

「外人直接投資偏誤」之衡量與決定因素— 行為財務觀點

THE MEASUREMENT AND DETERMINANTS OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT BIAS(FDIB) – THE VIEW OF BEHAVIORAL FINANCE

古永嘉

國立台北大學企業管理學系教授

孫明德

國立台北大學企業管理學系博士候選人

Yeong-Jia Goo

Professor, Department of Business Administration

National Taipei University

Ming-Te Sun

Ph. D. Candidate, Department of Business Administration

National Taipei University

摘要

以往對於外人直接投資之研究，多以少數國家或地區為樣本為研究對象，探討經濟因素的影響，但對於直接投資為何在某些投資與被投資國組合中較為集中的現象與成因，則尚未加以探討。本研究參考行為財務之熟悉度偏誤觀點，建構「外人直接投資偏誤指標」並納入資訊成本及文化距離等因素，以 1993-2003 年間占全球投資金額 81% 前 16 大投資國與占全球 73% 之 31 大被投資國數據，利用縱橫資料迴歸模式透過跨國比較加以實證。研究結果發現，就整體樣本而言，直接投資偏誤主要受到地理距離及語言等資訊成本因素之影響，文化距離因素則並不顯著。其次，由於被投資國被設定角色不同，經濟變數之影響在本研究之大樣本影響結果與以往研究以小樣本不同，甚至因此呈現不顯著情況，此外，由於被投資國角色不同，金融投資的考量也無法全盤應用，上述研究成果可對現有直接投資理論加以補充外，由於本研究之樣本範

圍遠大於以往相關研究，也有效提高本項實證結果的可信度和參考價值。

關鍵字：多國籍企業、外人直接投資、行為財務、熟悉度偏誤、文化距離

ABSTRACT

Prior research that analyzed determinants of Foreign Direct Investment (FDI) mostly used economic factors as explanatory variables, but FDI which was centralized or dispersed couldn't be explained by these factors. Furthermore, samples were from few countries or regions. This research designed the "Foreign Direct Investment Bias (FDIB)" index by the Behavioral Finance view "Home Bias", used the Panel Data Regression Model, employed geographical distances, language and culture distance as the explanatory variables, and expanded sample countries/regions with data from the top 16 investing countries responsible for 81% of global investing and the top 31 host countries receiving investing 73% of total global investments during the period 1993-2003. Adopting the perspective of international comparison, firstly, this research found that countries' FDIB mainly considered the information cost of geographical distances and language variable rather than culture distance in the full model. The results support the direct investment theory and can influence future studies. Secondly, the impacts of the small or large models are different cause the role of destination countries. By the same reason, the FDI impact factor considerations are not the same as Portfolio investment.

Keywords: Multinational Business, FDI, Behavioral Finance, Familiar Bias, Culture Distance

壹、前言

自從中國大陸在 1978 年開始進行經濟上的「改革開放」後，台灣企業對中國大陸之外人直接投資¹ (Foreign Direct Investment, FDI, 以下簡稱直接投資) 快速增加，雖然這些直接投資帶動了台灣與中國大陸之間的貿易，讓一部分受到 1980 年代新台幣升值影響的企業尋找到新的低成本生產據點，但台灣內部對於企業對外的直接投資是否過於集中在中國大陸，也產生了不同的意見與爭論。持正面看法者認為，投資大

陸有利於台灣企業擴大經營規模，並進一步拓展國際市場；持反對看法者則認為投資過於集中於單一地區，將使得台灣企業投資風險提高。這些正反不同的意見雖然各有所本，但似乎欠缺了基於學術理論或實證數據的分析來支持其立場，也因此引起了本研究的興趣，希望能夠透過學術理論或實證研究的分析，探討直接投資的集中或分散是否能建立一個合適的指標，並且分析影響此一指標的因素，使上述問題能有更多理論。

回顧學術文獻，對於直接投資決定因素的相關研究相當多，理論與實證研究也由傳統投資理論逐步進展到近期的區位理論觀點，甚至是企業參與供應鏈的看法。早期對於直接投資的決定因素認為，投資國總體經濟條件惡化致使喪失競爭優勢，使得企業因而從事對外投資，如 Kojima (1973) 針對日本企業對外直接投資的研究中發現，日本企業主要受到低工資誘因所吸引，希望經由投資降低其生產成本維持其國際競爭力。其後有研究者考慮被投資國市場成熟程度，如 Tadesse and Ryan (2004) 就認為被投資國市場成熟程度，與其吸引的直接投資有著正向關聯，Janicki and Wunnava (2004) 則發現直接投資與經濟體大小、國家投資風險、勞工成本與貿易開放程度均呈現顯著正向關係。另外區位理論學者則強調地域因素之誘因，例如 Davidson (1980) 認為，地理距離愈近使管理和資訊的不確定性愈低，可減少監視成本並降低廠商間的風險，有利於增加直接投資，Axarloglou (2005) 則以美國的外商投資觀察，發現相對勞動生產力對於外商在美國投資區位的選擇具有影響。

觀察直投投資相關的研究，雖然在決定因素的討論上已有相當多的著墨，不過，這些直接投資理論幾乎都是以投資金額的多寡作為被解釋變數，如果要用來說明投資國投資於被投資國，是否較其他投資國有著更為集中或分散的現象，似乎尚無法作出有效的解釋。以台灣為例，外界常認為大陸低廉的生產要素成本或經濟快速發展下的市場潛力，是吸引台灣廠商投資的重要因素。但如果以低生產要素價格作為解釋變數，中國大陸的工資及土地價格未必低於東南亞國協的成員如越南、泰國、馬來西亞及印尼；如果以經濟發展潛力作為解釋理由，新興國家的經濟成長率也未必低於中國，何以台灣對這些國家或地區的投資仍無法與中國大陸相比？由此可見，現有投資理論以投資金額作為衡量指標，用經濟規模或生產要素價格等經濟類變數作為解釋直接投資流量的研究成果，若要用於探討投資集中或分散可能仍有其侷限，尚待進一步的研究來加以補充。

為解決現有直接投資理論多以投資流量或存量作為探討對象的侷限，進一步延伸至投資集中或分散現象的分析及其成因探究，本研究將行為財務理論之「熟悉度偏誤」(Familiar Bias) 觀點作為主要參考對象，「熟悉度偏誤」觀點認為投資人會因為熟

悉而使其投資組合未有效分散，例如美國研究結果顯示，許多美國基金經理人或投資者對其居住地附近地區之企業投資比重，遠高於於美國其他地區投資，而日本投資者也有類似行為。直接投資是否也如同金融投資一樣，由於「熟悉度偏誤」而可能使得投資相對集中？本研究將由此一觀點出發，經由合適的衡量指標設計，輔以國際比較的實證結果，對直接投資可能產生偏誤的影響因素加以分析，希望能將研究成果作為現有直接投資理論的補充。

綜合以上說明，本研究的主要目的是希望能經由行為財務理論之「熟悉度偏誤」觀點，補充現有直接投資相關理論不足之處，具體作法是經由相關指標的設計分析直接投資現況，並建立模型分析其可能的決定因素。由於直接投資數據並不如金融投資的完整，以往研究多以少數國家或地區作為樣本進行分析，其研究成果可能較為片面，在成果應用上有其局限。因此本研究計畫擴大樣本，以占全球投資金額 81%前 16 大投資國，以及占全球 73%之 31 大被投資國數據作為研究對象，期望透過樣本數的擴增能夠提高研究成果的可信度，並提出相關結論及建議供後續研究參考。

貳、文獻回顧

一、外人直接投資相關理論

早期 Caves (1971)；Dunning (1980, 1988) 等研究指出企業在給定的財務、知識與管理資源下，選擇以國際化形式極大化其預期利潤，其中跨越地理與文化距離的國際化活動包含貿易、授權、結盟、合資及直接投資。而傳統的直接投資理論認為，低成本生產要素是影響投資的主要因素，例如小島清 (Kojima, 1973) 以要素稟賦分析結合比較利益觀點，將國際貿易與直接投資整合，就日本企業 1960-1970 年對台灣及韓國投資數據分析後發現，日本企業主要受到低工資誘因所吸引，想經由投資降低其生產成本，維持其國際競爭力，其後續的研究歸納出直接投資主要涉及下列 4 種目的，分別是獲取自然資源、尋求低成本、尋求市場，以及生產銷售的國際化。

針對經濟因素的吸引力，後續許多研究透過不同國家作為樣本就經濟規模、被投資國特性等因素進行實證，例如 Daniels and Radebaugh (1998) 的研究顯示，當企業產能太小，無法達到足夠規模經濟來因應國內及國外市場的需求時，企業便會尋找其他更具規模的生產據點，除了生產更具規模經濟效益，市場規模也是企業考慮因素之一，Zhang (2000) 便指出，市場規模大小（以 GDP 來衡量）可吸引國外直接投資，

其原因在於跨國企業對於此被投資國市場將會有較高的期望獲利，因此無論就生產據點或銷售市場的角度而言，相對經濟規模較大將有利於吸引直接投資。Hong and Chen (2001) 則以中國大陸為例分析直接投資的吸引因素，其結果發現，經濟規模 (GDP) 與直接投資 (FDI) 呈現正向關係，而工資則對 GDP 呈負向關係。

