

外人投資台灣證券市場對台灣企業影響之實證研究與分析

鍾開欽

企管系

摘要

一國之證券市場如能夠獲得愈多的外人青睞予以投資，代表其證券市場之自由化與國際化之程度愈高，愈能夠成為一個重要的國際資本市場。本研究旨在於試探討外人投資台灣證券市場對於台灣上市公司之經營績效是否能夠產生正向的影響，實乃有鑑於政府於 2000 年，全面開放外人投資台灣證券市場，外人投資台灣證券市場日益蓬勃、絡繹不絕；外資比率逐年攀升，外資在台灣證券市場上佔有舉足輕重的地位，台灣已蔚為一重要的國際資本市場。本文以台灣上市製造產業為主要研究主體來進行實證研究。經本研究的實證結果顯示，本研究發現，就整體而言，外人投資台灣證券市場對台灣企業的整體經營績效的確能夠產生正向的影響。除了其投資持股能夠增進投資企業的財務績效之外，亦能提升與增進企業的營運績效，比如提升企業的國際化程度與國際知名度、企業的公司治理機能、企業的創新研發能力以及企業的市場行銷能力等相關營運優勢。同時，本研究也發現台灣整體企業的經營績效於 2000 年以後，大體上是比 2000 年以前的經營績效的表現較優且佳。因此，本研究則驗證出外人投資台灣證券市場與台灣企業的經營績效之間的确是具有一項正向的關聯性之存在。

關鍵詞：外人證券投資 台灣證券市場 外資比率 經營績效

壹、導論

1990 年代以降，拜資訊科技與通訊技術的日新月異與突飛猛進，全球經濟快速地蓬勃發展，全球資金在世界全球化的發展趨勢與推波助瀾之下，在全球各地快速地流動，以尋找有利的投資契機，資金無疆界的時代儼然業已來臨。全球資金的流動，其勢澎湃、滔滔不絕，瞬息萬變，其勢銳不可當，於 2006 年，全球國際流動資金主要包括證券、債券、基金、外匯以及直接投資等國際資金總計高達 6 兆美元之譜 (IMF, 2006)；其中以證券投資與直接投資等二者是主要促進全球各主要新興證券市場崛起的主要動能。

大抵上，對一國而言，外人證券投資 (foreign portfolio investment, FPI) 與外人直接投資 (foreign direct investment, FDI) 是構成一個國家外來資金的主要來源，其不論是對於開發中國家或是已開發國家的經濟發展都具有相當的影響與助益 (Evans, 2002)。前者能夠促進一國資本市場的蓬勃發展，並且能夠進一步活絡與促進企業經營活動的發展與整體產業以及國家經濟之發展；而後者則亦能所產生若干實質性的經濟效益，諸如能夠促進就業機會、增加稅收、促進技術移轉、提升管理技能、增加出口貿易，同時亦能夠提升整體產業與國家經濟之發展。本研究乃基於若干國際實證研究對於 FPI 投資新興證券市場所獲得之研究結果所衍生之啟發，試以其為本研究主題之主要研究基礎與參考，試以

探討外人投資台灣證券市場是否能夠對於台灣企業產生具有實質性的影響。

基本上，一般普羅大眾對於在證券市場中的外資，大都懷有先入為主的觀念與印象，咸認為其投資行為乃是急於獲取短期之投資利益為依歸，甚至有時候其會造成證券市場之波動與不安，以至於不利於國家經濟之發展。然而一般大眾殊不知外人在證券市場進行投資與持股，在伴隨其投資活動的實施過程中，外人投資亦能夠對於其所投資之企業產生正向的實質性影響，能夠增進與提升企業之經營績效，進而促進整體產業與國家經濟活動之發展。有關於此項論點之立論形成，業已由在國際上的若干相關實證研究得以證實。無論以往或晚近的實證研究皆驗證出，外資投資於證券市場會對於所投資之企業之績效產生正向的影響的論點在已開發先進國家中是為廣為一肯定的事實，然而在新興開發中國家中，則呈現出分歧與二極化的結果(Aydin et al., 2007)，尚未成一定論。

由相關的國際性實證研究結果顯示，外人投資一國證券市場會對於其所投資的企業的經營績效會產生顯著的正向影響。以韓國為例，其在 1997 年的亞洲金融風暴中，擁有愈多外資比率的韓國企業，其所遭受到金融危機的衝擊較小，外資對韓國企業的影響居功厥偉。本研究因而有感而發，乃對於外人投資韓國證券市場，對韓國企業進行投資、持股是否也有異曲同工之妙，能夠在台灣證券市場中，對台灣企業的經營績效也產生正向的影響與助益。蓋由於台、韓二國的國情相近，經濟環境與社會環境相仿；以韓國的經驗來驗證外人投資台灣證券市場是否能夠對於台灣企業的經營績效產生正向的影響，是為一項值得研究的企業經營課題。雖然，股東結構對企業經營績效之影響是為一廣泛性的學術研究主題；然而探討外資投資台灣證券市場上的上市公司所產生的影響亦為鮮少、有限，此乃趨動本文進行研究之主因之一，期以能獲得具有實質性的相關實證研究結果，以補充對台灣企業績效之相關研究文獻之量能。

因此，開宗明義，肇基於彼等國際性的研究議題之啟發，本文則據以建立本研究的主要研究目的：欲以探討外人投資台灣證券市場是否能夠對台灣企業的經營績效產生正向的影響以及是否能夠對於在企業之營運層面上產生其他的助益與影響。本研究則試以探討企業在經營層面上的績效良窳來進行實證研究，以期能驗證出若干實質性的研究結果；乃因此等研究議題是為值得吾人深思與深省的一項重要的財經政策與企業經營管理的重要課題。本研究以台灣上市資訊電子產業作為研究主體，因其為台灣最具有代表性與最有競爭力的產業，最為外資所青睞與眷顧。整體而言，外人擁有近四成台灣資訊電子產業的股權，基本上而言，外資對於台灣資訊電子產業理當有所影響與助益，這也是本文所亟欲探討與研究的主因之一。

