



金融博士论丛·第十二辑

ShangShi GongSi

上市公司

商标剥离决策研究

ShangBiao BoLi JueCe YanJiu

苏静 著

 中国金融出版社



金融博士论丛·第十二辑

ShangShi GongSi

上市公司

商标剥离决策研究

ShangBiao BoLi JueCe YanJiu

苏静 著



中国金融出版社

责任编辑：张智慧

责任校对：刘 明

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司商标剥离决策研究 (Shangshi Gongsì Shangbiao Boli Juece Yanjiu) / 苏静著. —北京: 中国金融出版社, 2009. 4

(金融博士论丛·第十二辑)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5016 - 1

I. 上… II. 苏… III. 上市公司—商标管理—研究—中国
IV. F760.5 · D923.434

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 038993 号

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 5.375

字数 127 千

版次 2009 年 4 月第 1 版

印次 2009 年 4 月第 1 次印刷

定价 18.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5016 - 1/F. 4576

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

序一

这本书是以苏静博士的毕业论文为原稿的。她的论文我读了几遍，有一些感想，写下来作序。

自 20 世纪 90 年代的互联网热潮以来，无形资产日益重要，成为会计研究的热点问题之一。其中一支文献主要研究无形资产的会计选择动机和无形资产安排与信贷决策的相关性，核心是讨论无形资产（主要是研发支出）资本化和费用化的会计选择。我国学者沿着这一线索作了不少有益的探索，基本偏重于对计量、确认和披露方面的规范分析以及价值相关性的实证分析。但是仔细阅读我国上市公司的财务报告后可以发现，我国上市企业对于无形资产的资本化或者费用化结果尚不能完全用国外的经典理论来解释，原因是我国上市公司主要通过对商标等无形资产的所有权属掌握方式选择，而非会计政策的选择来影响上市公司会计信息呈报中的盈利指标。因此，尽管我们在会计报表中看到了类似的财务结果，但是其背后蕴藏的原因和动机却大大不同，这也使得作者对这个题目的探索在我国这样的制度背景下格外有现实意义。

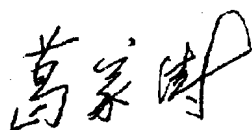
我的观点是，不能脱离制度背景去理解会计行为。回顾近二十年的国有企业改制和股票市场发展，我国上市公司与成熟资本市场国家的企业最为不同的一个特征是：我国的上市公司，尤其是 2000 年之前上市的公司大部分都是由传统的国有企业（例如过去所有的全民所有制或者集体所有制工厂等）通过股份制改造而来的。拟改制主体为了“轻装上

市”，往往只选择部分资产纳入上市范围，例如商标之类的无形资产往往都留给母公司，这是产生商标剥离的制度根源。因此，关于商标剥离引起的种种现象是在我国计划经济体制向市场经济逐步转轨之中产生的，带有鲜明的中国特色。

作者在综合经济学和会计学相关理论的基础上具体分析了商标权产生的控制力及其专享收益与股权控制及其收益的异同，并从产权、制度和组织安排的角度对商标剥离的经济后果和决定因素进行了长时间跨度的实证研究，有助于我们从更加完整的层面了解商标权控制的全貌，为我国上市公司的控制权争夺以及商标的产权保护、管理和学术探讨提供了一个全新的研究视角。

本书找到了无形资产会计研究的一个有益切入点，但仍有许多值得探讨的问题可以继续深入挖掘，例如，本书样本的选择区间为2003年之前上市的企业，主要原因是要将剥离决策选择动机和其经济后果结合研究，就必须获得企业上市后连续几年的财务数据，2003年之后上市的企业的后续财务年度较短，进行跨年度的研究期间不够长。但是2003年之前上市的企业的主要制度背景是股权分置，即大股东持有的股份不可流通。这一背景的结果是大股东获得收益的方式之一是通过关联交易从上市公司“套现”，商标交易自然而然成为其渠道之一。这使得研究商标权的控制收益与大股东的“套现”行为交织在一起，划分清楚的难度很大。事实上，如果能够找到一种更好的办法细致地、更直接地将两类交易分开（例如像承德露露那样原大股东退位后发生的商标交易），不仅有助于我们进一步了解商标剥离决策的内在原因，而且还可以帮助我们评价和完善上市公司的监管制度。

因此，我相信此书是苏静博士学术探索道路上的一个开始，而非终点。

A handwritten signature in black ink, appearing to read '高家培' (Gao Jiapei), written in a cursive style.

