

---

# 教學附件

## 第十一週：國家風險與新興市場

---

國際財務管理：珍途的全球征途

### Contents

1 補充案例：國家風險的真實世界	2
2 課堂活動工作紙	3
2.1 活動：珍途泰國曼谷店國家風險評估練習	3
3 公式速查卡	5
4 延伸閱讀導讀	6
4.1 推薦閱讀 1：Eun & Resnick, Chapter 16	6
4.2 推薦閱讀 2：Damodaran (2003)	6

## 1 補充案例：國家風險的真實世界

### ■ 案例 A：Toyota 的東南亞供應鏈策略

Toyota 自 1960 年代起便在泰國布局，經過數十年的深耕，泰國已成為 Toyota 在東南亞的區域生產中心，素有「亞洲底特律」之稱。Toyota 的策略展示了如何在新興市場中管理國家風險並建立長期競爭優勢。

#### 進入策略與在地化：

- **地理優勢**：泰國位於東南亞中心，輻射鄰國市場，物流成本低
- **政策利用**：善用泰國投資促進委員會（BOI）提供的稅務減免、土地優惠和進口關稅豁免
- **合資結構**：與泰國 CP 集團（正大集團）合資，藉由當地夥伴掌握政商關係與市場通路
- **技術轉移**：在泰國培養完整的零組件供應鏈，提高在地採購比率至 90% 以上

#### 危機應對的韌性：

- **1997 亞洲金融風暴**：多數外資撤離泰國時，Toyota 反而維持投資甚至擴產。利用泰銖大幅貶值（從 25 THB/USD 跌至 56 THB/USD）降低出口成本，將泰國工廠轉型為出口基地
- **2011 泰國洪災**：泰國中部工業區遭受嚴重水患，Toyota 超過 400 家供應商受影響，產量損失約 15 萬輛。事後建立「多源採購」和「安全庫存」制度
- **COVID-19 疫情**：全球供應鏈斷裂，但 Toyota 因在泰國的高在地化率而受衝擊相對較小

**策略啟示**：Toyota 在泰國的成功關鍵在於「長期承諾 + 當地合作 + 多元化供應鏈」。危機時不撤退反而加碼，讓 Toyota 在風暴過後取得更強的市場地位。這正是國家風險管理中「承擔可管理風險、獲取風險溢酬」的典範。

#### 思考題：

1. Toyota 在 1997 年金融風暴時選擇「逆勢加碼」而非撤退，這個決策的風險與報酬如何評估？珍途是否有資源執行類似策略？
2. 合資結構如何幫助 Toyota 管理泰國的政治風險？與獨資進入相比，合資的成本和效益是什麼？

### ■ 案例 B：Grab 在東南亞的擴張策略

Grab 於 2012 年在馬來西亞成立，最初只是一個計程車叫車 App。短短十年間，Grab 擴展至東南亞 8 個國家（馬來西亞、新加坡、印尼、泰國、越南、菲律賓、緬甸、柬埔寨），成為該區域最大的超級 App 平台。其擴張歷程是一部新興市場國家風險管理的教科書。

#### 差異化的國家策略：

- **印尼**：面對嚴格的外資持股限制（App-based 交通業外資上限 49%），透過與當地企業合資取得營運牌照
- **越南**：數位支付法規嚴格，Grab 與當地銀行（Moca）合作取得電子錢包牌照
- **菲律賓**：與當地財團 Ayala 合作，借助其政商網絡取得監管批准
- **緬甸**：政局不穩，採取輕資產模式，降低固定投資曝險

#### 階段式進入策略：

- 第一階段：叫車服務（低監管門檻，快速建立用戶基礎）
- 第二階段：外送服務（GrabFood，利用既有車隊和技術平台）
- 第三階段：金融服務（GrabPay、小額信貸，需要更高的監管合規）
- 每個國家依據當地監管環境和市場成熟度，決定推進到哪個階段

#### 國家風險管理工具：

- **在地化團隊**：每個國家設立獨立的國家總經理（Country Head），擁有當地決策權
- **政府關係**：積極參與各國政府的數位經濟政策討論，從「被監管者」轉為「政策參與者」
- **靈活商業模式**：願意在不同國家採用不同的合規結構和商業模式
- **新加坡總部**：將控股公司設在法治健全、資本自由的新加坡，降低母公司層面的國家風險

**策略啟示**：Grab 的經驗顯示，在東南亞這樣「制度多元」的區域，沒有一套放諸四海皆準的策略。成功的關鍵在於「一國一策」的彈性，以及願意在監管框架內尋找合規的商業模式。

#### 思考題：

1. Grab 在每個國家採用不同的合資夥伴和商業模式，這種「一國一策」的做法對珍途進入東南亞有什麼參考價值？
2. Grab 選擇新加坡作為控股公司所在地，這個決策如何影響其整體國家風險輪廓？珍途是否也應考慮類似的控股架構？

## 2 課堂活動工作紙

### 2.1 活動：珍途泰國曼谷店國家風險評估練習

#### ⌚ 活動設計（20 分鐘）

**情境**：珍途正在評估是否進入泰國曼谷市場。林美要求各部門提出國家風險評估報告，作為投資決策的重要依據。

**任務**：依據下方 8 項風險指標，對泰國進行 1–5 分的評分（5 = 風險最低/環境最優；1 = 風險最高/環境最差），並計算加權總分和國家風險溢酬（CRP）。

**活動流程：**

1. 各組閱讀泰國背景資料，確認評估框架（3 分鐘）
2. 各組討論並填寫 8 項指標的評分與理由（10 分鐘）
3. 計算加權總分並估算 CRP（3 分鐘）
4. 各組報告評分結果，全班比較差異並討論（4 分鐘）