貳、文獻探討

大抵上，對一國而言，外人證券投資(foreign portfolio investment, FPI)與外人直接投資(foreign direct investment, FDI)是構成一個國家外來資金的主要來源，其不論是對於開發中國家或是已開發國家的經濟發展都具有相當的影響與助益(Evans, 2002)。前者能夠促進一國資本市場的蓬勃發展，並且能夠進一步活絡與促進企業經營活動的發展與整體產

業以及國家經濟之發展；而後者則亦能所產生若干實質性的經濟效益，諸如能夠促進就業機會、增加稅收、促進技術移轉、提升管理技能、增加出口貿易，而且亦能提升整體產業與國家經濟之發展。本研究乃基於若干國際實證研究對於 FPI 投資新興證券市場所獲得之研究結果所衍生之啟發，試以其為本文主要研究與參考研究基礎，試以探討外人投資台灣證券市場是否能夠對於台灣企業產生實質性的影響，來進行實證研究與分析。有鑑於無論以往或晚近的實證研究皆驗證出，外資投資於證券市場會對於所投資之企業之績效產生正向的影響的論點在已開發先進國家中是為廣為一肯定的事實，然而在新興開發中國家中，則呈現出分歧與二極化的結果(Aydin et al., 2007)，尚未成一定論。本研究試以台灣證券市場為例，以探討外人投資是否能夠對台灣企業產生相關之影響與助益，是否能與相關之國際實證研究之論點相對應、相驗證。

諸多的國際實證研究亦有探討外資投資一國證券市場會對其所投資之企業產生若干實質性之影響。Evans (2002)揭櫫外人證券投資(FPI)能夠增加一國證券市場的流動性以及促進與提升市場效率之產生；由於市場的流動性之提升，市場規模得以擴大，使得眾多的投資活動得以獲得融資予以順利進行。Merton (1987)與 Huberman (1999)驗證出在一有規模與有效率的市場中，外資會有較多誘因以更多的資源去進行相關的投資研究，而促使企業提供充分的投資資訊給與投資者作為參考，進而促進其財務資訊揭露的透明度之提升。同時，外資也能提升投資股東在公司治理上的權益(Dahlquist et al., 2003)；因為企業如欲在市場上獲得更多的融資，其勢必提供其未來的營運績效與公司治理作為一更佳的承諾以作為回饋，因而企業的股票市場價格將會作適當性的反映與調整。

此外，市場機能較佳的證券市場也將會促進併購活動之進行；併購將促使一績效較差的企業扭轉乾崑、蛻變成爲有效率與有獲利的企業，大幅提升企業之競爭力以及投資者的財務報酬(Evans, 2002)。同時，FPI 也會將引進專業的投資知識與紀律。FPI 能引進更先進的財務管理工具與技術，如期貨、選擇權、互換以及其他的證券避險工具，以促進證券市場的發展。因而其能促進資本與相關資源作有效的分配，因而促進整體經濟活動的健全發展。因此，開放性較高的證券市場提供投資者更多的機會，得以分散其投資資產之佈局，提升風險管理機能並且亦可促進市場中的儲蓄與投資的水準(Evans, 2002)。

除了 FPI 能夠促進整體證券市場之發展之外，由相關的國際性實證研究結果所顯示，外資對於其所投資的企業的經營績效的確會產生顯著的正向影響。Oxelheim and Randoy (2003)對於瑞典斯德哥爾摩證券市場的研究指出，外人投資會對於其所投資的企業的經營績效產生正向的影響效果。Pekka et al.(2004)對於芬蘭赫爾辛基證券市場的研究指出外資對於企業的經營績效會產生顯著的正向影響；同時外資持股比率的大幅攀升，對芬蘭的經濟效率則產生正向的影響。Choi and Yoo (2006)對於 1993-2002 期間的韓國企業所作的實證研究則顯示，外資對於韓國企業的經營績效會產生正向的影響。Aydin, et.al. (2007)對土耳其伊斯坦堡證券市場所進行的研究證實外資的確能增進上市企業的績效。基本上而言，外資之投入會促進一國證券市場的發展，進而促進一國經濟之發展；但外資在印度雖然活躍於投資證券次級市場，但似乎並無產生與發揮此等效果(Pal, 2006)。

有關探討外資對企業績效影響之國際性實證研究堪稱充份，無論是對已開發先進國家或新興開發中國家的相關研究皆然。大抵上，對於前者國家的研究則驗證出，外資對企業之績效會產生正向的影響是為廣為一肯定的事實；然而在新興開發中國家，則有呈現分歧之結果(Aydin et al., 2007)。整體而言，除了揭櫫、驗證出外資對企業之績效會產生正向的影響之外，若干研究亦指出外資亦會對在企業之營運層面上產生若干其他相關的影響與助益，諸如降低企業籌資之財務成本、提升企業公司治理機能、改善與健全企業財務結構、提升企業生產力、提高企業之國際化程度與知名度、促進技術移轉、創造技術與知識外溢效果．．．．．等等。