2008 年 12 月

序二

本书是在苏静博士的毕业论文基础上发展而来的。她以2003年及其之前上市的企业商标剥离方式为研究样本，探讨了在我国特殊的制度背景下，上市公司作出不同的商标剥离方式选择的动机、商标剥离方式对首日超额回报率的影响以及商标剥离方式对企业上市后关联交易的持续影响。

本书的特点在于以特殊资产——商标的剥离方式为切入点，对我国特殊的发行制度背景和企业股份制改造过程中的资源分布与配置做了有益探索，并对经典的无形资产会计政策选择的文献做了有益的补充。本书对我国上市公司的商标剥离方式进行了全面的描述，基于与GAAP框架下的无形资产会计政策选择动机研究的对比，发现了许多前人没有注意到的有趣现象，例如我国上市公司关于商标资本化还是费用化的选择并非受会计准则的影响，而主要是通过商标剥离过程中的产权组合与分割的方式实现。在此基础上，作者提出了有针对性的研究问题和理论分析框架。

首先，与前人大多单纯研究大股东的套现行为或者无形资产的价值相关性不同，本书从上市公司的形成过程入手，将商标剥离方式产生的即期和长期经济后果进行了有机的结合，并得出了相互印证的结论。理论框架和假说在逻辑上具有良好的 consistency，实证结果也得到了彼此的印证。

其次，本书研究了商标剥离方式的市场反应，采取回归分析的方法检验了上市公司招股说明书中披露的商标剥离方式与企业上市首日超额回报率之间的关系，发现投资者会根据商标

所有权属的划分及其剥离策略对上市公司的整体价值作出一定的判断，并最终反映为首日超额回报率的差异。这证明了商标所有权的归属划分是影响投资者判断上市公司真实价值的重要信息之一，招股说明书中披露的商标权属情况具有一定的信息含量，发行制度对于这类内容的强制披露规定不仅必要而且有效。

再次，本书提出了商标权控制及其收益的假说，并通过对商标剥离方式与企业上市后关联交易的发生金额以及影响商标剥离方式选择的经济动机的实证检验，证明了在控制股权结构和其他变量之后，母公司掌握商标所有权的上市公司的关联交易发生金额（绝对与相对的）大于商标所有权归上市公司的企业。在检验商标剥离方式的产生动机时，我们发现可预期的商标权收益越大，商标所有权归母公司（大股东）的可能性也越大。这些结果表明商标权控制及其收益的确不同于股权控制，并不一定会随着股权变更而消失。

可以说，作者找到了研究企业股份制改造过程的一个有益切入点，但仍有不少问题需要深入研究。希望作者以本书为激励，在学术探索的道路上克服困难，不断前行！

张如周

2009年3月于伦敦

序三

由于众所周知的原因，2007 年之前我国国有企业改制为股份公司一般都要经过资产剥离过程。即便是整体上市，一定程度的资产剥离也是必要的。在普遍存在的资产剥离模式下，企业被看成相互分割的资产的简单加总，上市公司的资产与留存在原有企业的资产和收益存在一种非此即彼的二元关系。在总收益一定的条件下，如果留存在非上市主体的资产的收益高，上市主体资产的收益就低；反之，亦然。在资产剥离成为一种普遍惯例的情况下，资产剥离的方式和程度对公司上市之后的盈余结果也会产生重大的影响，李东平博士等对于上述制度安排均做过详细的梳理和论述。这一特殊的制度背景是造成后来上市公司各种有趣会计现象的根源之一，也在客观上为后来的会计学实证研究提供了较好的切入点。

