

B. 26

台湾文创资本市场发展与价值创造

薛明贤 杨昌田*

摘要: 本文旨在探讨台湾资本市场如何协助文创事业创造价值。通过会计与财务分析的角度分析台湾资本市场对于台湾文创事业之评价,了解文创事业如何创造其价值。当文创事业选择上市上柜后,其资产规模逐年增加,营收、获利能力亦逐年提升。从我们会计比率分析,更发现,随着企业资产规模扩大,其资产运用效率反而提升,获利能力提升。我们辅以市值账面值比来看市场如何评价文创事业。随着文创活动逐渐成为台湾发展软实力的重要活动,市场投资人对于文创事业的评价逐步上升。市值账面值比在文创事业上市上柜时间越长,其市值账面值比逐年增加。

关键词: 文创事业 资本市场 获利能力 价值创造

关于资本市场如何协助文创事业创造价值,以往的研究主要探讨企业上市之效益时,指出企业上市后可增加募集资金的管道 (Ritter and Welch, 2002; Ritter, 2011);^① 让企业股票在市场中自由买卖,提升企业知名度 (Ritter and

* 薛明贤,彰化师范大学会计学系助理教授;杨昌田,彰化师范大学会计学副教授兼荣誉所长。

① Ritter, J. R. and I. Welch, "A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations," *Journal of Finance*, 2002, 57, 1795 - 1818; Ritter, J. R., "Equilibrium in the Initial Public Offerings Market," *Annual Review of Financial Economics*, 2011, 3, 347 - 374.

Welch, 2002; 姜尧民、戴维芯, 2016);^① 调整企业股权结构, 降低负债过多所造成的破产风险;^② 未上市企业可借由上市令其真实价值随着上市后的充分信息揭露而显现之。企业上市后亦可降低其融资成本。^③ 综合上述文献, 资本市场发展协助企业拓展融资管道、降低融资成本、充分反映其真实价值。

有别于资本支出 (Capital Expenditure), 文创事业商业模式多为创造、创意发展之无形资产 (Intangible Assets) 投资。相较于投资无形资产, 企业选择投资资本支出时, 已大幅降低未来现金流量之不确定性, 故在评估资本支出所创造的价值时, 较为明确。相反, 无形资产的投资所带来的未来现金流量高度不确定, 加剧投资人评估文创事业效益价值之困难度与外部人的信息不对称。据此, 当投资人针对以无形资产投资为主的文创事业进行投资时, 其要求的报酬率也相较其他以资本支出为主的产业来得高。Brown、Fessari 和 Petersen 亦指出, 以债务融资进行无形资产投资较为困难, 其主要因为该无形资产并无公允价值, 不易使其作为担保品。相对于债务融资, 权益融资较容易取得, 因为权益投资人 (股东) 可以承受较大的下方风险。即使权益投资人承受较高之下方风险而要求较高的报酬, 企业对于无形资产融资仍以权益融资为主。Brown、Fessari 和 Petersen 发现以投资为主的企业在 1990 ~ 2000 年 .com 泡沫化前易于取得权益资金, 投资于研发活动。随之从 1990 年起, 美国 GDP 逐步成长。2000 年 .com 泡沫化后, 相关企业取得资金成本提高, 对于无形资产投资亦随之下滑。2003 年后, GDP 开始衰退。由此可以发现企业从事研发、创新活动对经济成长影响所巨。^④

据上所述, 权益资本市场健全对于以发展无形资产之相关产业发展影响甚大。以创造、创意发展之无形资产投资为主的文创事业亦受权益资金影响。本

① Ritter, J. R. and I. Welch, "A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations," *Journal of Finance*, 2002, 57, 1795 - 1818; 姜尧民、戴维芯:《台湾股票初次上市柜相关研究文献回顾》,《经济论文丛》2016 年第 44 期。

② Chemmanur, T. J. and P. Fulghieri, "A Theory of the Going-public Decision," *The Review of Financial Studies*, 1999, 12: 249 - 279.