Baek et al. (2004)指出在 1997 年亞洲金融風暴中，擁有外資股權愈高的韓國企業，其股價下跌的幅度較小。Choi and Yoo (2006)證實擁有外資比率愈高的韓國企業，在 1997 年的亞洲金融危機期間中所遭受到的衝擊與影響較小，此乃歸功於外資的投資影響所貢獻。蓋外資會藉由參與其所投資企業的股東會與董事會的相關活動，發揮實質性的或淺移默化的投資者影響力，以促進與提升其所投資企業的公司治理的機能與效率，進一步地增進與提升企業的經營績效(Choi and Yoo, 2006)。Oxelheim and Randoy (2003)則在對於北歐企業的研究中指出，有外資參與的董事會對企業產生正向的影響。Choi and Yoo (2006)對韓國的研究指出，外資會經由對董事會活動的參與對企業的績效產生正向的影響，但相關的國際研究文獻(McConnell and Servaes, 1990; Demsetz and villalonga, 2001)卻指出美國企業的股東結構與企業績效之間並無關聯性的存在。Dahlquist et al. (2003)揭櫫外資與其所投資企業之公司治理間具有一緊密的關聯性。外籍董事基本上比本國籍董事較能獨立地發揮其專業能力，而產生有效的監督制衡。因此企業如有延聘外籍董事，其公司治理機能則將被市場所認同與肯定；外資也會更因如此大幅加碼、增加投資持股。

Pekka et al.(2004)對於芬蘭赫爾辛基證券市場的研究指出外國資金與外資持股比率的大幅攀升，對芬蘭的經濟效率產生正向的影響；而且擁有外資股權愈多的企業，其投資報酬率與勞動生產力均快速地成長。其同時也指出企業擁有的外資股權愈多以及企業實施全球化活動的結果，使得芬蘭企業的公司治理制度產生重大的改變。其亦指出伴隨著外資股權的增加，企業的相關管理風格與公司治理制度會隨之改變。同時，當企業的海外投資活動日益活躍以及企業國際化程度日益提升，企業的股權結構勢必隨之國際化而改變，進而影響其公司治理制度的發展與形成。Pekka et al.(2004)亦指出外資是否會影響芬蘭企業的研發活動與企業長期成長前景尚無法求證。

Kang and Stulz (1997)的實證研究指出外資在日本進行投資選股，比較上喜好於投資以外銷為導向的大企業，其研究發現乃符合國際投資之假說，其謂外資大抵上較鍾情投資於企業資訊較流通、較容易取得的企業。因此，企業之外資持股比率愈高，代表其國際化程度愈高 (Dorrenbacher, 2000; Ruigrok and Wagner, 2003)，在國際市場的知名度愈高，將有助於其國際之市場開拓，增加國際市場之營收。因而，外人持股比率愈高的企業，應該是彼等在其各行各業中之產業佼佼者與標竿領導廠商。

Bekaert and Harvey (2000)與 Henry (2000)同時指出證券市場實施自由化與開放外人

投資，將有助於企業的籌資成本下降，企業的相關營運成本負擔得以減輕。Choi and Yoo (2006)指出對於新興開發中國家而言，外人投資總是一項令人感到敏感且為具有相當爭議性的相關議題；蓋外人投資對一國而言是有利的，因其不僅可以引進與增加新的資本與促進就業，同時也可以增進生產力、促進技術與管理移轉。在新興開發中國家，外人進行證券投資可以經由相關企業的股東活動與董事會活動的參與，對其所投資的企業進行影響與提升其公司治理的機能，同時也能促進企業的相關透明度。然而，外資卻也會引起大眾的不安，乃由於憂慮外資會造成地主國的經濟管轄權的旁落以及財富轉移，而造成市場的波動與不安，因為外人實施證券投資大抵上是以短期獲利為目的，而非著眼於企業之長期經營之成長獲利為依歸。

參、研究方法

一、資料搜集

本研究旨在進行探討外人投資台灣證券市場是否能夠對台灣企業的經營績效產生正向的影響影響，以及在其他營運層面上的影響。有關研究樣本的選樣方式係以截至 2006 年為止，於台灣證券交易所掛牌進行證券交易買賣的 605 家上市資訊電子公司中，刪除於 2000 年至 2006 年間資料不全者(主要為外國自然人持股比率、外國法人持股比率、研發支出及股價缺漏者)，取得 356 家樣本公司為主要研究樣本，其包括 574 筆棋盤式資料 ($82*7=574$)。

本研究所採用的相關研究資料，如外國自然人持股比率、外國法人持股比率、資產報酬率、銷貨收入淨額、研發支出、無形資產、總資產、總負債、股價等相關資料，皆由台灣經濟新報的上市公司財務資料庫及公司治理資料庫中下載而得。本研究所採用的資料皆為公開的次級資料，故該等資料具有相當的可靠性，同時也增加與提升本研究之可信度。

二、研究方法

本研究使用企業財務面之相關次級資料，建立多變量迴歸分析模型來進行實證。本文所擷取的研究資料，橫跨 2000 至 2006 年共 7 年的研究期間，包括 365 家上市電子公司 (共 1,350 筆棋盤式資料)。茲因本研究所取樣的研究期間為 7 年，而且本研究是以較長期之觀點與角度來進行研究，所以應該足以反應外人投資台灣證券市場對台灣企業所衍生的影響。本研究綜合相關因素並參酌相關的研究文獻，試以外人投資比率(包括外國自然人持股比率及外國法人持股比率)、企業資源基礎能力(包括無形資產佔總資產比率、研發密集度、行銷密集度)等二項作為主要研究自變數，企業公司特性作為控制變數，分析三者對本研究之因變數－企業財務績效的影響，並藉以建構本研究的多變量迴歸分析研究模型來進行實證。

