

# 第十四週：上市夢——走向國際資本市場

國際投資組合分散化、交叉上市、ADR/GDR、國際 IPO

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：珍途的上市之夢
2. 國際投資組合分散化與 Solnik 實證
3. ICAPM 與 Home Bias
4. 國際投資的四大實務障礙
5. 交叉上市的效益與成本
6. ADR 運作流程與三等級比較
7. ADR 定價與套利機制
8. GDR 與 ADR 的比較
9. 國際 IPO 路線圖
10. 本週任務與重點回顧

# 本週學習目標

1. 解釋國際投資組合分散化的原理，分析跨國投資如何降低投資組合風險
2. 說明交叉上市的動機與效益，運用 Bonding Hypothesis 分析企業海外上市動機
3. 比較 ADR 三個等級的差異，闡述存託憑證的運作機制與定價套利
4. 描述國際 IPO 的完整流程，從選擇交易所到路演與定價
5. 評估珍途在不同國際資本市場上市的策略選擇，分析各方案的利弊取捨

# 國際投資組合分散化



為什麼全世界的投資人都該跨國投資？

# 為什麼要跨國投資？——Solnik (1974)

## ➡ 分散化的極限

- **20 檔**美國股票 → 消除大部分非系統風險
- 即使 **100 檔**美股仍無法消除系統風險
- 全球分散化可**進一步降低風險**
- 各國股市受不同經濟衝擊影響

## ⌚ 市場相關性

- 已開發市場間：  
 $\rho \approx 0.4\text{--}0.6$
- 新興 vs 已開發：  
 $\rho \approx 0.3\text{--}0.5$
- 危機期間相關性顯著上升
- 台灣缺水 ≠ 美股下跌

結論：同時持有台、日、美股票，比只持有台股的風險更低，期望報酬不一定更低

# 投資組合風險公式

## ✓ 國際投資組合的風險分解

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

$w_i$  資產  $i$  的權重

$\sigma_i$  資產  $i$  的標準差

$\rho_{ij}$  資產  $i$  與  $j$  的相關係數

**關鍵洞察**：跨國投資時  $\rho_{ij}$  通常低於同國股票間的相關係數  
→ 投資組合整體風險  $\sigma_p$  可以進一步降低

# ICAPM 與 Home Bias

## 國際 CAPM

- 「市場投資組合」 = 全球市場組合
- 不只是台灣加權指數
- 除全球市場風險外
- 匯率風險也是定價因子

## Home Bias 五大成因

1. 資訊不對稱 (Gehrig 1993)
2. 交易成本 (匯率、稅務)
3. 法規障礙 (外資限制)
4. 行為偏誤 (Familiarity)
5. 匯率風險 (可避險)

