

A Study of the Interrelationships of the Asia-Pacific Region Among Foreign Investors, Stock Markets, and Foreign Exchange

陳韻如、陳美玲

E-mail: 9800844@mail.dyu.edu.tw

ABSTRACT

This study is to apply VECM model to analyze the relationship among the foreign institutional investors net buys-sells, stock indices, and exchange rates of five countries, Taiwan, Japan, South Korea, Thailand and the Philippines, in the Asia-Pacific region. It is to investigate if there is a long-term balanced influence among foreign institutional investors net buys-sells, stock indices, and exchange rates. Besides, by using vector error adjusting model, it is to investigate if our model has the capacity to modify a short-term vector deviating from the long-term balance, and if there is a cause and effect relationship in the deviation. This study is concluded as follows:

1. Wholly speaking, foreign investments in Taiwan, South Korea, Japan, Thailand and the Philippines tend to take advantages of momentum strategy.
2. The Test of Granger Causality among foreign institutional investors net buys-sells, and stock indices and exchange rates in the five Asia-Pacific countries reveals that, foreign institutional investors net buys-sells prefer Taiwan, Japan, South Korea, Thailand for their single leading stock index, and that foreign institutional investors net buys-sells prefer Japan, South Korea, for their single leading exchange rate. The stock index prefers Philippines for its single leading foreign institutional investors net buys-sells. Our study also shows that the cause and effect is neither Philippines existing between foreign institutional investors net buys-sells and exchange rate, nor Thailand.
3. Foreign institutional investors net buys-sells tend to have a long-term balanced relationship with stock index and the exchange rates in the Asia-Pacific region countries, including Taiwan, Japan, South Korea, Thailand and the Philippines.
4. The foreign institutional investors net buys-sells can be balanced by stock index and the exchange rates in three of the five Asia-Pacific countries have capabilities of short-term adjustment, including Taiwan, Thailand and the Philippines. while Japan and South Korea are not.

Keywords : foreign institutional investors net buys-sells、investors strategy、asia- pacific region、stock market、exchange rate

Table of Contents

中文摘要	iii
英文摘要	iv
誌謝辭	vi
內容目錄	vii
表目錄	ix
圖目錄	x
第一章 緒論	1
第一節 研究背景與動機	1
第二節 研究目的	5
第三節 研究架構與流程	6
第二章 文獻探討	8
第一節 外資定義之相關文獻	8
第二節 外資與股市相關之文獻	9
第三節 外資與匯率相關之文獻	12
第四節 外資與股市相關之文獻	14
第三章 研究方法	12
第一節 研究對象、研究期間及資料來源	19
第二節 單根檢定	20
第三節 因果檢定	22
第四節 共整合檢定	23

第五節	誤差修正檢定	28
第四章	實證結果	32
第一節	敘述性統計	32
第二節	單根檢定結果	34
第三節	亞太五國外資策略分析	36
第四節	因果關係檢定結果	36
第五節	共整合檢定結果	38
第六節	向量誤差修正檢定結果	39
第五章	結論與建議	43
第一節	研究結論	43
第二節	建議	44
參考文獻	45