對於棋盤式資料的分析，學者建議可以採用固定效果模型(fixed effect model)與隨機

效果模型(random effect model)(Greene, 2000；黃台心，2005)等兩種研究模型來進行實證研究。至於模型的選取方式，則以 Hausman test(1978)統計量來進行檢定。若是檢定統計量落入棄卻域，則應拒絕虛無假設，固定效果模型則為正確的模型設定；反之，若是檢定統計量落入接受域，則應接受虛無假設，隨機效果模型則為正確的模型設定(黃台心，2005)。

三、變數定義

(一)、經營績效

基本而言，相關實證研究大都以財務績效作為衡量企業績效之指標；而且以資產報酬率(return on asset, ROA)最廣為採用，尤其是在探討國際化與績效等相關性研究中以作為研究之因變數(Thomas and Eden, 2004)。而對於在探討外人投資對其所投資企業的經營績效影響的相關實證研究上，Tobin's Q 則廣泛地被引用以進行實證研究，如 Khanna and Palepu (2000)與 Demsetz and Villalonga (2001)與 Choi and Yoo (2006)等。亦有研究有採用企業之市值與資產之重置成本間之比率(Lindenberg and Ross, 1981)作為 Tobin's Q 之代理變數；亦有以(資本市值+優先股之面值+總負債面值)與資產之重置成本間之比率(Woidtke, 2002)作為衡量績效指標之代理變數。有鑑於國內對於資產之重置成本尚無客觀之數據可供取得、引用；故本研究參考相關的研究文獻，參考與沿用爾等在國際上的相關實證研究，所採用之績效衡量指標-Tobin's Q 來進行檢測外資對台灣企業的經營績效影響。有關 Tobin's Q 之衡量，本研究則以樣本公司的總市值(普通股總市值+優先股面值+總負債面值)與總資產面值間之比率作為代理變數以衡量企業之經營績效。

(二)、外人投資

有鑑於在台灣證券市場上的外人投資者包括外國專業投資機構、外國法人以及外國自然人三者，為求研究之整體性與完整性，本研究則以外資一詞涵蓋、統稱三者，予以進行本文之研究主題、探討外人投資台灣證券市場對台灣企業經營績效的影響。就以整體而言，外資除了意在於獲取投資之利益之外，對其所投資之企業亦能產生若干直接與間接以及淺移默化的影響，亦可能將有助於企業實施企業再造活動，以改善與強化企業之體質，並能增進與提升企業之競爭優勢。因此，本文預期外資之持股比率(foreign ownership, FO)，對台灣企業的經營績效會產生正向的影響，預期符號為正。

(三)、企業基礎資源能力

現今諸多的相關實證研究咸認外資會對其所投資之企業產生在營運層面的影響以及促進企業增進構建無形資產能力，進而提升企業的優勢與競爭力。而企業擁有愈多的專門知識、專利權、研發能力、組織及創業與管理技巧等基礎資源無形資產(Dunning, 1977)，有利於提升其競爭優勢。所以企業的財務報表所登載列帳的無形資產愈多，顯示其前述之相關能力愈強。本研究試以無形資產與總資產間的比率(INA)，作為企業無形資產構建

能力良窳的代理變數。本研究預期外資將能影響企業增進、提升其無形資產之建置而對其企業的經營績效，產生正向的影響，預期符號為正。

整體上而言，若企業投入愈多的研發支出時，則愈可能為企業創造獨特的、有價值的、具稀少性的、且令人無法仿效的企業專屬營運資源，若能妥善運用這些資源，將可為企業創造出其競爭優勢(Dunning, 1988)。當企業擁有優越的產品設計能力，則可與競爭者的產品作出適當的產品區隔；同樣地，企業致力於其生產製程之革新，則能降低相關生產成本，進而提高產品的品質與提升企業營運的效率(Hitt et al., 1994)。所以，企業的研發支出的比率愈高(亦即研發密集度愈高)，則其創新研發能力則愈佳愈能獲得外資的青睞投資持股。本研究以研發支出占銷貨收入淨額之比率，研發密集度(R&D Intensity, RDI)，作為表彰企業的創新研發能力的代理變數，預期其會對企業的經營績效，產生正向的影響，預期符號為正。

(四)、企業特性

本研究將企業特性列為研究之控制變數，其中包含外籍董事席次設立、企業規模與負債比率等變數。在外籍董事席次設立方面，如企業有外籍董事，明顯上可得知，外籍董事將能產生與發揮其影響力提升企業的公司治理機能。有關企業規模的部分，當企業的規模愈大，則其擁有的企業營運資源愈豐富，在吸收外來投資資金時，愈容易達到規模經濟，進而提升公司經營績效(Kotabe et al., 2002; Contractor et al., 2003)。本研究將其納入實證模型中，作為控制變數，並以總資產取對數作為公司規模的代理變數(LGSIZE)，預期符號為正。有關負債比率的部份，因負債比率愈高時愈容易增加其財務風險，而增加財務的支出成本，將會導致企業的績效下降(Allen and Pantzalis, 1996)，而影響外資之持股。本研究將其納入實證模型中，作為另一控制變數，並以負債比率(debt ratio, DR)加以衡量，預期符號為負。

四、模型設計

本研究綜合相關因素參考與引據相關的研究文獻，試以外人投資比率(包括外國專業投資機構持股比率、外國法人持股比率以及外國自然人持股比率)、企業基礎資源建構能力(包括無形資產佔總資產比率、研發密集度)等二項作為主要研究自變數，企業特性作為控制變數，分析三者對因變數-企業經營的影響，並藉以建構本研究的多變量迴歸分析研究模型來進行實證，其列示如下：

$$TOB_{it} = \beta_0 + \beta_1 PH_{it} + \beta_2 INH_{it} + \beta_3 INA_{it} + \beta_4 RDI_{it} + \beta_5 LGSIZE_{it} + \beta_6 DR_{it} + \varepsilon_{it}$$