③ Pagano, M., F. Panetta, and L. Zingales, "Why do Companies Go Public? an Empirical Analysis," *The Journal of Finance* 1998, 53: 27 - 64.

④ Brown, J., S. M. Fazzari, and B. C. Petersen, "Financing Innovation and Growth Cash Flow, External Equity, and the 1990s R&D Boom," *The Journal of Finance*, 2009, 64: 151 - 185.



研究试图检视目前台湾资本市场对文创产业发展之影响。借由会计、财务评价模型,了解台湾资本市场如何提升文创产业之价值创造活动,使其发展更具规模经济。

一 台湾文创产业资本市场发展

目前台湾文创事业发展之资金来源主要有三:①政府优惠贷款;②政府资金奖补助;③权益资本市场。依据“文化创意产业发展法”第19条,建立融资与信用保证机制,并提供优惠措施引导民间资金投入,以协助各经营阶段之文化创意事业取得所需资金。依据2017年3月24日公告之文化创意产业优惠贷款要点,贷款之资金总额度为新台币250亿元。贷款范围及内容如下。①有形资产:指从事投资或创业活动必要取得之营业场所(包含土地、厂房、办公室、展演场)、机器设备、场地布景、计算机软硬件设备(包含办理信息化之软硬件设备);②无形资产:指从事投资或创业活动必要取得之知识产权(包含专利权、商标权、著作财产权等);③营运周转金:指从事投资或创业活动时必要之营运资金;④新产品或新技术之开发或制造;⑤从事研究发展、培训人才之计划。文化创意产业优惠贷款要点的贷款申请类别及额度可以分为如下几类:第一类:核贷额度最高不得超过新台币1亿元;第二类:核贷额度最高不得超过新台币3000万元;第三类:取得政府机关各类计划补助之申请者,核贷额度最高不得超过新台币500万元;第四类:已自行向金融机构取得贷款,仅为申请利息差额补贴者,申请人通过审查后,获文化主管部门核准函,贷款利息由文化主管部门按年利率补贴最高2%,其利息补贴最高额度计算基础,以核定融资总额度新台币3000万元为上限。

在“政府资金奖补助”方面,台湾2017年度有“文化创意产业补助计划”“文创产业创业圆梦计划奖补助”“辅导艺文产业创新育成补助计划”“文创之星创意加值竞赛”。以“文化创意产业补助计划”为例,文化主管部门依据“文化创意产业发展法”第12条及“文化主管部门协助奖励或补助文化创意事业办法”办理此计划。该计划依申请类别分为研发生产组、品牌营销与市场拓展组、跨界应用组。申请研发生产组最高可获补助新台币300万元;申请品牌营销与市场拓展组、跨界应用组最高可获补助新台币500万

元。受补助者可研提3年以内之计划，若获文化主管部门审核通过，于年度结束前由文化主管部门评核其执行成效，作为核定下一年度补助额度或停止经费补助之依据。上述三项政府资金奖补助计划，申请“文化创意产业发展法”可获得较高金额之补助。然从计划撰写、申请、考核等流程来看，对于新兴文创事业主来说，获得补助与持续获得补助是个具挑战性的工作。且新台币500万元是否能于三年内支持新兴文创事业主发展其事业，对事业主来说甚是挑战。

依据 Brown and Petersen 研究，无形资产投资（特别是研究发展活动投资）需要靠持续不断的投入才能将研究发展活动转化为专利权资产。^① 故确保资金的永续性对以无形资产投资为主的文创事业来说，是重要的成功要素。Brown、Fessari 和 Petersen 指出，权益资金将会是确保企业能够获得稳定资金的来源。^②

二 台湾上市上柜文创事业公司现状

在“权益资本市场”方面，本文利用“台湾经济新报数据库”下载文创事业上市上柜财务会计资料来了解台湾资本市场对文创事业的影响。如表1资料所示，台湾于1992年之上市上柜文创事业公司为1家，至2016年底，上市上柜文创事业公司增至25家。

