



第12卷,第1辑,2013年
Vol.12, No.1, 2013

会计论坛

中南财经政法大学会计研究所 编

Accounting Institute

Zhongnan University of Economics and Law

Accounting Forum

 中国财政经济出版社

第12卷,第1辑,2013年 Vol.12, No.1, 2013



Accounting Forum

会计论坛

中南财经政法大学会计研究所 编

Accounting Institute

Zhongnan University of Economics and Law

中国财政经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

会计论坛. 2013 年卷. 第 1 辑: 总第 23 辑/中南财经政法大学会计研究所编. —北京: 中国财政经济出版社, 2013.8

ISBN 978-7-5095-4709-0

I. ①会… II. ①中… III. ①会计学—文集

IV. ①F230-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 181517 号

责任编辑: 张从发

责任校对: 王佛森

封面设计: 赤羽

内文设计: 赤羽

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com>

E-mail: cfeph@cec.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

营销中心电话: 010-88190406 销售电话: 027-88071749 88324370

华中科技大学印刷厂印刷 湖北南财文化发展有限公司经销

889 × 1194 毫米 16 开 7.125 印张 150 千字

2013 年 8 月第 1 版 2013 年 8 月第 1 次印刷 定价: 16.00 元

ISBN 978-7-5095-4709-0/F · 3812

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010-88190744

会计论坛

Accounting Forum

第 12 卷, 第 1 辑, 2013 年

Vol. 12, No. 1, 2013

(总第 23 辑)

中南财经政法大学会计研究所编

Accounting Institute

Zhongnan University of Economics and Law

编辑:《会计论坛》编辑部

电话:(027)88386514

传真:(027)88386515

电子邮箱:kjlt@znufe.edu.cn

通讯地址:中国·武汉市·东湖高新技术开发区南湖大道 182 号

中南财经政法大学会计学院

文泉楼南 607 室

邮政编码:430073

本辑责任编辑:冉明东

顾问

葛家澍	王松年	冯淑萍
刘玉廷	陈毓圭	郭复初
于玉林	杨宗昌	毛伯林
边恭甫		

编委会

主任:郭道扬

副主任:罗 飞 汤湘希 许家林

委员:

郭道扬	罗 飞	张龙平
夏成才	唐国平	许家林
汤湘希	高文进	张敦力
季小琴	王雄元	王清刚
王 华		

编辑部

主任:冉明东

编辑:许家林 康 均 李燕媛

目 录

不同类型无形资产对企业价值贡献程度的研究	/3
崔也光 张悦	
长期亏损上市公司的掏空与支持行为研究——基于*ST松辽的案例分析	/13
干胜道 孙维章	
中国资本市场非标准审计意见的经济后果分析	/22
李莫愁 石坡 夏立军	
企业内部控制专家系统:基本思想·理论模型·构建方法	/36
吕敏康 许家林	
企业社会责任与财务风险、公司价值的相关性研究	/54
王清刚 罗素婧	
审计师—客户私人关系与审计质量——基于审计费用与审计意见视角的实证检验	/66
张敏 许天慧	
上市公司收益平滑行为研究评述	/78
陈波 陈榜	
供应商—客户关系与资产结构——来自我国制造业上市公司的经验证据	/89
张胜	
定向增发股权再融资实证研究	/100
赵玉芳	

CONTENTS

Research on Types of Intangible Assets and their Contribution to Enterprise Value	/3
<i>Yeguang Cui, Yue Zhang</i>	
Tunneling and Propping in Long-run Loss Corporation: A Case Study of Song Liao Automobile Co.,Ltd.	/13
<i>Shengdao Gan, Weizhang Sun</i>	
The Economic Consequences of Modified Audit Opinions in the Chinese Capital Market	/22
<i>Mochou Li, Po Shi, Lijun Xia</i>	
Internal Control Expert System: Theory, Model and Building Methods	/36
<i>Minkang Lv, Jialin Xu</i>	
Study on the Relationship between Corporate Social Responsibility, Financial Risk and Enterprises' Value	/54
<i>Qinggang Wang, Sujing Luo</i>	
Auditor-customer Private Relationship and Audit Quality: Based on the Audit Fee and Opinion	/66
<i>Min Zhang, Tianhui Xu</i>	
Income Smoothing Behavior of Listed Companies: A Literature Review	/78
<i>Bo Chen, Bang Chen</i>	
Supplier-Customer Relationship and Asset Structure: Evidence from Manufacturing Listed Companies in China	/89
<i>Sheng Zhang</i>	
An Empirical Study of Private Equity Placements	/100
<i>Yufang Zhao</i>	