本研究的相關研究變數定義如下：

TOB : Tobin's Q, 以企業總市值(普通股總市值+優先股面值+總負債面值)與總資產面值之比率作為代理變數；

- FO : foreign ownership, 外資持股比率；
- INA : intangible asset ratio, 無形資產比率；無形資產除以總資產；
- RDI : R&D intensity, 研發密集度；研發支出除以銷貨收入淨額；
- LGSIZE : firm size, 公司規模；總資產取對數；
- DR : debt ratio, 負債比率：總負債除以總資產；
- i : 代表第 i 家公司；
- t : 代表第 t 年；
- ε_{it} : 代表第 i 家公司第 t 年之殘差項。

肆、實證結果與分析

一、敘述性統計分析

表 6 為本研究的因變數與各自變數的敘述性統計量表。由表 6 可得知，樣本公司的營運績效(TOB)的平均值為 1.1968，極大值為 9.5088，極小值為 0.4108；由此可見，各樣本公司在掌握經營契機，發揮企業競爭優勢之能力上，明顯地有所不同，各展所長。而樣本公司的外國自然人持股比率(PH)，其平均值 0.0047 (為 0.47%)，顯示外國自然人持有台灣上市電子公司之比率不高。外資之持股比率，平均值為 0.1074 (為 10.74%)，依樣本公司之平均持股比率顯示，可見外資應可稱得上是台灣企業的大股東，其對台灣企業之營運，應具有實質性的影響力，如其取得公司的董事或監察人席次時，其應對於企業的董事會運作與相關活動均會投以更多的關注(Choi and Yoo, 2006)，進而對於企業之經營活動會產生相當的影響。此外樣本公司的無形資產佔總資產比率，平均為 0.0091 (僅 0.91%)，比率甚低。而研發密集度(RDI)的平均值為 0.0342 (3.42%)，高於美國企業的 2.49%，日本企業的 2.4%(Morck and Yeung, 1991; Delios and Beamish, 1999；喬友慶，2003)，顯示台灣上市電子產業在對於開發創新技術與建立無形資產上，仍為相當積極與投入，實為令人可喜。另外樣本公司的規模(LGSIZE)，其平均值為 9.9987 (總資產平均為新台幣 324.86 億元)，與歐、美、日等之國際大廠相比較，尚屬於中、小型企業的規模，亦顯示台灣企業的傳統特性。在負債比率(DR)方面，企業過度舉債，以支應營運資金之需求者，將增加公司的財務風險；而樣本公司的負債比率之平均值為 0.4225，極大值為 0.8985，極小值為 0.0568，顯示台灣企業似乎有過度運用財務槓桿之虞，勢必影響其財務之正常運作，而將提高其財務風險。

表 7 為各樣本變數的 Spearman 等級相關係數與 Pearson 積差相關係數表 (表中對角線的右上半部為 Spearman 等級相關係數，左下半部則為 Pearson 積差相關係數)。由表上可以發現，就以單變量分析的角度而言，不論是 Spearman 或 Pearson 的相關係數，各自變數間的相關係數除了 INH 與 LGSIZE 的相關係數介於 0.56 至 0.58 較高之外，其餘之相關係數則並不高。由於各自變數的 Variance Inflation Factors(VIF)值，僅介於 1.04 與 1.64 之間，依 Neter et al.(1990)的觀點，VIF 值小於 10，則各自變數間並無明顯的共線性 (multicollinearity)問題存在。

表 1 變數之敘述性統計量 (n=574)

變數 a	平均數	中位數	極小值	極大值	標準誤
TOB	1.1968	1.0532	0.4108	9.5088	0.6241
PH	0.0047	0.0002	0.0000	0.1289	0.0171
INH	0.1074	0.0528	0.0000	0.7245	0.1426
INA	0.0091	0.0024	0.0000	0.1722	0.0206
RDI	0.0342	0.0242	0.0000	0.4467	0.0400
LGSIZE	9.9987	9.8653	8.6898	11.7690	0.6254
DR	0.4225	0.4303	0.0568	0.8985	0.1562

TOB: Tobin's Q, 以(普通股之總市值+優先股之面值+總負債面值)佔總資產面值之比率作為代理變數;
PH: 外國自然人之持股比率; INH: 外國法人之持股比率; INA: 無形資產除以總資產; RDI: 研發密集度; 研發支出除以銷貨收入淨額; LGSIZE: 公司規模; 總資產取對數; DR: 總負債除以總資產。

表 2 各變數 Spearman 等級相關係數與 Pearson 積差相關係數 b(n=574)

變數 a	VIF	TOB	PH	INH	INA	RDI	LGSIZE	DR
TOB		1.00	0.09* (0.03)	0.34** (0.00)	0.03 (0.45)	0.19** (0.00)	0.13** (0.00)	-0.02 (0.66)
PH	1.04	-0.00 (0.93)	1.00	0.23** (0.00)	-0.11** (0.01)	0.19** (0.00)	0.27** (0.00)	0.14** (0.00)
INH	1.50	0.22** (0.00)	0.00 (0.99)	1.00	-0.08 (0.07)	0.16** (0.00)	0.58** (0.00)	0.02 (0.62)
INA	1.11	0.27** (0.00)	-0.06 (0.12)	-0.11** (0.01)	1.00	-0.10* (0.02)	-0.00 (0.95)	0.03 (0.43)
RDI	1.17	0.15** (0.00)	0.05 (0.22)	0.05 (0.23)	0.17** (0.00)	1.00	-0.01 (0.79)	-0.37** (0.00)
LGSIZE	1.64	-0.01 (0.77)	0.02 (0.61)	0.56** (0.00)	-0.08 (0.06)	0.12** (0.01)	1.00	0.32** (0.00)
DR	1.25	-0.05 (0.28)	0.14** (0.00)	0.00 (1.00)	0.15** (0.00)	-0.23** (0.00)	0.22** (0.00)	1.00

