

## 第一章 序論

### 第一節 研究背景與目的

跨國上市決策是現今正方興未艾的全球性議題，然而其背後究竟隱藏著什麼樣的理由或動機，使得企業願意遠赴重洋選擇至異地上市呢？首先，就資金成本方面來說，根據 Stapleton and Subrahmanyam (1977) 指出，相較於整合市場(integrated market)，存在著投資障礙的資本市場—區隔市場(segmented market)，其投資障礙將會產生一個較高的風險貼水，而一個較高的風險貼水必然會導致一個較高的資金成本，在企業未來現金流量不變的前提下，較高的資金成本將會造成較低的股票價格。而身處於區隔市場的企業，其企業經理人在股東財富極大化的前提下，便有誘因去降低因投資障礙所造成的高資金成本。在此情況下，企業經理人所能採取的財務政策有：(1) 直接國際多角化投資。(2) 合併、購併外國公司。(3) 在外國交易所上市等。其中，又以藉由企業股票的跨國上市為企業降低高資金成本的一個普遍方式。因此，只要資本市場並不是完全的整合，企業便可藉由跨國上市來降低資金成本以極大股東利益。

接著，就企業經營策略方面來看：根據 2003 年 11 月 23 日經濟日報第 22 版之稅務、法務兩位筆者周建宏及林安佩之看法：為什麼一些國際級的企業需要積極的爭取本國以外的資金來源，或尋求海外掛牌上市的機會呢？一般有幾個主要原因：(1) 除美國的資本市場外，其他國家的資本市場目前規模都太小，無法充分提供一個企業全球營運所需資金。(2) 提高公司在全球資本市場的知名度，有利於企業全球佈局及提高公司或品牌的全球知名度、另外可利用企業知名度配合發放可轉換為海外上市股票員工認股權證吸引國際人才。(3) 選擇在美國或其他主要資本市場掛牌，以取得較佳的戰略地位。例如意圖在中國大陸長期耕耘的企業，選擇美國資本市場掛牌上市，藉此在中國大陸經營較能享有優勢。(4) 許多

企業利用跨國購併行為來達到快速成長或切入市場的目的，而以能在國際資本市場流通的股權作為全部或部分購併海外企業的價款，較單純的現金交易更有彈性，對公司資金壓力也較輕。(5) 開闢大股東出脫手中大量持股的管道。(6) 部分企業主選擇進入國際資本市場係著眼於自我體質的提升，透過國外較專業投資人的檢驗，了解目前公司體質及人力素質與國際級企業的差距，並進一步改善體質，提升管理的透明度。

另外，我們也可以依據國家因素來做說明：根據 2002 年 12 月 17 日歐洲日報第 4 版之國際要聞指出歐洲企業開始對美國股市敬而遠之，近期內預料至少有十五家歐洲企業停止在美國上市或取消上市計畫，主因是外國企業不願受到美國公司改革法（例如沙賓法案 Sarbanes-Oxley Act）的約束，今年秋季開始，歐洲企業避免在美國掛牌的傾向逐漸明顯，十月中德國汽車廠商保時捷公司撤回在紐約證券交易所的上市計畫，法國名牌精品業者 LV 公司也決定不在美國銷售存託憑證。再保業者賓菲爾集團也宣布，決定在倫敦證交所上市。由此可知，國家的總體特性著實為企業選擇跨國上市的影響因素之一。而藉由以上的說明我們也不難發現企業選擇跨國上市的動機及理由實在是族繁不及備載。

爲了能對企業選擇跨國上市之因素做一簡單且清楚的分類，本文擬引用王健安 (2006) 提出之”From-Many-to-Many” 的架構影響因素。在其提出的架構中認為一般企業到國外上市(或跨國上市)主要受到「來源」於全球之企業本身的「個體」特性、「來源」企業隸屬「國家或證交所」之「總體」特性，以及「去處」於全球之「國家或證交所」之「總體」特性。爲了更進一步說明何謂「來源」、「去處」之「個體」及「總體」特性，以下引用高文祥 (2007) 之說明。