目 录

不同类型无形资产对企业价值贡献程度的研究	/3
崔也光 张 悦	
长期亏损上市公司的掏空与支持行为研究——基于*ST 松辽的案例分析	/13
干胜道 孙维章	
中国资本市场非标准审计意见的经济后果分析	/22
李莫愁 石 坡 夏立军	
企业内部控制专家系统:基本思想·理论模型·构建方法	/36
吕敏康 许家林	
企业社会责任与财务风险、公司价值的相关性研究	/54
王清刚 罗素婧	
审计师—客户私人关系与审计质量——基于审计费用与审计意见视角的实证检验	/66
张 敏 许天慧	
上市公司收益平滑行为研究评述	/78
陈 波 陈 榜	
供应商—客户关系与资产结构——来自我国制造业上市公司的经验证据	/89
张 胜	
定向增发股权再融资实证研究	/100
赵玉芳	

CONTENTS

Research on Types of Intangible Assets and their Contribution to Enterprise Value	/3
<i>Yeguang Cui, Yue Zhang</i>	
Tunneling and Propping in Long-run Loss Corporation: A Case Study of Song Liao Automobile Co.,Ltd.	/13
<i>Shengdao Gan, Weizhang Sun</i>	
The Economic Consequences of Modified Audit Opinions in the Chinese Capital Market	/22
<i>Mochou Li, Po Shi, Lijun Xia</i>	
Internal Control Expert System: Theory, Model and Building Methods	/36
<i>Minkang Lv, Jialin Xu</i>	
Study on the Relationship between Corporate Social Responsibility, Financial Risk and Enterprises' Value	/54
<i>Qinggang Wang, Sujing Luo</i>	
Auditor-customer Private Relationship and Audit Quality: Based on the Audit Fee and Opinion	/66
<i>Min Zhang, Tianhui Xu</i>	
Income Smoothing Behavior of Listed Companies: A Literature Review	/78
<i>Bo Chen, Bang Chen</i>	
Supplier-Customer Relationship and Asset Structure: Evidence from Manufacturing Listed Companies in China	/89
<i>Sheng Zhang</i>	
An Empirical Study of Private Equity Placements	/100
<i>Yufang Zhao</i>	

不同类型无形资产对企业价值贡献程度的研究*

崔也光 张悦

【摘要】本文以沪深两市2007年至2011年上市公司作为研究样本,并与西方发达国家上市公司进行对比,检验了无形资产类型中土地使用权、特许经营权、专利权、非专利技术、软件、商标权等主要部分对于企业价值提升的相关性。研究发现:(1)我国无形资产占总资产比重远低于西方发达国家,且无形资产中技术类无形资产占比更低;(2)技术类无形资产对于企业价值创造的贡献程度要远高于使用权类无形资产。

【关键词】无形资产 无形资产类型 企业价值

一、引言

21世纪,人类社会正在经历着以信息技术革命为标志的第三次科学技术革命。科技发展日新月异,技术创新和科技进步日益成为企业生存与发展的核心动力,企业R&D投入与无形资产积累的强度越来越显现出促进企业成长、提升企业核心竞争力的重要作用(Lev,2005;Ahoody,1998;Barth,1998)。2013年7月,美国率先将无形资产纳入GDP核算,美国经济分析局(Bureau of Economic Analysis,简称BEA)预计这一变革将使美国GDP增长3%。

在科技创新的时代背景下,小到一个企业,大到一个国家,既面临着发展的机遇,又面临着生存的挑战。党的十八大报告明确指出,“科技创新是提高社会生产力和综合国力的战略支撑,必须摆在国家

收稿日期:2013-04-30

作者简介:崔也光,男,博士,首都经济贸易大学会计学院教授,博士生导师。

张悦,男,首都经济贸易大学会计学院硕士研究生。

* 本文受到教育部人文社会科学研究项目(项目编号:10YJA630022)的资助。

发展全局的核心位置。”而企业是国民经济的细胞,是国家科技创新的主体,一国社会生产力的提高,实质上就是政府引导下各个企业核心竞争力的提高。因此,企业的科技创新能力事关国家的生存与发展,对我国企业科技创新情况的研究意义重大。

