

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：
 $\rho \approx 0.4-0.6$
- 新興 vs 已開發：
 $\rho \approx 0.3-0.5$
- 危機期間相關性**顯著上升**
- 台灣缺水 \neq 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

σ_i 資產 i 的標準差

ρ_{ij} 資產 i 與 j 的相關係數

關鍵洞察： 跨國投資時 ρ_{ij} 通常低於同國股票間的相關係數

→ 投資組合整體風險 σ_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

↔ 匯率風險

持有外國資產的報酬受匯率影響

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

珍途漲 10%，TWD 貶 8% → 報酬僅 $\approx 2\%$

🛡️ 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

$\frac{1}{2}$ $\frac{2}{3}$ $\frac{3}{3}$ 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

目 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	是 (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

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

📁 範例

原股 TWD 150, ratio 1:5, $S=31$

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

⚖️ 套利條件

$P_{\text{ADR}} > \text{理論價} \rightarrow \text{買原股、發行 ADR}$

$P_{\text{ADR}} < \text{理論價} \rightarrow \text{買 ADR、贖回原股}$

若紐約 ADR 交易價 \$25 (溢價 3.3%) \rightarrow 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
→ β 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 ρ 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 $P_{\text{ADR}} = P \times \text{ratio}/S$
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）