以诚品生活（2926）为例，其成立于2005年，2011年股票公开发行，2012年兴柜登录挂牌，2013年正式上柜挂牌。^③ 诚品生活2016年股东会年报指出：“诚品生活作为‘文化创意产业’的通路平台品牌，横跨零售服务产业与观光休闲产业，在景气严峻的时机，不以持续大幅加码之贩促活动争取营收，坚持深化‘创意经济的全平台’策略定位，聚焦场所精神、活动体验、精致选品与优质服务为经营主轴，致力于两岸三地深耕发展。”根据其2016

① Brown, J. and B. C. Petersen, “Cash Holdings and R&D Smoothing”, *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17: 694 – 709.

② Brown, J., S. M. Fazzari, and B. C. Petersen, “Financing Innovation and Growth Cash Flow, External Equity, and the 1990s R&D Boom”, *The Journal of Finance*, 2009, 64: 151 – 185.

③ 由于企业在台上市上柜必须揭露其上市上柜前会计信息，以致“台湾经济新报数据库”亦收录企业上市上柜前会计信息。表1显示“诚品生活”于2008年已有会计资料，但该公司于2013年才正式上柜。



年股东会年报资料, 2005 ~ 2011 年, 诚品于台北、台东、台中分别设立分店。其中, 于 2012 年时, 公司除了于兴柜登录挂牌外, 同年获得台湾《天下杂志》金牌服务大赏“百货/购物中心类别”第一名; 同年亦于香港开立首间分店。2013 年, 公司除了正式挂牌上柜外, 当年度推出两大自有品牌: 以台湾新锐设计师服饰为主的品牌“AXES”和以生活创意商品为主的品牌“expo”。2014 ~ 2016 年, 诚品生活亦于台南、高雄、苏州、香港陆续开立分店。2016 年与 2017 年, 分别被 CNN Travel 评选为“World's coolest department stores; 世界最酷百货”之一、台湾 Cheers 杂志调查“新世代最向往企业”第一名。

以诚品生活(2926)为例, 我们可以发现, 资本市场对于文创事业发展有重要的裨益。2012 年兴柜、2013 年上柜后, 诚品生活在知名度上有所提升, 成为台湾“新世代最向往企业”第一名。同时, 上柜后的诚品生活在经营规模上, 也跨足大陆、香港。诚品生活也成立以台湾新锐设计师服饰为主的“AXES”、以生活创意商品为主的品牌“expo”。这两个品牌的成立, 显示诚品生活不仅作为文创产品的通路, 亦挖掘与培养台湾微型文创产业人才。透过其企业资源与品牌, 协助文创产业人才发展其创意工作, 同时透过诚品品牌营销宣传资源与商品辅导、销售服务、经营管理等丰富教育训练, 让整个文创产业发展更为多元与成熟。这也是凸显资本市场对于企业规模的扩展、引进专业经理人、协助企业发展、开发新兴市场有其显著的效益。

表 1 上市上柜文创事业家数

单位: 家

年度	公司名称(股票代码)	家数
1992	时报(8923)	1
1993	时报(8923)	1
1994	智冠(5478)、昱泉(6169)、时报(8923)	3
1995	智冠(5478)、得利影(6144)、昱泉(6169)、橘子(6180)、时报(8923)、琉园(9949)	6
1996	智冠(5478)、得利影(6144)、昱泉(6169)、橘子(6180)、时报(8923)、琉园(9949)	6
1997	华义(3086)、智冠(5478)、得利影(6144)、昱泉(6169)、橘子(6180)、时报(8923)、琉园(9949)	7

