

國際財務管理

珍途的全球征途

2026 春季學期

國際財務管理：珍途的全球征途

本週大綱

1. 故事導入：珍途的大投資決策
2. FDI 四大動機與 Dunning OLI 架構
3. 國際資本預算：子公司觀點 vs 母公司觀點
4. 從子公司到母公司的五道關卡
5. 調整現值法（APV）完整實戰
6. 國際 WACC 與 CRP
7. 敏感度分析：匯率、營收、折現率
8. 泰國 vs 越南比較
9. 本週任務與重點回顧

本週學習目標

1. 解釋 FDI 的四大動機，運用 Dunning OLI 架構分析海外投資決策
2. 區分國際資本預算的母公司觀點與子公司觀點
3. 運用調整現值法（APV）評估國際投資計畫
4. 計算國際 WACC，將國家風險溢酬（CRP）納入折現率
5. 執行敏感度分析，評估匯率、營收與折現率變動對 NPV 的影響

為什麼要海外設廠？

 外國直接投資 (FDI)

FDI 四大動機

市場尋求型

就近服務目標市場

珍途：東南亞 6 億人口茶飲市場，從台灣出口成本太高

效率尋求型

降低生產成本

珍途：泰國人工成本 = 台灣的 40%，地理中心輻射東南亞

資源尋求型

取得關鍵原料

珍途：泰國是全球最大木薯粉（珍珠原料）出口國之一

策略資產尋求型

取得技術、品牌或通路

珍途：與泰國夥伴合資，取得在地通路與消費者洞察

Dunning OLI 架構



三個條件同時滿足 → FDI 是最佳策略

只有 O+L → 授權；只有 O → 出口

國際資本預算

子公司 vs 母公司觀點

子公司觀點 vs 母公司觀點

■ 子公司觀點

- 以泰銖計算
- 折現率用泰銖 WACC
- 評估：在泰國市場本身是否有獲利能力
- $NPV = +38,200$ 千 THB

■ 母公司觀點

- 以台幣計算
- 折現率含 CRP
- 評估：對珍途股東是否創造價值
- $APV = +10,300$ 千 TWD

兩個觀點的 NPV 可能不同甚至方向相反！

最終決策以母 company 觀點為準——股東要的是台幣回報

■ 第一年假設

- EBIT = 10,000 千泰銖，折舊 = 5,000 千泰銖
- 泰國稅率 20%，預扣稅 10%，匯率 0.90 TWD/THB

逐步計算

1. 稅後利潤： $10,000 \times (1 - 0.20) = 8,000$
2. 加回折舊： $8,000 + 5,000 = 13,000$ 千泰銖
3. 扣預扣稅： $13,000 \times (1 - 0.10) = 11,700$ 千泰銖
4. 匯率轉換： $11,700 \times 0.882 = 10,319$ 千台幣

APV 法

 調整現值法——國際資本預算的黃金標準

APV 公式與組成

$$APV = \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{CF_t^{\text{parent}}}{(1+k_u)^t} - I_0}_{\text{基礎 NPV}} + \underbrace{\text{稅盾} + \text{優惠融資} + \text{限制資金}}_{\text{副效果現值}}$$

基础 NPV

用全股權折現率 k_u 折現
假設 100% 自有資金、無副效果

優惠融資

政府低利貸款或補貼
泰國 BOI 外資優惠

稅盾

限制資金

曼谷工廠投資假設

項目	數值
初始投資	70,000 千泰銖 (固定資產 60,000 + 營運資金 10,000)
投資期間	10 年
殘值	10,000 千泰銖 (第 10 年末)
第一年營收	40,000 千泰銖
營收成長率	8% (前 5 年) → 5% (後 5 年)
營業利潤率	25%
泰國企業所得稅	20%
預扣稅 (WHT)	10% (台泰租稅協定)
當前匯率 S_0	0.90 TWD/THB
泰銖年貶值率	2% (PPP 估計)

Step 1：子公司現金流（泰銖）

年度	營收	營業利潤	稅後利潤	加回折舊	營業 CF
1	40,000	10,000	8,000	5,000	13,000
2	43,200	10,800	8,640	5,000	13,640
3	46,656	11,664	9,331	5,000	14,331
... Year 4–9 省略 ...					
10	69,454	17,364	13,891	5,000	18,891

折舊：直線法 $(60,000 - 10,000) \div 10 = 5,000$ 千/年

營業 CF 從 13,000 成長到 18,891 千泰銖——看起來不錯

Step 2：母公司現金流轉換

年度	子公司 CF 千 THB	扣 WHT $\times 0.90$	匯率 TWD/THB	母公司 CF 千 TWD
0	-70,000	—	0.900	-63,000
1	13,000	11,700	0.882	10,319
2	13,640	12,276	0.864	10,610
3	14,331	12,898	0.847	10,925
:	:	:	:	:
10	38,891*	35,002	0.735	25,727

* 第 10 年含營運資金回收 + 殘值共 20,000 千泰銖

匯率雙重打擊：十年後匯率 0.900 → 0.735，同樣泰銖少換 18% 台幣

Step 3：基礎 NPV

用全股權折現率 $k_u = 12.06\%$ 折現母公司現金流：

$$\text{基礎 NPV} = \sum_{t=1}^{10} \frac{CF_{\text{parent}}^t}{(1.1206)^t} - 63,000 \approx +5,000 \text{ 千台幣}$$