严格地讲，上市后对企业盈余管理和会计行为选择的经济动机进行分析的重点应当落在上市主体和非上市主体之间的关系上。但是，由于非上市企业信息披露的不透明性、上市主体与非上市主体之间的直接联系难以获得等种种客观原因，大多数学者的实证研究都没有对资产剥离的方式和程度进行直接描述和度量，而是用 IPO 当年母子公司的业绩指标差异等较为间接的指标为代理变量。因此，各种形式的资产剥离决策究竟是如何作出的？不同的剥离方式又对上市主体产生什么影响？这些问题交织在一起，成为一个难以解开的“黑匣子”。

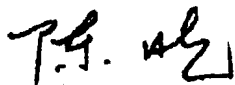
苏静博士通过大量细致的调查研究，发现了上市公司招股说明书中对商标这类特殊的资产剥离信息的披露，并以此为突

破口对企业改制过程中的资产分割决策给予了比较明确的定义,进行了直接的描述和分析。围绕商标剥离决策,苏静博士深入研究了如下问题:第一,上市公司商标剥离决策的重要性问题。不同的商标剥离决策有哪些关键要素和约束条件?不同的约束条件对企业行为在短期内和长期内分别产生什么影响?对其他股东又有怎样的影响?第二,上市公司商标剥离决策的决定因素问题。商标剥离的决策究竟只是特殊的制度管制造成的客观结果,还是也包括了大股东为获得商标权控制及其收益有意而为之的意图?

回答这几个问题对于深入了解我国上市公司资产的组成和产权配置状况以及控制权争夺有重要意义,而且能够为国有企业的改革和证券监管制度提供实证依据。以往的研究都没有涉及这么全面的角度,更没有将这两个问题联系起来给出一个内在逻辑一致的答案。苏静博士的研究为这一理论的实证检验提供了更加直接的证据,将这一研究向前推进了一步。当然,对于顶尖学者,本书有些单薄、粗线条,有诸多值得研究的问题未回答,尚存可雕琢的空间。

苏静博士是清华大学经管学院会计系免试招收的一个外校直博生,也是我系第一个提前毕业的博士生。她并非天资聪明,但是为学踏实勤勉,四年扎实的工作全体现在她的这本博士论文中。现在,她的博士论文即将正式出版,我为她感到高兴。这本书值得一读。

清华大学经济管理学院会计系主任



2008 年 12 月

序四

第一次认识苏静已经是六年前的事了。那时候她刚刚从人大毕业，被直接推荐到清华来攻读博士学位。很快，她就以她的踏实、勤奋和对研究问题的敏感在老师们心目中留下了深刻的印象。

本书是由苏静的博士论文发展而来的。虽然已经是三年前的事了，可我至今还清楚地记得，最初看到苏静的博士论文选题的时候，我的第一感觉是，“无形资产，是个很传统的题目”。但是，仔细听她一说才发现，她研究无形资产的视角与传统有很大的不同，她关注的重点不是无形资产的定价、会计处理等常见的问题，而是从上市公司上市时无形资产的产权分配入手，研究与之相关的无形资产转让、付费等交易安排，视角非常独特。在她的研究框架中，赋予了无形资产更一般的意义，首先它是资产，其次，它是一种具有独特性的资产——定价困难，而且对企业的经营至关重要。由于它首先具有一般资产的普遍性质，所以对无形资产产权安排及其对后续交易活动影响的研究，可以向我们揭示上市公司在上市重组时的决策过程及其经济后果。而无形资产的定价困难，以及对企业经营至关重要的特性，又使得借助无形资产研究上市公司在上市重组中的决策过程更具有典型性。可以说，这个选题很好地结合了普遍性和特殊性，这就使得她既可以从一点深入进去，探究事物的本源，又可以将其结论进行一定的推广。