近年来,在微观领域研究我国企业核心竞争力培育的相关论文开始增多,尤以对企业无形资产和R&D投入的研究为主。已有的研究存在两点不足:第一,在研究无形资产和价值相关性时,将无形资产视为一个整体,考虑其对企业价值的影响。然而无形资产内部结构复杂多样,不同类型的无形资产对企业价值的贡献程度可能存在很大差异;第二,构建的模型大多没有考虑无形资产创造价值的时效性。国内大多数研究考察无形资产与当期业绩指标相关性的研究方式可能并不准确。有鉴于此,本文对无形资产进行进一步细分,考察不同类型无形资产对于企业价值的贡献程度;并且进一步修正前人模型,尽可能地考虑无形资产反应时滞性的问题。同时,本文的研究结论也为政府相关部门制定政策提供了依据。

二、文献回顾与假设

(一)无形资产是提升企业核心竞争力的源泉,可以为企业创造价值

我国现行会计准则对无形资产的解释为:“无形资产是指企业拥有或控制的没有实物形态的可辨认非货币性资产”。广义上的无形资产泛指一切很有可能为企业带来经济利益流入的没有实物形态的经济资源,即使这种流入是不稳定的。

现有的研究普遍认为,无形资产确实一定程度上体现了企业的核心竞争力,且无形资产与企业价值的创造具有显著的正相关关系(薛云奎,2001;Lev,1996;Aboody,1998;Barth,1998)。随着知识经济时代的来临,经济发展模式的动力与价值创造的内在驱动因素产生了极大地变化,以有形资产作为企业价值创造源泉的工业时代正在逐渐演变为以无形资产为价值创造源泉的信息技术时代(张学峰,2012)。

基于前人研究结果,本文假设无形资产能够为企业带来超额收益,对企业价值做出贡献。但无形资产内部结构复杂,为了更加清晰地研究和审视不同结构无形资产对于企业价值的贡献程度,还需对无形资产进行进一步的细分。

本文参照赵敏(2012a,2012b)的研究,将无形资产分为三大类:使用权类无形资产、技术类无形资产和其他无形资产。使用权类无形资产主要包括:土地使用权、特许经营权;技术类无形资产主要包括:软件、专利权、非专利技术、商标权、著作权等;其他无法清晰分类的无形资产归类为其他无形资产。特别的,商誉作为一项特殊的资产,新会计准则规定从无形资产中剔除,但是作为一项“无形资源”,商誉符合广义的无形资产定义,在本文中商誉视为一项无形资产处理,归类为其他无形资产。基于无形资产的特征,本文提出假设:

H1:企业价值与各类无形资产正相关。

(二)不同类型无形资产对价值创造的驱动因素不同,因此对于企业价值的贡献程度有高低之分

如前文所述,无形资产内部存在着不同性质的结构,由于其性质不同,对企业价值创造的驱动因素

也不同,必然对于企业价值的贡献程度会存在差异。本文研究主要关注技术类无形资产与使用权类无形资产对于企业价值的贡献程度孰高孰低,赵敏(2012a,2012b)试图细分无形资产内部结构,建立模型探究这一问题,但回归结果大多并不显著,这可能与作者模型设计和变量选取存在问题有关。理论上讲,无形资产的核心是“知识和信息”,通过科技创新和智力资本,提升企业生产效率,节约资源,加速和放大有形资产作用来为企业创造超额收益(崔也光,2000)。根据这一机制,可以推论:技术类无形资产是质量较高的无形资产,对企业价值的贡献程度较大;使用权类无形资产因为对于企业生产效率的作用有限,是一种质量相对较低的无形资产,对企业价值的贡献程度较小。基于上述分析和前文对无形资产的分类,本文提出假设:

H2:技术类无形资产对企业价值的贡献程度高于使用权类无形资产。

三、研究设计

(一)样本选择

考虑到所有上市公司在2007年开始执行新会计准则,为保证数据的可比性,本文的研究选取2007年至2011年在沪深两市上市的全部公司作为研究样本。在筛选样本的过程中,剔除了金融类企业、样本数据不全的公司和数据出现极端异常值的企业,最终共取得样本7435个。

(二)数据来源

本文公司无形资产类型数据取自国泰安CSMAR数据库,每股收益、总股数、固定资产、其他资产、平均股票价格等数据取自Wind资讯金融终端。无形资产的明细分类全部由手工筛选关键词分类汇总得出。国际数据取自BVD-Osiris全球上市公司分析库。数据的处理和分析应用了Excel2007及SAS9.0软件。

