17.85	1	0.00
	type2	19.02	0.00	.	1	.
	Industry1	-2.21	0.86	6.59	1	0.01
	Industry2	-1.02	1.07	0.91		0.34
	Nature	0.65	0.60	3.20	1	0.07

表 7b 有偿取得与无偿取得的对比：参数估计

注：①设定“无偿转让”作为 Method 的参照系。

②Type1：如果是其他类（表除技术类和土地使用权以外的其他无形资产）取 1，否则取 0；Type2：如果是土地使用权取 1，否则取 0；Industry1：如果是其非高科技行业取 1，否则取 0；如果是其他类行业取 1，否则取 0；

Nature：如果是非国有股东，取 1，否则取 0。Chi-Square 代表 χ^2 值，DF 代表自由度，Sig. 代表显著程度。

5 结论

我国的上市公司大多由国有企业改制而来，由于历史原因，通常无法整体改制，往往是划分出一部分资产上市，这造成两个后果：第一，股权分置；第二，资产分置与剥离。资产划分的标准除了考虑生产经营的需要和完整性，很重要的标准是能够争取到的发行额度。往往要根据净利润算出所需的净资产和资产总量，然后再考虑如何为上市公司配置资产（李东平，2001）。在这个过程中，由于土地使用权（探矿权）类的无形资产往往数额巨大，而发行额度较小，所以很多企业的土地使用权并没有直接进入上市公司，而是以租赁方式供上市公司使用；而对于商标这种经济价值较难评估的无形资产，则以无偿转让、许可使用或变更继承等方式进入上市公司。这种藕断丝连的联系，先天地决定了大股东与上市公司之间必定在改制上市后仍然有密切的无形资产交易往来。因为无形资产自身的流动性差，加上我国目前缺乏透明公开的交易市场，投资者很难充分认识无形资产交易行为，有些公司的大股东开始利用无形资产交易与上市公司进行利益输送。

本文作为一个研究的开端，尝试分析我国企业在改制上市过程中，面临如何取得或者占用无形资产的这个难题时所考虑的经济因素有哪些。本文通过多变量 Logistic 回归将无形资产的各种取得方式逐一对比作了定量的分析。结果表明，如果将其他方式与租赁（上市公司没有获得无形资产的产权）相比，无形资产占净资产的比例、无形资产的类型、第一大股东持股比例、第一大股东性质和行业变量会对上市公司的决策产生显著影响；除去租赁的样本，再将有偿取得和无偿取得相比，无形资产的类型、第一大股东持股比例、第一大股东性质和行业变量有显著影响，无形资产在净资产中的比例对上市公司的选择没有显著影响。

本文的意义在于，从产权关系上查清无形资产的产权安排，有利于了解企业在改制上市过程中的资产分割和配置行为，加深我们对上市公司无形资产的会计选择及其取得后的费用摊销的理解（特别是那些没有在资产负债表中反映的无形资产）。另外，近年来逐渐出现了企业上市以后通过收购母公司或者其他关联方的无形资产互相输送利益的现象，本文的研究结论有利于对控股股东的“支持（propping）”和“掏空（Tunneling）”行为的后续分析。

参考文献

[1] 白重恩等. 2005. 中国上市公司治理结构的实证研究[J], 经济研究. 2.

- [2] 陈晓,王琨. 2005. 关联交易、公司治理与国有股改革. 经济研究. 4
- [3] 耿建新、陈斌. 2003. 股票初始发行中土地使用权政策选择的因素分析[J], 中国会计与财务研究. 9.
- [4] 李东平. 2001. 大股东控制、盈余管理与上市公司业绩滑坡[D]. 上海财经大学博士论文
- [5] 李增泉, 余谦, 王晓坤. 2005. 掏空、支持与并购重组. 经济研究. 1
- [6] 王倩. 2002. 上市公司土地使用权会计问题研究, 中国人民大学硕士论文
- [7] Baruch Lev, 2001, Intangibles: Management, Measurement and Reporting[M], The Brookings Institution
- [8] D. E. Williamson, 1979, Transaction-cost Economics In the Governance of Contractual Relations[J], Journal of Canada Economics, Vol 22

Exploring the Choice of the Property Rights to Intangible Assets in IPOs of Chinese Listed Companies

Su Jing

(Economics and Management School Tsinghua University, Shanghai 100084, China)

Abstract:Enterprises often face the problem of multiple choices to the property rights to intangible assets in the listing process. Different types of property contracts result in different economic effects on listing firms. Therefore it is necessary to make clear the choice profile of the property rights to intangibles. This paper takes A share companies newly listed in 2004 as the sample to examine. The empirical results indicate that leasing, purchasing, conversion into shares, self-apply, assignment for free etc are the main methods to obtain the rights. Industry distribution, scale of intangibles, equity structure, legal characteristics of the first shareholder, various types of intangibles and their scale have significant effects on the choice decision to the right to intangibles. Profitability and cash payment ability of firms have no significant effect on the decision.

Key words:IPOs; rights contract; intangible assets

¹ 中国证监会《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》(2003年修订)第二章第五节第55条规定以及第六节第72条。

² 这包括38家中小板企业和主板企业。中小企业板块运作遵循“两个不变”,即现行法律法规不变、发行上市标准不变,中小企业板块的发行上市程序与主板市场也完全一致。企业只有符合主板市场的发行上市条件并经中国证监会股票发行审核委员会审核通过,才有机会在中小企业板块上市。二者的主要区别仅在于流通股规模和发行额度,对无形资产的要求没有本质差异,因此我们将它们全部纳入本文的研究范围。

³ 详见1992年5月15日国家体改委颁布的《股份有限公司规范意见》第三章第二十二条和第二十四条的规定

⁴ 上市公司成立后也可以自行申请注册无形资产,不存在改制过程中的产权划分问题,因此这里不讨论。

⁵ 由于变更继承、授权和收购兼并的样本非常少,我们分别并入了性质与其类似的种类,其中变更继承有9个样本,授权有3个样本,收购兼并有3个样本。

⁶ 第四种划拨的方式。这条政策的出台与当时国有企业的改革困难有关。目前按照现代企业制度的要求建立起来的新型企业中划拨土地已经较少存在了。

⁷ 这是在土地一级市场中的规定。当然,企业获取土地使用权后,可以以此在二级市场中向其他企业入股出资。因此,随着土地二级市场的建立和逐步完善,土地使用权的取得方式将越来越多样化,但是在本文的统计中,我们没有区分国家直接以土地使用权入股和其他企业以土地使用权入股这两种方式。

⁸ 收购兼并和变更继承类由于这组样本太少,不具有普遍适用性,暂不重点关注。

⁹ 2001年OECD依照新的国际标准产业分类重新确定了高技术产业新的分类标准,根据13个成员国1991~1997年间的平均R&D经费强度(R&D经费占产值和增加值的比重),将航空航天制造业,医药制造业,计算机及办公设备制造业,无线电、电视及通信设备制造业,医疗、精密和光学科学仪器制造业等5类产业确定为高技术产业。根据2002年7月国家统计局印发的《高技术产业统计分类目录的通知》,中国高技术产业的统计范围包括航天航空器制造业、电子及通信设备制造业、电子计算机及办公设备制造业、医药制造

业和医疗设备及仪器仪表制造业等行业。

¹⁰ Intangibles: Management, Measurement and Reporting, Baruch Lev, p. 42-44