
教學附件

第十四週：上市夢——走向國際資本市場

國際財務管理：珍途的全球征途

Contents

| | | |
|-----|---|---|
| 1 | 補充案例：跨國上市的真實世界 | 2 |
| 2 | 課堂活動工作紙 | 4 |
| 2.1 | 活動：珍途 IPO 路演模擬準備 | 4 |
| 3 | 公式速查卡 | 7 |
| 4 | 延伸閱讀導讀 | 8 |
| 4.1 | 推薦閱讀 1：Eun & Resnick, Chapter 13 & Chapter 15 | 8 |
| 4.2 | 推薦閱讀 2：Doidge, Karolyi & Stulz (2004) | 9 |

1 補充案例：跨國上市的真實世界

📁 案例 A：台積電（TSMC）的 ADR 之路

台積電（TSMC）是台灣企業透過**美國存託憑證***American Depositary Receipt, ADR*走向國際資本市場的經典範例。其跨國上市歷程展示了循序漸進策略的價值。

跨國上市歷程：

- **1994 年：**台積電在台灣證券交易所（TWSE）掛牌上市，奠定國內資本市場基礎
- **1997 年：**在紐約證券交易所（NYSE）發行 **Level II ADR**（代號：TSM），無需在美國重新募資，但須遵守 SEC 報告要求
- **ADR 比率：**初始為 1 ADR = 5 股台灣普通股（2024 年曾調整比率以維持合理交易價格區間）
- **市值成長：**從上市初期約 200 億美元，成長至 2024 年超過 7,000 億美元，成為全球市值最高的半導體公司之一

ADR 與原股的價差現象：

- 台積電 ADR 與台灣原股之間經常存在**溢價***Premium*或**折價***Discount*，反映國際資金流動方向
- 當外資看好台灣半導體前景時，ADR 傾向出現溢價（ADR 價格 > 原股換算價格），代表國際投資人願意支付額外成本取得持股
- 2020 年後美中科技戰升溫，台積電因地緣政治風險被外資視為「矽盾」，ADR 溢價一度擴大至 3-5%，反映市場對台海風險的定價
- 套利機制理論上會消除價差，但實務上因交易時區差異、資本管制和交易成本，價差可持續存在

OLI 架構對應：

- **O（所有權優勢）：**先進製程技術領先（3nm/2nm）、龐大的客戶生態系統
- **L（區位優勢）：**台灣半導體產業聚落、美國資本市場的深度與流動性
- **I（內部化優勢）：**核心製程技術不外授，透過 ADR 而非技術授權進入美國資本市場

策略啟示：台積電的案例顯示，**交叉上市***Cross-listing*的價值不僅在於募資，更在於品牌能見度提升、投資人基礎國際化、以及對公司治理的正向訊號效果。循序漸進的路徑——先國內上市站穩腳跟，再透過 Level II ADR 進入美國市場——可降低合規風險並建立市場信任。

思考題：

1. 台積電選擇 Level II ADR（而非 Level III ADR 直接在美國募資）的策略考量為何？這對珍途規劃海外上市路徑有何啟示？
2. 台積電 ADR 的溢價/折價受哪些因素影響？如果珍途未來發行 ADR，其溢價/折價可能受到哪些不同因素驅動？

📁 案例 B：阿里巴巴的雙重上市與退市風險

阿里巴巴集團的跨國上市歷程，展示了**單一市場依賴***Single Market Dependence*的風險，以及**雙重上市***Dual Primary Listing*作為風險緩衝機制的戰略價值。

跨國上市歷程：

- **2014 年 9 月**：阿里巴巴在紐約證券交易所（NYSE）進行 IPO，募資約 250 億美元，成為當時全球最大規模的首次公開發行
- **上市原因**：當時香港交易所不接受阿里巴巴的「合夥人制度」（允許管理層提名多數董事），因此選擇對股權結構更彈性的 NYSE
- **2019 年 11 月**：阿里巴巴在香港交易所完成**二次上市***Secondary Listing*，募資約 130 億美元。香港交易所於 2018 年改革上市規則，接受同股不同權結構
- **2022 年**：將香港上市地位升級為**雙重主要上市***Dual Primary Listing*，使港股可納入滬深港通，吸引中國大陸投資人