(三)变量定义与检验模型

本文借鉴了赵敏和徐文超等(2011)研究模型的基本思路,力图建立连接无形资产类型与企业价值的关系模型,并选取股票市场价格作为因变量,反映企业的价值变动。特别的,考虑到企业披露会计信息具有时滞性(王化成,2005)^①,市场需要时间去理解和反应企业披露的会计信息。因此因变量不能选取年末收盘价,而应该选择年报披露后权益市价作为上一个会计年度的股票价格(钟翰,2012)。根据我国上市公司年报大多数均在4月份对外公告的特点,本文选择每年4月份股票均价作为上一个会计年度的权益价值。

在已有的研究中,赵敏等(2011)构建了股价与每股收益、每股净资产的多元回归模型。为了进一步探究无形资产类型对于企业价值的影响,本文将原模型中的每股净资产,进一步拆分为每股固定资产、每股无形资产、每股其他有形资产和每股负债四个部分,而每股无形资产又进一步拆分为每股土地使用权、每股特许经营权、每股软件、每股专利权、每股非专利技术、每股商标权、每股著作权、每股其他无形资产等。通过拆分,可以避免原模型中隐含的“全部资产对企业价值的贡献程度相同”的假设,在

^① 王化成(2005)的研究显示,市场对于无形资产的披露信息的反应在1年后最为显著,证明无形资产信息具有时滞性,因此本文不选取年末股价作为当期股价;但考虑到近年科技更新换代速度的加快,反应时间可能变短,且一年中股价的影响因素复杂,时间跨度变长会对结果造成较大误差,因此选取第二年4月股票均价作为因变量更为合理。

回归分析中进一步突出不同类型资产对企业价值创造的不同作用,从而检验不同类型的无形资产对企业价值的贡献度究竟多大。特别的,本文将商誉作为一项特殊的资产,纳入无形资产的范畴进行研究,并关注其对企业价值的贡献程度。

上述对每股无形资产拆分后得到的指标是本文研究的解释变量,除此之外,参照田昆儒和万翔(2008)、赵敏(2012a, 2012b)、钟翰(2012)等的实证研究模型,引入每股收益、每股固定资产、每股其他有形资产、资产负债率等作为控制变量,以增强对股价的解释力度。综上,本文构建了如式1所示的多元回归模型,相关变量说明可参见表1:

$$\begin{aligned} \text{Price} = & \alpha + \beta_1 \times \text{Land} + \beta_2 \times \text{Fran} + \beta_3 \times \text{Goodwill} + \beta_4 \times \text{Software} \\ & + \beta_5 \times \text{Tech} + \beta_6 \times \text{TMR} + \beta_7 \times \text{Patent} + \beta_8 \times \text{Copyright} \\ & + \beta_9 \times \text{Other} + \beta_{10} \times \text{EPS} + \beta_{11} \times \text{FA} + \beta_{12} \times \text{OA} + \beta_{13} \times \text{ALR} + \varepsilon \end{aligned} \quad (\text{式}1)$$

表1 主要变量定义

类别	变量符号	变量名称	变量定义
因变量	Price	每股价值	下一年4月份平均股票价格
解释变量	Land	每股土地使用权	土地使用权净额/总股数
	Fran	每股特许经营权	特许经营权净额/总股数
	Goodwill	每股商誉	商誉净额/总股数
	Software	每股软件	软件净额/总股数
	Tech	每股非专利技术	非专利技术净额/总股数
	TMR	每股商标权	商标权净额/总股数
	Patent	每股专利权	专利权净额/总股数
	Copyright	每股著作权	著作权净额/总股数
控制变量	Other	每股其他无形资产	其他无形资产净额/总股数
	EPS	每股收益	净利润/总股数
	FA	每股固定资产	固定资产净值/总股数
	OA	每股其他有形资产	(资产总额-固定资产净值-无形资产净值-商誉)/总股数
	ALR	资产负债率	负债总额/资产总额

四、实证检验

(一)描述性统计

通过表2的数据显示,我国上市公司每股无形资产的平均值要远小于固定资产以及其他有形资产,而无形资产(含商誉)内部结构中,土地使用权又占据了绝大多数的比重。特许经营权虽然均值要低于土地使用权,但是极差很大,说明特许经营权在各个企业的分布并不均衡。整体来看,我国无形资产类型中,使用权性质的无形资产要占据绝大的比重。