续表

年度	公司名称(股票代码)	家数
1998	华义(3086)、鈺象(3293)、智冠(5478)、大宇资(6111)、得利影(6144)、昱泉(6169)、橘子(6180)、时报(8923)、琉园(9949)	9
1999	华义(3086)、鈺象(3293)、智冠(5478)、大宇资(6111)、得利影(6144)、昱泉(6169)、橘子(6180)、时报(8923)、琉园(9949)	9
2000	泰伟(3064)、网龙(3083)、华义(3086)、鈺象(3293)、智冠(5478)、大宇资(6111)、得利影(6144)、昱泉(6169)、橘子(6180)、时报(8923)、琉园(9949)	11
2001	泰伟(3064)、网龙(3083)、华义(3086)、鈺象(3293)、宇峻(3546)、智冠(5478)、大宇资(6111)、得利影(6144)、昱泉(6169)、橘子(6180)、时报(8923)、琉园(9949)	12
2002	泰伟(3064)、网龙(3083)、华义(3086)、鈺象(3293)、宇峻(3546)、智冠(5478)、大宇资(6111)、得利影(6144)、昱泉(6169)、橘子(6180)、时报(8923)、琉园(9949)	12
2003	泰伟(3064)、网龙(3083)、华义(3086)、鈺象(3293)、宇峻(3546)、乐升(3662)、智冠(5478)、大宇资(6111)、得利影(6144)、昱泉(6169)、橘子(6180)、时报(8923)、琉园(9949)	13
2004	泰伟(3064)、网龙(3083)、华义(3086)、鈺象(3293)、宇峻(3546)、乐升(3662)、欧买尬(3687)、智冠(5478)、大宇资(6111)、得利影(6144)、昱泉(6169)、橘子(6180)、时报(8923)、琉园(9949)	14
2005	泰伟(3064)、网龙(3083)、华义(3086)、鈺象(3293)、宇峻(3546)、乐升(3662)、欧买尬(3687)、智冠(5478)、大宇资(6111)、得利影(6144)、昱泉(6169)、橘子(6180)、时报(8923)、琉园(9949)	14
2006	泰伟(3064)、网龙(3083)、华义(3086)、鈺象(3293)、宇峻(3546)、乐升(3662)、欧买尬(3687)、辣椒(4946)、智崴(5263)、智冠(5478)、大宇资(6111)、得利影(6144)、昱泉(6169)、橘子(6180)、时报(8923)、琉园(9949)	16
2007	泰伟(3064)、网龙(3083)、华义(3086)、鈺象(3293)、宇峻(3546)、乐升(3662)、欧买尬(3687)、辣椒(4946)、智崴(5263)、尚凡(5278)、智冠(5478)、大宇资(6111)、得利影(6144)、昱泉(6169)、橘子(6180)、华研(8446)、时报(8923)、琉园(9949)	18
2008	诚品生活(2926)、泰伟(3064)、网龙(3083)、华义(3086)、鈺象(3293)、宇峻(3546)、乐升(3662)、欧买尬(3687)、辣椒(4946)、智崴(5263)、尚凡(5278)、智冠(5478)、大宇资(6111)、得利影(6144)、昱泉(6169)、橘子(6180)、华研(8446)、时报(8923)、琉园(9949)	19
2009	诚品生活(2926)、泰伟(3064)、网龙(3083)、华义(3086)、鈺象(3293)、宇峻(3546)、乐升(3662)、欧买尬(3687)、辣椒(4946)、智崴(5263)、尚凡(5278)、智冠(5478)、大宇资(6111)、得利影(6144)、昱泉(6169)、橘子(6180)、华研(8446)、时报(8923)、琉园(9949)	19



