

由中南财经政法大学企业价值研究中心汪海粟教授等主编的《中国创业板上市公司无形资产蓝皮书》的导论如下：

## 导 论

### 一、研究背景

现代企业成长和经济发展的实践表明，无形资产对形成企业竞争力和促进经济增长正在发挥日益重要的作用。发达国家的企业已开始实施以无形资产创造、开发和营运为核心的竞争力再造战略。美国的知识型企业堪称无形资产战略管理的典范，在造就微软和苹果从小到大、从弱到强奇迹的同时，也培养了以硅谷高科技中小企业为标志的快速成长的优秀企业群体，完成了经济活动由有形资产驱动为主向由无形资产驱动为主的转型。我国企业因其特殊的发展轨迹，也具备了消耗有形资产，借以形成独特无形资产的组织特征。在经济全球化的大背景下，这些无形资产正逐渐成为我国企业发展和转型的关键资源，同时对该类资源的优化管理又是企业实施发展战略的重要途径。然而，由于无形资产自身的无形性、高风险性等特征，以及经济转轨时期的特定过程约束，导致国家政策和企业实践都表现出对无形资产的漠视和限制。目前，我国经济已进入后转轨期，世界经济也正面临产业升级与优化的重大历史机遇，不论是跨国购并，还是公司上市，抑或是绩效评价，无形资产都正在成为人们关注的重点。发现、判断和实现企业无形资产的价值，不仅关乎公平交易的形成，而且也关乎国家和企业利益的维护。

创业板是中小高科技企业直接融资的特殊平台，也是我国政府应付全球金融危机的重大改革举措。自 2009 年十月启动以来，其在促进产业结构调整，推动中小企业上市和增加投资渠道等方面都取得了一定的成效。但该类市场尚处于初创期，IPO 高市盈率、股价剧烈波动和部分高管套现出走等现象也使人们质疑其有效性，并要求完善创业板公司退市制度。

创业板上市公司区别于中小板上市公司的主要标志一是处于创业期间，二是具有高成长性，三是多为民营企业，四是聚焦新兴产业。该类企业因历史继承、政策赋予和自主新创形成的无形资产构成了其成功上市的关键因素。遗憾的是，既有的会计制度对这些无形资产既没实施科学的事实判断，又未实现有效的价值判断，所以资产负债表和报表附注只能提供制度规定的，对资本市场利益相关者未必有用的部分低效，甚至无效的无形资产信息。为克服会计制度的既有缺陷，证监会试图通过颁布有关招股说明书和年度报告编制的规定，要求上市公司提供更多无形资产的信息，以弥补会计报表的信息缺失。但这些规定在实践中暴露出

许多问题，亟需完善。

## 二、研究内容

本研究试图通过对创业板上市公司招股说明书和年度报告披露的无形资产信息的挖掘，一是研究创业板上市公司披露无形资产的种类和结构，探讨不同类型无形资产在不同行业、不同规模和不同地区企业中的存续特征；二是归纳企业披露同类无形资产的个体差异，尝试按信息披露数量和质量排序，以提示监管方和投资者关注产生差异的制度原因和技术原因；三是分类研究创业板市场对不同无形资产的价值发现和价值甄别功能，以求证创业板市场的有效性；四是研究创业板无形资产的投入产出关系，借以发现销售费用、研发费用和政府补助与无形资产之间的关系；五是研究创业板无形资产的贡献和风险，进而为建立创业板无形资产指数体系进行必要的前期准备。

## 三、研究方法

首先是对企业无形资产的定义进行了基于问题导向的理论思考：一是研究以专利、商标和著作权等为代表的常规无形资产存续的产权困境和评价障碍；二是关注以资质、标准、客户和劳动力集合等为代表的非常规无形资产的基本属性和表现形式；三是探索以政府补助、销售费用、研发费用和内外风险为代表的无形资产驱动因素在新形势下的基本特征，及其对无形资产形成和运行的影响。

其次是对广泛存在且不规则分布于招股说明书和年报中的与无形资产相关的信息进行了深入的挖掘和分析。一是以 2011 年 5 月 18 号之前成功上市的 218 家创业板上市公司作为研究对象，根据其招股说明书及年报披露的信息，梳理创业板上市公司无形资产的存量及增量资料，形成创业板上市公司无形资产数据库。二是就数据库提供的信息，研究各类无形资产与市净率和企业绩效（如每股收益等经济指标）的关系，以判断不同种类的无形资产对创业板上市公司经营效率和市场价值的贡献。三是对影响无形资产的关键因素进行了分类研究，试图寻求它们与企业无形资产间基于数据描述的关系。