表 2

总体样本描述性统计

变量名	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
Price	7435	15.55	12.94	0.28	216.97
Land	7435	0.26	0.42	0.00	12.38
Fran	7435	0.09	0.64	0.00	22.01
Goodwill	7435	0.03	0.14	0.00	5.19
Software	7435	0.01	0.04	0.00	1.54
Tech	7435	0.01	0.05	0.00	1.15
TMR	7435	0.01	0.05	0.00	1.05
Patent	7435	0.00	0.02	0.00	0.60
Copyright	7435	0.00	0.01	0.00	0.42
Other	7435	0.01	0.08	0.00	2.80
EPS	7435	0.39	0.54	-2.88	8.44
FA	7435	2.12	2.87	0.00	97.18
OA	7435	6.71	8.74	0.04	282.66
ALR	7435	0.46	0.21	0.01	0.95

为了能够更好地分析我国上市公司无形资产类型的现状, 本文将从“无形资产占总资产比重”和“以土地使用权为代表的使用权类无形资产占无形资产净额的比重”两个方面进一步分析我国无形资产类型特征:

1. 无形资产占总资产的比重。在知识经济环境下, 无形资产是企业核心竞争力的体现, 无形资产占总资产比重的多寡, 对企业当前和未来的竞争力有重要影响。在与国际发达国家的对比中, 我国企业显示出核心竞争力不足、无形资产比重偏低的特点。表 3 的数据显示, 我国无形资产占资产总额的比重仍处于较低状态, 远远落后于西方发达国家, 美国 2011 年的无形资产占比是我国的 7.33 倍; 在东亚地区, 我国与日韩两国的差距也仍然很大, 即使是最接近的韩国, 2011 年无形资产占比也比我国高出 2.69 倍。由此可见, 我国上市企业欠缺无形资产的开发和投入, 在与世界大型企业竞争的过程中, 缺乏核心竞争力, 处于竞争劣势。

表 3

各国上市公司无形资产占资产总额统计

国别	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
美国	29.97%	30.38%	35.38%	35.40%	35.19%
意大利	28.69%	29.46%	30.33%	31.81%	33.01%
法国	31.82%	30.78%	30.07%	29.87%	31.40%
荷兰	27.10%	26.99%	26.61%	25.20%	26.89%
德国	19.20%	18.60%	22.32%	21.09%	19.52%
日本	13.31%	13.85%	15.16%	15.75%	16.29%
英国	24.65%	19.78%	20.34%	18.45%	16.00%
韩国	10.46%	10.00%	10.17%	12.05%	12.90%
中国	3.25%	4.84%	4.57%	4.82%	4.80%

说明: 相关数据来源为 BVD-Osiris 全球上市公司分析库。

2. 以土地使用权为代表的使用权类无形资产占无形资产净额的比重。无形资产内部结构也是决定无形资产对企业价值贡献程度的重要因素, 不同类型的无形资产对企业价值的贡献程度肯定是不尽

相同的,这也是本文重点研究的问题。我国的无形资产内部结构与国外相比最为鲜明的特点是土地使用权占无形资产比重较大。例如,BVD-Osiris 数据库的数据显示,日本 2007~2011 年平均土地使用权占无形资产净值的比重为 28.08%,同时期中国上市公司的比重则为 52.67%,是日本的 1.88 倍。此外,不同行业的无形资产分布特征也有所差异^①。各行业无形资产类型分布见表 4。

表 4 分行业无形资产类型分布

所在行业	A	H	C	F	G	J
土地使用权	84.70%	78.99%	72.60%	25.84%	63.38%	60.53%
特许经营权	9.89%	4.80%	7.20%	66.53%	2.48%	16.02%
商誉	3.35%	12.47%	9.18%	4.18%	10.61%	18.84%
软件	0.37%	1.78%	1.51%	0.53%	17.98%	1.12%
其他	0.25%	0.68%	1.34%	2.92%	1.07%	3.21%
非专利技术	0.50%	0.71%	4.12%	0.00%	3.23%	0.24%
商标权	0.53%	0.46%	3.05%	0.00%	0.59%	0.05%
专利权	0.43%	0.08%	0.96%	0.00%	0.42%	0.00%
著作权	0.00%	0.03%	0.03%	0.00%	0.23%	0.00%
所在行业	M	K	L	D	B	E
土地使用权	57.30%	54.51%	52.55%	34.11%	30.50%	29.09%
特许经营权	22.58%	37.47%	24.94%	36.34%	52.78%	66.67%
商誉	4.35%	5.78%	15.54%	26.00%	10.77%	3.47%
软件	1.06%	1.16%	3.67%	0.54%	0.14%	0.32%
其他	13.81%	0.10%	0.23%	1.63%	3.62%	0.26%
非专利技术	0.57%	0.52%	0.48%	1.31%	1.26%	0.08%
商标权	0.06%	0.15%	2.41%	0.01%	0.00%	0.06%
专利权	0.28%	0.31%	0.01%	0.07%	0.93%	0.05%
著作权	0.00%	0.00%	0.17%	0.00%	0.00%	0.00%