续表

年度	公司名称(股票代码)	家数
2010	诚品生活(2926)、泰伟(3064)、网龙(3083)、华义(3086)、鈺象(3293)、宇峻(3546)、乐升(3662)、欧买尬(3687)、辣椒(4946)、智崴(5263)、尚凡(5278)、智冠(5478)、大宇资(6111)、得利影(6144)、昱泉(6169)、橘子(6180)、华研(8446)、霹雳(8450)、时报(8923)、琉园(9949)	20
2011	诚品生活(2926)、泰伟(3064)、网龙(3083)、华义(3086)、鈺象(3293)、宇峻(3546)、乐升(3662)、欧买尬(3687)、辣椒(4946)、智崴(5263)、尚凡(5278)、智冠(5478)、大宇资(6111)、得利影(6144)、昱泉(6169)、橘子(6180)、弘煜科(6482)、华研(8446)、霹雳(8450)、时报(8923)、琉园(9949)	21
2012	诚品生活(2926)、泰伟(3064)、网龙(3083)、华义(3086)、鈺象(3293)、宇峻(3546)、乐升(3662)、欧买尬(3687)、VHQ - KY(4803)、升华(4806)、辣椒(4946)、智崴(5263)、尚凡(5278)、智冠(5478)、大宇资(6111)、得利影(6144)、昱泉(6169)、橘子(6180)、弘煜科(6482)、隆中(6542)、华研(8446)、霹雳(8450)、三贝德(8489)、时报(8923)、琉园(9949)	25
2013	诚品生活(2926)、泰伟(3064)、网龙(3083)、华义(3086)、鈺象(3293)、宇峻(3546)、乐升(3662)、欧买尬(3687)、VHQ - KY(4803)、升华(4806)、辣椒(4946)、智崴(5263)、尚凡(5278)、智冠(5478)、大宇资(6111)、得利影(6144)、昱泉(6169)、橘子(6180)、弘煜科(6482)、隆中(6542)、华研(8446)、霹雳(8450)、三贝德(8489)、时报(8923)、琉园(9949)	25
2014	诚品生活(2926)、泰伟(3064)、网龙(3083)、华义(3086)、鈺象(3293)、宇峻(3546)、乐升(3662)、欧买尬(3687)、VHQ - KY(4803)、升华(4806)、辣椒(4946)、智崴(5263)、尚凡(5278)、智冠(5478)、大宇资(6111)、得利影(6144)、昱泉(6169)、橘子(6180)、弘煜科(6482)、隆中(6542)、华研(8446)、霹雳(8450)、三贝德(8489)、时报(8923)、琉园(9949)	25
2015	诚品生活(2926)、泰伟(3064)、网龙(3083)、华义(3086)、鈺象(3293)、宇峻(3546)、乐升(3662)、欧买尬(3687)、VHQ - KY(4803)、升华(4806)、辣椒(4946)、智崴(5263)、尚凡(5278)、智冠(5478)、大宇资(6111)、得利影(6144)、昱泉(6169)、橘子(6180)、弘煜科(6482)、隆中(6542)、华研(8446)、霹雳(8450)、三贝德(8489)、时报(8923)、琉园(9949)	25
2016	诚品生活(2926)、泰伟(3064)、网龙(3083)、华义(3086)、鈺象(3293)、宇峻(3546)、乐升(3662)、欧买尬(3687)、VHQ - KY(4803)、升华(4806)、辣椒(4946)、智崴(5263)、尚凡(5278)、智冠(5478)、大宇资(6111)、得利影(6144)、昱泉(6169)、橘子(6180)、弘煜科(6482)、隆中(6542)、华研(8446)、霹雳(8450)、三贝德(8489)、时报(8923)、琉园(9949)	25

资料来源：台湾经济新报数据库，本文整理。

表 2 为上市上柜文创事业市值与资产总值。依市值来看，1992 年时所有上市上柜文创事业市值加总为新台币 102 亿元；至 2016 年底为止，所有上市上柜文创事业市值加总增至新台币 1471 亿元。若以公司总资产来看，1992 年时所有上市上柜文创事业总资产加总为新台币 73 亿元；至 2016 年底为止，所有上市上柜文创事业总资产加总增至新台币 503 亿元。根据台湾证券交易所之数据，台湾至 2016 年底为止，上市家数共为 892 家。文创事业上市上柜企业仅为 25 家，占总上市家数的 2.8%。根据本文资料，台湾文创事业上市上柜家数逐步增加，代表文创事业企业逐步增加利用资本市场进行募资。然目前文创事业上市上柜家数仅占总上市家数 2.8%，且总上市上柜家数自 2012 年后并未有所增加，代表目前文创事业占整个资本市场比重不大，如何协助文创事业企业顺利上市上柜，增加其资金管道、提高其市场知名度将会是台湾产官学界应思考的方向。