除了經濟規模外，被投資國的開發程度及市場成熟度如何吸引直接投資，也引起了研究者的興趣，在被投資國的開發程度方面，Lall (1983) 以 1980 年代的印度、智利及阿根廷等開發中國家為例，分析開發中國家如何引進已開發國家的技術並加以學習吸收，進而提升其競爭力，Cantwell (1989) 則指出開發中國家除了吸引投資及技術外，亦由較為熟悉的周邊鄰國，進而向其他開發中國家開展對外直接投資，最後為獲取先進技術而轉向已開發國家進行投資。在市場成熟度部分，Tadesse and Ryan (2004) 為了解被投資國市場成熟度是否影響其出口及對外直接投資，便以日本在 1989-1999 年對 85 個不同國家的投資進行研究，其研究結果發現被投資國市場成熟程度與其吸引的直接投資有著正向關聯，而除了市場吸引力外，由於被投資國可成為投資國對內銷售及對外出口平臺，兩國間相對貿易也會有顯著的影響。除了市場成熟度外，Janicki and Wunnava (2004) 則以 1997 年歐盟 15 會員國、東協 8 國及待加入歐盟的國家作為樣本，探討其間直接投資的決定因素，發現直接投資與經濟體大小、國家投資風險、勞工成本與貿易開放程度均顯著呈現正向關係。

Axarloglou (2005) 針對赴美投資的直接投資進行研究，其結果發現相對勞動生產力對於外商在美投資區位的選擇具有影響，另 Degutis and Tvaronavičienė (2006) 以波羅的海之立陶宛及愛沙尼亞兩國作為研究對象，研究直接投資如何取代進出口，以及直接投資對經濟成長的貢獻，該研究採用的變數為被投資國國內生產毛額、對外貿易額、稅負、勞動成本及近 10 年的生產力等，研發發現勞動成本通常為投資國最早考量的因素，此外稅負因素也有顯著的影響。投資的另一個主要動機是為了促進商品進出口，在 Seo and Suh (2006) 的研究中，以韓國對東南亞 4 國的直接投資為樣本，使用固定效果的縱橫資料分析 1987-2002 年韓國企業的對外直接投資，其研究結果發現投資有利於韓國對被投資國家的出口。

除了實質面的經濟規模及成本因素外，投資國與被投資國間的相對匯率亦為較多文獻討論的影響直接投資因素，例如 Rugman (1979) 認為，廠商以直接對外投資的經營方式取代出口時，將可運用國際移轉定價 (International Transfer Pricing) 方式來調整流動性資產在不同貨幣區域的配置，藉由母公司與子公司的策略配合，降低因匯率波動造成廠商出口的匯率風險，甚至進一步利用匯率波動所產生的利益，獲取較出口經營模式更穩定的利潤。Brzozowski (2006) 則認為匯率穩定會對外人直接投資

產生影響，其研究結果發現，匯率的波動程度，尤其是名目匯率的波動，與直接投資的區位選擇有著負向關聯，也就是貨幣波動較少的國家，可吸引較多的直接投資，而歐洲貨幣聯盟的誕生使得該地區貨幣波動不確定性降低，也因此吸引了更多的直接投資。

經濟因素之外，地理區位及語言的差異在以往文獻中都對直接投資也有著重要的影響，其後與 FDI 相關之研究使用地理距離及語言差異等變數，作為文化差異、交易成本或資訊成本之代理變數，例如 Grosse and Trevino (1996)；Brainard (1997)，以及 Habib and Zurawicki (2002) 等。其原因如 Davidson (1980) 所指出的，地理距離愈近，管理和資訊的不確定性愈低，可減少監視成本並降低廠商間的風險。另外，地理距離可當作文化差異的代理變數，距離愈遠，投資與被投資國之文化外溢和趨同的力量愈弱，致使文化差異愈大，管理和資訊的不確定性愈高。Mariotti and Lucia (1995) 以義大利 1986-1991 年產業資料進行實證分析，該研究結果發現義大利所吸引的直接投資，其空間分布主要是受到資訊成本的影響，其研究結果認為外國人投資通常較本國人面對更多資訊不對稱的問題，因此，直接投資的多寡常反映了資訊成本的理性反應。

除了以地理距離及語言作為文化差異 (Culture Distance, CD) 的代理變數外，HofStede G. (2001) 就權力距離、個人或集體主義、陽剛或陰柔，以及不確定性規避等四個變數，進行文化距離的分析，Kim and Gray (2009) 便據此以韓國為例，分析文化距離如何影響在韓外商的企業所有權型態 (獨資或合資)，探討文化差異對跨國企業投資型態之取捨。而 Schwartz, Licht, and Siegel (2008) 則另以兩國間之平等主義 (egalitarianism) 距離作為文化差距的代理變數，加入相對國內生產毛額 (GDP)、相對人均國內生產毛額 (GDPPC)、租稅距離、共同語言、地理距離及法規距離等，探討其對直接投資的影響。

上述的理論分別由貿易、經濟規模、要素成本、匯率、地理因素及文化距離等角度進行影響直接投資之因素分析，不過其研究均是以投資數額作為被解釋變數，無法看出投資集中與分散的問題，且研究樣本多以單一國家或區域作為對象，成果應用可能較為侷限，因此，本研究接著探討行為財務理論之「熟悉度偏誤」的相關文獻，並進行直接投資理論的補充。

二、熟悉度偏誤定義與相關研究

在金融投資的行為財務理論中，「熟悉度偏誤」是指投資者由於對於某一投資地

區相對較為熟悉，造成其投資比重超出了由國際資本資產定價（ICAPM）模型所訂出之充分分散投資組合，如 Lewis（1999）或 Karolyi and Stulz（2002）的研究。French and Poterba（1991）的研究指出，美國股票市場在其研究期間之市場價值相當於全球股票市值之 47%，日本與英國則分別占全球股市比重之 26.5%及 13.8%，若依傳統投資組合理論，其投資配置應依其占全球股市比重以使投資組組合充分分散，但實證數據顯示，美國投資者擁有之股票投資組合中，高達 93%為美國股票，而日本投資者投資本國股票比重達 98%，英國投資者則為 82%。Lewis（1999）的研究也發現，美國投資者投資海外證券之最適權重約為 40%，因此美國投資者尚可透過分散至海外之投資而獲益。

上述研究僅觀察到「熟悉度偏誤」的現象，而其效應發生的成因，早期研究者認為是由於各國政府對國際資本流動限制、外國租稅以及交易成本等限制性因素而生。但近期許多研究並未支持上述論點，例如 Cooper and Kaplanis（1994）的研究結果認為未被觀察到的成本，例如資訊成本才可能是其中的關鍵。Tesar and Werner（1995）研究以非本國居民持有證券之週轉率高於其在本國市場週轉率觀察，認為交易成本可能並非其海外投資之重要考量因素。

後續研究針對資訊成本進一步加以研究並得到更多的成果，例如 Brennan and Cao（1997）研究發現外國投資者主要面對的是資訊不對稱所產生的不利狀況。Kang and Stulz（1997）針對日本投資者進行調查發現，資訊成本是國際投資組合主要影響因素。Coval and Moskowitz（1999）研究美國本土持有之投資組合發現，美國投資者多投資於離其居住地較近的企業，他們認為這是由於投資者易於取得當地企業之資訊。經由這些研究成果的歸納後發現，「熟悉度偏誤」效應之可能成因中，資訊成本才是重要影響關鍵因素。

綜合上述直接投資與行為財務相關理論，本研究觀察到傳統投資理論雖然列出了許多影響直接投資決策的因素，但對於直接投資為何在某些國家的投資組合中會產生集中或分散的現象並未加以分析說明，此點應有待新的理論與實證研究加以補充。其次，在間接投資的文獻中顯示出，由於資訊成本問題，使得投資人對於其本國市場具有強烈的偏好，亦即有所謂的「熟悉度偏誤」效應存在，因而造成投資集中或分散不足的現象，若此一觀點若能應用於直接投資領域之研究，應可補充前述之現有理論解釋尚有不足之處。因此本研究用以衡量其對直接投資偏誤的影響。因此，本研究經由研究架構與研究設計進一步探討直接投資是否如同間接投資一般，由於受到資訊成本的影響，而發生所謂「熟悉度偏誤」的情形，並提供相關建議提供給政府經貿部門、學術機構以及企業實務應用之參考。

參、研究架構與研究設計

一、「外人直接投資偏誤」衡量指標建構

根據本研究之研究目的說明及相關文獻可知，由於直接投資並不像間接金融投資一樣，可以採用國際資本資產定價（ICAPM）推導並估計出各國資本市場充分分散之最適權重，但若無此一指標，研究若只著重於投資流量及存量變化，則無法進一步分析集中或分散的偏誤程度。為此，本研究參考 Swiston (2005) 於國際貨幣基金（IMF）所提之「本國偏誤」(Home Bias, HB) 及「外國投資人偏誤」(Foreign Investors' Bias, FIB) 兩項指標的定義及衡量方式作為理論基礎，再依直接投資與金融投資的差異性設計合適的指標。其中「本國偏誤」係指在極大化國際風險分擔 (International Risk Sharing) 的假設下，考量到本國金融市場與全球金融市場之相對規模，可採用(1)式對本國投資人的投資偏誤加以衡量：

$$HB = \left(\frac{A^*}{A} \right) / \left(\frac{W-D}{W} \right) \quad (1)$$

式(1)中 A^* 代表本國所持有的外國資產， A 代表本國所持有的所有資產， D 代表本國金融市場的規模， W 代表全球金融市場的規模。式(1)分子是衡量在該國的投資組合中，本國投資者持有外國資產所占的比重，分母則為風險充分分散下之應有比重。假如公式計算出的結果為 0，即表示該國並未持有任何外國資產，資產並未充分分散，此時偏誤值最大，但如計算出來的結果為 1，則表示該國的投資組合與風險充分分散之應有比重相等，此時偏誤值最低。若進一步以 L^* 代表外國投資人所持有的本國資產取代式(1)之 A^* ，則可衡量出外國投資人針對某一特定國家所表現出的特定偏誤，稱為外國投資人偏誤 (FIB)，如式(2)所示：