退市風險與審計爭議：

- **2020 年**：美國通過《外國公司問責法》*Holding Foreign Companies Accountable Act, HFCAA*，要求外國上市公司須接受 PCAOB 審計檢查，否則連續三年不合規將面臨強制退市
- **2021–2022 年**：中國以國家安全為由拒絕讓 PCAOB 進入審計底稿，超過 200 家中概股面臨退市風險，股價普遍下跌 30–60%
- **2022 年 8 月**：中美達成審計合作協議，PCAOB 首次進入中國和香港進行審計檢查
- **2022 年 12 月**：PCAOB 確認可全面檢查在中國和香港的審計底稿，退市風險暫時解除

策略啟示：阿里巴巴的案例提供三個關鍵教訓：

1. **單一市場依賴的風險**：如果阿里巴巴只在 NYSE 上市，HFCAA 退市風險將使其喪失主要的國際融資管道。雙重上市提供了「保險」——即使被迫從美國退市，仍可在香港維持交易
2. **監管套利的時效性**：2014 年利用 NYSE 對股權結構的彈性規避香港規則，但 2018 年香港規則改革後此優勢消失，說明監管環境不斷演變
3. **地緣政治對估值的影響**：中美關係緊張期間，即使阿里巴巴的基本面未大幅惡化，估值倍數仍顯著壓縮，體現了**國家風險溢價***Country Risk Premium*的實際影響

思考題：

1. 阿里巴巴 2019 年選擇香港二次上市而非其他交易所（如倫敦或新加坡），背後的策略考量可能有哪些？這對珍途未來的上市地點選擇有何啟示？
2. HFCAA 退市風險如何影響中概股的資本成本？從國際投資組合理論的角度，退市風險為何會降低投資人的分散化利益？

2 課堂活動工作紙

2.1 活動：珍途 IPO 路演模擬準備

🕒 活動設計 (25 分鐘)

情境：珍途已通過董事會決議，計畫在台灣證券交易所（TWSE）進行首次公開發行（IPO），並同步評估在美國發行 ADR 的可行性。各組需準備一份 Investor Deck 大綱、模擬投資人 Q&A，並完成 ADR 定價和交易所比較練習。

任務：依照四個步驟，完成從 Investor Deck 設計到交易所比較的完整 IPO 準備。

活動流程：

1. 完成 Step 1：Investor Deck 大綱設計（8 分鐘）
2. 完成 Step 2：投資人 Q&A 準備（7 分鐘）
3. 完成 Step 3：ADR 定價計算練習（5 分鐘）
4. 完成 Step 4：交易所比較表（5 分鐘）

Step 1：Investor Deck 大綱設計（填空式）

請為珍途的 IPO 路演設計一份投資人簡報大綱。每個項目填入 1-2 句關鍵訊息。

(1) 珍途品牌故事與差異化定位

珍途的核心品牌定位：_____

與競爭對手(如冰城帝國)的關鍵差異：_____

(2) 四國營運概況

| 市場 | 年營收（百萬 TWD） | 毛利率 | 門市數 |
|----|-------------|-------|-------|
| 台灣 | _____ | _____ | _____ |
| 日本 | _____ | _____ | _____ |
| 泰國 | _____ | _____ | _____ |
| 香港 | _____ | _____ | _____ |
| 合計 | _____ | _____ | _____ |

(3) 財務摘要

近三年營收年成長率（CAGR）：_____

最近一年 EBITDA 利潤率：_____

營運現金流趨勢（正/負、成長/衰退）：_____

(4) 成長策略

短期（1–2 年）：_____

中期（3–5 年）：_____

(5) 募資用途

| 用途 | 金額（百萬 TWD） | 佔比 |
|---------|------------|-------|
| 新市場展店 | _____ | _____ |
| 生產設備升級 | _____ | _____ |
| 研發與品牌行銷 | _____ | _____ |
| 營運資金 | _____ | _____ |
| 合計 | _____ | 100% |