美國股市占全球市值  $\approx 60\%$ ，但美國投資人持有美股比重  $> 80\%$

# 為什麼外國投資人不直接買？

🚫 國際投資的四大實務障礙

# 四大障礙

## ↔ 汇率風險

持有外國資產的報酬受匯率影響

$$R_{USD} \approx R_{TWD} + R_s$$

珍途漲 10%，TWD 貶 8% → 報酬僅 ≈ 2%

## ⚠ 政治風險

新興市場可能突然實施外匯管制

1998 年馬來西亞亞洲金融危機經驗

## ฿ 稅務複雜性

外國投資人面臨股息預扣稅

台灣對外資預扣 21%，各國協定不同

## ⚙️ 市場微結構差異

交易時間、漲跌幅、交割天數不同

T+2 交割、融資融券、開收盤方式各異

**啟示**：企業需主動「走出去」——讓外國投資人在熟悉的市場買到你的股票

# 交叉上市

<sup>1</sup><sub>2</sub><sup>3</sup>三 Cross-Listing : 讓多國投資人都能買

# 交叉上市的四大效益

## 1. 擴大投資人基礎、提高流動性

市場分割假說：打破障礙 → 更多投資人參與定價 → 股價提升

## 2. 降低資本成本

Foerster & Karolyi (1999)：在美國交叉上市後資本成本平均下降 1–2%

## 3. Bonding Hypothesis（約束假說）

Doidge, Karolyi & Stulz (2004)：自願接受更嚴格監管 → 向投資人「承諾」更高治理標準

## 4. 品牌能見度

在 NYSE 或 LSE 上市對國際品牌知名度有顯著幫助，對珍途尤其重要

# 交叉上市的成本

## ⚠ 五大成本考量

1. **SOX 合規**：遵守 Sarbanes-Oxley Act，每年成本達數百萬 USD
2. **上市費用**：承銷費、律師、會計師、交易所年費，初始成本可達發行金額的 5–7%
3. **雙重資訊揭露**：兩種語言 + 兩套會計準則 (IFRS + US GAAP)
4. **管理注意力分散**：定期參加兩地投資人說明會與分析師會議
5. **法律風險**：暴露於美國集體訴訟文化之下

珍途目前年淨利有限 → 直接 NYSE 上市的 SOX 合規成本太高

**替代方案**：存託憑證 (ADR / GDR)

# ADR 與 GDR

■ 存託憑證：跨國上市的橋樑

# ADR 運作流程



## 五大步驟

- 1. 存託**：珍途原股由存託銀行 (JPMorgan / Citibank / BNY Mellon) 持有
- 2. 發行**：存託銀行根據持有股份，在美國發行對應的 ADR
- 3. 交易**：美國投資人在美國交易所買賣 ADR，如同一般美股
- 4. 換算**：每張 ADR 代表一定數量原股 (如 1 ADR = 5 原股)
- 5. 配息**：TWD 股息 → 存託銀行換成 USD → 分配給 ADR 持有人

**優勢**：不需開台灣帳戶、不需處理 TWD 匯兌、不需了解台灣交割制度

# ADR 三等級比較

特徵	Level I	Level II	Level III
交易場所	OTC (店頭市場)	NYSE / NASDAQ	NYSE / NASDAQ
SEC 註冊	豁免 (12g3-2b)	完整註冊 (20-F)	完整註冊 (20-F)
會計準則	母國準則	US GAAP/IFRS	US GAAP/IFRS
能否募資	否	否	<b>是</b> (公開發行)
合規成本	最低	中等	最高
適合誰	試水溫	提高能見度	募集資金

💡 另有 **Rule 144A ADR** (私募)：只賣給 QIBs，不需 SEC 完整註冊

# ADR 定價與套利

## ■ ADR 理論價格

$$P_{\text{ADR}} = \frac{P_{\text{原股}} \times \text{ADR ratio}}{S} \quad (S = \text{TWD/USD 直接報價}, \text{如 } S = 31)$$



原股 TWD 150, ratio 1:5,  $S=31$

$$P_{\text{ADR}} = 150 \times 5 \div 31 = \$24.19$$



$P_{\text{ADR}} >$  理論價 → 買原股、發行 ADR

$P_{\text{ADR}} <$  理論價 → 買 ADR、贖回原股

若紐約 ADR 交易價 \$25 (溢價 3.3%) → 套利者買原股、發行 ADR 獲利

# GDR vs ADR 比較

面向	ADR	GDR
主要市場	美國(NYSE / NASDAQ / OTC)	倫敦 (LSE) / 盧森堡
監管環境	嚴格 (SEC + SOX)	相對寬鬆
目標投資人	美國機構與散戶	歐洲、中東投資人
計價幣別	USD	USD / EUR / GBP 皆可
常見發行者	台積電、阿里巴巴	印度、俄羅斯、中東企業
合規成本	較高	較低