表 2 上市上柜文创事业总市值与资产总值

单位：千元新台币

年度	平均市值	加总市值	平均总资产	加总资产	家数
1992	10163705	10163705	7257204	7257204	1
1993	12558816	12558816	6844439	6844439	1
1994	12225105	36675315	3765070	11295209	3
1995	3803285	19016423	2255752	13534513	6
1996	4866356	24331782	2574336	15446016	6
1997	6962589	41775534	3324727	23273091	7
1998	6148888	49191102	2740520	24664681	9
1999	3577899	25045296	1312360	11811243	9
2000	5680089	51120797	1885972	20745692	11
2001	4820058	43380519	1365037	15015405	12
2002	4821440	43392956	1543193	18518321	12
2003	5617068	61787752	1662861	21617194	13
2004	5084909	61018904	1687538	23625533	14
2005	4863690	63227973	1774535	24843486	14
2006	5680656	85209841	1754610	28073753	16
2007	5347521	85560330	1524125	27434258	18
2008	4657491	79177354	1486232	28238410	19



续表

年度	平均市值	加总市值	平均总资产	加总总资产	家数
2009	4887826	83093048	1516841	28819973	19
2010	5375048	96750858	1721529	34430588	20
2011	4124549	78366438	1521392	31949232	21
2012	4214667	84293349	1675167	41879183	25
2013	5258784	99916904	1712435	42810873	25
2014	7503236	142561479	1662875	41571883	25
2015	7122980	142459603	1572739	39318472	25
2016	6685355	147077811	2010885	50272117	25

资料来源：台湾经济新报数据库，本文整理。

三 文创事业价值创造分析

若我们从会计的角度来评估文创事业上市后之财务状况，我们可以从投资策略与融资策略相关会计金额来衡量之。本文以无形资产占总资产的比重、负债占总资产的比重、营收金额、税后净利来检视之。表3为分析结果。从所有上市上柜文创事业企业之无形资产的金额来看，至2016年底平均无形资产的金额为新台币2.2亿元，占总资产比例大约为8.02%。从表2的资料来看，2012年后的上市上柜文创事业企业家数皆为25家。若我们从2012年后观察该25家的平均无形资产的金额，我们发现2012年的平均无形资产的金额为新台币2.4亿元，到了2016年为新台币2.2亿元。若我们从2012年起观察该25家的平均总资产的金额，我们发现2012年的平均总资产的金额约为新台币17亿元，到2016年为新台币20亿元。这个结果显示随着企业上市上柜期间越久，企业规模越大。但是在发展无形资产方面，却无法在上市上柜后5年内有明显增长。这也代表企业利用权益资金发展事业时，在企业总资产的版图上的确是有所扩大，但在无形资产的投入上无法在5年内有显著的综效。

从总负债的金额来看权益资本市场是否影响企业融资策略，我们可以发现1992年时平均总负债占总资产的比重为26.24%；至2016年底平均总负债金额为新台币6.5亿元，占总资产比重大约为30%。若我们从2012年起观察该

25 家的文创企业，其平均负债总额在 2012 年为新台币 5 亿元，占总资产比重大约为 27%，而在 2016 年底为新台币 6.5 亿元，说明随着上市上柜的文创事业越多，债权机构对于文创事业金之负债融资也越趋开放。相对而言，文创事业透过上市上柜提升其知名度并扩大企业规模，对其举债的能力亦趋增加。