**背景資料：泰國投資環境概覽**

- 信用評等：Baa1 (Moody's) / BBB+ (S&P)，展望穩定
- 政治狀況：2014 年軍事政變後，2019 年恢復民選政府，但軍方影響力仍大
- 貨幣：泰銖 (THB)，央行採管理浮動制度，近年相對穩定
- GDP 成長率：約 3–4% (COVID 前)，東協第二大經濟體
- 外資政策：BOI 提供稅務優惠，但部分產業有外資持股上限（如零售業限 49%）
- 10 年期泰國公債殖利率：約 2.8%；美國 10 年期公債殖利率：約 4.2%

**國家風險評估表**

風險指標	權重	評分 (1–5)	評分理由
政治穩定	20%		
法治環境	15%		
主權信用評等	10%		
貨幣穩定度	15%		
資本自由度	10%		
基礎建設	10%		
市場規模	10%		
競爭強度	10%		

**加權總分計算：**

加權總分 =  $\sum_{i=1}^8 (\text{指標}_i \text{評分} \times \text{權重}_i) = \underline{\hspace{10cm}}$

### 國家風險溢酬（CRP）估算：

1. 主權利差 = 泰國 10 年公債殖利率 – 美國 10 年公債殖利率 =  $\underline{\hspace{10cm}}$

2. 假設泰國股市波動度  $\sigma_{\text{equity}} = 22\%$ ，泰國公債波動度  $\sigma_{\text{bond}} = 12\%$

3.  $\text{CRP} = \text{主權利差} \times \frac{\sigma_{\text{equity}}}{\sigma_{\text{bond}}} = \underline{\hspace{2cm}} \times \underline{\hspace{2cm}} = \underline{\hspace{2cm}}$

### 投資決策建議（請勾選並說明理由）：

建議進入  暫緩進入  需進一步研究

理由：\_\_\_\_\_

## 3 公式速查卡

### ■ 第 11 週公式速查

#### 國家風險溢酬（CRP）— Damodaran 方法

$$\text{CRP} = \text{主權利差} \times \frac{\sigma_{\text{equity}}}{\sigma_{\text{bond}}}$$

其中：主權利差 = 該國公債殖利率 – 無風險利率（如美國公債）

#### 含 CRP 的股權資金成本

$$k_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + \text{CRP}$$

#### ICRG 國家風險綜合評分

$$\text{ICRG} = 0.5 \times \text{政治風險} + 0.25 \times \text{金融風險} + 0.25 \times \text{經濟風險}$$

政治風險滿分 100 分，金融與經濟風險各滿分 50 分，加權後總分滿分 100 分

#### 風險矩陣加權評分

$$\text{風險矩陣總分} = \sum_{i=1}^n (\text{指標}_i \text{評分} \times \text{權重}_i)$$

#### 高通膨門檻（IAS 29 / ASC 830）

$$\text{三年累積通膨率} \geq 100\% \Rightarrow \text{高通膨經濟體}$$

高通膨經濟體的子公司須以母公司貨幣為功能貨幣，使用時態法換算

### 無本金交割遠期（NDF）結算

美元結算金額 = (NDF 約定匯率 – 到期即期匯率) × 名目本金

正值 ⇒ NDF 買方付款給賣方；負值 ⇒ 賣方付款給買方

## 4 延伸閱讀導讀

### 4.1 推薦閱讀 1：Eun & Resnick, Chapter 16

#### 🎓 閱讀指引

重點章節：16.1–16.4

閱讀目標：

- 理解國家風險的分類：政治風險、金融風險、經濟風險
- 掌握國家風險的量化評估方法（ICRG、PRS、世界銀行治理指標）
- 認識國家風險對國際投資決策和資金成本的影響
- 了解新興市場投資的特殊風險與機會

思考問題：

1. 書中介紹的國家風險評估框架，哪些指標對珍途這樣的餐飲品牌最為關鍵？為什麼？
2. 作者如何看待新興市場的「風險溢酬」？高風險是否一定代表不應投資？

### 4.2 推薦閱讀 2：Damodaran (2003)

#### 🎓 閱讀指引

論文：Damodaran, A. (2003). Country Risk and Company Exposure: Theory and Practice. *Journal of Applied Finance*, 13(2), 63–76.

閱讀建議：重點閱讀 Section 2（衡量國家風險）和 Section 4（將國家風險納入估值），可略讀數學推導。

思考問題：

1. Damodaran 提出三種將 CRP 納入估值的方法（加在折現率、加在現金流、情境分析），哪一種最適合評估珍途泰國曼谷店的投資價值？
2. 論文指出「不是所有公司都同等暴露於國家風險」—珍途的東南亞業務相比礦業或銀行業，國家風險曝險會更高還是更低？為什麼？