

第五週：東京首戰

開店要多少錢？

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：東京店值不值得投資？
2. 國際資本預算的四大挑戰
3. 子公司觀點 NPV
4. 匯率預測方法
5. 母公司觀點 NPV
6. 調整現值法 (APV)
7. 敏感度分析
8. 本週任務說明

本週學習目標

1. 辨識國際資本預算的額外複雜性
2. 從子公司 / 母公司觀點計算 NPV
3. 比較三種匯率預測方法
4. 推導 APV 並計算融資附帶效果
5. 分析匯率假設對投資決策的影響

值不值得投資？

② 在決定怎麼借錢之前

林美的根本問題

林美：

「在決定怎麼借錢之前，我們要先確定東京這家店值不值得投資。如果預期收入不夠高，1 億日圓就是丟進水裡。」

Jason 的回應：

「NPV — 淨現值。把未來現金流折現回今天，減掉初始投資。」

陳教授：

「海外投資的 NPV，比你想像的複雜得多。」

國際資本預算的四大額外挑戰

1. 匯率風險

未來日圓收入換回台幣值多少？

2. 雙重觀點

用日圓算還是台幣算？結果一樣嗎？

3. 跨國稅務

日本稅率 ≠ 台灣稅率
匯回有扣繳稅

4. 政治風險

法規變動？資金匯出限制？

Yuki 的財務預測

項目	金額	說明
初始投資	-1 億 JPY	裝潢 + 設備 + 押金 + 週轉金
第 1 年 NCF	1,800 萬 JPY	開幕期
第 2 年 NCF	2,500 萬 JPY	口碑建立
第 3–5 年 NCF	3,000 萬 JPY	穩定期
第 5 年殘值	1,200 萬 JPY	設備 + 押金

子公司觀點 NPV

¥ 用日圓的角度來算

定義

把海外子公司當作獨立的當地企業來評估
所有現金流和折現率都用當地貨幣（日圓）

$$NPV = -C_0 + \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

折現率 $k = 8\%$ (日本無風險 0.5% + 產業風險溢價 7.5%)

子公司 NPV 計算結果

年度	NCF (萬JPY)	折現因子	PV (萬JPY)
0	-10,000	1.0000	-10,000
1	1,800	0.9259	1,667
2	2,500	0.8573	2,143
3	3,000	0.7938	2,381
4	3,000	0.7350	2,205
5	4,200	0.6806	2,859
NPV +1,255 萬JPY			

$NPV > 0 \rightarrow$ 從子公司觀點看，投資可行

匯率預測方法

〽 沒有人能準確預測匯率

三種匯率預測方法

方法	公式	適用
遠期匯率法	$E(S_t) = F_t$	短期 (≤ 1 年)
相對 PPP 法	$E(S_t) = S_0 \times \left(\frac{1+\pi_d}{1+\pi_f} \right)^t$	中長期
IFE 法	$E(S_t) = S_0 \times \left(\frac{1+i_d}{1+i_f} \right)^t$	中長期

如果平價條件都成立 → 三種方法結果相同

實務中常取多種方法的平均

IFE 法預測 TWD/JPY

台灣利率 2%、日本 0.5% → 日圓每年對台幣升值 $\approx 1.5\%$

年度	計算	$E(S_t)$
0	S_0	0.2320
1	$\times 1.015^1$	0.2355
2	$\times 1.015^2$	0.2390
3	$\times 1.015^3$	0.2426
4	$\times 1.015^4$	0.2462
5	$\times 1.015^5$	0.2499

母公司觀點 NPV

\$ 股東拿到手的才算數

母公司 NPV 公式

公式

$$NPV_{母} = -C_0 \cdot S_0 + \sum_{t=1}^n \frac{CF_t^* \cdot E(S_t)}{(1 + k_d)^t}$$

- CF_t^* : 子公司外幣現金流
- $E(S_t)$: 預期匯率 (IFE 法)
- $k_d = 9.5\%$: 台幣折現率 ($= 8\% + 1.5\%$ 利率差)

母公司 NPV 結果比較

觀點	NPV	決策
子公司觀點	+1,255 萬 JPY	投資 ✓
母公司 (無扣繳稅)	+299 萬 TWD	投資 ✓
母公司 (10% 扣繳稅)	+38 萬 TWD	勉強 ~