最后是通过通过对上市公司无形资产披露状况的排序分析，在系统反映各类信息披露问题的基础上，讨论问题产生的原因，进而为解决相关问题提出具有针对性和可操作性的建议。

## 四、研究发现

第一，创业板上市公司无形资产信息披露制度亟待完善。首先是信息披露的定义缺失。无形资产的复杂性和多样性要求清晰定义和明确分类，但招股说明书和年度报告尚未满足这一要求。例如资质和劳动力集合是创业板上市公司重要无形资产，IAS 已将此类资产列入无形资产的范畴，但现有信息披露报告系统对该

类信息的反映还处于粗放阶段，容易产生误导。其次是信息披露的内容随意。尽管已有相关规定约束，但招股说明书和年度报告关于同类无形资产的信息揭示五花八门，以致很难做出适度、过度和不当披露的判断。再次是信息来源的渠道多样。不同企业在披露同类信息时，信息源的权威性存有很大的差别，这在企业的市场排名中表现尤为突出。分析导致上述问题的可能原因，一是无形资产的意识还不够普及，中国证监会相关部门对此类问题也未足够重视，以致信息披露规定存在模糊空间；二是公司实际控制人、相关中介机构和地方政府出于自身利益的考虑，在信息披露时，尽量释放利好和抑制利空，尽量强调外部风险和弱化内部风险，尽可能用定性分析替代定量分析。

第二，创业板市场具有无形资产发现功能。上市公司的资产负债表不仅未全面反映拟上市企业无形资产的结构和价值，更存在通过土地使用权等边缘无形资产扭曲无形资产结构的问题。中国证监会相应对创业板招股说明书和年度报告作出了特别规定，要求相关企业通过表外信息披露的方式，为资本市场的参与者提供更多有关无形资产的信息。事实表明，这些规定对投资者发现企业无形资产，并判断其价值确实发挥了作用。IPO 的高市净率和高市盈率至少表明投资者为该类企业无形资产资本化做出了贡献。当然，这里也有需要讨论的问题，一是创业板上市公司通常是增量发行，那么溢价是新股东对持有股权所对应的无形资产买单，还是对老股东无形资产创造的补偿。二是创业板上市公司 IPO 集资通常有具体的项目投向，该溢价是对项目投资的认可，还是对无形资产贡献的认可。三是创业板超募资金的原因到底是企业价值低估，还是资本市场盲动，抑或是投资供求关系失调。

第三，创业板市场具有无形资产甄别功能。不论就常规无形资产，还是就非常规无形资产而言，在 IPO 市净率和基准日市净率之间均存在下述规律，即无形资产较多和质量较好的企业 IPO 市净率往往低于无形资产较少和质量较差的企业，而前者的基准日市净率（一般选取 2011 年 9 月 30 日或 2011 年 11 月 30 日的市场数据）又往往明显高于后者。这至少表明 IPO 市场在发现企业无形资产价值的同时，由于价格决定机制中或多或少渗入了非市场和非企业的因素，因而出现了价格扭曲问题。在经过资本市场的多次交易和反复甄别之后，非市场的泡沫被逐渐挤出，使企业价值趋于理性。当然，这并不表明创业板市场是一个成熟的市场，但至少表明二级市场比一级市场更理性，并说明资本市场的参与者越多，信息挖掘的能力越强，博弈水平越高。

第四，创业板市场认同部分非常规无形资产的效用。通过对资质、高管、独董等非常规无形资产分类研究，除了发现企业披露该类资产信息，借以表明自身核心竞争能力的动因之外，也发现创业板市场具备对该类资产的价值发现和甄别功能。一是该类无形资产与常规无形资产在企业 IPO 市净率和基准日市净率

的变化关系上趋同；二是部分对非常规无形资产有强依赖关系的企业，通过更系统和更深入的信息披露，引导和触发了资本市场的发现和甄别机制。三是此类资产更多表现为企业的契约权利，所以要求资本市场的参与者关注该类权利的内容、限制和瑕疵。

第五，资本市场与要素市场具有同向定价功能。招股说明书和年度报告释放了要素市场定价的信息，例如高管薪酬和独董薪酬，这些可以认为是人力资本市场对异质劳动力的定价。研究表明高管和独董薪酬较高的企业，IPO市净率一般也较高。一则表明资本市场对企业高管素质和能力高度敏感；二则人力资本市场已相当发达，其既能促进人才流动，又能为人才定价；三则资本市场也已具备将独立董事内化为企业无形资产的功能，本研究将独立董事对企业价值的贡献归纳为形象价值、专业价值和制衡价值。