$$FIB = \left(\frac{L^*}{A} \right) / \left(\frac{W-D}{W} \right) \quad (2)$$

針對外國投資人對某國金融投資之偏誤程度指標，Bertaut and Kole (2004) 認為，國際資本資產定價（ICAPM）模型的重要涵義並非單指投資組合的權重，而是投資組合相對於全球資本市場相對比重的概念，因此提出式(3)對外國人投資偏誤進一步加以衡量：

$$W_x^y = S_x^y / \left(\frac{MC_y}{\sum_y MC_y} \right) \quad (3)$$

式(3)之分子 S_x^y = (X 國持有 Y 國權益證券 / X 國持有的總投資組合) 且 $X \neq Y$ ，而分母 $MC_y / \sum_y MC_y$ 則為 Y 國資本市場占全球市場的比重，若某一投資國持有 58% 的美國證券在其投資組合中，而美國權益市場占全球市場之比重為 58%，則此一比率為 1，如果小於 1 代表此一投資組合相對較為分散，大於 1 則表示過於過度集中於美國權益證券。因此，本研究應用此一概念，以投資國投資於被投資國相對於世界各國對被投資國之相對比重作為「外人直接投資偏誤」(Foreign Direct Investment Bias, FDIB) 之衡量指標，並定義為式(4)所示：

$$FDIB_i^j = \left(\frac{FDI_i^j}{FDI_i} / \frac{FDI_j}{FDI_w} \right) \quad (4)$$

式(4)之分子為 i 國對 j 國的投資額與同時期 i 國對外投資總額之比率，其中 $i \neq j$ ，換言之，即為 i 國於對 j 國投資占其對外投資之比率，而分母則為同時期，世界各國對 j 國投資額占各國投資總額之平均比率，此一指標計算所得結果隱含著 i 國對 j 國的投資額與同時期 i 國對外投資總額之比率對世界各國對 j 國投資額占各國投資總額之平均比率之相對倍數，此一指標若為 1 (倍)，表示 i 國投資於 j 國比率與世界各國投資於 j 國比率相同，若小於 1 (倍)，代表 i 國投資 j 國比率小於各國投資於 j 國比率，大於 1 (倍) 則表示 i 國投資 j 國比重高於各國平均比率，有較為集中的現象，就此指標可觀察直接投資是否產生直接投資偏誤，並可進行偏誤大小之比較。

二、變數設計與研究架構

在建構出外人直接投資偏誤之衡量指標後，本研究為分析影響其發生偏誤之可能成因，採用經濟及資訊成本兩類變數據以設計研究架構，在經濟變數的採用上，本研究參考以往文獻中關於影響直接投資成因之相關變數，如國內生產毛額、人均國內生產毛額、貿易出口及進口、實質有效匯率等，在資訊成本及文化差距的衡量部分，則採用地理距離、語言差異，以及 Hofstede 的文化距離變數作為代理變數，以下分別說明之。

(一) 經濟變數

在實證模式的變數設計部分，本研究之被解釋變數為投資國投資於被投資國相對於世界各國對被投資國之相對比重－「外人直接投資偏誤」，在解釋變數部分，參考前述文獻中所討論的經濟變數，本研究以國內生產毛額、人均國內生產毛額、貿易出口及進口、實質有效匯率等作為經濟類的解釋變數。

1. 相對國內生產毛額（GDP）

投資國和被投資國間相對國內生產毛額具以代表兩國間之相對市場大小，由於投資國企業赴國外直接投資時，會著眼於被投資國市場的大小，以利產品的銷售，因此一國的國內生產毛額較大，代表了其潛在市場較投資國大。因此本研究提出被投資國相對投資國之國內生產毛額比率，應與直接投資偏誤具有正向關係。

2. 相對人均國內生產毛額（GDPPC）

除了被投資國的市場因素考量外，部分研究認為從事製造外銷的企業會選擇工資較低的國家設廠生產出口，特別是對勞力密集的製造業而言，由於各國工資資料不易獲得，而經濟發展程度較高的國家，其人均國內生產毛額較高，並進而帶動其工資水準，本研究以被投資國對投資國的相對人均國內生產毛額作為衡量兩國相對工資之代理變數，認為一國工資率提高會提高該國生產成本，進而降低該國所吸收到的直接投資額，反之則會吸引到較多的外商投資，會導致相對人均國內生產毛額與和直接投資偏誤間呈現負向關係。

3. 相對出口及進口（EXPO/IMPO）

除了市場及要素成本外，國際直接投資另一項重要的決定因素為貿易，由以往文獻中可看出，貿易帶動投資，並進一步再帶動更多貿易機會。因此被投資國相對於投資國貿易量愈大，代表投資國企業在被投資國的進出口市場上能獲得更多的貿易機會，故本研究納入相對出口及相對進口兩項變數，在相對出口部分，當投資國企業考慮利用被投資國較低的生產成本或取得其對第三國之出口配額時，則將增加投資，使得出口與直接投資呈現互補關係，反之亦然；在進口部分，當投資國考慮繞過被投資國之關稅障礙或欲減少運輸成本時，進口與直接投資呈現替代關係，因此本研究提出被投資國相對投資國之出口與直接投資偏誤間呈現正向關係，被投資國相對投資國之進口則與直接投資偏誤間則為負向關係。

4. 相對匯率 (EXCH)

相對匯率的變動，藉由實質面及金融面影響直接投資規模，在實質面由於貨幣價值相對變化，使得各國間貿易條件改變，使得進、出口受到影響，當被投資國貨幣貶值，對其出口有利但進口不利，反之亦然；但在金融面，相對匯率變動直接造成兩國間實物資產和金融資產價值的相對變動，若被投資國匯率的相對貶值，會使得投資國廠商的資產價值隨之降低，投資國直接投資將趨於保守而減少，反之，若預期被投資國匯率相對升值，投資國企業則可能考慮投入資產之升值利益而增加投資，因此本研究提出被投資國相對投資國之匯率，與直接投資偏誤間正、負向關係均有可能產生。

(二) 資訊成本變數

除了經濟變數外，由於本研究提出「熟悉度」會造成直接投資的偏誤，而「熟悉度」則可經由資訊成本加以衡量，在文獻中討論 FDI 時，將地理距離及語言的接近程度作為文化差異、交易成本或資訊成本的代理變數，如 Brainard (1997)、Grosse and Trevino (1996)、Habib and Zurawicki (2002)，以及 Schwartz et al. (2008) 等，本研究在此將資訊成本以地理距離及共同語言作為代理變數，據以衡量其對直接投資偏誤的影響。

1. 地理距離

地理距離的遠近影響了企業的交易、資訊及投資後的管理成本，而 Davidson (1980) 及 Mariotti and Lucia (1995) 的研究更指出，地理距離的接近，能夠減少訊息和管理上的不確定性，減少監視成本並降低廠商的風險，可以用來作為兩國文化差異的替代變數，距離越遠，國與國之間文化的差異越大，代表資訊和管理上不確定性愈高。因此，本研究提出投資國與被投資國間之地理距離與直接投資偏誤間，存在著負向關係。

2. 共同語言

本研究第二項衡量交易及資訊成本之變數為語言文字的相同程度，若兩國間語言文字不同，企業在兩國間用不熟悉的語言溝通，不僅必須翻譯而花費時間及金錢，也容易因為用詞差異而導致曲解溝通內容，因此語言相同不僅使得溝通的資訊成本降低，也讓被投資國各項政令法規易於了解，子公司營運及財務報告容易閱讀，這些使投資國企業投資之溝通協商及監督管理成本較低，投資後也便於進行各項管理工作，這些都將使得資訊成本有效降低，可吸引語言相同投資國企業更多的直接投資，因此，本研究提出投資國與被投資國若使用相同語言，直接投資偏誤將較使用非相同語

言之國家高，即語言相同程度與直接投資偏誤間存在正向關係。

(三) 文化距離變數

Hofstede (2001) 就權力距離、個人主義、陽剛程度以及不確定性規避等四個變數，進行文化距離的分析，其衡量方式係透過問卷調查給予不同國家評分，在 Hofstede (2001) 的分析中，分數愈高的國家代表愈趨向高的權力距離、個人主義、陽剛和高不確定性規避，反之若分數愈低，則該國趨向較低的權力距離、集體主義、陰柔及低不確定性規避，以下分別就各變數之定義、內涵及其與直接投資偏誤間之關係加以說明。

1. 權力距離

Hofstede (2001) 將權力距離 (Power Distance) 定義為該國接受權力分配之平均程度，表現為不同國家之對上級之權威服從與下級順從之關係，高權力距離文化的國家對於上級服從程度高，成員避免對上級進行批評；反之，低權力距離文化的國家，上級與下級間的距離較不明顯。當投資國企業進行投資決策考量時，若被投資國之權力距離與之愈相近，其管理制度的移轉與建立將較權力距離遠的國家更為容易，無須經過大幅調整，反之，若兩國間權力距離差距大，則可能使得母國管理制度必須進行調整，方得以適用於被投資國。因此，本研究在此提出，投資國與被投資國之權力距離相近，其直接投資偏誤將較權力距離遠之國家高，即權力距離的差距與直接投資偏誤之間存在負向關係。