扣繳稅的衝擊

加入 10% 扣繳稅後，NPV 從 299 萬 → 38 萬台幣
若無租稅協定 (20.42%)，NPV 翻負！

為什麼兩個觀點近乎相等？(無稅時)

兩個效果互相抵消：

- 日圓每年升值 +1.5% → 增加台幣收入
- 台幣折現率比日圓高 1.5% → 降低現值

→ 結果近乎相等（在平價條件成立時）

加入稅務摩擦後，兩個觀點才出現顯著差異

投資決策應以母公司觀點為準

調整現值法 APV

❖ 分開算、再加總

APV = 基礎 NPV + 融資效果

公式

$$APV = \text{Base NPV} + PV(\text{Financing Side Effects})$$

基礎 NPV：假設全自有資金，用 $k_u = 10\%$ 折現

融資附帶效果：

1. 利息稅盾
2. 優惠貸款 (JFC : 4,000 萬 JPY, 利率 2%, 市場 5%)
3. 匯率保證 (若有)

APV 計算結果

項目	金額 (萬JPY)
I. 基礎 NPV ($k_u = 10\%$)	
PV(未來現金流)	10,613
初始投資	-10,000
基礎 NPV	+613
II. 融資附帶效果	
(a) 優惠貸款利差節省	+519
(b) 利息稅盾	+87
融資效果合計	+606
APV	+1,219 萬JPY

融資效果幾乎等於基礎 NPV — JFC 優惠貸款的價值不可忽視！

為什麼 APV 適合國際投資？

WACC 的問題

- 把所有融資效果壓縮進一個折現率
- 假設資本結構固定
- 難以反映特殊融資安排

瑞士刀 — 萬用但不精準

APV 的優勢

- 每項融資效果分開計算
- 適應變動的資本結構
- 清楚呈現每個價值來源

手術刀 — 複雜手術用這個

敏感度分析

⚠ 如果假設錯了呢？

日圓貶值 10% 的衝擊

	基準情境	日圓貶 10%
$E(S_1)$	0.2355	0.2120
$E(S_5)$	0.2499	0.2249
母公司 NPV	+38 萬 TWD	-197 萬 TWD

關鍵發現

日圓只要比預期弱 10%，母公司 NPV 就翻負
⇒ 這筆投資對匯率**非常敏感**

投資評估彙總

方法	結果	解讀
子公司 NPV	+1,255 萬JPY	當地營運看好
母公司 NPV (無稅)	+299 萬TWD	匯率調整後仍正
母公司 NPV (含稅)	+38 萬TWD	敏感度高
APV	+1,219 萬JPY	優惠貸款增值

結論：值得投資，但需注意稅務安排與匯率風險管理

小組討論：母公司 vs 子公司觀點

✿ 討論問題（15 分鐘）

1. 子公司 NPV 和母公司 NPV 的差異，「價值」跑到哪去了？
2. 如果把利潤留在日本不匯回（開第二家店），該用哪個觀點？
3. 有什麼方法可以降低扣繳稅的衝擊？

本週任務：東京旗艦店投資評估報告

◎ 任務說明

產出：完整的投資評估報告

1. 基本假設表（匯率、折現率、現金流）
2. NPV 計算（子公司 + 母公司）
3. APV 計算（含至少一項融資效果）
4. 敏感度分析（日圓貶值 10%、營收 -20%）
5. 投資建議（100–150 字）

時間：60 分鐘 **評分：**假設 (15) + 計算 (30) + 敏感度 (25) + 建議 (30)
滿分：120 ZT (含難度加分 +20)

本週重點回顧

1. 國際資本預算額外考慮：匯率、雙觀點、稅務、政治風險
2. 子公司觀點：當地貨幣、不涉匯率
3. 母公司觀點：母國貨幣、需預測匯率、含扣繳稅
4. 三種匯率預測法在平價條件成立時結果相近
5. 扣繳稅可顯著侵蝕母公司 NPV
6. **APV = 基礎 NPV + 融資效果**，適合國際投資

下週預告

就在 Jason 準備提交投資評估報告的那一刻
手機彈出一則新聞：

「冰城帝國宣布同時在東京開設三家門店，
主打一杯 200 日圓的珍珠奶茶。」

珍途的資金不夠跟冰城正面對決。
錢從哪裡來？

第六週：錢從哪裡來？

Q & A

問題與討論

下週預習：Eun & Resnick, Chapter 11（國際銀行與資本市場）