a TOB: Tobin's Q, 以(普通股之總市值+優先股之面值+總負債面值)佔總資產面值之比率作為代理變數;
PH: 外國自然人之持股比率; INH: 外國法人之持股比率; INA: 無形資產除以總資產; RDI: 研發密集度; 研發支出除以銷貨收入淨額; LGSIZE: 公司規模; 總資產取對數; DR: 總負債除以總資產。

b 對角線的右上半部為 Spearman 等級相關係數, 對角線的左下半部則為 Pearson 積差相關係數; 括號中的數字為雙尾之機率值 (P-value); **代表在顯著水準為 0.01 時 (雙尾), 相關顯著; *代表在顯著水準為 0.05 時 (雙尾), 相關顯著。

二、實證結果與分析

依學者之主張(Greene, 2000; 黃台心, 2005), 有關棋盤式資料的基本迴歸實證模型, 可採用固定效果模型或隨機效果模型以予進行。至於模型的選取方式, 本研究則運用 Hausman test (1978)來進行檢測, 經研究結果發現檢定統計量為 33.1060 落在棄卻域 ($\chi^2(6) = 12.59, P < 0.05$)(表 8), 故固定效果模型應為適當的研究模型選定。因此, 本研究則以固定效果模型的結果來進行分析。

表 8 為實證模型的迴歸分析結果。其在於檢測外資之持股比率(PH)、無形資產比率(INA)、研發密集度(RDI), 對企業營運績效(TOB)的影響。經本研究的實證結果發現, 外

資之持股比率(PH)對企業的營運績效(TOB)並無顯著的影響(係數為-0.5813，P 值>0.1)，故假說一獲得驗證與支持。

相關研究證實顯示外資投資，會因技術與人力資源的流動，對所投資之公司，產生正向的知識與技術外溢效果，進而提升其公司的經營績效。經本研究發現，外國法人之持股比率(INH)愈高，則對公司的營運績效，會產生顯著正向的影響(係數為 0.4654，P 值<0.01)。因此，本研究之研究假說二也獲得驗證與支持。

在有關企業對外來知識與技術的自我吸收能力上，經實證結果發現，無形資產佔總資產之比率愈高，則對公司之經營績效，會產生顯著正向的影響(係數為 1.1701，P 值<0.10)。而研發密集度愈高，對公司之經營績效，亦會產生顯著的正面影響(係數為 2.2975，P 值<0.01)，故本研究之研究假說三獲得支持。由於企業擁有愈多的專門知識、專利權、研發能力、組織與創業以及管理技巧等無形資產，其吸收外來的知識與技術之能力則愈強。因此本文推論外資於投資時，所衍生之知識與技術外溢效果之程度，端賴於本國企業的創新研發能力與無形資產之構建程度而定。

表 3 迴歸分析結果(n=574)

因變數：TOB			
		固定效果模型 Fixed effects model	隨機效果模型 Random effects model
變數 a	預期 符號	係數 (p 值)	係數 (p 值)
常數項		-8.7526(0.0000)	0.8589(0.2490)
PH	+	-0.5813(0.8085)	1.3217(0.5541)
INH	+	0.4654(0.0001)	1.1556(0.0000)
INA	+	1.1701(0.0680)	4.4251(0.0004)
RDI	+	2.2975(0.0002)	1.9765(0.0004)
LGSIZE	+	1.0091(0.0000)	0.0319(0.3386)
DR	-	-0.6547(0.0000)	-0.5195(0.0059)
F 值		43.4577	9.1750
P 值		0.0000	0.0000
R2		0.8861	0.0885
Adjusted R2		0.8657	0.0789
Hausman's test		33.1060	$\chi^2(6)=12.59$

a TOB：Tobin's Q，以(普通股之總市值+優先股之面值+總負債面值)佔總資產面值之比率作為代理變數；PH：外國自然人之持股比率；INH：外國法人之持股比率；INA：無形資產除以總資產；RDI：研發密集度；研發支出除以銷貨收入淨額；LGSIZE：公司規模；總資產取對數；DR：總負債除以總資產。

另外，企業的規模愈大，則其擁有的企業營運資源則愈豐富，在吸收外人投資資金時，愈容易達到規模經濟，進而提升公司經營績效(LG SIZE，係數為 1.0091，P 值<0.01)。而公司的負債比率(DR，係數為-0.6547，P 值<0.01)愈高，則企業所面臨的財務風險則愈高，對企業的績效會產生不利的影響。故企業在致力於吸收外資時，應注意其舉債活動之進行以免對於企業績效產生不利之影響，而影響外人的投資意願。

本研究的主要實證假說為外資能夠對於企業績效產生正向的影響；除此之外，本研究也欲探討外資能夠對企業所產生的其他的影響與助益。基本上而言，企業的股權結構之形成，端賴於企業與投資者而定，大抵是屬於企業內生性的特質(Demsets and Lehn, 1985)。外資股權之形成亦為如此，因為資本之流動與國際投資決策之擬定，尚需賴於許多不同的投資標的與國家變數之選擇而定 Choi and Yoo (2006)。隨著外資股權的增加，其會對企業產生正向與負向的影響。經本研究之實證結果顯示，整體而言外資對於台灣企業的財務績效的確具有正向的影響。外資股權愈高的企業，其 return on capital 與勞動生產力愈高；然而外資是否會對企業的研發創新能力與無形資產之形成產生以及企業成長有所影響與助益則為不明顯。然而在實務上的非正式的證據亦顯示，外資對企業之此等影響應該有所助益的。

