

習題集

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

姓名：_____ 學號：_____ 日期：_____

1 概念選擇題（每題 5 分，共 40 分）

- 關於**國際投資組合分散化**（International Portfolio Diversification）的核心原理，以下敘述何者**最正確**？
 - 國際分散化的目的是找到報酬率最高的單一市場，將資金全部投入
 - 跨國投資因各國股市**相關性較低**，可透過分散化降低投資組合的整體風險
 - 只要投資的國家數量夠多，投資組合的風險就可以完全消除
 - 國際分散化只適用於機構投資人，散戶因交易成本過高而無法受益
- 本國偏誤**（Home Bias）是國際投資中的重要現象。以下哪項**不是** Home Bias 的主要成因？
 - 投資人對本國企業有更多資訊，對外國企業存在**資訊不對稱**（Information Asymmetry）
 - 跨國投資涉及較高的交易成本、稅負和法規障礙
 - 投資人受到**行為偏誤**（Behavioral Bias）影響，傾向投資熟悉的本國資產
 - 本國股市的報酬率在統計上長期顯著高於其他所有國家
- 關於**交叉上市**（Cross-Listing）的動機，以下何者**最完整**？
 - 交叉上市的唯一目的是為了在外國交易所籌集更多資金
 - 交叉上市可以擴大投資人基礎、降低資本成本、產生約束效果（Bonding Effect），並提升品牌在國際市場的能見度
 - 交叉上市只適用於大型跨國企業，中小企業不需要考慮

- (D) 交叉上市的成本極低，幾乎所有企業都應該在多國上市
4. 關於**美國存託憑證**（ADR, American Depositary Receipt）的三個等級，以下何者**正確**？
- (A) Level I ADR 在紐約證券交易所（NYSE）掛牌交易，需完整遵守 SEC 註冊要求
- (B) Level II ADR 可以在美國交易所掛牌，但不能在美國進行公開募資
- (C) Level III ADR 只能在場外交易市場（OTC）買賣，適合想低調進入美國市場的企業
- (D) 三個等級的 ADR 在 SEC 的註冊要求和資訊揭露義務完全相同
5. 根據 ADR 的**一價法則**（Law of One Price），ADR 的理論價格公式為何？
- (A) $P_{\text{ADR}} = P_{\text{原股}} \times S$ ，其中 S 為即期匯率（直接報價，外幣/本幣）
- (B) $P_{\text{ADR}} = P_{\text{原股}} \times \text{ratio} \times S$ ，其中 S 為即期匯率（本幣/外幣）
- (C) $P_{\text{ADR}} = \frac{P_{\text{原股}} \times \text{ratio}}{S}$ ，其中 S 為即期匯率（以外幣表示一美元的價格）
- (D) $P_{\text{ADR}} = P_{\text{原股}} + \text{ratio} + S$
6. **約束假說**（Bonding Hypothesis）的核心主張是什麼？
- (A) 企業透過發行高收益債券來約束管理層的行為
- (B) 來自法規較寬鬆國家的企業自願到監管嚴格的市場上市，以此約束自身、降低代理成本，進而降低資本成本
- (C) 政府透過法規強制企業到海外上市，以增加外匯收入
- (D) 企業與承銷商簽訂的獨家代理合約，禁止在其他市場發行證券
7. IPO（首次公開發行）中的**綠鞋機制**（Green Shoe Option / Over-Allotment Option）的功能是什麼？
- (A) 允許發行公司在 IPO 後立即買回自家股票以提高股價
- (B) 允許承銷商在 IPO 後 30 天內額外買入最多 **15%** 的股份，用於穩定上市初期的股價
- (C) 允許散戶投資人在 IPO 價格的基礎上享有 15% 的折扣
- (D) 要求承銷商在股價下跌超過 15% 時強制停止交易
8. 關於**Rule 144A ADR**，以下何者**正確**？
- (A) Rule 144A ADR 可以在 NYSE 或 NASDAQ 公開掛牌，向所有投資人銷售

- (B) Rule 144A ADR 是一種**私募**形式，僅向**合格機構投資人**（QIBs, Qualified Institutional Buyers）發行，**不需要** SEC 完整註冊
- (C) Rule 144A ADR 與 Level III ADR 完全相同，只是名稱不同
- (D) Rule 144A ADR 必須將財務報表轉換為 US GAAP 才能發行

2 計算題（共 30 分）

計算題 1（12 分）：ADR 定價與套利

珍途已在台灣證券交易所上市，目前考慮以 ADR 形式進入美國市場。以下為相關資料：

項目	數值
珍途台灣原股價格	TWD 160/股
ADR 轉換比率 (ratio)	1 ADR = 5 股原股
即期匯率	TWD 32/USD

- (a) 根據一價法則，計算珍途 ADR 的**理論價格**。(3 分)
- (b) 若 ADR 在紐約市場的實際交易價格為 **USD 27**，判斷 ADR 處於**溢價**還是**折價**狀態，並描述一套完整的**套利策略**。(5 分)
- (c) 若即期匯率從 TWD 32/USD 變為 **TWD 30/USD**（台幣升值），重新計算 ADR 理論價格，並分析匯率變動對 ADR 持有人的影響。(4 分)