首先就「來源」企業本身的「個體」因素來說，其可能是可直接觀察到的可量化財務因素，或是無形內隱的企業策略規劃因素。舉例來說，前者如以色列的

生化科技公司，因該產業本身具需要耗費大量且長期的研發費用(資本)之特性，因此，這類具有大量融資需求的生化科技公司，多前往以高科技上市公司為主，且能支應其龐大融資需求的美國 NASDAQ 市場掛牌(Blass and Yafeh, 2001)。後者因素如台商赴香港上市，儘管為了要符合香港較嚴格的上市財會等要求，其掛牌成本比台灣、上海等鄰近證交所來得高，但為了將來兩岸三通後進軍大陸，取得先進入者的策略優勢(First-Mover Advantage)，因此選擇前往香港上市。

接著就「來源」企業隸屬之證交所或國家及「去處」證交所特性或國家因素來說明。由於「來源」與「去處」是一體兩面的概念，亦即「來源」上市的環境或條件相較於「去處」上市的環境或條件差，企業才會選擇海外掛牌上市。因此為了避免文章冗長，接下來都會以「去處」的角度來觀察。從「去處」證交所特性來看：我們最關心的是該市場績效表現，如週轉率及本益比表現可以影響一家企業決定是否該去這家證交所上市，或選擇到對企業本身更有利的證交所去掛牌上市。就週轉率來說，該指標可以代表市場流動性與交易活絡程度的意義，如 Fanto and Kannel (1997) 認為公司經理人選擇海外上市主要動機為增加流動性。因此股票既為一種有價證券，則必然存在交易之需求。不論是對投資人或公司經理人而言，該市場是否存在充分的交易機會及交易對手，以提供合宜的交易媒介功能，是未來能否滿足可能的交易需求的重大關鍵，對於股票持有人的權益至關重要。一般而言，週轉率不宜過低或太高，因為過低的週轉率代表著該市場的交易遲滯，交易的需求量可能不能滿足或可能造成價格扭曲。另外高週轉率也未必代表好事，過高的週轉率通常代表著市場投機氣氛濃烈，投資者短線操作盛行，增加股價大幅波動的可能，這對公司經營並非完全是好事。就本益比來說，近年來台股表現的比港股差，因此形成台灣證交所整體交易股票的本益比(PE Ratio)比香港證交所來得低，此一現象對企業的融資策略意義是：在香港上市，其投資人願意為該企業未來一單位的獲利，付出較高的市場價格購買其權益證券，此有助降低企業融資的資金成本；當然上述台股本益比偏低的事實，部分亦反應當今

(預期)台灣總體經濟表現不佳的事實。以2006年10月台灣證交所出版「國際股市月報」的數據來說，台灣股市上市家數為688家，總市值為52,125億美元(全球第18名)，本益比為10.9，年初至12月1日股市漲幅為17.8%；相對下，香港股市上市家數為962家，總市值為13,610億美元(全球第9名)，本益比為16.2，年初至12月1日股市漲幅為25.1%，可見「來源企業隸屬國家或證交所」相對「去處國家或證交所」的經濟績效表現來的弱勢，係造成近年來台企業選擇海外上市的可能主因之一。再者，公司經理人從事跨國上市的動機除了考慮該市場績效表現外，尚須衡量上市所需的成本及上市後的維持成本。如前所述，上市的成本除了包含申請上市手續所需要的費用之外，還有相關的稅賦，以及企業本身為了符合上市地點法規而所必須付出的成本。上市手續所需要的費用，諸如首次公開發行所繳交的規費與日後每年的年費、聘用專家顧問如會計師、律師的費用以及承銷費用等，這些費用均是比照國際行情收費。另外在無形成本的考量下，上市後為了符合當地證管法規對企業的要求，也將使成本居高不下，如美國的沙賓法案、香港對公司治理的要求等，都使企業必須額外付出相當的成本和時間。