2. 個人或集體主義

在個人或集體主義 (Individualism-Collectivism) 部分，Hofstede (2001) 將之定義為不同國家著重個人或群體之組織概念，偏向個人主義的國家則較為重視個人成就，並不會因為對於組織的合作或在組織中的地位，而受到其他組織內成員的接受與肯定，而偏向集體主義的國家重視團體，集體的利益則凌駕於個人之上。此一因素對於投資國企業投資決策之影響在於，當被投資國文化較投資國更傾向不同個人或集體主義觀念時，投資國除了必須設計符合相應適合的管理制度外，由於兩國間對於組織觀念差異較大，投資國企業必須花費較多成本於組織結構的設計與調整上，相反的，若兩國間對於組織觀念的差異小，上述問題便較不易發生，組織結構的調整成本也得以有效降低。因此，本研究在此提出，投資國與被投資國重視個人或集體之組織觀念愈相近，其直接投資偏誤將較組織觀念差異大的國家為高，反之則偏誤程度愈小，意即個人或集體主義之組織觀念差距與直接投資偏誤間存在負向關係。

3. 陽剛或陰柔

陽剛或陰柔（Masculinity-Femininity）是指一國文化偏向堅持獨斷抑或為中庸柔和，陽剛文化國家之價值觀鼓勵競爭、具有企圖心，以及積極表達自我，在工作態度上著重成就與實質收益等理性層面；反觀陰柔文化國家則注意公共利益，行為表達也較為內斂與保守，其工作態度著重於人性關懷、工作環境，以及工作時間等感性層面。此一因素使得投資國企業投資時必須同時考量企業內外部的因素，若投資國偏向重視關懷與和諧的陰柔文化，而被投資國文化偏向陽剛著重績效與競爭，則兩者經營理念的差距可能削弱了被投資國員工的積極程度，反之，若投資國文化偏向陽剛，卻未能在管理上顧及陰柔文化國家注重公共利益與公司內部的感性層面，則可能招致被投資國員工、工會或主管機關的反對，致使經營績效不如預期。因此，本研究在此提出，投資國與被投資國陽剛或陰柔程度愈相近，其直接投資偏誤將較差距大的國家為高，反之則偏誤程度愈小，意即陽剛或陰柔文化之差距與直接投資偏誤間存在負向關係。

4. 不確定性規避

不確定性規避（Uncertainty Avoidance）是指對未來可能發生事件之不安及擔憂程度，高度不確定性規避的國家對於未來任何不確定因素都嘗試加以控制，降低其不確定性及模糊程度；反之，低不確定性規避國家則對其未來不確定因素的控制意圖較低。對於跨國投資而言，風險掌握較本國投資更加困難，因此，不確定性規避對於投資決策具有相當程度的影響，當低不確定性規避文化之投資國，投資於具高度不確定性規避文化之被投資國時，可能必須花費較在不確定性低的國家更高的資訊成本，來符合當地經營企業所需的風險規避需求，反之，當具高不確定性規避文化國家，投資於低不確定性文化之國家時，由於被投資國文化相對較不著重風險控制與規避，將可能因此減少投資國企業之投資意願。因此，本研究在此提出，投資國與被投資國不確定性規避程度愈相近，其直接投資偏誤將較差距大的國家為高，反之則偏誤程度愈小，意即不確定性規避程度之差距與直接投資偏誤間存在負向關係。

三、研究樣本及資料來源

在本研究所採用樣本之資料來源中，主要來自於聯合國貿易暨發展委員會（United Nations Conference on Trade and Development, UNCTAD）之「世界投資指南」資料庫，該機構指出，各國間的直接投資由於標準及範圍不同，常存在著投資與被投資國之間的差異，UNCTAD 曾以部分投資與被投資國 2003-2004 年數據針對其投資數據差異加以分析，如表 1 所示。在 57 個被投資國中有 46 個國家數據包含了權益資本、盈餘再投資及其他資本，有 8 個國家不列入盈餘再投資，3 個國家不列入其他資本；而在 69

個投資國中，有 39 國列入所有項目，5 個國家不計入權益資本、盈餘再投資有 13 國不列入，12 個國家不列計其他資本。比較表 1 可以看出，投資流出國數據中排除了較多與直接投資定義可能產生爭議的項目，例如權益資本項下包含了為取得被投資國企業股權或併購所投入的資金，在其他資本則包含了透過債權投入的資金，這些項目究係屬於直接投資還是金融投資仍有爭議，另盈餘再投資則並無實際資金的流出或流入，因此兩者相較之下，以投資流出國的數據較接近直接投資定義。

除了表 1 所示，投資國數據較為貼近直接投資定義外，另由於本研究主要目的是探討熟悉度偏誤對直接投資的影響，因此採用投資國數據較符合所需。另過去對於直接投資的研究多以少數國家為研究標的，本研究力求研究資料的最大涵蓋範圍比率，以求最接近實況之估計值。在剔除資料不完整國家後，投資國選取 16 國，分別為美國、英國、瑞士、瑞典、西班牙、挪威、荷蘭、日本、德國、法國、丹麥、澳洲、奧地利、加拿大、台灣及韓國，在聯合國的直接投資統計中，16 國合計占全球對外投資比重達 81%。被投資國樣本則選取 31 國，包含美國、英國、中國大陸、德國、比利時、法國、荷蘭、西班牙、加拿大、香港、巴西、瑞典、墨西哥、愛爾蘭、新加坡、澳洲、丹麥、義大利、瑞士、阿根廷、波蘭、日本、馬來西亞、芬蘭、智利、奧地利、韓國、匈牙利、捷克、俄羅斯及印度，在聯合國統計中合計占全球被投資額比重之 73%。

上述投資與被投資國直接投資數據除台灣及韓國外，均取自聯合國貿易暨發展委員會之「世界投資指南」資料庫，而台灣與韓國資料則分別取自政府網站，台灣為經濟部投資審議委員會統計年報，韓國則為韓國央行（The Bank of Korea, 2009, BOK），樣本期間為 1993-2003 年。解釋變數之相對國內生產毛額、相對人均國內生產毛額、相對出口、相對進口，以及相對實質有效匯率資料則取自國際貨幣基金（IMF, 2008）之經濟數據資料庫。在地理距離及語言變數來源部分，本研究定義兩國間地理距離為兩國首都間距離，此部分資料可由 INDO（2008）網站計算取得，而語言資料則整理自中華民國外交部（2009）網站「外交資訊」，文化距離之各項分數則取自 ITIM（2010）網站，以被投資國相對於投資國之分數比率表示之，實證變數說明如表 2 所示。

表 1 外人直接投資數據組成差異（2003-2004 年）

項目	投資流入				投資流出			
	全部包含	部分國家排除項目			全部包含	部分國家排除項目		
		權益資本	盈餘再投資	其他資本		權益資本	盈餘再投資	其他資本
國家數	46	0	8	3	39	5	13	12

資料來源：United Nations Conference on Trade and Development（2009），UNCTAD

表 2 實證變數設計與說明

序號	中文說明	代號	變數意義	資料來源
1	外人直接投資偏誤	FDIB	投資國投資於被投資國相對於世界各國投資對被投資國之比重	UN, World Investment Directory
2	相對國內生產毛額	GDP	衡量被投資國潛在市場相對規模	IMF, The World Economic Outlook Database
3	相對人均國內生產毛額	GDPPC	相對工資水準	
4	相對出口	EXPO	相對出口水準	
5	相對進口	IMPO	相對進口水準	
6	相對匯率	EXCH	相對貨幣匯率	
7	地理距離	GEOD	衡量訊息和管理上的不確定性	http://www.indo.com/
8	語言	LANG	交易及資訊成本之代理變數	中華民國外交部「外交資訊」
9	權力距離	PDI	被投資國相對投資國接受權力分配態度之差異程度	http://www.geert-hofstede.com/
10	個人/集體主義	IDV	被投資國相對投資國偏向個人或集體主義之差異程度	
11	陽剛/陰柔	MAS	被投資國相對投資國偏向陽剛或陰柔文化差異程度	
12	不確定性規避	UAI	被投資國相對投資國對未來事件不確定規避之差異程度	

四、資料分析及檢定模式

本研究在進行正式檢定前，首先以偏相關觀察各變數間的單變量關係，其次就主要應變數－外人直接投資偏誤之分布作初步分析，接著以單變數差異檢定變數是否有差異，就本研究所提之主要區隔變數語言差異及是否為已開發國家，就這些變數分群探討群組間 FDIB 的平均數及中位數是否有顯著差異，在平均數部分採用 t 檢定及 ANOVA 檢定，中位數則採用 Wilcoxon/Mann-Whitney 及 Kruskal-Wallis 檢定。接著以變異數膨脹因子 (Variance Inflation Factor, VIF) 檢定自變數是否存在共線性問題，若 VIF 值小於 10 時，表示共線性問題並不嚴重，若大於 10，則表示該變數與模型間其他自變數間存在共線性問題，將刪除該變數以降低自變數間之共線性程度。

在進行迴歸分析時，本研究採用 White 檢定就不同被投資國是否存在異質變異情形加以檢驗，並以 Durbin-Watson 統計量檢定縱橫資料之樣本是否具自我相關 (Bhargava, Franzini, & Narendranathan, 1982)。在正式檢定估計模式選擇上，傳統迴歸分析法多半以橫斷面 (Cross Section) 或時間數列 (Time Series) 資料為主要對象，而本研究主要目的是探討各投資國及被投資國之投資比率差異可能成因，並進一步探討個別投資國的影響因素，因此採用結合時間序列與橫斷面兩者之縱橫資料 (又稱追蹤資料) 迴歸模式進行分析 (黃台心, 民 94)。

(一) 固定效果或隨機效果之模式選取

縱橫資料迴歸模式主要分為無個體影響的固定係數模式、不同截距及不同迴歸係數等三大類，縱橫資料迴歸模式中截距項不同則可能來自於固定效果模式 (Fixed Effect Model)，也可能是由於截距項本身為隨機變數，而必須採用隨機效果模式 (Random Effect Model)，因此在估計模式之前必須先決定截距項之型態，本研究採用 Hausman (1978) 提出之檢定方式進行估計與選取適當模式，其統計檢定量表示如式(5)所示：

$$H = (\delta_{FE} - \delta_{RE})' [A \text{var}(\delta_{FE}) - A \text{var}(\delta_{RE})]^{-1} (\delta_{FE} - \delta_{RE}) \quad (5)$$