说明:A 农林牧渔、H 批发零售、C 制造业、F 交通运输业、G 信息技术业、J 房地产业、M 综合类、K 社会服务、L 传播文化、D 水电气供应业、B 采掘业、E 建筑业。

通过表 4,可以直观地看出各行业无形资产类型分布的特征:信息技术和保险业软件占比较大;建筑、水电、交通、采掘等门槛较高,垄断性较强的行业特许经营权所占比重更大。最为明显的是,如果将特许经营权与土地使用权合并来看,可以发现使用权类无形资产所占比重很大,通过表 5 数据可以看出:我国 2007~2011 年上市公司无形资产之中,平均 81.93%是使用权类无形资产,排名第三的无形资产是商誉,占总额的 9.96%,技术类无形资产虽然是提升企业核心竞争力的关键因素,但是其中占比最大的软件也仅占全部无形资产的 2.60%,全部技术类无形资产占总数的比还不足 5.75%。

上述现象,表现出在我国社会主义市场经济条件下,政府参与调控经济运行力度较强,各种使用权类无形资产多是政府参与经济管控和资源分配的产物。更进一步分析,企业在培育无形资产时,更大比例地增加使用权类无形资产,而对增加技术类无形资产缺乏兴趣。与国外发达国家相比,我国无形资产总投入本来就差距很大,再考虑到无形资产的结构中绝大多数都是使用权类无形资产,更体现出我国代表核心竞争力的技术类无形资产微乎其微。这样的现实让我们反思和警醒!中国上市公司要想做大做强,在国际市场竞争中确立自己的领先地位,需要走的道路还很长。

^① 日本与中国类似,无形资产包括土地使用权,因此本文以日本作为对比国家。

表5

无形资产内部结构情况统计

项目	2007	2008	2009	2010	2011	平均
土地使用权	67.60%	51.09%	46.54%	49.82%	48.30%	52.67%
特许经营权	14.09%	29.29%	35.13%	33.48%	34.32%	29.26%
商誉	8.66%	11.31%	10.19%	9.50%	10.13%	9.96%
软件	2.59%	2.59%	2.28%	2.82%	2.70%	2.60%
其他	3.21%	2.51%	2.66%	1.54%	1.87%	2.36%
非专利技术	2.14%	1.69%	1.39%	1.63%	1.50%	1.67%
商标权	1.07%	1.07%	1.17%	0.79%	0.72%	0.96%
专利权	0.63%	0.45%	0.64%	0.40%	0.44%	0.51%
著作权	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	0.02%	0.01%

(二)回归结果分析

表6为回归结果,回归结果的 Adjusted R-Square 为 45.95%, F 值显著,模型选取的变量大多数 T 检验均表现显著,说明模型对于股价的解释程度是较高的。在控制变量中,每股收益 EPS 与每股其他有形资产 OA 与股权价值显著正相关,且每股收益 EPS 的回归系数远高于每股其他有形资产 OA,说明投资者评估企业股权价值时更多地以每股收益作为评价标准,因而其对股价的解释力度也更高;资产负债率 ALR 与企业股价显著负相关,表明投资者更加关注企业资产负债率的提升加大了企业的财务风险,进而对资产负债率较高的企业给予负面评价。

每股土地使用权与股票价格显著正相关,说明土地使用权确实能够为企业价值提升做出贡献。但是,每股土地使用权的系数 1.53 远低于软件、专利权、非专利技术、著作权等技术类无形资产的系数,说明土地使用权作为一项无形资产,为企业创造价值的能力并不高。这也再次印证了前文对于土地使用权作用的分析。这说明了,土地使用权是一项质量不高的无形资产。