REFERENCES

- 一、中文部分王月(2003)，外資對台灣股市的影響，國?政治大學?融研究所未出版之碩士?文。王毓敏，徐守德(1998)，亞洲股市間報酬與波動性外溢效果之研究，國家科學委員會研究彙刊，8(3)，450-460。史元慶(1970)，台灣證券市場股價指?與總體經濟變?之關?性實證探討，私?南華大學財務管?研究所未出版之碩士?文。田慧琦(1999)，外資買賣對短期市場之衝擊與長期績效，證交資料，441，13-19。江淑玲(2002)，外資是否主導亞太地區股市、匯市?，輔仁大學金融研究所未出版之碩士論文。江淑玲，蔡麗茹，陳秀淋(2003)，外資是否主導亞太地區股市、匯市?，2003現代財務論壇學術研討會，靜宜大學財務金融學系。江淑貞，蔡麗如與陳秀淋(2005)，外資買進、賣出與我國股市之關係 - 門檻共整合模型之驗證，淡江大學第二屆財務金融及財金未來學術暨實務研討會。何國誠(2004)，金融風暴前後亞洲四小龍與美、日間股匯市之整合性及相互關聯性，國立中興大學財務金融研究所未出版之碩士論文。李治平(1999)，亞洲金融風暴與國外機構投資人之行為與影響，國立台灣大財務金融學研究所未出版之碩士論文。李崇主(1997)，台灣地區股價、匯率與外資關聯性之研究，國立中興大學企業管理研究所未出版之碩士論文。?存修，歐雲?(1995)，外資與股市波動性關係之研究，基層?融，31，47-75。?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?融系未出版之碩士?文。吳貝芬(2006)，外資買賣超與成交量對台股報酬率與波動性之影響，南華大學財務管理研究所未出版之碩士論文。吳秀玲，陳建勳(2001)，東亞經濟分工趨勢之分析，經建會委託計畫，中華經濟研究院執行。吳執剛(2005)，外資證券投資與我國MSCI 指?之關係 MSCI指?的高低是造成外資進出股市的原因，國?中央大學產業經濟研究所未出版之碩士?文。宋亞靜(2006)，外資與摩根台指之關聯性探討 - 雙變量GARCH模型之應用，大葉大學事業經營研究所未出版之碩士?文。林于文(2003)，股價、匯價、利率傳遞效果之分析 - 多變量VAR-EGARCH的應用，逢甲大學經濟所未出版之碩士論文林基煌(2004)，東亞地區新興市場匯率與股價指數之關係 - 金融風暴前後的實證分析，中華管理學報，3-1，23-38。?盈課，?佳興，?丙輝(2005)，外資於危機事件期間之交?策?與投資績效，13 (1)，40-58。邱瑞文(2001)，北美自由貿易區與亞洲區域國家股價指數互動關係之研究，高雄第一科技大學金融營運研究所未出版之碩士論文。邱哲修，邱建良，李命志(1999)，貨幣政策對產出之不對稱效果臺灣實證研究，財稅研究，76-84。邱哲修，邱建?，蘇英谷(2001)，台灣匯?波動對股價報酬之影響，企銀季刊，24(4)，131-147。洪美琴(2006)，外資持股偏好與匯率之研究，大葉大學事業經營研究所未出版之碩士?文。柯永仁(2000)，外資與自營商買賣超?為對股價影響效果之探討。中央大學企業管?研究所未出版之碩士?文。施彥宇(2003)，外資對台灣股票報酬?之影響，中山大學財務管理研究所未出版之碩士?文。姜淑美，鄭婉秀，邱健?(2003)，外資交??為、股市及匯市動態關係之研究，風險管?學報，5(1)，45-64。徐守德(1999)，亞洲地區國際直接投資之決定因素，亞太管理評論，4(4)，369-383。徐孝堂(1995)，亞太地區金融市場整合之動態實證研究 - GARCH 模型之應用，國立台灣大學國際貿易學系未出版之碩士論文。徐政義(2004)，避險基金之操作策略、報酬與風險，12 (1)，27-52徐魁君(2002)，外資、匯?、??與臺灣股價關?及波動性之研究 - GARCH-VEC 模型之應用，臺?大學合作經濟研究所未出版之碩士?文。高志宏(2003)，台灣、日本、南韓股匯市相關性之實證研究-GARCH-in-Mean 模式之應用，東吳大學經濟學系未出版之碩士論文。黃立國(2000)，外資對台灣加權股價指數影響之研究，台灣銀行季刊，51(3)，21-39。黃聖棠(2004)，機構投資者對股票投資報酬影響之研究，國?中山大學企業管理研究所未出版之碩士?文。黃昭?(2005)，法人投資?為、成交?、與報酬可預測性 - 台灣股市順勢效應或反轉現象之再探，雲?科技大學企業管?未出版之博士?文。黃嘉興，許月瑜(1999)，外資對台灣股票市場的影響，台北銀行月刊，29(4)，58-71。陳超雄(1997)，外資引入不同期間對類股報酬之影響，國立中興大學企業管理研究所未出版之碩士論文。陳柏禎(2004)，台灣地區股價指數、匯率及外資買賣行為之研究，中國文化大學國際貿易學系未出版之碩士論文。陳正佑(2002)，台股動量策略與逆勢策略投績效之研究，國立中山大學財務管理研究所未出版之博士論文。陳?霖(2005)，政府預算赤字、資本淨?入與長期??的共整合關係 - 台灣地區之實證研究，國?中山大學經濟學研究所未出版之碩士論文。楊淑玲，陳獻儀，游智賢(2004)，交易強度、機構持股與機構投資人之交易行為，財務金融學刊，12(1)，41-72。郭瓊儒(2004)，引進外國專業投資機構對投資股市報酬及其風險之影響:台灣地區股價指?之實證分析(1990-2003)，朝陽科技大學企業管?系未出版之碩士?文。游智賢，姚瑜忠(2000)，台灣共同基金操作策略之研究，財務金融學刊，8(2)，49-76。游智賢，賴育志(1999)，外資資訊領先地位之探討，財務金融學刊，7(3)，1-27。游奕琪(2000)，台灣股市產業與價格順勢策略關聯性之實證研究，政治大學財務管理研究所未出版之碩士論文。張?娟(1998)，臺灣股市自營商及外資鉅額交?對股票報酬?之影響，企銀季刊，22(1)，101-114。張志?(2005)，國際資本移動與股匯市關?性之研究 - 台灣、南韓、印尼與泰國之個案，靜宜大學會計學系研究所未出版之碩士?文。游孝元(2000)，外資進出對國內股、匯市的影響，國立臺灣大學經濟學研究所未出版之碩士論文。楊景