(6) 風險因素

列出珍途面臨的三大風險，並簡述因應策略：

風險 1（匯率風險）：_____

因應策略：_____

風險 2（競爭風險）：_____

因應策略：_____

風險 3（法規風險）：_____

因應策略：_____

Step 2：投資人 Q&A 準備

假設路演中投資人提出以下問題，請為每題擬出簡要回答（2–3 句）。

(1)「珍途的護城河是什麼？你們如何防止競爭對手複製？」

(2)「你們的成長潛力有多大？TAM（Total Addressable Market）怎麼估算？」

(3)「珍途在四個國家營運，匯率風險如何管理？」

(4)「這次募資的用途，預計多久能回本？」

(5)「管理團隊是否有足夠的國際營運經驗？」

(6)「為什麼選擇 TWSE 而不是去香港上市？」

Step 3：ADR 定價計算練習

珍途在 TWSE 上市後，考慮在 NYSE 發行 ADR。假設 ADR 比率為 1 ADR = 10 股台灣普通股。

情境 A：珍途台灣股價 = TWD 85，即期匯率 $S = \text{TWD } 31.5/\text{USD}$

$$\text{ADR 理論價格} = \frac{P_{\text{原股}} \times \text{ratio}}{S} = \frac{85 \times 10}{31.5} = \underline{\hspace{2cm}} \text{ USD}$$

情境 B：珍途台灣股價 = TWD 90，即期匯率 $S = \text{TWD } 32.0/\text{USD}$

$$\text{ADR 理論價格} = \frac{90 \times 10}{32.0} = \underline{\hspace{2cm}} \text{ USD}$$

情境 C：某日 ADR 實際市場價格 = USD 29.50，同一時刻台灣股價 = TWD 88，匯率 $S = \text{TWD } 31.0/\text{USD}$

$$\text{ADR 理論價格} = \frac{88 \times 10}{31.0} = \underline{\hspace{2cm}} \text{ USD}$$

$$\text{ADR 溢價/折價} = \frac{P_{\text{ADR 市價}} - P_{\text{ADR 理論}}}{P_{\text{ADR 理論}}} \times 100\% = \underline{\hspace{2cm}} \%$$

套利方向：☐ 買 ADR、賣台灣原股 ☐ 買台灣原股、賣 ADR

理由：

Step 4：交易所比較表

請根據課堂所學，填寫以下四個交易所的比較資訊。

| 項目 | TWSE | HKEX | NYSE | TSE |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 最低市值門檻 | _____ | _____ | _____ | _____ |
| 主要投資人類 型 | _____ | _____ | _____ | _____ |
| 平均估值倍數 (P/E) | _____ | _____ | _____ | _____ |
| 年度合規成本 | _____ | _____ | _____ | _____ |
| 會計準則要求 | _____ | _____ | _____ | _____ |
| 對珍途的優勢 | _____ | _____ | _____ | _____ |
| 對珍途的劣勢 | _____ | _____ | _____ | _____ |

綜合評估——珍途最適合的首要上市地點：_____，理由：_____

3 公式速查卡**第 14 週公式速查****投資組合風險公式**

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n w_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq i}}^n w_i w_j \sigma_i \sigma_j \rho_{ij}$$

其中： w_i = 資產 i 的權重， σ_i = 資產 i 的標準差， ρ_{ij} = 資產 i 與 j 的相關係數。國際分散投資的效益來自跨國資產的低相關性（ ρ_{ij} 越小，組合風險越低）。

ADR 定價公式

$$P_{\text{ADR}} = \frac{P_{\text{原股}} \times \text{ADR ratio}}{S}$$

其中： $P_{\text{原股}}$ = 原股在當地市場的價格， ADR ratio = 每單位 ADR 對應的原股數量， S = 即期匯率（本國貨幣/外幣）。

ADR 套利條件

- **溢價套利**（ $P_{\text{ADR 市價}} > P_{\text{ADR 理論}}$ ）：買入原股 + 轉換為 ADR + 在美國市場賣出 ADR，賺取溢價