每股特许经营权与股票价格在 5%水平上显著负相关,这与最初的假设相矛盾,综合上述两点,假设 H1 不完全成立。通过实际数据可以看出,特许经营权不仅不能为企业创造价值,反而会对企业价值造成损害,但是考虑到系数较小(-0.34),这种伤害的作用是有限的。造成这种情况可能的原因是:目前已有的数据只包含 2007 年至今 5 年的时间,数据量有限,数据涵盖范围受到制约,会出现一定程度上的误差;另一个可能的原因是特许经营权较多的企业往往是国有企业,或者与政府关系密切的企业,且特许经营权越大,与政府的关系可能越紧密。这类企业一方面可能会承担更大的社会责任,影响企业收益,另一方面,也可能因产权不明等原因造成经营效率低下,最终显示的结果就是特许经营权越多,业绩越不好。但两者并不一定存在必然联系。

技术类无形资产中,除商标权回归结果不显著(但系数仍为正,显示对价值有正向贡献)外,其他技术类无形资产均与股票价值正相关,且回归系数均高于每股收益,更远高于每股土地使用权。其中,回归系数最大的是专著权(49.77),其次为专利权(18.42),其次为非专利技术(18.32),最后为软件(17.07)。回归结果显示,技术类无形资产对价值的贡献程度要高于经营业绩(每股收益)和使用权类无形资产的贡献程度,是企业价值创造和价值成长的核心因素。前文假设 H2 均成立。

每股商誉和每股其他无形资产对于股价的回归结果均不显著,不满足假设 H1。造成这个结果的可能性主要有两个:第一,报表上所反映的商誉更多的是企业合并时高出账面价收购的部分,但是这部分金额受合并过程影响,并不一定真实反映企业品牌价值,且随着时间的推移,账面商誉金额与企业实际品牌价值可能出现更大的背离,由于实际确认的商誉与品牌价值不一致,对企业价值的贡献也可能

并不显著;第二,其他无形资产中,可能包含有使用权类无形资产和技术类无形资产,但是由于企业披露信息不清晰,无法将之准确分类,只好放在其他无形资产里,而上文已经证明,不同性质的无形资产对价值贡献度不同,甚至会有伤害企业价值的情况存在,因此混合了多种性质无形资产的“其他无形资产”有可能出现回归结果不显著的情况。

表 6

2007~2011 年全行业的回归结果

变量	系数	标准误差	T 值	P 值
截距	13.31***	0.28	47.29	-
EPS	14.19***	0.23	62.46	-
Land	1.53***	0.26	5.83	0.00
Fran	-0.34**	0.16	-2.10	0.04
Goodwill	-0.74	0.77	-0.96	0.34
Software	17.07***	2.49	6.85	0.00
Tech	18.32***	2.27	8.07	0.00
TMR	2.40	2.01	1.20	0.23
Patent	18.42***	4.46	4.13	0.00
Copyright	49.77***	18.17	2.74	0.01
Other	0.76	1.35	0.57	0.57
ALR	-9.98***	0.56	-17.81	0.00
FA	-0.01	0.04	-0.15	0.88
OA	0.07***	0.01	5.35	0.00

说明:***表示 1%显著,**表示 5%显著,*表示 10%显著。

五、研究结论

本文以 2007 年至 2011 年我国全部上市公司为样本,研究不同性质无形资产对于企业价值贡献程度的高低,得出了如下几点主要结论:

第一,我国无形资产投入不足,无形资产类型有待改善。与国际主要发达国家上市公司对比无形资产占总资产比重,可以发现我国上市企业无形资产占比远低于国际先进水平,且无形资产类型中质量较低的使用权类无形资产占无形资产的总额为 81.93%,代表企业知识产权及核心竞争力的技术类无形资产总占比为 5.75%。可见我国企业无形资产投入水平较低,且技术类无形资产投入不足,客观表现为我国企业品牌、核心竞争力等软实力与国际先进水平还存在较大差距,我国自主创新战略任重而道远。《国家中长期科学和技术发展规划纲要》提出,到 2020 年,全社会研究与开发投入占国内生产总值的比重提高到 2.5%以上,力争科技进步贡献率达到 60%以上,对外技术依存度降低到 30%以下,本国人发明专利年度授权量和国际科学论文被引用数均进入世界前 5 位^①。因此,我国企业应进一步增强对无形资产投入的重视程度,依据本公司战略加强 R&D 投入的强度,进一步培育和提升核心竞争力,以求得在国际市场竞争中生存和发展。