計算題 2（10 分）：國際投資組合風險

一位台灣投資人正在考慮國際分散化投資。以下為台灣和日本股市的相關資料：

項目	數值
台灣股市預期報酬率	10%
日本股市預期報酬率	8%
台灣股市標準差 (σ_{TW})	25%
日本股市標準差 (σ_{JP})	22%
兩市場報酬的相關係數 (ρ)	0.45
投資組合權重	60% 台灣，40% 日本

- (a) 計算該投資組合的**預期報酬率**和**標準差**。(5 分)
提示： $\sigma_p = \sqrt{w_1^2\sigma_1^2 + w_2^2\sigma_2^2 + 2w_1w_2\rho\sigma_1\sigma_2}$
- (b) 若在金融危機期間，相關係數從 0.45 升高至 **0.85**，重新計算投資組合標準差，並比較兩種情境下的**風險降低效果**（相對於純投資台灣的風險降低百分比）。(5 分)

計算題 3 (8 分)：交叉上市對資本成本的影响

珍途正在評估在紐約證券交易所 (NYSE) 以 Level III ADR 交叉上市。以下為目前的資本結構與成本資料：

項目	數值
權益資本權重 (w_e)	60%
債務資本權重 (w_d)	40%
權益資本成本 (r_e)	12%
債務資本成本 (r_d)	5%
企業所得稅率 (t)	20%
珍途資本總額	TWD 50 億

財務顧問估計，交叉上市後因投資人基礎擴大和約束效果，珍途的權益資本成本 (r_e) 預期將從 12% 降至 **10.5%**。但交叉上市的年均維護成本 (含 SEC 合規、審計、法律、投資人關係) 為 **TWD 3,000 萬**。

(a) 分別計算交叉上市前後的**加權平均資本成本** (WACC)。(4 分)

提示： $WACC = w_e \times r_e + w_d \times r_d \times (1 - t)$

(b) 計算交叉上市帶來的**年節省金額** (因 WACC 下降)，扣除年維護成本後，判斷交叉上市**是否值得**。(4 分)

3 案例分析 (共 20 分)

案例：珍途的國際上市策略選擇

珍途經過三年的國際擴張，已在台灣、日本、泰國和越南設有營運據點，年營收達 **TWD 8 億**，**毛利率 62%**，在台灣手搖飲產業中排名前五。林美和董事會認為，珍途已經準備好踏上國際資本市場，目標是在 **12 個月內**完成 IPO 或交叉上市。珍途的財務團隊整理了以下四個候選交易所的比較：

	TWSE	HKEX	NYSE (ADR)	TSE (東京)
上市門檻	中等	中高	高 (Level III)	中高
投資人基礎	台灣為主	亞太 + 中國	全球	日本為主
品牌效果	本地	亞太區域	全球最強	日本市場
合規成本/年	TWD 500 萬	TWD 1,500 萬	TWD 3,000 萬	TWD 2,000 萬
語言障礙	無	低 (中文)	高 (全英文)	高 (日文 + 英文)

珍途目前已在 TWSE (台灣證券交易所) 上市，正在考慮是否**額外**在海外市場交叉上市。

請根據以上資訊回答下列問題。

(a) (5 分) 從**交易所選擇**的角度分析，珍途應優先考慮在哪個海外市場交叉上市？請

從投資人基礎、品牌效果、合規成本和語言障礙四個維度進行比較，並給出建議。

- (b) (5 分) 若珍途決定以 ADR 形式進入美國市場，應選擇 **Level I**（先試水溫）還是 **Level III**（直接募資）？請比較兩者的利弊，並結合珍途目前的規模和發展階段給出建議。
- (c) (5 分) 為珍途的 IPO/交叉上市規劃一份 **6-12 個月的時程里程碑**。至少列出 6 個關鍵里程碑，涵蓋法律、財務、承銷和市場推廣等面向。
- (d) (5 分) 假設珍途即將進行國際路演（Roadshow），請為林美設計一份**投資人簡報**的核心內容大綱，需涵蓋以下四個面向：(i) 品牌故事、(ii) 財務摘要、(iii) 成長策略、(iv) 募資用途。每個面向列出 2-3 個關鍵訊息。

4 討論題（共 10 分）

- 1. (5 分) **本國偏誤**（Home Bias）是否是「理性」的投資行為？請分別從**效率市場假說**（Efficient Market Hypothesis）和**行為金融學**（Behavioral Finance）兩個角度進行分析。你的結論是什麼——Home Bias 是投資人的「理性選擇」還是「認知偏誤」？
- 2. (5 分) 假設珍途已在 NYSE 以 Level II ADR 上市，但近期面臨**審計監管爭議**——美國《外國公司問責法》（HFCAA, Holding Foreign Companies Accountable Act）要求在美上市外國企業配合 PCAOB（Public Company Accounting Oversight Board）的審計底稿審查，否則面臨**摘牌**（Delisting）風險。假設台灣尚未與美國簽署審計合作協議，珍途應如何因應？請從以下角度分析：(a) 短期因應措施、(b) 中長期策略選擇、(c) 對現有 ADR 投資人的溝通策略。