- **折價套利** ($P_{\text{ADR 市價}} < P_{\text{ADR 理論}}$)：買入 ADR + 轉換為原股 + 在當地市場賣出原股，賺取折價

注意：實務上需考量交易成本、時區差異、資本管制等因素，套利空間可能無法完全消除。

WACC 公式

$$\text{WACC} = w_e \cdot r_e + w_d \cdot r_d \cdot (1 - t)$$

其中： w_e = 權益比重， r_e = 權益資金成本， w_d = 負債比重， r_d = 稅前債務成本， t = 邊際稅率。交叉上市可能透過降低資本成本來提升企業價值。

匯率調整報酬

$$R_{\text{USD}} \approx R_{\text{TWD}} + R_S$$

其中： R_{TWD} = 以台幣計價的資產報酬率， R_S = 匯率變動率 ($\frac{S_1 - S_0}{S_0}$)。國際投資人的實際報酬同時受資產報酬和匯率變動影響。

交叉上市對資本成本的影響

交叉上市降低資本成本的三個管道：

1. **市場分割消除**： β 從國內市場 β 轉為全球市場 β ，通常較低，降低 r_e
2. **流動性溢酬降低**：更廣的投資人基礎提升交易量，降低買賣價差與流動性溢酬
3. **治理溢酬降低**：接受更嚴格的監管標準（如 SEC 或 SOX），向市場傳遞良好治理訊號，降低投資人要求的風險溢酬

4 延伸閱讀導讀

4.1 推薦閱讀 1：Eun & Resnick, Chapter 13 & Chapter 15

閱讀指引

重點章節：Ch.13 International Equity Markets + Ch.15 International Portfolio Investment

閱讀目標：

- 理解全球主要證券交易所的特徵、上市要求差異，以及企業選擇上市地點的策略邏輯
- 掌握 ADR/GDR 的三個層級（Level I、II、III）的差異，包括報告要求、交易場所和募資功能
- 了解**交叉上市***Cross-listing*對企業價值的影響：市場分割假說、流動性假說、資訊揭露假說
- 認識國際投資組合分散的理論基礎：為什麼跨國分散可以降低風險？**本國偏好***Home Bias*現象的成因與影響

思考問題：

1. 書中指出交叉上市的企業通常享有「估值溢價」。這個溢價的來源是什麼？對於珍途這類中型企業，交叉上市的估值效益是否與台積電等大型企業相同？
2. 作者討論了「本國偏好」對國際投資組合分散的限制。如果珍途發行 ADR，能否幫助美國投資人克服對台灣市場的本國偏好？為什麼？

4.2 推薦閱讀 2：Doidge, Karolyi & Stulz (2004) **閱讀指引**

文獻：Doidge, C., Karolyi, G.A. & Stulz, R.M. (2004). “Why Are Foreign Firms Listed in the U.S. Worth More?” *Journal of Financial Economics*, 71(2), 205–238.

核心論點：在美國交叉上市的外國企業，其 Tobin's Q（市場價值/重置成本）顯著高於未在美國上市的同國企業。作者提出「**法律約束假說**Legal Bonding Hypothesis」——企業自願接受美國更嚴格的法律和監管環境（SEC 揭露要求、SOX 法案、集體訴訟風險），等於向市場承諾不會濫用控制權侵害小股東利益，因此享有治理溢價。

閱讀建議：重點閱讀 Section 1（研究動機與假說發展）和 Section 4（實證結果）。Section 4 的表格清楚呈現交叉上市溢價在不同國家治理水準下的差異——來自治理較弱國家的企業，交叉上市的溢價效果更顯著。

思考問題：

1. Doidge et al. 發現來自投資人保護較弱國家的企業，交叉上市溢價更高。台灣的投資人保護水準在國際上屬於中等偏上，這意味著珍途若在美國交叉上市，溢價效果可能較大還是較小？
2. 法律約束假說的前提是企業「真正願意」接受更嚴格的監管。如果企業只是形式上合規但實質上規避（如某些中概股的 VIE 架構），溢價效果是否會消失？阿里巴巴的案例能否支持或反駁這個論點？