

# 外資持股偏好與投資策略之研究

洪美琴、陳美玲

E-mail: 9509765@mail.dyu.edu.tw

## 摘要

本研究主要針對五個不同產業，以三因子模式與與投資策略對外資持股偏好進行分析探討研究期間內，外資的投資策略；以及檢測持股偏好與三因子之 值、規模、淨值市價比、投資策略之間是否存在長期均衡關係；且透過誤差修正模型，檢測當短期持股偏好偏離長期均衡時，本模型是否具有修正能力；並檢測是否存在因果關係；最後探討有無將投資策略納入考量之不同情境時，對持股偏好是否存在影響，並將實證結果加以整理，以試圖提出合理的解釋。其茲將實證結果歸納如下：1.整體而言，外資於各產業皆會參考前期的持股偏好採用順勢投資策略。2.外資的持股偏好與 值、公司規模、淨值市價比、投資策略，在各產業皆具長期均衡關係。3.在電子、金融、鋼鐵產業中外資持股偏好短期皆具修正能力。4.外資投資各產業之因果檢定結果發現，外資持股偏好單向領先 值的產業有金融及紡織產業，而在鋼鐵產業則是具有回饋效果。規模領先持股偏好的產業有電子、金融、鋼鐵產業。而淨值市價比領先持股偏好的產業僅有紡織產業。5.在各產業中， 值、投資策略對持股偏好影響大致上皆為不顯著，而規模皆是外資投資各產業時所優先考量因素之一，淨值市價比與外資持股各產業偏好無一致性。其研究結果發現有無將納入投資策略納入考量對持股偏好並不存在影響。

關鍵詞：外資；持股偏好；投資策略

## 目錄

封面內頁 簽名頁 授權書.....	iii	中文摘要.....	iv	英文摘要.....	v
誌謝.....	vii	目錄.....	viii	圖目錄.....	xi
表目.....	xii	第一章 緒論 第一節 研究背景與動機.....	1	第二節 研究目的.....	6
第三節 研究架構.....	7	第二章 文獻探討 第一節 外資定義與開放過程.....	9	一、外資定義.....	9
二、外資開放過程.....	10	第二節 外資持股偏好關係之相關文獻.....	13	一、三因子與股票報酬之相關文獻.....	15
二、三因子模式與外資持股偏好之相關文獻.....	19	三、產業類別與外資持股偏好之相關文獻.....	22	第三節 外資投資策略之相關文獻.....	23
一、順勢投資策略.....	24	二、逆勢投資策略.....	25	第三章 研究方法 第一節 研究期間與資料來源.....	27
一、研究期間.....	27	二、研究對象.....	27	三、資料來源及使用軟體種類.....	29
第二節 研究方法.....	29	一、單根檢定.....	30	二、模型最適落後期數.....	32
三、共整合檢定.....	32	四、誤差修正模型.....	35	五、Granger 因果關係檢定.....	36
第三節 實證模型.....	37	一、模型建立.....	37	第四章 實證結果分析 第一節 外資投資各產業之投資策略敘述統計分析.....	40
第二節 單根檢定結果.....	41	第三節 共整合檢定.....	43	第四節 誤差修正模型檢定結果.....	45
第五節 Granger 因果關係檢定結果.....	47	第六節 多變量?歸檢定.....	49	一、未納入投資策略對持股偏好影響之?歸分析.....	49
二、納入投資策略對持股偏好影響之?歸分析.....	51	第五章 結論與建議 第一節 結論.....	54	第二節 建議.....	57
一、對投資人的建議.....	57	二、對後續研究的建議.....	57	第三節 研究限制.....	57
參考文獻.....	59	附錄.....	66		

## 參考文獻

一、中文文獻 王毓敏 (1992)。係數穩定性分析 資本資產定價模式適用性之實證研究。淡江大學金融研究所碩士論文，未出版，台北。王月玲 (2003)。外資對台灣股市的影響。國立政治大學金融研究所碩士論文，未出版，台北。方文秀 (2004)。分量?歸在三因子模型的應用 以台灣股票市場為例。樹德科技大學金融保險研究所碩士論文，未出版，高雄。李春旺、劉維琪及高孔廉 (1989)。股價行為與規模效應:台灣股票市場實證研究。管理評論, 99-121。余招賢 (1997)。台灣股票市場風險、規模、淨值市價比、成交