苏静的研究从上市公司上市重组中产权安排的决定因素开始，进而探讨无形资产产权安排与后续关联交易的关系，以及

市场对无形资产交易的反应。她的研究思路环环相扣，由浅入深，向我们揭开了上市公司产权决策的秘密。典型案例分析与大样本研究相结合的研究方法不仅符合国际规范，而且让这本书读来不仅具有一般学术著作的逻辑性和严谨性，又具有很强的吸引力。我相信这本书会给读者带来一些新的思维和启发。

A handwritten signature in black ink, consisting of stylized Chinese characters, likely '姚建' (Yao Jian).

2008 年 12 月于清华园

目 录

第 1 章 引言	1
1.1 课题目的和研究意义	1
1.2 现有研究进展	5
1.3 本书各部分的主要内容	7
第 2 章 关于商标剥离的有趣案例	10
2.1 什么是商标剥离	10
2.2 “被迫的商标剥离”：国有企业改制 被异化的一种后果	13
2.3 “主动的商标剥离”：强化控制权的另一种方式	17
2.4 本章总结	23
第 3 章 假说的建立	26
3.1 现有理论中的解释	27
3.2 现有理论对上市公司商标剥离决策的解释能力	35
3.3 假说的建立	41
3.4 本章总结	48
第 4 章 商标剥离决策对首日超额回报率的影响	51
4.1 研究动机	51
4.2 上市公司股份制改造过程中的商标剥离决策	52
4.3 文献回顾	53

4.4	研究假说	57
4.5	研究设计	59
4.6	实证检验结果与分析	69
4.7	本章总结	73
第5章	商标剥离决策与上市后的关联交易	76
5.1	问题背景	76
5.2	研究假说	79
5.3	样本选择与描述性统计	83
5.4	统计检验与结果分析	88
5.5	本章总结	103
第6章	改制过程中商标剥离决策的影响因素	105
6.1	研究背景	105
6.2	文献回顾	106
6.3	研究假说	112
6.4	研究方法 with 样本描述	116
6.5	实证结果及其分析	117
6.6	本章总结	128
第7章	结论	130
7.1	研究结论	130
7.2	本书的特色和主要贡献	133
7.3	研究局限性和后续研究	135
7.4	几点启示	138
参考文献		141
后记		152

第 1 章

引 言

1.1 课题目的和研究意义

2000 年以来，上市公司巨资收购商标等无形资产的交易在证券市场中反响很大。2000 年 6 月，万家乐集团以“万家乐”商标专用权抵减了自己欠上市公司的款项，价值 3 亿元，而万家乐 1993 年招股说明书和上市公告书表明，这个在 2000 年由万家乐集团出让的万家乐牌商标本是属于万家乐股份公司所有的。上市公司的上述行为引起了我国监管部门的高度重视，2000 年 12 月，上海证券交易所和深圳证券交易所同时发布了《关于上市公司收购母公司商标等无形资产信息披露问题的通知》，要求上市公司聘请独立财务顾问对此类交易发布独立财务顾问报告，董事会必须对此次关联交易是否公允发表意见。这个规定的出台在一定程度上遏制了大股东这种赤裸裸的侵占行为，但是商标交易依然屡见不鲜。

2003 年 11 月 1 日，三九医药公布，董事会批准购买控股股东的“999”和“999”系列商标专用权，用以抵偿控股股

东所欠的 6.23 亿元。2004 年 4 月，夏新电子董事会审议通过，以 1.5 亿元受让控股股东夏新电子有限公司的“amoi”、“夏新”、“amoisonic”、“厦新”整体商标。2004 年 5 月，白云山集团向白云山 A 转让“白云山”系列商标，用以抵偿其占用白云山 A 的 1.06 亿元资金，与三九医药的做法如出一辙。2004 年 6 月，波导股份股东大会审议通过了公司以 1.5 亿元的价格受让波导科技集团股份有限公司核定使用范围为第九类商品的“波导”商标交易议案。