另外，從「去處」國家特徵因素來看：就各國經濟發展程度而言，可分成已開發國家(Developed Country)與開發中國家(Developing Country)，已開發國家指的是一個國家擁有高國民所得、經濟發展快速及金融市場發達的經濟環境。依據國際貨幣基金(International Money Fund, IMF)的標準，美、英、德、日都隸屬於已發開國家，而台灣、南韓、菲律賓則屬於開發中國家。從本文中所收集到的外國公司上市家數占本國證交所上市公司家數比率可以看出，已開發國家(美國 8.9%、英國 17.47%、德國 36.92%、日本 1.22%)之跨國上市比率均較開發中國家(台灣 0.25%、南韓 0%、菲律賓 0.47%)高，因為已開發國家，其國民所得較高，所以比較願意將部分的財富投資於市場並促使市場活絡；然而開發中國家，其國民所得普遍較低再加上金融市場之發展尚未成熟，因此當地的投資人相對不願意將財富投入本國的市場。這樣的結果支持了 Claessens, Klingebiel and Schmukler

(2002) 提出跨國上市活動傾向於高所得、高效率的法律活動、高流動性及低通貨膨脹的市場。

本文的研究目的正是希望能藉由跨國性的資料來全面驗證上述各類關於影響企業選擇跨國上市因素的結果。而在模型的建構方面，目前大部分的跨國性研究均選擇採用Panel Regression的方式來做處理，然而這樣的模型僅能得到二元分類的實證結論，也就是我們只能得到各種重要因素是否會對跨國上市率有影響，並無法檢驗這些重要影響變數對跨國上市率的影響方式，是否會隨著不同的變數值而發生結構的改變。例如，隨著GDP成長率的增加，跨國上市率是否發生結構的改變等。因此，本文為了與以往的研究有所區隔，於是利用Hansen (1999) 提出的Panel Threshold Model來檢驗文獻上公司選擇跨國上市之動機，並且以各種解釋變數為模型的門檻變數，試著找出其中是否有使跨國上市率出現結構上改變的變數。而文獻上將這樣的模型稱之為「變數門檻模型」(threshold model in variable)。

最後，近期也開始有學者指出跨國上市的利弊很難評估。因為藉著在本土市場以外的資本市場募集資金，雖然可使企業獲得擴展其投資人基礎、增加股票的流動性、打響公司名稱及產品在海外的知名度等利益，然而海外交易所上市條件與管理當局資訊揭露的要求耗費龐大、企業股票高度的全球風險暴露和外國利率變動風險所招致的成本，將可能抵銷企業赴海外上市帶來的所有利益。從另一方面來說，投資障礙的移除也意味著證券的風險貼水即將降低，因為這些證券的風險將由更多人來承擔，而存在投資人間分散風險及更具效率雙重特性的全球化投資組合，意味著投資人將要求較低的風險必要報酬，因而導致較高的證券價格。另外，市場間整合和實質商業活動的增加表示市場間存在著一個共同的移動趨勢。而這樣在國際資本市場的高度相關將減少原先國際多角化所帶來的利益，並造成一個較高的資金成本。而由於市場整合所帶來的利與弊相互抵銷，其對資金

成本的淨效果唯有透過實證的檢定，才能獲的較精確的答案。雖然說跨國上市的利益受到學者的質疑，但其的的確確是現今趨勢卻也是不容否認的事實，於是本文打算撇開利弊抵銷的這個觀點不談，單純的就企業選擇跨國上市的影响因素來做探討。

## 第二節 本文架構

本文研究架構共分為四章，第一章為序論，包含了研究背景及動機、與「企業為什麼選擇跨國上市？」及「門檻模型」的相關文獻回顧。接著第二章為敘明實證資料來源、變數定義與基本統計敘述。第三章則為相關的實證模型設定及實證結果分析。最後，第四章則為結論的部份。

### 第三節 研究限制

由於在 Hansen (1999) 的模型假設中，其要求樣本資料必須為 balanced panel 的型態，且樣本值不能隨著時間的變動卻保持不變，也就是說我們的研究因素中大部份質性變量所構成的虛擬變數都必須予以剔除。因此本文原本由 World Federation Of Exchange(WFE)資料庫中所取得之 50 個國家 64 間交易所自 1995 年 1 月 1 日至 2006 年 12 月 31 間的樣本資料，也必須經過適當的調整，最後我們是以 23 個國家 23 間證交所自 1995 年 1 月 1 日至 2006 年 12 月 31 間的資料為本文的研究樣本。