伍、結論

本文旨在於探討外人投資台灣證券市場是否能夠對於台灣企業的經營績效有所助益與影響。同時，本研究也欲探討外人投資台灣證券市場是否只是僅僅著眼於擷取台灣證券市場的投資利益為其投資之宗旨，其投資之行為是否也隱含與衍生若干重要的企業管理的意涵與啟示，是值得吾人深思與深省的重要財經議題與企業經營管理的重要課題，亦為本研究所極欲探討的研究重點所在。

本研究的預期研究結果將發現，就整體而言，外人投資台灣證券市場對台灣企業的整體經營績效的確能夠產生正向的影響。外資除了在短期投資策略之下，頻繁進出台灣證券市場，以期獲得短期的投資利益之外；其亦能對台灣企業產生與發揮若干實質性的影響效果。本研究也預期，除了其投資持股能夠增進投資企業的財務績效之外，亦能提升與增進企業在營運層面上的績效，比如促進台灣企業致力於建構健全的財務體質、促進財務活動之透明化、影響公司治理活動與制度之形成，提升企業的國際化程度與國際知名度、企業的創新研發能力以及企業的市場行銷能力等相關營運優勢，並且能進一步地增進與提升台灣企業的整體經營績效與競爭力。

同時，本研究也預期可能發現台灣整體企業的經營績效於 2000 年以後，大體上是比 2000 年以前的經營績效的表現較優且佳；顯示政府採取全面開放外人投資台灣證券市場的政策是為明確與成功之舉。因此，本研究則將預期驗證出外人投資台灣證券市場與台灣企業的經營績效之間的確存在一項正向的關聯性；此關聯性顯示擁有外資比率愈高的台灣企業，其財務績效愈佳，顯示外資對於提升與健全企業的財務體質與結構上亦有所助益與影響。

本文也欲提出若干淺見與拙見，期許盼能以供政府相關單位作為施政與我相關業者從事企業經營活動的參考。由於相關國際實證研究也顯示擁有愈多外資的企業，在證券市場上的企業形象較佳且優(Oxelheim and Randoy, 2003)；同時有鑑於韓國於 1998 年亞洲金融風暴之後，其藉以全面開放外人投資其證券市場，自始外資持股比率節節升高；一般咸認外資乃是幫助韓國經濟復甦與脫離亞洲金融風暴危機的舵手。尤其是，其整體國家的經濟發展更是上了一層樓，脫胎換骨，產業競爭力大幅增加，若干瀕臨破產危機的大企業卻起死回生、蛻變成功，成為國際著名的跨國企業之種種表現，其所彰顯的意義非凡，值得吾人深思與效法，畢竟他山之石可以攻錯，前車之鑑可以避免重蹈覆轍。韓國引進外資能夠對其企業產生正向的影響與助益的經驗是足以令他國效尤的，尤其是台灣與韓國的國情與社會環境相近、相似，對於台灣而言，韓國之引進外人投資其證券市場，是有值得吾人效法之處。

外人投資韓國證券市場提供了良好的示範，其驗證資本市場的自由化，的確能夠藉由外資來促進對企業監督與企業現代化的加強與發展，並且進一步地能夠有效地提升與增進公司治理的機能。因此，本研究亦呼籲政府相關單位亦需戮力謀求適當的對策與提供優惠的投資條件，進一步地吸引外資投資台灣、加碼台灣。以目前外人投資台灣證券市場約占三成左右之比率，相較於在韓國之四成比率，尚有很大的空間需待努力。如能進一步地提升外資在台灣證券市場的比率，將能進一步地提升台灣證券市場的自由化與國際化程度，而且有助於促進台灣證券市場的進一步發展邁向、成為全球重要的新興資本標竿市場。

同時，眾所周知，一國之政治與經濟發展之安定與否，對於外人投資而言，是具有決定性之影響。孔子言：「危邦不入、亂邦不居」，如果一國之政治與經濟環境生態不佳或趨於惡化，外資當然會因此望而卻步，甚至撤資，將其投資移轉至其他國家，卻因而影響一國之經濟發展，這是吾人所不願意樂見的。因此本研究呼籲、殷殷期盼相關政黨與政府單位能夠以民生為要、經濟為首，劍及履及，戮力改善國內投資環境以吸引更多的外資投資台灣，共同拼經濟為台灣人民謀求更多的福祉、才是正道。

本研究亦建議我相關業者當可考量嘗試引進更多的外人投資，以改善與強化其股東結構，蓋與外資形成休戚與共的策略聯盟與企業共同體，相信對企業之營運必能帶來相當的助益。如此，政府全面開放外人投資台灣證券市場的施政美意得以獲得彰顯；同時企業戮力經營事業以提升企業績效，企業的廣大股東的權益亦得以獲得保障與提升。本研究也欲建議我相關業者應戮力、致力於事業之經營以建構優良的企業經營體質、健全的財務結構與提升企業財務之透明度，以吸引與獲得更多的外資青睞投資企業。企業如能獲得愈多的外人投資，勢必能夠提升企業的國際知名度與國際地位，對其事業之經營將有相當的助益，而能增加與拓展更多的國際業務，而有助於其企業經營績效之提升，並且進一步地有助於其企業市值之提升。