(5)式中 δ_{FE} 表固定效果模型估計式， δ_{RE} 表隨機效果模型估計式，H 為卡方值，若檢定結果不拒絕個別效果與解釋變數間無相關之虛無假設，則使用隨機模式，反之則使用固定效果模式。

(二) 縱橫資料迴歸模式及多餘變數檢定

在決定固定或隨機效果模式後，本研究就經濟變數、資訊成本變數（地理距離及語言），以及文化差異變數（權力距離、個人或集體主義、陽剛/陰柔，以及不確定規避）等變數納入模式並加以比較，模式表示如(6)式所示：

$$FDIB_i^j = \beta_{0i} + \beta_1 + \beta_2 GDP_i^j + \beta_3 GDPPC_i^j + \beta_4 EXPO_i^j + \beta_5 IMPO_i^j + \beta_6 EXCH_i^j \\ + \beta_7 GEOD_i^j + \beta_8 LANG_i^j + \beta_9 PDI_i^j + \beta_{10} IDV_i^j + \beta_{11} MAS_i^j + \beta_{12} UAI_i^j + \varepsilon_i \quad (6)$$

在(6)式中， $FDIB_i^j$ 為第 i 國對 j 國直接投資之「外人直接投資偏誤」， GDP 為相對國內生產毛額， $GDPPC$ 為相對人均國內生產毛額， $EXPO$ 及 $IMPO$ 分別為相對出口與相對進口， $EXCH$ 為相對匯率， $GEOD$ 為各國首都間之地理距離， $LANG$ 則為語言相同與否之虛擬變數，語言相同者為 1，不相同則為 0， PDI 表相對權力距離， IDV 表個人或集體主義， MAS 代表陽剛或陰柔， UAI 則代表不確定規避程度， β_{0i} 為各國家的個別固定效果截距項， β_1 及 ε_i 則為共同截距項及模式殘差。由於地理距離及語言並不隨時間而變化，因此本研究並不考慮時間效果，另為進一步分析納入資訊成本及文化差異變數是否對此一模式解釋能力有所貢獻，本研究採用 Wooldridge (2002) 之多餘變數檢定 (Redundant Variables Test)，若檢定統計量之 F 值能有效拒絕新增兩變數為多餘變數之虛無假設，則表示增加之變數對模式解釋能力有其貢獻，即考慮資訊成本及文化差異之完整模式對「外人直接投資偏誤」將更具解釋能力。

肆、實證結果

一、研究樣本及主要變數敘述統計

(一) 變數敘述統計及偏相關分析

為對採用樣本進行初步觀察，本研究首先將各研究變數之敘述統計值整理如表 3 所示，外人直接投資偏誤 ($FDIB$) 之簡單平均值為 1.50，其中部分樣本值由於在部分期間出現投資盈餘大量匯回或投資返還投資國的情況，因此產生負值。其餘以倍數表示的經濟變數中，相對國內生產毛額 (GDP)、相對出口 ($EXPO$)、相對進口 ($IMPO$) 及相對匯率 ($EXCH$) 平均值均大於 1，相對人均國內生產毛額 ($GDPPC$) 平均倍數

則小於 1 為 0.78 倍。在地理距離 (GEOD) 及語言 (LANG) 變數中, 相對地理距離平均為 6.69 (千公里), 語言相同者為 1, 不同者為 0, 平均值為 0.13。在文化差異部分, 被投資國相對投資國之權力距離 (PDI) 平均值為 1.63 倍, 相對個人或集體主義 (IDV) 平均值則在四個文化距離變數中最低為 1.12 倍, 陽剛或陰柔 (MAS) 之平均數及標準差均為四個變數中最大者, 其最大值為 19.00 倍, 最小者為 0.05 倍, 而不確定性規避 (UAI) 則為標準差最小者, 其標準差為 0.76 倍, 樣本觀察值為 5,291 筆資料。

就各研究變數之偏相關係數進行初步觀察, 如表 4 所示, 由於相關係數僅適用於數值變數, 語言為虛擬變數, 因此不列入進行相關估計, 就主要應變數之外人直接投資偏誤 (FDIB) 而言, 與其有較顯著相關性者為地理距離 (GEOD), 兩者呈現負相關, 在其他自變數間, 以相對國內生產毛額 (GDP) 為例, 其與相對出口 (EXPO)、相對進口 (IMPO)、相對匯率 (EXCH)、語言、個人或集體主義 (IDV)、陽剛或陰柔 (MAS), 以及不確定性規避 (UAI) 呈現顯著相關性, 為避免自變數間高度相關性使後續估計產生共線性問題, 本研究將採用變異數膨脹因子 (VIF) 檢定自變數是否存在共線性問題, 並對 VIF 值大於 10 之該變數加以刪除, 以降低自變數間之共線性程度。

(二) 外人直接投資偏誤 (FDIB) 之地理距離及語言差異分布

由於外人直接投資偏誤 (FDIB) 為本研究主要議題, 故就此一應變數的分佈情形進一步加以分析與觀察, 如表 5 所示, 表內數值為投資國對被投資國之直接投資偏誤值, 由於樣本期間為 1993-2003 年, 各投資組合除對自身外均有 11 年資料, 因此透過平均值方式在此表列, 以分析其分布情形。若分別就投資國及被投資國間之「過度投資」(直接投資偏誤值大於 1) 及「投資不足」(直接投資偏誤值小於 1) 情況, 配合地理及語言因素加以描述分析。可發現在美國的對外投資部分, 投資區域主要是以北美、西歐及東亞地區為主。其中以荷蘭的直接投資偏誤值最大, 1993-2003 年平均值為 5.6 倍, 最小者為俄羅斯, 在美國對外投資具有「過度投資」現象的國家中, 如英國、愛爾蘭、新加坡、澳洲均具有相同語言的特色, 墨西哥則為其鄰國, 另一個北美國家加拿大則與美國間兼具語言相同及地理相近的特色, 這可能是美、加兩國之間直接投資偏誤值高於這兩國對英、澳的原因, 而美國對俄羅斯、中國大陸、印度及東歐等國之直接投資偏誤, 在樣本期間內則有「投資不足」現象, 除了地理距離較遠及語言差異因素外, 剛結束冷戰的政治對立, 情勢尚未和緩為其可能影響因素。

表 3 研究變數敘述統計值

研究變數	單位	平均值	最大值	最小值	標準差	觀察值
FDIB	倍	1.50	391.06	-383.66	12.15	5,291
GDP	倍	2.27	63.42	0.00	5.80	5,291
GDPPC	倍	0.78	4.92	0.01	0.66	5,291
EXPO	倍	1.40	16.88	0.00	1.99	5,291
IMPO	倍	1.54	36.62	0.00	2.65	5,291
EXCH	倍	29.45	1,211.40	0.00	119.53	5,291
GEOD	千公里	6.69	19.45	0.19	4.94	5,291
LANG	(註 1)	0.13	1.00	0.00	0.33	5,291
PDI	倍	1.63	9.45	0.16	1.24	5,291
IDV	倍	1.12	5.35	0.20	0.98	5,291
MAS	倍	2.24	19.00	0.05	2.99	5,291
UAI	倍	1.21	4.13	0.09	0.76	5,291

註 1：投資與被投資國間語言相同為 1，語言不同為 0。

表 4 研究變數偏相關係數

	FDIB	GDP	GDPPC	EXPO	IMPO	EXCH	GEOD	PDI	IDV	MAS
GDP	-0.02									
GDPPC	-0.01	0.20***								
EXPO	-0.01	0.81***	0.23***							
IMPO	-0.01	0.88***	0.18***	0.92***						
EXCH	0.00	-0.03**	-0.09***	-0.05***	-0.06***					
GEOD	-0.08***	0.01	-0.04***	-0.05***	-0.04***	0.12***				
PDI	-0.01	-0.01	-0.03**	-0.06***	-0.05***	0.08***	0.06***			
IDV	0.01	-0.14***	-0.27***	-0.20***	-0.18***	-0.06***	-0.11***	-0.31***		
MAS	0.02	-0.08***	0.01	-0.06***	-0.06***	-0.08***	-0.04**	0.04***	-0.11***	
UAI	0.00	0.09***	-0.06***	0.12***	0.09***	0.00	-0.06***	0.24***	-0.23***	0.39***

註：***代表 P-value < 0.01 之顯著水準；**代表 P-value < 0.05 顯著水準；*代表 P-value < 0.1 顯著水準，拒絕估計參數為零之虛無假設。

表 5 外人直接投資偏誤 (FDIB) 分布情形 (1993-2003 平均)