量週轉率與報酬之關係。國立交通大學管理科學研究所碩士論文，未出版，新竹。杜幸樺（1999）。影響台灣股票報酬之共同因素與企業特性—Fama-French三因子模式、動能策略與交易量因素。國立中山大學企業管理研究所碩士論文，未出版，高雄。呂惠珠（2004）。利用外資的公開資訊採行動量策略之研究。朝陽科技大學財務金融系碩士論文，未出版，台中。沈育展（2002）。外資偏好投資之台灣上市公司特性 摩根台指之實證研究。淡江大學財務金融學系碩士論文，未出版，台北。林威宏（2004）。外資買賣訊息結合股價動量投資策略之探討。國立中興大學財務金融研究所碩士論文，未出版，台中。林盈課、黃麟翔、林佳興（2004，3月）。外資在台灣股市的量能操作、選股偏好與投資績效。現代財務論壇研討會論文集，全國大飯店，台中。林佳興（2004）。外資於危機事件期間是否改變在台灣股票市場之投資行為與績效。國立中興大學財務金融學系碩士論文，未出版，台中。林政勳（2004）。Fama-French三因子模式之實證研究 GARCH模型與分量?歸之應用。真理大學管理科學研究所碩士論文，未出版，台北。周賓凰、劉怡芬（2000）。台灣股市橫斷面報酬解釋因子:特徵、單因子、或多因子。證 券市場發展季刊，12（1），1-32。周舒屏（2004）。國際機構權益持股偏好成因之探討。國立政治大學財務管理研究所碩士論文，未出版，台北。施朝欽（2002）。國外法人機構持股偏好之研究。中國文化大學會計研究所碩士論文，未出版，台北。高妮璋（2000）。機構投資人持股偏好與績效之研究。國立中正大學會計研究所碩士論文，未出版，嘉義。翁寬（1995）。購併活動對股價行為與會計資訊之影響 以上市公司為例。東吳大學會計學系碩士論文，未出版，台北。翁英傑（1996）。自營商及外資之投資行為研究。輔仁大學金融研究所碩士論文，未出版，台北。許嘉惠（2001）。台灣股市橫斷面預期報酬與系統風險之再研究 報酬估計區間之影響。國立中正大學財務金融研究所碩士論文，未出版，嘉義。郭敏華、紀鈞中（2000）。亞洲金融風暴前後外資投資行為暨報酬差異之探討。管理評論，19（1）。張尊悌（1996）。貝它、公司規模及淨值市價比三因子評價模型之研究:以台灣股市為例。國立清華大學經濟研究所碩士論文，未出版，新竹。張桂鳳（1998）。外資買賣超訊息與股票報酬之研究。逢甲大學企業管理學系碩士論文，未出版，台中。陳安琳、李文智、葉仲康（2000）。系統風險與規模效果對股票報酬的影響。中華管理評論，3（4），1-14。陳柏助（2001）。台灣股票市場股票報酬之時間序列研究。國立政治大學國際貿易研究所碩士論文，未出版，台北。陳佳男（2002）。臺灣股票基金與外資法人之績效:DEA方法之應用。東吳大學商用數學系碩士論文，未出版，台北。陳櫻建（2002）。外資持股比率公司特性與公司價值。國立中正大學財務金融研究所碩士論文，未出版，嘉義。游智賢、賴育志（1999）。外資資訊領先地位之探討。中國財務學刊，7（3），1-26。黃懷慶（2000）。台灣股市三大機構投資人投資行為之實證研究。朝陽科技大學財務金融系碩士論文，未出版，台中。黃金蓮（2001）。台灣上市（櫃）企業財務績效與外資持股比例之關連性研究。國立中原大學會計學研究所碩士論文，未出版，桃園。湯慧玲（2001）。外國專業投資機構持股策略與投資標的財務屬性關聯性之研究。國立政治大學會計學系碩士論文，未出版，台北。雷雅淇（2000）。公司規模、股價、益本比、淨值市價比與股票超常報酬關係之實證研究。國立中央大學企業管理研究所碩士論文，未出版，桃園。劉亞秋、黃理哲、劉維琪（1996）。國內股市系統風險之探討。證券發展季刊，8（1），45-66。劉慧欣（1998）。外國機構投資人交易策略及交易行為對我國股市衝擊之研究。國立政治大學管理學系研究所碩士論文，未出版，台北。劉憶如（2004）。外資在台灣證券交易市場角色之研究。臺灣證券交易所委託研究。蔣秀乾（2002）。空頭市場下機構投資人個股鉅額買賣超之異常報酬。國立中興大學企業管理學系碩士班論文，未出版，台中。賴瀝纈（2005）。Fama-French三因子模型於台灣股市之實證研究。長庚大學企業管理研究所碩士論文，未出版，桃園。謝育慈（1999）。金融風暴前後外資投入股市之行為研究。國立中央大學財務管理研究所碩士論文，未出版，桃園。蕭雅尤（2000）。風險與預期報酬之橫斷面分析 台灣股市之實證研究。義守大學管理科學研究所碩士論文，未出版，高雄。