若从营收金额的角度来分析，1992 年平均营收为新台币 15 亿元，随后即使上市上柜家数逐增，但平均营收递减的。若我们从 2012 年起观察该 25 家的文创企业，其平均营收为新台币 9.3 亿元，随后逐年增加。至 2016 年底，该 25 家文创企业之平均营收已达新台币 11 亿元。若从平均净利的角度来分析，1992 年平均税后净利为新台币 3 亿元，平均净利率为 26.47%，但是也是随着上市柜家数增加，平均税后净利与平均净利率却是递减的。若我们从 2012 年起观察该 25 家的文创企业，其平均税后净利为新台币 8000 万元、平均净利率为 -57.01%，但是至 2016 年底，平均税后净利已达新台币 1.7 亿元，平均净利率为 10.23%。综合其营收与净利的表现，我们可以看到随着上市上柜时间越久，企业知名度提升，企业规模越大，其营收与税后净利也趋增加。这个发现也支持过去文献提到的企业上市可提升其知名度；^① 亦可借由上市令其真实价值随着上市后的充分信息揭露而显现之。^② 随着营收与税后净利增加，文创事业才能立足以支撑现有的经营状况，并投入有助于未来成长的投资。这也支持表 2 中呈现之文创事业上市后其总资产逐年增加。由此可知，台湾资本市场对于文创事业的发展有着正面影响。

若我们从会计比率分析与市场评价的角度来分析资本市场对文创事业价值的影响，结果如表 4 所示。我们从权益报酬率（ROE）来分析，1992 ~ 2016 年间稳定的平均权益报酬基本上介于 20% ~ 40%。若我们从 2012 年起观察该 25 家新上市上柜的文创企业，其权益报酬率自 2012 年起的 19.27%，成长至 2016 年的 32.59%，说明此 25 家新上市上柜的文创企业在创造股东价值上有着显著的成长力道。

① Ritter, J. R. and I. Welch, "A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations", *Journal of Finance*, 2002, 57, 1795 - 1818; 姜尧民、戴维芯：《台湾股票初次上市柜相关研究文献回顾》，《经济论文丛》2016 年第 44 期。

② 姜尧民、戴维芯：《台湾股票初次上市柜相关研究文献回顾》，《经济论文丛》2016 年第 44 期。



表 3 上市柜文创业资产、负债、营收与获利能力分析

年度	单位：千元新台币，%						
	平均无形资产	平均总资产	无形资产占总资产比重	平均总负债	总负债占总资产比重	平均总营收	平均税后净利
1992	273742	7257204	37.72	1904340	26.24	1524152	297421
1993	2742043	6844439	40.06	1742008	25.45	537938	184507
1994	942322	3765070	16.74	895790	24.46	394625	85855
1995	406751	2255752	11.82	686096	24.73	1027674	-698346
1996	436161	2574336	12.94	1180245	30.06	757558	-715620
1997	872069	3324727	12.89	912384	21.15	384690	24325
1998	748449	2740520	12.42	698292	22.96	499242	59932
1999	120605	1312360	7.73	273885	23.86	518911	45207
2000	91602	1885972	5.74	738074	39.71	975764	86957
2001	106195	1365037	7.81	287778	26.59	311792	69236
2002	80882	1543193	5.86	448910	27.13	782851	89618
2003	83506	1662861	5.79	497482	29.81	657313	75445
2004	94838	1687538	7.25	477033	27.49	747933	96009
2005	65130	1774535	5.15	504990	26.27	533314	85611
2006	56965	1754610	4.77	581784	29.32	710827	114211
2007	55416	1524125	5.66	399029	26.30	601444	61296
2008	81778	1486232	9.06	417525	25.76	737798	127272
2009	77258	1516841	8.74	456899	27.55	563827	92737
2010	91224	1721529	8.93	618464	31.38	886097	110527
2011	98998	1521392	9.98	427786	28.68	579036	57178
2012	239508	1675167	10.92	503961	27.32	932428	84324
2013	239719	1712435	9.95	494621	29.13	773530	72425
2014	83212	1662875	8.94	454375	31.75	931082	145286
2015	84439	1572739	9.43	470833	31.57	1022707	123100
2016	216274	2010885	8.02	647186	30.00	1082120	168675