單位：倍

被投資國 \ 投資國	美國	英國	中國	德國	比利時	法國	荷蘭	西班牙	加拿大	香港	巴西	瑞典	墨西哥	愛爾蘭	新加坡	澳洲	丹麥	義大利	瑞士	阿根廷	波蘭	日本	馬來西亞	芬蘭	智利	奧地利	韓國	匈牙利	捷克	俄羅斯	印度	
美國	-	1.6	0.7	0.9	0.8	0.7	5.6	0.8	2.8	2.6	1.4	2.3	2.7	1.6	2.9	1.4	0.2	1.1	1.6	1.7	0.5	2.9	-2.1	0.5	-3.4	0.4	1.9	-1.9	0.1	0.0	0.8	
英國	1.5	-	0.0	1.6	0.4	1.7	6.3	0.6	0.5	0.7	0.6	1.4	0.4	2.0	1.0	1.6	1.7	0.7	0.1	0.0	0.0	1.2	6.1	0.5	14.8	0.8	0.4	0.0	0.0	1.1	1.7	
瑞士	1.7	1.1	0.3	1.8	1.3	0.7	1.2	0.7	0.7	0.2	-0.4	2.3	0.6	-0.3	-3.9	0.9	0.4	0.5	-	1.0	0.9	-0.0	-0.3	1.3	-0.1	2.3	0.4	0.3	2.0	4.7	1.4	
瑞典	0.4	0.7	0.1	-0.4	0.1	1.3	-0.3	0.5	-0.0	1.6	-0.6	-	0.2	-6.5	-0.9	-0.2	24.8	3.0	-0.9	0.4	3.3	0.5	0.3	21.9	-1.0	0.6	0.5	2.6	1.9	1.6	1.0	
西班牙	0.6	0.5	0.1	1.5	1.4	1.2	5.8	-	0.0	0.0	4.3	0.0	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0	1.7	3.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
挪威	0.7	0.2	0.0	2.8	-0.0	0.7	-0.0	0.0	0.4	0.1	0.0	21.8	0.0	0.1	0.0	0.0	33.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
荷蘭	0.8	0.6	0.2	0.8	2.4	1.6	-	2.8	0.4	0.4	1.8	0.9	0.3	2.8	1.6	1.0	2.1	1.3	3.0	0.9	2.1	-7.5	1.5	1.0	0.0	1.0	1.1	4.2	3.3	2.9	1.3	
日本	1.8	1.2	2.3	0.3	0.3	0.7	8.0	0.3	0.4	1.9	1.3	0.1	0.4	0.6	0.9	1.8	0.0	0.2	0.1	0.1	0.2	-	5.6	0.3	0.2	0.1	2.4	0.8	0.0	0.2	1.8	
德國	1.1	1.0	3.1	-	2.1	6.1	-45.7	4.3	-0.3	0.9	0.2	5.0	1.2	-0.5	1.2	-2.4	1.8	-0.1	1.2	14.7	2.3	4.1	-15.3	4.9	-2.4	9.3	2.7	14.6	9.9	2.4	5.0	
法國	1.2	1.2	0.2	2.4	2.7	-	2.4	3.8	0.5	0.2	0.4	0.0	0.2	1.0	0.4	0.3	-0.2	2.4	1.1	2.0	0.9	0.8	0.1	0.2	0.3	0.8	0.0	0.7	0.7	0.9	0.1	
丹麥	0.8	0.5	0.3	1.8	2.3	-0.7	4.6	0.3	0.1	-0.2	0.6	8.2	0.2	1.6	0.0	1.7	-	0.4	3.5	0.0	4.9	2.4	4.8	12.0	-	1.3	0.2	0.4	4.7	0.3	1.2	
澳洲	-0.5	4.7	0.9	0.1	0.0	-0.1	0.0	-7.3	0.3	21.0	0.0	0.0	-0.6	-0.2	38.9	-	0.0	0.3	3.6	0.0	0.0	3.4	-5.8	0.0	-0.5	0.0	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	
奧地利	0.2	0.3	0.2	2.9	0.5	0.6	3.5	2.7	0.2	0.1	-0.2	0.7	0.1	0.7	0.6	1.4	18.9	1.5	1.7	0.4	11.7	-0.2	0.5	2.8	0.0	-	0.0	24.3	27.3	-7.2	0.4	
加拿大	2.2	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
台灣	0.8	0.1	48.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.2	3.8	0.1	0.0	0.0	0.0	4.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0	8.4	0.0	0.0	0.0	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
韓國	1.4	0.3	11.8	0.7	0.0	0.4	13.9	0.3	0.2	5.1	0.3	0.0	0.5	0.0	1.1	1.0	0.0	0.4	0.0	0.7	2.1	1.6	3.8	0.0	0.2	0.2	-	0.9	0.2	3.1	6.3	

在歐洲國家部分，在西歐之瑞士、西班牙、荷蘭、德國、法國及奧地利，以及北歐之瑞典、挪威、芬蘭及丹麥等國，不僅在區域內有彼此「過度投資」現象產生，西歐及北歐間相互投資之偏誤也較高，例如英國及德國對瑞典及丹麥、瑞士對瑞典及芬蘭、瑞典對法國、挪威對德國、荷蘭對丹麥及芬蘭等，都有相互投資之偏誤較高的情況產生，奧地利對德國、匈牙利、捷克及波蘭投資也具有相同地域或語言的相同特質，此外對東歐及俄羅斯的投資偏誤，西歐及北歐國家也有較多國家具有「過度投資」現象。在語言因素部分，部分投資組合如英國對愛爾蘭、澳洲，以及西班牙對智利也有偏誤較高的情況，而在具有「投資不足」現象的投資中，值得注意的是英國對其過去的殖民地僅有馬來西亞及印度之直接投資偏誤較高，新加坡則達平均水準，香港則只有 0.7 倍，這可能與樣本期間 1993-2003 年，適逢香港主權自英國交還中國大陸，使得投資較為保守所致。

在亞洲國家部分，日、韓、台三國不僅彼此間有相互外人直投資偏誤較高現象，對鄰近的中國大陸、香港及東南亞中之馬來西亞也有「過度投資」現象，其中日本除亞洲國家外，對美、英及荷蘭等美洲及部分西歐國家投資偏誤值也均高於 1，對新興市場如巴西及印度也有「過度投資」現象，但對北歐、東歐國家及俄羅斯則大都為「投資不足」的現象。韓國情況大致與日本類似，但值得注意的是，俄羅斯由於地跨歐亞大陸，因此不僅歐洲國家如英國、瑞士、瑞典、荷蘭及德國對其投資偏誤高於 1，韓國對其投資偏誤也相對較大。在台灣部分，對外投資中以對中國大陸之直接投資偏誤最高達 48.0 倍，為樣本期間內各投資國與被投資國組合中最高者，其次為馬來西亞之 8.4 倍，對香港及新加坡分別為 3.8 倍及 4.0 倍，對日、韓則為 2.0 及 1.1 倍，對其他國家投資偏誤則都小於 1 倍。

就上述結果初步歸納，可以發現外人直接投資偏誤在許多投資國與被投資國之組合中，似乎可以發現地理距離影響，例如北美、西歐、北歐及東亞等主要國家相互間多有「過度投資」現象，歐洲、美洲及亞洲跨洲之鄰近國家也有類似情況，例如俄羅斯，而在語言方面，英語系之美、英、澳等國及華語系之中、港、星、台等也都有直接投資偏誤較高的情況發生，但西班牙語系國家如西班牙對智利具有「過度投資」現象，對阿根廷則「投資不足」，其結果並未如英語及華語系國家的一致。

二、模式檢定與比較

(一) 主要應變數單變數差異及自變數共線性檢定

在進入正式檢定前，本研究先就主要應變數-外人直接投資偏誤 (FDIB)，以單變

數差異檢定變數是否有差異，以本研究所提之主要區隔變數語言差異及是否為已開發國家分群探討群組間 FDIB 的平均數及中位數是否有所差異，結果發現，外人直接投資偏誤在語言因素部分存在顯著差異，如表 6 所示，平均數之 t 檢定及 ANOVA 檢定統計量分別為 3.7861 及 14.3342，中位數之 Wilcoxon/Mann-Whitney 及 Kruskal-Wallis 檢定值則為 6.2313 及 38.8288，語言相同國家平均數及中位數分別為 3.1563 及 0.7371，均高於語言不同國家之 1.2604 及 0.1872；而在被投資國開發程度部分則並未存在顯著差異，平均數之 t 檢定及 ANOVA 檢定統計量分別為 -0.9970 及 0.9940，中位數之 Wilcoxon/Mann-Whitney 及 Kruskal-Wallis 檢定值則為 1.0003 及 1.0006，被投資國若為已開發國家，其直接投資偏誤之平均數及中位數分別為 1.3362 及 0.2490，與開發中國家之 1.6686 及 0.1993 相比亦無顯著差異。

接著為了解自變數間是否存在共線性關係，本研究採用變異數膨脹因子 (Variance Inflation Factor, VIF) 檢定自變數是否存在共線性問題，檢定結果發現，除相對出口 (EXPO) 及相對進口 (IMPO) 之 VIF 值分別達 22.2634 及 24.5231，外，其餘自變數之 VIF 值均未大於 10，為降低共線性問題對估計模式之影響，本研究將 VIF 值最大的相對進口予以刪除，並重新估計檢定各自變數之 VIF 值，修正後結果發現，刪除相對進口後剩餘之自變數 VIF 值均低於 10，此一修正後的結果有效降低了自變數間存在共線型的問題。

(二) 模式診斷與檢定

本研究為分析經濟變數及加入資訊成本 (地理距離及語言)、文化距離等變數後，是否對外人直接偏誤產生影響，因此分別就經濟因素、資訊成本、文化距離，以及涵蓋上述變數之完整模式分別設計成模式一至模式四，同時為了進一步解被投資國經濟發展程度對完整模式的影響，再將模式四依聯合國之分類方式，區分為被投資國為已開發國家 (共 17 國) 及被投資國為開發中國家 (共 14 國)，並分別進行分析，其結果彙整如表 7 所示。在進行模式檢定前，為了解應變數之間是否存在變異數異質性問題，本研究採用 White 檢定就不同被投資國是否存在異質變異情形加以檢驗，其檢定結果在模式一至四之 F 值分別為 0.4301、0.9138、0.4008 及 0.7036，在 1% 的顯著水準下，均未能拒絕變異數無異質變異之虛無假設，顯示變數間未存在變異數顯著不均的情況。