文獻參考

- 台灣證券交易所，2007年8月，<http://www.tse.com.tw>。
- 謝素真，“台股指數已成為國際證券市場重要指稱”，88年9月，證期會，台灣交易所，<http://www.sfb.gov.tw/reference/magazine/8809/SS3.html>。
- 黃允治，“外資在我國從事證券投資之相關規範及外來展望”，證期會，台灣證券交易所。中央銀行，2007年6月28日，<http://www.cbc.gov.tw/economic/statistics/bop/IIP-c.pdf>。
- Aitken, Brian J. and Ann E. Harrison. “Do domestic firms benefit from direct foreign investment? Evidence from Venezuela,” *American Economic Review* 89 (1999), 605-618.
- Aydin, Nurhan, Mustafa Sayim, and Abdullah Yalama, “Foreign Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey,” *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 11 (2007).
- Baek, Jae-Seung, Jun-koo Kang, and Kyung Suh Park. “Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis,” *Journal of Financial Economics* 71 (2004): 265-313.
- Bekaert, Geert and Campbell R. Harvey, “Emerging markets finance,” *Journal of Empirical Finance* 10 (2003), 3-55.
- Choi, J.J., Temple University, Yoo, S., San Diego State University, “Foreign ownership and corporate performance,” working paper, Korean institute of international Economic Policy, July 2005.
- Dahlquist, Magnus, and Goran Robertsson. “Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics,” *Journal of Financial Economics* 59 (2001):413-440.
- Demsetz, Harold, and Belen Villalonga, “Ownership structure and corporate performance,” *Journal of Corporate Finance* 7 (2001): 209-233.
- Dorrenbacher, C. , 2000, “Measuring Corporate Internationalisation, ” *Wissenschaftszentrum Berlin fur Sozialforschung*, Working Paper FSI 00-101.
- Evans, Kimberly, “Foreign portfolio and direct investment,” *Attracting foreign direct investment for development*, Global forum on international investment, OECD , Shanghai, 5-6 December 2002.
- Goethals, j. and Ooghe H. (1997), “The Performance of Foreign and National take-Overs in Belgium,” *European Business Review*, 97 (1), pp. 24-37.
- Gorg, H. and Greenaway D. (2004), “Much A do About Nothing? Do Domestic Firms Really Benefit From Foreign Direct Investment,” *The World Bank Research observer*, 19, pp. 171-197.
- Grant, R. (1987), “Multinationality and performance Among British Manufacturing Companies,” *Journal of International Business Studies*, 13 (3), pp. 79-89.
- Grinblatt, Mark and Matti Keloharju, “The investment behavior and performance of various investor types: A study of Finland’s unique data set,” *Journal of Financial Economics* 55 (2000), 43-67.
- Henry, Peter B. “Stock market liberalization, economic reform, and emerging market equity prices,” *Journal of Finance* 55 (2000), 529-564.
- 2006 WFE Annual Report, May 30, 2007, World Federal of Exchanges, Paris, France. <http://www.world-exchanges.org>,
- Kang Jun-Koo and Rene Stulz, “Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity

- ownership in Japan,” *Journal of Financial Economics* 46 (1997), 2-28.
- Khanna, Tarun, and Krishna Palepu, “Is group affiliation profitable in emerging markets?” *Journal of Finance* 55 (2000): 867-891.
- Khanna, Tarun, and Krishna Palepu. “Emerging market business groups, foreign investors, and corporate governance.” 1999. NBER working paper series 6955.
- Lin, Chihuang, and Cheng-Yi Shiu, “Foreign ownership in the Taiwan stock market-an empirical analysis,” *Journal of Multinational Financial Management* 13 (2003): 19-41.
- Lindenberg, Eric, and Stephen Ross, “Tobin’s q ratio and industrial organization” *Journal of Business* 54 (1981): 1-33.
- McConnell, John , and Henry Servaes, “Additional evidence on equity ownership and corporate value.” *Journal of Corporate Finance* 7 (2001): 235-256.
- Mitton, Todd. “A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis,” *Journal of financial Economics* 64 (2002): 215-241.
- Oxelheim, Lars, and Trond Randoy, :”The impact of foreign board membership on firm value,” *Journal of Banking and Finance* 27 (2003): 2369-2392.
- Pal, P. (2006), “foreign Portfolio Investment, Stock Market and Economic Development: A Case Study of India,” Working Paper submitted for the Annual Conference on Development and Change Mission: Promoting Development in a Globalized World, Sao Paulo, Brazil, November 18-20, 2006.
- Pekka, Yla-Anttila, Jyrki Ali-Yrkkö, and Martti Nyberg. “Foreign ownership in Finland-boosting firm performance and changing corporate governance,” The research institute of the Finnish Economy, Discussion paper no. 904, March 17, 2004.
- Qian, G. (1998), “Determinants of Profit performance for the largest US Firms 1981-92,” *Multinational Business Review*, 6 (2), pp. 44-51.
- Ruigrok, W. and H. Wagner, 2003, “Internationalization and Performance: An Organizational Learning Perspective,” *Management International Review*, 43(1), pp. 63-83.
- Ruigrok, W. and Wagner H. (2003), “Internationalization and Performance: An Organizational Learning Perspective,” *Management International Review*, 43(1), 63-83.
- Thomas, D.E. and Eden, L. Spring, (2004), “What is the Shape of the Multinationality-Performance Relationship?,” *The Multinational Business Review*, Vol. 12, No1.
- U.S. Department of State, “2006 INVESTMENT CLIMATE STATEMENT – KOREA,” <http://www.state.gov/e/eeb/ifd/2006/62360.htm>.
- Woidtke, Tracie, “Agents watching agents”evidence from pension fund ownership and firm value,” *Journal fo Financial Economics* 63 (2002): 99-131.
- Woidtke, Tracie. “Agents watching agents?: evidence form pension fund ownership and firm value.” *Journal of financial Economics* 63 (2002): 99-131.