资料来源：台湾经济新报数据库，本文整理。

表 4 财务比率分析

年度	权益报酬率(%)	资产报酬率(%)	资产周转率(%)	市价账面价值比
1992	24.93	4.10	21.00	2.05
1993	21.33	2.70	7.86	2.64
1994	12.12	2.04	14.31	3.80
1995	-21.18	-11.69	55.95	2.01
1996	-28.03	-10.15	43.46	2.91
1997	7.40	0.84	24.86	3.56
1998	10.20	1.64	25.81	4.23
1999	13.76	-3.55	50.45	2.95
2000	20.08	-3.57	54.71	4.10
2001	28.89	8.88	34.90	3.86
2002	26.43	6.54	50.33	3.37
2003	75.22	3.47	45.27	4.11
2004	21.30	2.74	44.72	3.40
2005	19.97	3.93	35.44	3.31
2006	42.25	5.92	35.57	4.00
2007	35.39	4.94	50.23	3.51
2008	23.27	5.53	48.72	3.75
2009	20.14	4.09	40.95	4.30
2010	19.87	4.97	46.40	4.75
2011	7.39	1.47	36.63	3.63
2012	19.27	3.75	49.19	2.91
2013	15.52	0.17	50.48	3.73
2014	29.94	4.25	65.30	4.95
2015	24.15	1.14	64.29	4.59
2016	32.59	6.87	57.41	4.16

资料来源：台湾经济新报数据库，本文整理。

若我们透过资产报酬率（ROA）来分析，1992～2016 年稳定的平均资产报酬基本上介于 2%～8%。若我们从 2012 年起观察该 25 家新上市上柜的文创企业，其资产报酬率自 2012 年起的 3.75%，成长至 2016 年的 6.87%，说明此 25 家新上市上柜的文创企业在利用资产之报酬之能力逐步成长。若我们以资产周转率来看分析上市上柜的文创企业在使用资产的效率，1992～2016 年稳定的平均资产周转率基本上介于 30%～60%。若我们从 2012 年起观察该 25 家新上市上柜的文创企业，其资产周转率自 2012 年起的 49.19%，成长至 2016



年的 57.41%，说明此 25 家新上市上柜的文创企业在利用资产的效率上的确有其能力。根据表 2 中的总资产资料，其 25 家新上市上柜的平均总资产逐年增加，理应在使用资产的效率上会随企业扩大，而有所下降。然从资产周转率来分析其资产运用的效率，反而是逐年逐步上升，说明上市上柜的知名度加速企业在营收成长的力道，增加企业运用资产的效率。

最后我们以市价账面价值比来看资本市场如何评估上市上柜文创企业之价值。1992~2016 年稳定的平均市价账面价值比基本上介于 2~4 倍之间。若我们从 2012 年起观察该 25 家新上市上柜的文创企业，其平均市价账面价值比自 2012 年起的 2.91 倍，逐步成长至 2016 年的 4.16 倍。由于市价账面价值比是显示市场投资人对于企业未来发展之期望，高市价账面价值比代表市场对于企业未来发展有着较高的期待，该 25 家上市上柜文创企业之市价账面价值比从 2.91 倍，逐步成长至 4.16 倍，代表台湾资本市场对于文创产业的发展有着正面的看法。而从 25 家企业的获利状况与投资策略，可以看出资本市场对于企业扩展其企业有其正面的影响，亦正面影响其获利状况。

对于资本市场如何协助文创事业发展，本文提出如下建议。

（一）吸引创投事业对文创事业的投资

由于文创事业靠的是创意，然对于创意活动之鉴价实为困难，若政府无法从中加以协助，文创事业难以利用债权资本市场资金进行发展。因此，权益资本市场将会是非常重要的资金来源，特别是创投资金。创投资金投资人较愿承担下方风险，对于以发展无形资产为主的文创产业将成为重要的管理者。再者，创投事业可以协助文创事业创业家引进专业人士从事组织管理、经营活动，对于文创事业创业家而言，可较于专注于其文化创意发展。随着经营规模逐渐扩大，创投事业可协助文创事业进行上市上柜，以获得更稳定的资金来源。

（二）更开放的资本市场

从本文数据可以发现，自 2012 年至 2016 年，文创事业上市上柜企业家数仅有 25 家。若台湾要发展其软实力，文创产业的发展实为重要。如何辅导文创事业企业扩大其经营规模，增加上市上柜的机会，将会是未来产、官、学界可以思考的方向。