針對此一模式為固定效果或隨機效果診斷，本研究先針對隨機模式進行 Hausman 檢定，其檢定卡方值由模式一至模式四分別為 113.0412、159.6369、103.3635，以及 140.7692，依國家別區分之完整模式則分別為 79.1968 及 83.7873，在 1% 顯著水準下，

表 6 外人直接投資偏誤 (FDIB) 單變數差異檢定-平均數及中位數

統計量及平均/中位數		區隔變數	語言差異	被投資國開發程度
檢定統計量	t-test		3.7861***	-0.9970
	ANOVA F-test		14.3342***	0.9940
平均數	語言相同 /已開發國家		3.1563	1.3362
	語言不同 /開發中國家		1.2604	1.6686
檢定統計量	Wilcoxon/Mann-Whitney		6.2313***	1.0003
	Kruskal-Wallis		38.8288***	1.0006
中位數	語言相同 /已開發國家		0.7371	0.2490
	語言不同 /開發中國家		0.1872	0.1993

均有效拒絕整體模式為隨機效果之虛無假設，即模式內個體（即投資與被投資國組合）間存在非隨機變數之個別差異，故本研究後續將採用固定效果模式進行估計。接著本研究就納入資訊成本（地理距離及語言）及文化距離等變數後，是否對此一模式解釋能力有所貢獻，故採用 Wooldridge (2002) 之 Redundant Variables Test 檢定新增兩變數是否對此一模式產生顯著貢獻，檢定結果之 F 值分別為 290.2474、2.0663 及 99.6527，在 1% 顯著水準下，加入資訊成本變數及完整模式均拒絕該兩變數對此一模式未產生貢獻之虛無假設，而文化距離模式則在 10% 之顯著水準下拒絕模式無顯著貢獻之虛無假設，各模式之 Durbin-Watson 統計量均位於上下界間，因此無法拒絕未存在自我相關之虛無假設。

觀察表 7 之估計結果，在僅考慮經濟因素之模式一中，整體模式之調整後 R^2 為 0.1151，F 值為 4.2919，在 1% 顯著水準下，此一模式尚稱允當，在各解釋變數估計係數中，達到顯著水準之估計係數為共同截距項 (C) 及相對人均國內生產毛額 (GDPPC)，兩者均達到 1% 顯著水準，其中人均國內生產毛額估計係數與外人直接投資偏誤為負向關係，由於此一變數為勞動成本的代理變數，代表被投資國相對投資國之人均國內生產毛額愈低，勞動成本相對愈低，外人直接投資偏誤愈大。

表 7 外人直接投資偏誤影響因素模式檢定結果彙整

應變數： 外人直接投資偏誤 (FDIB)	模式一	模式二	模式三	模式四		
自變數	經濟因素模式	資訊成本模式	文化距離模式	完整模式	被投資國為已開發	被投資國為開中
截距 (C)	0.8649***	1.4719***	0.9439***	1.6209***	1.2872***	2.1033***
經濟因素						
國內生產毛額 (GDP)	-0.0081	0.0084	-0.0034	0.0159	0.2774***	-0.1846**
人均國內生產毛額 (GDPPC)	-0.3372***	-0.1479	-0.3488***	-0.1582	-0.4087*	-0.2145
出口 (EXPO)	0.0395	0.0078	0.0302	-0.0050	-0.0079	-0.1055
匯率 (EXCH)	0.0214	-0.0023	0.0140**	-0.0097	0.3979***	-0.1404***
資訊成本						
地理距離 (GEOD)	-	-0.0946***	-	-0.0952***	-0.0840***	-0.1169***
語言 (LANG)	-	0.0648***	-	0.0673***	0.0576***	0.0892***
文化距離						
權力距離 (PDI)	-	-	-0.1078**	-0.1337***	0.1528	0.1220
個人/集體主義 (IDV)	-	-	-0.0059***	-0.0362	-0.3925	-0.3456
陽剛/陰柔 (MAS)	-	-	0.0280**	0.0542	0.4202***	-0.1554
不確定性規避 (UAI)	-	-	0.0181	-0.0340	-0.3854	0.2206
\bar{R}^2	0.1151	0.2055	0.1158	0.2074	0.1990	0.2760
$\Delta\bar{R}^2$	-	0.7859	0.0064	0.8023	0.7290	1.3977
F-statistic	4.2919***	7.4864***	4.2536***	7.4392***	4.5200***	5.6986***
Hausman Test	113.0412***	159.6369***	103.3635***	140.7692***	-	-
White Test	0.4301	0.9138	0.4008	0.7036	-	-
Redundant Variables	-	290.2474***	2.0663*	99.6527***	-	-
Durbin-Watson stat	1.5149	1.6754	1.5166	1.6795	-	-

註：***代表 P-value < 0.01 之顯著水準；**代表 P-value < 0.05 顯著水準；*代表 P-value < 0.1 顯著水準，拒絕估計參數為零之虛無假設。

在納入地理距離及語言兩資訊成本代理變數的模式二中，整體模式之調整後 R^2 為 0.2055，F 值為 7.4864，在 1% 顯著水準下，此一模式亦為允當，且調整後 R^2 較模式一增加了 0.7859，結合前述之 Redundant Variables Test 結果，顯示模式二加入代表資訊成本之兩變數後不僅有著顯著貢獻，且可提高 78.6% 的解釋能力。在各解釋變數估計值中，共同截距項，以及新增之地理距離 (GEOD) 及語言 (LANG) 兩變數均達到 1% 顯著水準，且係數估計值之正負號與預期相符，其中地理距離為負值，代表相對地理愈近，外人直接投資偏誤愈大，反之亦然；而語言變數則為正值，代表語言相同，外人直接投資偏誤愈大，反之亦然。

在納入文化距離四個變數的模式三中，整體模式之調整後 R^2 為 0.1158，F 值為 4.2536，在 1% 顯著水準下，此一模式亦為允當，但調整後 R^2 較模式一增加了 0.0064，Redundant Variables Test 也僅達到 10% 的顯著水準，顯示此一結果所增加的解釋力並不如資訊成本變數。在各解釋變數估計值中，共同截距項及人均國內生產毛額結果與模式一相同，相對匯率則為正向影響，而新增 4 變數中有 3 個有顯著影響，分別為權力距離、個人/集體主義及陽剛/陰柔，其中個人/集體主義達到 1% 顯著水準，其係數估計值為負值，顯示被投資國相對投資國愈偏向個人主義，外人直接投資偏誤愈小，反之則愈大，而權力距離及陽剛/陰柔分別達到 5% 顯著水準，前者係數為負值，代表被投資國相對投資國權力距離愈大，外人直接投資偏誤愈低，反之則愈小，而陽剛/陰柔係數估計值則為正數，代表被投資國文化相對投資國愈偏向陽剛型，則直接投資偏誤愈大，反之則愈小。

在納入資訊成本及文化距離的完整模式-模式四中，整體模式之調整後 R^2 為 0.2074，F 值為 7.4392，在 1% 顯著水準下，此一模式亦為允當，調整後 R^2 較模式一增加了 0.8023，為四種模式中解釋力最高者，Redundant Variables Test 達到 1% 的顯著水準。在各解釋變數估計值中，除了共同截距項外，經濟因素均不顯著，地理距離、語言及權力距離等三個變數均達到 1% 顯著水準，係數估計值則與模式二及模式三相同，其中地理距離為負值，代表相對地理愈近，外人直接投資偏誤愈大，反之亦然；而語言變數則為正值，代表語言相同，外人直接投資偏誤愈大，反之亦然。權力距離係數為負值，代表被投資國相對投資國權力距離愈大，外人直接投資偏誤愈低，反之亦然。

(三) 模式比較與意涵說明

比較表 7 之四種不同模式可以發現，模式一中解釋變數除相對人均國內生產毛額外，其餘估計係數均未達顯著水準，無法證明其與外人直接投資偏誤的關聯性，且在模式一中呈現顯著的相對人均國內生產毛額，在模式二加入地理距離及語言兩個資訊成本代理變數後，其顯著性則未達顯著水準，使得模式二中之經濟變數對直接投資偏誤均未產生顯著影響，而模式三加入文化距離變數後，可看出新加入的變數對整體模式的解釋能力不強，仍以原經濟變數的解釋力為主，其可能原因為，投資國可經由所有權模式的選擇，來降低與被投資國間文化距離遠近所產生的不利影響，例如當兩國文化距離相對較小時採用合資，文化距離大時則採用完全獨資方式 (Kim & Gray, 2009)，因此文化距離並未對外人直接投資偏誤產生顯著影響。最後，在模式四部分，主要顯著的變數為地理距離、語言及權力距離，經濟因素變數及權力距離外的三項文化距離變數則均不顯著。

為分別探討被投資國區分為已開發及開發中國家的情況，本研究就模式四再加以區分，在被投資國為已開發國家時，其與不分區之完整模式相比，相同者為截距項、地理距離及語言仍達顯著水準，但被投資國若為已開發國家時，其國內生產毛額、人均國內生產毛額、匯率及陽剛/陰柔均達到顯著水準，若被投資國為開發中國家時，則為國內生產毛額及匯率，值得注意的是兩者之國內生產毛額與匯率兩變數之正負值相反，其中當中被投資國為已開發國家時，其相對國內生產毛額呈現正向影響，但當被投資國為開發中國家時，則國內生產毛額相對較小的反而相對具有吸引力，這可能是由於若投資於已開發國家時，著重其市場內需潛力，因此相對國內生產毛額愈高愈具吸引力，但投資於經濟規模較小的開發中國家，其內需市場潛力並非投資重點，反而是作為生產基地的角色有所突顯，使得其估計係數正負值有所不同。而在匯率部分的正負值不同，也與相對國內生產毛額相異的理由相同，當被投資國為已開發國家時，投資國以其潛在市場為主，因此相對匯率變動導致兩國間實物資產和金融資產價值的相對變動，此時被投資國匯率相對升值，投資國企業考慮投入資產之升值利益而增加投資，而當被投資國為開發中國家時，由於其主要作為生產基地，因此貿易條件考量相對重要，當被投資國貨幣貶值，對其出口有利，使得對其投資不減反增。