与直接买卖商标相比，每年收取商标使用费的做法则不那么容易被察觉，但是多年累积的费用同样惊人。例如五粮液酒厂与五粮液股份公司 1999 年 1 月 1 日和 2000 年 1 月 1 日签订的商标使用许可合同，五粮液酒厂将其拥有的“五粮神商标（注册号 1035150）”等 14 个商标、标识有偿提供给五粮液股份公司使用，其中“厂徽标识”年使用费为 5 000 万元，其他商标年使用费合计为 4 318 万元。我们对五粮液股份公司各年年报中的商标使用费进行了统计，从 1998 年至 2004 年，五粮液股份公司共向五粮液集团上缴了 6.62 亿元商标使用费！无独有偶，2004 年 7 月 5 日山西焦化公告称，改制上市时大股东山焦集团未将“飞虹牌”商标注入到山西焦化，使该商标长期游离于公司产品之外，公司一直以许可使用方式有偿使用，年许可使用费为 2 万元。但该金额无法反映“飞虹牌”商标的内在价值，为了进一步规范公司与山焦集团之间的关联交易，如实反映“飞虹牌”商标的内在价值，保护全体股东的利益，将该商标使用费从每年 2 万元提高至每年 607 万元，暴涨 300 多倍。

大众媒体和学术界对于这一现象的一般解释是控股股东利用商标从上市公司“套现”，控股股东在剥削其他股东（刘峰、贺建刚、魏明海，2004；黄湘源，2004）。然而这个结论与经济学中的理性与均衡概念形成了明显的矛盾：倘若剥削可

以存在，理性的投资者何以会忍受此剥削而形成均衡？

进一步观察股票市场近来发生的热点就可以发现，如果说“大股东套现”尚可以解释发生在股权分置的特殊背景之下的故事，那么以下案例则足以说明今后的“商标争夺战”绝不是“套现”那么简单。

索芙特于2001年借壳广西康达（000662）上市成功，在2001年年报中曾披露“索芙特保健目前所使用的索芙特商标（国家商标局第1158039号商标注册证）的注册权人为梧州远东美容保健品公司，为了保证收购完成后本公司资产的独立性，索芙特保健正与梧州远东美容保健品公司商讨有关商标权的收购事宜。……尽快完成收购索芙特商标权的相关工作”。但事实上两者的利益之争一直没有停息：索芙特与远东美容保健品公司先于2003年12月12日签订注册商标使用许可合同，索芙特可以无偿使用“索芙特”商标至2008年12月12日。但是由于这份使用许可并非独占许可，远东美容保健品公司也一直在使用“索芙特”商标，而当年市场上一则有关远东美容保健品公司使用该品牌被罚款的传闻迫使上市公司于2003年12月26日发布了《广西红日股份有限公司关于使用索芙特商标有关事项的澄清公告》。2006年股改公告刚刚发出几天后，该公司于11月25日又发布公告，声明2026年12月31日前远东美容保健品公司将该等注册商标许可给上市公司使用，使用方式为独占许可。在上述协议期间内，在保证上市公司当年的净利润保持一定幅度的增长的前提下^①，上市公司每年按照主营

^① 这个增长幅度是，以2005年和2006年经审计的净利润孰高数为基数，如果索芙特年均复合增长率超过10%（含10%）而低于18%（不含18%），则索芙特将按照当年销售收入的1%提取商标使用费并支付给远东美容保健品公司。如果年均复合增长率不低于18%，则提取标准为主营业务收入的2%。但如果索芙特当年实现的净利润没有达到规定标准，或当年财务会计报告被注册会计师出具非标准无保留意见，或因重大违法违规行为被中国证监会予以行政处罚或被证券交易所公开谴责，则不提取商标使用费。