^① 参见:《国家中长期科学和技术发展规划纲要》发布, http://news.xinhuanet.com/politics/2006-02/09/content_4156347.htm, 2006 年 2 月 9 日, 2012 年 9 月 10 日访问。

第二,技术类无形资产对企业价值提升的贡献程度比使用权类无形资产的程度更大。通过实证分析,证明了技术类无形资产对于企业价值的提升具有显著作用,且作用程度远高于使用权类无形资产;使用权类无形资产对企业价值的贡献程度不定,土地使用权会对企业价值有正向贡献,但贡献程度不大,特许经营权对企业价值呈反向关系,表明特许经营权对企业整体价值提升不利,但本文质疑这种反向关系可能与其他因素相关:因特许经营权占比较大的企业与政府关系更密切,可能承担更多的社会福利责任,或产权不明、缺乏合理地激励机制,最终导致企业价值的降低。因而,我国企业应加强对于技术类无形资产的投入力度,合理改善无形资产类型,进一步提升企业的核心竞争力。同时,政府部门应当制定相应的产业政策,扶植和鼓励企业加大对技术类无形资产的投入力度,从而提升我国企业的核心竞争力,为实现“十二五”规划目标和“强国梦”奠定扎实的基础。

主要参考文献

- 崔也光,赵迎. 2012. 中国高新技术企业 R&D 投入的现状与思考. 经济与管理研究, 7:45-51.
- 崔也光. 2000. 无形资产价值辩证观. 首都经济贸易大学学报, 5:49-53.
- 崔也光. 2008. 加强土地使用权信息披露的思考. 财会月刊, 1:48-49.
- 崔也光. 2009. 高新技术企业研发费用绩效问题研究. 北京:经济科学出版社.
- 韩士专,尹胜柳. 2010. 上市公司无形资产与经营业绩相关性探析——基于土地使用权和其他无形资产的实证检验. 企业导报, 12(3):20-23.
- 李艳,张丽. 2010. 无形资产对我国上市公司企业价值的影响. 商业文化, 10:56.
- 刘彬,韩传模. 2009. 我国上市公司无形资产与经营绩效相关性研究. 会计之友, 2:77-79.
- 刘振宇. 2011. 上市公司无形资产与企业价值相关性研究——以中美医药、生物类上市公司为例. 西北农林科技大学硕士论文.
- 舒焕荣. 2013. 浅谈无形资产土地使用权的影响. 经济论坛, 1:83.
- 孙巍,赵翼. 2013. 市场结构对企业研发行为的影响研究——1996-2009年我国制造业数据实证分析. 财经问题研究, 1:112-116.
- 汤湘希. 2010. 无形资产:全球第三次资本扩张的利器——无形资产会计研究现状述评. 中南财经政法大学研究生学报, 1:11-21.
- 田昆儒,万翔. 2008. 运输仓储业和信息技术业上市公司无形资产要素与公司业绩的相关性. 现代财经, 10:23-28.
- 王化成,卢闯,李春玲. 2005. 企业无形资产与未来业绩相关性研究——基于中国资本市场的经验证据. 中国软件学, 10:120-124.
- 薛云奎,王志台. 2001. 无形资产信息披露及其价值相关性研究——来自上海股市的经验证据. 会计研究, 11:40-47.
- 杨旭,李秀丽. 2012. 新能源上市公司知识产权与经营绩效相关性研究. 黑龙江八一农垦大学学报, 5:104-109.
- 曾海芳. 2012. 无形资产对企业价值的贡献及其有效管理. 企业导报, 23:65.
- 张学峰. 2012. 无形资产对企业价值贡献的研究. 产业经济, 6:241.
- 赵敏,徐文超. 2011. 行业无形资产企业价值贡献的差异分析——基于 2009 年上市公司行业数据的实证研究. 财会通讯, 11:41-43.
- 赵敏. 2012a. 上市公司无形资产结构、行业特征分析. 商业经济与管理, 11:91-96.
- 赵敏. 2012b. 无形资产行业特征、内部结构与公司绩效关系研究. 财经丛论, 6:57-63.
- 钟翰. 2012. 商誉、剩余收益与 Ohlson 模型. 财会月刊, 2:21-24.
- Aboody, D., and Lev, B. 1998. The Value Relevance of Intangibles: The Case of Software Capitalization. *Journal of*