二、英文文獻 Arshanapali, B. J. D., & Larry, H. P. L. (1997). Common volatility in the industrial structure of global capital markets, *Journal of International Money and Finance*, 16, 189-209. Black, F. (1972). Capital market equilibrium with restricted borrowing. *Journal of Business*, 45, 444-455. Basu, S. (1977). Investment performance of Common Stocks in Relation to their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis. *Journal of Finance*, 32, 663-682. Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common Stocks. *Journal of Financial Economics*, 9, 3-18. Basu, S. (1983). The relationship between earnings yield, market value, and return for NYSE common stocks: Further evidence. *Journal of Financial Economics*, 12, 129-156. Badrinath, S. G., Kale, J. R., & Noe, T. H. (1995). On Shepherds, sheep, and the cross-autocorrelation in equity return. *The Review of Financial Studies*, 8, 401-430. Chan, L. K. C., Hamao, H. Y., & Lakonishok, J. (1991). Fundamentals and stock returns in Japan. *Journal of Finance*, 46, 1739-1764. Choe, H., Kho, B., & Stulz, R. (1999). Do foreign investors destabilize stock markets? the Korean experience in 1997. *Journal of Financial Economics*, 54(2), 227-264. DeBondt, Werner, F. M., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact. *Journal of Finance*, 40, 793-905. Evans, J. L., & Archer, S. H. (1968). Diversification and the reduction of dispersion: an empirical analysis. *Journal of Finance*, 23, 761-767. Fama, & French. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 47, 427-465. Franklin, F. L., & Peterson, D. R. (1995). The Effect of Size, Book- to-Market Equity, Prior Returns, and Beta on Stock Returns: January versus the Remainder of the Year. *Journal of Financial Research*, 129-142. Grundy, K., & Malkiel, B. G. (1996). Reports of beta 's death have been greatly exaggerated. *The Journal of Portfolio Management*, 36-44. Griffin, J. M., & Karolyi, G. A. (1998). Another look at the role of the industrial structure of markets for international diversification strategies. *Journal of Financial Economics*, 50, 351-373. Grinblatt, M., & Keloharju, M. (2000). The investment behavior and performance of various investor types: a study of Finland 's unique set. *Journal of Financial Economics*, 55, 43-67. Haugen, R. A. (1996). The Effects of Intrigue, Liquidity, Imprecision, and Bias on the Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Portfolio Management*, 8-17. Heston, S. L., Rouwenhorst, K. G., & Wessels, R. E. (1999). The role of beta and size in the cross-section of European stock returns. *European Financial Management*, 5, 9-27. Jun-Koo, K., & Stulz, R. M. (1997). Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan. *Journal of Financial Economic*. Kim, & Singal. (1994). *Opening up of Stock Markets: Lessons from and for Emerging Economics*. University of Michigan Press. Kim, W., & Shang-Jin, W. (2002). Foreign Portfolio Investors Before and During a Crisis. *Journal of International Economics*, 56, 77- 96. Karolyi, G. A. (2002). The Role of ADRs in the Development and Integration of

Emerging Equity Markets, Working Paper. Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economic and Statistics*, 47, 13-37. Lakonishok, Josef, Shleifer, A., & Vishny, R. (1994). The impact of institutional trading on stock prices. *Journal of Financial Economics*, 321, 23-43. Lee, Y., Lin, J., & Liu, Y. (1999). Trading Patterns of Big Versus Small Players in An Emerging Market: An Empirical Analysis. *Journal of Banking & Finance*, 23, 701-725. Lin, H. C., & Shiu, C. (2003). Foreign Ownership in the Taiwan Stock Market: An Empirical Analysis. *Journal of Multinational Financial Management*, 13, 13-41. Mukherji, S., Dhatt, M. S., & Kim, Y. H. (1997). A fundamental analysis of Korean stock returns. *Financial Analysts Journal*, 75- 81. Magnus, D., & Robertson, G. (2001). Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics. *Journal of Financial Economics*, 59, 413-440. Pantula, S. G., Gonzalez-Farias, G., & Fuller, W. A. (1994). A Comparison of Unit-Root Test Criteria. *Journal of Business & Economic Statistics*. Reinganum, M. R. (1981). Misspecification of capital asset pricing: empirical anomalies based on earning's yields and market values. *Journal of Financial Economics*, 9, 19-46. Richards, & Anthony. (2002). Big Fish in small ponds: The momentum investing and price impact of foreign investors in Asian equity markets, The Reserve Bank of Australia. Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19, 425-442. Solnik, & Bruno. (1996). *International Investment*. Addison-Wesley. Tole, T. M. (1982). You can't diversify without diversifying. *Journal of Portfolio Management*, 8, 5-11.