💡 基礎 NPV 為正（約 500 萬台幣）
但利潤空間不大——副效果將是關鍵

Step 4 : 副效果 → APV

1. 債務稅盾

貸款 $28,000$ 千 THB $\times 5.5\% \times 20\%$
 $= 308$ 千 THB/年 $\rightarrow PV \approx +2,100$ 千
TWD

2. BOI 優惠

前 5 年企業稅減半 ($20\% \rightarrow 10\%$)
估計節稅 $\approx +3,200$ 千 TWD

3. 限制資金

泰國無資本管制 $\rightarrow 0$

APV 結果

5,000

+2,100

+3,200

+0

$= +10,300$

千台幣

$\approx +1,030$ 萬台幣

國際 WACC 公式

$$WACC = w_e \times k_e + w_d \times k_d \times (1 - t_c)$$

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

國際版的兩大差異

1. k_e 須加入 **CRP** (國家風險溢酬)
2. k_d 受融資幣別影響——用泰銖借款降低匯率風險

CRP 的影響

- 泰國 CRP = 1.56%
- 越南 CRP = 3.75%
- CRP 越高 → WACC 越高 → 投資門檻越高

珍途 WACC 計算範例

■ 融資結構

- 股權 60% (珍途 + 泰國合資夥伴)
- 債務 40% (泰國當地銀行，利率 5.5%)

Step 1 : $k_e = 4.5\% + 1.0 \times 6.0\% + 1.56\% = 12.06\%$

Step 2 :

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= 0.60 \times 12.06\% + 0.40 \times 5.5\% \times (1 - 0.20) \\ &= 7.24\% + 1.76\% = 9.00\% \end{aligned}$$

如果用越南的 CRP (3.75%)， $k_e = 14.25\%$ ，WACC 會高出超過 2 個百分點

敏感度分析

☰ 如果假設錯了呢？

三維敏感度分析

情境	悲觀	基準	樂觀
泰銖年貶值率	5%	2%	0%
對應 APV (千 TWD)	+600	+10,300	+17,800
營收成長率	5%/3%	8%/5%	10%/7%
對應 APV (千 TWD)	+6,300	+10,300	+13,600
折現率 k_u	14.06%	12.06%	10.06%
對應 APV (千 TWD)	+4,600	+10,300	+16,900

匯率影響最大——悲觀情境下 APV 從 10,300 暴跌到 600

最壞情境（三者同時悲觀）：APV $\approx -7,000$ 千台幣

匯率是最大風險

⚠ 關鍵發現

泰銖年貶值率的轉折點 = 5.2%

超過此門檻 → APV 變為負值 → 投資不值得做

🛡 因應策略

- 遠期合約鎖定匯率
- 外匯選擇權保底
- 泰銖借款——自然避險
- 多情境分析，設定停損

ℹ 匯率預測方法

- PPP：長期趨勢
- IRP：短期校準
- 市場共識：多家預測
- 隨機漫步：最保守

泰國 vs 越南：國家風險的真實代價

項目	泰國	越南
CRP	1.56%	3.75%
k_u	12.06%	14.25%
預扣稅	10%	15%
資本管制	無	前 3 年 20% 被擋住
母公司 APV	+10,300 千 TWD	-7,200 千 TWD

同一座工廠、同樣的營收假設

泰國 +1,030 萬 vs 越南 -720 萬

差距超過 1,750 萬台幣——這就是國家風險的代價

本週任務：曼谷工廠投資可行性報告

◎ 任務說明

向董事會提交曼谷工廠投資可行性報告：

1. **FDI 動機分析** (20 ZT) : 用 OLI 架構說明
2. **子公司 CF 預測** (20 ZT) : 十年泰銖營業 CF
3. **母公司 CF 轉換** (20 ZT) : 稅負 + WHT + 匯率
4. **APV 計算** (30 ZT) : 基礎 NPV + 副效果
5. **敏感度分析** (30 ZT) : 三維情境分析
6. **投資建議** (30 ZT) : 投資 / 暫緩 / 放棄

加分：同時算越南 APV 比較 (+30 ZT)、決策儀表板圖表 (+20 ZT)

本週重點回顧

1. **FDI 四大動機**：市場、效率、資源、策略資產；**OLI** 三條件同時滿足 → FDI
2. **兩個觀點**：子公司（泰銖）vs 母公司（台幣），最終以母公司觀點為準
3. **五道關卡**：當地稅 → 預扣稅 → 匯率 → 匯回限制 → 稅務抵免
4. **APV 法**：基礎 NPV + 副效果——拆開來看更清楚
5. **國際 WACC**： k_e 含 CRP， k_d 用當地幣別降低匯率風險
6. **匯率是最大風險**：轉折點 5.2%，務必做多情境分析
7. **國家風險的代價**：泰國 +1,030 萬 vs 越南 -720 萬

下週預告

曼谷工廠可行性報告呈上董事會。
數字看起來不錯——APV 約一千萬台幣。
就在董事會即將批准投資的前一天晚上——
「林美，打開電視。曼谷街頭有大規模抗議。
反對黨指控政府腐敗，要求總理下台。
軍方的態度還不明朗……」

泰銖在亞洲時段**暴跌 3%**。
轉折點是 5.2%——如果一天就跌 3%……

第十三週：全球金庫——錢怎麼搬？

Q & A

問題與討論

下週預習：Eun & Resnick, Ch. 18 (國際資本預算)