惠(2003), 金融風暴的狙擊對美國與東亞各國股匯市之長、短期連動關係之研究, 國立成功大學高階管理研究所在職專班未出版之碩士論文楊踐為, 游淑禎(2003), Asymmetric Volatility: Pre and Post Asian FinancialCrisis, 管理學報, 20(4), 805-827. 楊踐為, 賴怡洵(2000), 美、日、港、臺股價資訊傳遞多元GARCH模式之研究, 證券櫃檯, 52(1), 37-52. 康信鴻, 溫晉慶(2000), 東亞各國外資、股價指數與匯率的相關性, 台灣經濟金融月刊, 36(8), 34-48. 董澍琦, 楊聲勇, 藍淑鳳(2005), 股票報酬與經濟成長 - 亞太新興國家之實證研究, 東海管理評論, 7(1), 47-68. 溫晉慶(1999), 東亞各國外資與股票市場、匯率市場的相關性, 國立成功大學企業管理研究所未出版之碩士論文。鄭麗惠(2001), 外資介入對股市現貨市場與指數期貨市場關聯性的影響 - 以香港、馬來西亞、台灣為例, 中山大學財務管理研究所未出版之碩士論文。鄭芳周(2006), 金融發展與外資開放對匯率的影響 - 台灣的實證研究, 朝陽科技大學財務金融系未出版之碩士論文。謝育慈(1998), 金融風暴前後外資投入台灣股市之行為研究, 國立中央大學財務管理研究所未出版之碩士論文。謝政能(1991), 台灣股市過度反應之研究, 中山大學企業管理研究所未出版之碩士論文。謝朝顯(1994), 追漲殺跌投資組合策略之實證研究, 台灣大學財務金融研究所未出版之碩士論文。劉祥熹, 李崇主(2000), 東亞主要國家股價與匯率關聯性之研究, 證券金融, 67(1), 1-33. 劉祥熹, 曾建國(2003), 共整合系統中隱含共同因子之估計與應用 - 亞太華人地區股市關聯性之分析, 企業管理學報, 56. 劉盈攸(2000), 產業對股市匯率之影響, 國立中央大學財務管理研究所未出版之碩士論文。劉憶如(2004), 外資在台灣證券交易市場角色之研究, 證券交易所委託研究。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, 國立政治大學企業管理研究所未出版碩士論文。黎明淵, 林修葺, 郭憲章, 楊聲勇(2003), 美、日股市巨幅波動下的股市連動效果 - 美國、日本與亞洲四小龍股市實證結果, 證券市場發展季刊, 1(15), 117-145. 歐雲蘭(1995), 開放外資對股價波動性之影響, 國立台灣大學財務金融研究所未出版之碩士論文。繆燕鷲(2002), 亞太地區貨幣政策與股市報酬之關聯性分析 - 以向量自我迴歸及共整合模型, 中原大學企業管理研究所未出版之碩士論文。聶建中, 林景春, 詹凱婷(2004), 兩岸三地股價聯動性研究, 輔仁管理評論, 11(2), 63-82。二、英文文獻Aghion, R., Bacchetta A. M., & Banerjee, F. (1999). On the Dynamic Relation Between Stock Prices and Exchange Rates. *Journal of Financial Research*, 19, 193-207. Brown, G., and Goetzmann C. R., & Park, D. (1998). Emerging Equity Market Volatility. *Journal of Financial Economics*, 43, 29-77. Chan, K. C. (1999). On the contrarian investment strategy. *Journal of Business*, 61, 147-163. Chan, S. K., Hameed, A., & Tong, W. (2000). Profitability of momentum strategies in the international equity markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, 153 – 172. Choe, H., Kho, B. C., & Stulz, R. M. (1998). Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? The Korea Experience in 1997. *Journal of Financial Economics*, 54, 227-264. De-Bondt, W., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact. *Journal of Finance*, 40, 793-805. Doong, S. C., Yang, S. Y., & Wang, A. T. (2005). The Dynamic Relationship and Pricing of Stocks and Exchange Rates: Empirical Evidence from Asian Emerging Markets. *Journal of American Academy of Business*, 7, 118-123. Engle, R. F., & Granger, C. (1987). Co-integration and error correction: representation, estimation and testing. *Econometrica*, 55, 251-276. Fama, E., & French, K. (1988). Permanent and temporary components of stock prices. *Journal of Political Economy*, 96, 246-273. Fama, E. F., & French, K. (1996). Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *Journal of Finance*, 51, 55-84. Fama, E. (1991). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 26(5), 1575-1617. Fong, W. M., Wong, W. K., & Lean, H. H. (2005). International momentum strategies: a stochastic dominance approach. *Journal of Financial Markets*, 8, 89-109. Friedman, M., & Schwartz, A. J. (1991). Money and Business Cycles. *Review of Economic and Statistics*, 30-64. Granger, C. (1969). Investigation Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods. *Econometrica*, 37, 424-438. Granger, C. (1983). An Introduction to Long Memory Time Series Models and Fractional Differencing. *Journal of Time Series Analysis*, 1, 15-29. Griffin, J. M., Ji, X., & Martin, J. S. (2003). Momentum investing and business cycle risk: *Journal of Finance*, 58, 2515 – 2548. 