第六，政府补助是公司成功上市的关键因素之一。研究发现创业板公司上市取得的政府补助呈范围和规模同时递增的态势，民营企业取得的补助平均强度超过国家出资企业，政府补助均值在地区之间出现相对落后地区超过相对发达地区的格局。虽然政府补助未必可以直接表现为企业无形资产，但基于政府可持续补助形成的企业竞争优势已受到资本市场的青睐，这些补助至少可以被认为是对企业存量无形资产的认可和增量无形资产的支撑。究其原因：一是由于在新兴产业中国家出资的中小企业数量较少，政府对该类企业的扶持强调的是产业导向，而不是产权导向；二是政府补助有可能做大做强企业，进而起到涵养税源的功能；三是创业板中的企业虽然大部分实际控制人是自然人，但也有与政府关联的机构投资者，政府补助可能演化为国有资本的增值。

第七，创业板公司的销售费用和研发费用具有内在联系。研究发现，两类费用均在企业无形资产的形成过程中扮演着价值创造的重要角色。销售费用有助于形成客户等关系类无形资产，研发费用有助于形成专利等技术类无形资产。此外，营销活动中收集到的市场信息有利于产品研发战略的制定和调整，而产品的技术特点和技术优势也决定了销售模式的选择，因此导致两者功能的部分重叠。同时，两者间也存在此消彼长的动态循环规律，即在一个产品寿命周期内，高科技企业通常先增加前期的研发投入，力图打造出技术领先的拳头产品，然后再通过各种营销手段开拓市场。所以，人们在优化研发费用有限资本化的同时，也应考虑制定销售费用有限资本化规制的现实需求。

## 五、研究贡献

第一，建立了创业板无形资产数据库。本报告依据对创业板上市公司招股说明书和年度报告无形资产信息的挖掘，形成了特色鲜明、分类合理和易于拓展的无形资产数据库。一是由专利、商标和著作权信息组成的常规无形资产数据库；

二是由资质、客户、标准和劳动力集合信息等组成的非常规无形资产数据库；三是由政府补助、销售费用和研发费用信息组成的无形资产投入数据库；四是由风险信息 and 细分市场排位组成的无形资产评价数据库。该数据库还补充了通过国家知识产权局等权威部门发布的与创业板无形资产相关的信息。

第二，对无形资产信息披露质量进行了排序。基于上述数据库，本报告对无形资产及其影响因素的信息披露质量进行了排序处理。一则可以反映无形资产信息披露内容和范围的行业差异，为制定体现行业技术经济特征的无形资产信息披露细则提供参考；二则可以反映无形资产信息披露质量的企业差异，为投资者甄别企业信息披露优劣状况提供证据；三则可以反映企业不同无形资产之间的功能差异和内在联系，为分析企业投资价值提供可解构和重构的数据。

第三，提出优化无形资产信息披露模式的设想。针对创业板上市公司无形资产信息披露存在的系列问题，本报告提出了有针对性的解决方案：一是在优化常规无形资产结构信息的同时，寻求价值判断的可行性，并通过会计报表或报表附注予以揭示，使其成为企业内部绩效评价和企业外部价值判断的依据；二是形成非常规无形资产界定标准，并就披露该类资产的信息构建有解释能力的指标系统和分析模型；三是探索风险评价和披露的路径，建立了由可能性和破坏性参数共同支撑的预判矩阵。

第四，论证了独立董事的无形资产属性。其作为外部董事，除保持客观公正，维护中小股东利益的传统功外，还具有聘用关系契约化、专家贡献内部化和双向约束长期化等特征，已逐渐成为企业一项重要的非常规无形资产。本报告较为系统地构建了由形象价值、专业价值和制衡价值组成独立董事价值评价理论，为评估该类人力资本奠定了基础。

第五，论证了创业股东的无形资产属性。创业板上市公司的创业股东通常既是所有者，又是经营者。由于股本结构和增量发行制度的限制，加之其对公司发展的关键作用，致使其在公司上市之后，仍然具有实际控制人的地位。对这类群体的研究，一则可以发现该类创业者的个人资源市场化和资本化的规律，二则可以发现创业板上市公司治理机制与主板及中小板上市公司的差异，三则可对监管机构制定该类人员信息披露制度提供参考建议。