珍途目標投資人在亞太 + 美國 → **ADR 比 GDR 更合適**

# 國際 IPO 路線圖

 從選擇交易所到路演定價

# IPO 三大階段

**階段一：準備期（6–12 個月）** —— 選擇交易所、聘請承銷商、公司治理升級（獨立董事 + 審計委員會）、財報 GAAP → IFRS

## 階段二：路演與定價（2–4 週）

- 撰寫公開說明書
- 路演（5–8 場/天）
- 簿記建檔 Book Building
- 根據需求決定發行價

## 階段三：上市後（持續）

- 穩定操作 Green Shoe
- 季報/年報持續揭露
- 法說會、分析師溝通
- 投資人關係維護

# 交易所比較——珍途的選擇

面向	台灣證交所	香港交易所	NYSE (ADR)	東京證交所
上市門檻	中等	較高	高 (Level III)	中高
投資人	台灣投資人	大中華 + 國際	全球機構投資人	日本投資人
餐飲業估值	P/E 15–25x	P/E 20–30x	P/E 25–40x	P/E 20–35x
語言障礙	無	低	高	高
合規成本/年	TWD 2–5 百萬	HKD 3–8 百萬	USD 2–5 M	JPY 50–80 百萬
珍途優勢	本土品牌認同	亞太消費概念	最高估值	東京旗艦店加分

💡 建議路線：先台灣 IPO (1–2 年建立公開公司紀錄)  
→ 發行 Level I ADR 試水溫 → 視規模升級 Level II 或香港  
二次上市

# 上市對資本成本的影響

## ٪ WACC 公式

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

交叉上市後  $r_e$  下降：

1. 投資人基礎擴大 → 風險分攤  
→  $\beta$  降低
2. 流動性改善 → 買賣價差縮小  
→ 流動性溢酬 ↓
3. Bonding Effect → 治理提升  
→ 治理溢酬 ↓

### 實證證據

Hail & Leuz (2009)

在美國交叉上市的企業  
權益資本成本平均

↓ 0.7–1.3%

# 本週任務：IPO 路線圖與投資人簡報

## ◎ 任務說明

珍途董事會決定在一年內台灣 IPO，三年內進入國際資本市場：

1. 上市時程規劃 (20 ZT)：6–12 月時間表、關鍵里程碑
2. 交易所選擇分析 (20 ZT)：台灣 / 香港 / NYSE 利弊比較
3. 投資人簡報 (30 ZT)：8–10 頁 Investor Deck (品牌故事、財務摘要、募資用途)
4. ADR 可行性評估 (15 ZT)：最佳時機與適合等級
5. 路演模擬 (15 ZT)：10 分鐘簡報 + 5 分鐘 Q&A

加分：WACC 變化試算 (+15 ZT)、投資人 Q&A 題庫 (+10 ZT)

## 本週重點回顧

1. 國際投資組合分散化利用各國股市間較低的  $\rho$  降低風險，Solnik (1974) 證明跨國分散比單一國家更有效
2. **Home Bias** 仍然普遍——投資人過度偏好本國資產，成因包括資訊不對稱、交易成本、行為偏誤
3. 交叉上市可擴大投資人基礎、降低資本成本；Doidge et al. 的約束假說解釋了企業自願接受更嚴格監管的動機
4. **ADR** 分三級：Level I (OTC)、Level II (交易所)、Level III (可募資)。定價遵循  $P_{ADR} = P \times ratio/S$
5. 國際 IPO 分三階段：準備期（治理升級）→ 路演定價 → 上市後持續合規
6. Hail & Leuz (2009)：交叉上市後權益資本成本平均下降 **0.7–1.3%**
7. 珍途策略：先台灣 IPO → Level I ADR → 逐步升級，循序漸進

## 下週預告

林美興奮地草擬投資人簡報——  
營收連續 12 季成長、毛利率 62%、海外據點已開始獲利。  
但 Jason 盯著 Bloomberg 終端機，臉色一沉。

### 全球股災爆發！

道瓊三天暴跌 –12%  
日經指數跌停  
台灣加權指數上午 –8%  
「林美，上市計畫先暫停。  
你必須先確保珍途能活過這場風暴。」

### 第十五週：風暴中的決策

# Q & A

## 問題與討論

下週預習：Eun & Resnick, Ch. 13–15（國際投資組合與權益市場）