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. Hameed, A. & Kusnadi, Y. (2002), Momentum Strategies: Evidence from Pacific Basin Stock Markets. *Journal of Financial Research*, 25, 383-397. Hong, J. (2001). Information Flows Between Non-Deliverable Forward (NDF) and Spot Markets: Evidence from Korean Currency. *Pacific-Basin Finance Journal*, 9, 363-377. Huang, B. N. (2000). International Portfolio Flows and Security Markets, National Bureau of Economic Research Conference Report series. *Journal of Finance*, 58, 257-293. Huang, B. N., & Tong, W. (1994). Short-Run and Long-Run Dynamic Linkages among International Stock Markets. *International Review of Economics and Finance*, 5, 387-405. Ikeda, S. (1991). Arbitrage Asset Pricing under Exchange Risk. *Journal of Finance*, 46(6), 447-455. Jegadeesh, N. (1990). Evidence of predictable behaviour of security returns. *Journal of Finance*, 45, 881-898. Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency. *Journal of Finance*, 48, 65-91. Johansen, S., & Juselius, K. (1990). Testing Structural Hypotheses in a Multivariate Cointegration Analysis of PPP and UIP for UK. *Journal of Econometrics*, 52, 211-244. Johansen, S. (1991). Estimation and hypothesis testing of cointegration vectors in Gaussian vector autoregressive models. *Econometrica*, 59, 1551-1580. Johansen, S. (1998). Statistical analysis of cointegration vectors. *Journal of economic Dynamics and Control*, 12, 231-254. Karolyi, G. A. (2002). The Role of ADRs in the Development and Integration of Emerging Equity Markets. New York: Working Paper. Kraus, A., & Stoll, H. (1972). Price impacts of block trading on the New York Stock Exchange. *Journal of Finance*, 27, 569-588. Kim, W., & Wei, J. W. (2002). Foreign Portfolio Investors Before and During a Crisis. *Journal of International Economics*, 56, 77-96. Levy, R. (1967). Relative strength as a criterion for investment selection. *Journal of Finance*, 55, 2017-2069. Pantula, S. G., Gonzalez, F. S., & Fuller, W. A. (1994). A Comparison of Unit-Root Test Criteria. *Journal of Business & Economics Statistics*, 24, 1032-1068. Pan, M. S., Fok, R. C., & Liu, Y. A. (2007). Dynamic linkages between Exchange rates and stock prices: Evidence from East Asian markets. *International Review of Economics & Finance*, 16, 503-520. Poterba, J. M., & Summers, L. H. (1988). Mean reversion in stock prices: Evidence and Implications. *Journal of Financial Economics*, 22(1), 27-59. Salvatore, D. (2004). *International Economics*. New York: JOHN WILEY & SONS Company. Scholes, M. S. (1972). The Market for Securities: Substitution versus Price Pressure and the Effect of Information On Share Prices. *Journal of Business*, 45, 179-211. Solnik, B. (1984). Why

Not Diversity Internationally Rather Than Domestically. *Financial Analysts Journal*, 30, 48-54. Shleifer, A. (1986). Implementation cycles. *Journal of Political Economy*, 94(6), 1163-1190. Wang, L. R., & Shen, C. H. (1999). Do Foreign Investments Affect Foreign Exchange and Stock Markets: The Case of Taiwan. *Applied Economics*, 31, 1303-1314. Titman, L., & Wei, D. (2000). International Industry Momentum. *Journal of Asset Management*, 3, 124-141.