除了上述原因外，整體模式與國家發展程度區分後之模式產生差異的另一個可能原因是，由於以往文獻和研究多以少數國家或地區作為研究樣本，而在樣本較大涵蓋更多不同投資動機國家時，整體模式的估計值便可能受到影響而呈現不穩定的情況，例如在被投資國分別為已開發及開發中國家時，其國內生產毛額的影響分別為正向及負向，匯率則分別呈現負向及正向，經由前述說明可知，這是由於被投資國經濟發展程度不同，投資國可能將其設定為潛在市場或生產基地角色，進而導致國內生產毛額及匯率同樣的變化，但對直接投資偏誤卻產生不同影響，經濟變數雖相同但其影響方向卻不一致，因此若擴大樣本將此兩類不同投資考量合併時，這些正負不同的影響便可能相互抵銷，使得擴大樣本後的經濟變數影響並不顯著。

綜合上述可知，地理距離和語言因素對於不同目的之投資國均具有顯著影響，地理距離愈近，語言相同者，其直接投資偏誤較高，反之亦然，加入這兩項資訊成本代理變數後，對外人直接投資偏誤有著較高的解釋能力，使得整體模式及個別變數之解釋能力均呈顯著情況。而經濟因素雖可能對直接投資產生影響，但相同經濟條件下對不同目的投資國影響卻不盡相同，對於以已開發國家為被投資國，著重其潛在市場的投資國企業而言，被投資國的經濟規模相對愈大，對於投資國企業愈具吸引力，被投資國的相對匯率高，有助於將商品出口至被投資國，且有利於投資當地資產價值的提昇；反之，對於以開發中國家為被投資國，以生產基地為導向的投資國企業而言，被投資國經濟規模較小反而有利，因為在經濟發展較為落後的國家為提升其出口，常給

予外國企業許多優惠待遇，同時其相對匯率愈低，對於生產基地國對外出口也有其正面助益，因此呈現具有差異的情況。

伍、結論與建議

由於全球經濟環境的變遷，各國企業為適應競爭日益激烈的產業生態，積極擴展海外直接投資，台灣由於對外投資目前尚以中國大陸作為主要投資地點，而中國大陸在政治及經濟制度上存在著許多外界質疑的問題，加上兩岸間尚未簽署投資保障協定，使得台灣內部對於企業投資行為可能產生的風險產生爭議。但對於這種投資集中的情況，目前學術理論與相關研究尚無法提供可茲比較之衡量標準，以茲說明在相同經濟條件之下，台灣企業對中國大陸投資相較於世界其他國家是否過高，在此，本研究所建立的外人直接投資偏誤指標，可作為討論的量化依據，此為本研究對學術理論之主要貢獻。

建立外人直接投資偏誤之衡量指標後，本研究將以往文獻中所提影響直接投資的因素納入並建立模式分析後發現，若僅考慮經濟變數模式，除人均國內生產毛額外，大多數經濟變數均不顯著，而在加入行為財務觀點所採用之資訊成本代理變數，如地理距離及語言後發現，除了新增兩變數達到顯著水準外，對整體模式之解釋能力亦較僅考慮經濟變數的模式大幅提高，即在相同經濟條件下，投資國投資於地理距離接近或語言相同被投資國將高於其他國家平均水準，由於研究樣本範圍遠大於以往相關研究，提高了實證結果的可信度，此為本研究主要發現之一。除了資訊成本外，文化距離是否亦為產生外人直接投資偏誤的因素？經由本研究將相關變數變數納入模型估計後發現，文化距離對外人直接投資偏誤的影響並不顯著，其原因可能係由於投資國企業可經由投資型態的選擇，例如採獨資或合資以降低文化距離的影響，因此文化距離在此並未產生顯著的影響，上述兩項發現應可作為直接投資相關理論的補充。

另一方面，經由被投資國為已開發或開發中國家加以分析慮經濟層面的影響發現，由於不同被投資國其被設定角色不同，作為市場或生產基地之功能不同，相同經濟因素變化也對不同型態被投資國直接投資偏誤產生不同影響，這些影響變化雖與以往研究相符，但本研究進一步發現擴大樣本研究之結果顯著程度，並不如以往以小樣本之呈現結果，甚至呈現不顯著情況，這種投資角色的差別並不適用於金融投資上，因此在金融投資研究時，擴大樣本和小樣本情況並無太大差異，但直接投資就應考慮上述投資目的的情況，此為本研究第三項主要發現。

對於後續研究建議部分，本研究雖採用世界主要的投資及被投資國作為研究對象，不過受資料來源限制，16 個投資國中有 14 國為已開發國家，僅有台灣及韓國為開發中國家，這可能使得投資決策的考慮較偏向已開發國家觀點，建議後續研究可納入更多開發中國家或新興經濟體之投資資訊作為研究樣本，例如以「金磚四國」或「亞洲四小龍」為對象的直接投資研究，不僅可使對開發中國家的分析更加廣泛，並可進行已開發及開發中國家投資行為之成對比較，使研究成果更加廣泛。

註釋

1. 由於英文中譯名稱種類繁多，本研究依中華民國經濟部（2009）雙語辭彙對照表之名稱「外人直接投資」。

參考文獻

一、中文部分

1. 中華民國外交部(2009)，外交資訊，中華民國外交部，Retrieved August 20, 2009，取自：<http://www.mofa.gov.tw/>。
2. 中華民國經濟部((2009)，雙語辭彙對照表，中華民國經濟部，Retrieved September 15, 2009，取自：<http://www.moea.gov.tw/>。
3. 黃台心(2005)，計量經濟學（第一版），台北：雙葉書廊。

二、英文部分

1. Axarloglou, K. (2005). What attracts foreign direct investment inflows in the united states. International Trade Journal, 19(3), 285-308.
2. Bertaut, C., & Kole, L. (2004). What makes investors over or underweight? explaining international appetites for foreign equities. International Finance Discussion Papers 819, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
3. Bhargava, A., Franzini, L., & Narendranathan, W. (1982). Serial correlation and the

fixed effects models. Review of Economic Studies, 49(158), 533-549.

4. Brainard, S. L. (1997). An empirical assessment of the proximity-concentration trade-off between multinational sales and trade. American Economic Review, 87(4), 520-544.
5. Brennan, M. J., & Cao, H. H. (1997). International portfolio investment flows. Journal of Finance, 52(5), 1851-1880.
6. Brzozowski, M. (2006). Exchange rate variability and foreign direct investment. Eastern European Economics, 44(1), 5-24.
7. Cantwell, J. A. (1989). Technological innovation and multinational corporations. Oxford: Basil Blackwell.
8. Caves, R. E. (1971). Industrial corporation: the industrial economics of foreign investment. Economica, 38(1), 1-27.
9. Cooper, I., & Kaplanis, E. (1994). Home bias in equity portfolios, inflation hedging and international capital market equilibrium. Review Finance Study, 7(1), 45-60.
10. Coval, J. D., & Moskowitz, T. J. (1999). Home bias at home: local equity preference in domestic portfolios. Journal of Finance, 54(6), 2045-2073.
11. Davidson, W. H. (1980). The location of foreign direct investment activity: country characteristics and experience effects. Journal of International Business Studies, 11(2), 9-22.
12. Degutis, M., & Tvaronavičienė, M. (2006). Factor analysis of lithuanian and estonian inward foreign direct investment. Business. Theory and Practice, 7(3) 150-157.
13. Daniels, J. D., & Radebaugh L. H. (1998). International Business: Environment and Operation(8th ed.) . Addison-Wesley.
14. Dunning, J. (1980). Toward an eclectic theory of international production: some empirical tests. Journal of international Business Studies, 11(1), 9-31.
15. Dunning, J. (1988). “The eclectic paradigm of international production: a restatement and some possible extensions. Journal of international Business Studies, 19(1), 1-32.
16. French, K., & Poterba, J. (1991). Investor diversification and international equity

- markets. American Economic Review, 81(2), 222-226.
17. Grosse, R., & Trevino, L. J. (1996). Foreign direct investment in the united states: an analysis by country of origin. Journal of International Business Studies, 27(1), 139-155.
18. Habib, M., & Zurawicki, L. (2002). Corruption and foreign direct investment. Journal of International Business Studies, 33(2), 291-307.
19. Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. Econometrica, 46(6), 1251-1272.
20. Hofstede, G. (2001). Culture's Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions, and Organizations across Nations(2nd ed.). Thousand oaks, ca: sage publications.
21. Hong, M., & Chen, L. S. (2001). Quantitative and dynamic analysis of the oli variables determining fdi in china. Review of Urban & Regional Development Studies, 13(2), 163-172.
22. IMF(2008). The World Economic Outlook Database, Retrieved August 18, 2009 from <http://www.imf.org/>.
23. INDO (2008). Distance, Retrieved September 16, 2009, from <http://www.indo.com/distance>.
24. ITIM(2010). Geert Hofstede Cultural Dimensions, Retrieved June 15, 2010 from <http://www.geert-hofstede.com/>.
25. Janicki, H. P., & Wunnava, P. V. (2004). Determinants of foreign direct investment: empirical evidence from EU accession candidates. Applied Economics, 36(5), 505-509.
26. Kang, J. K., & Stulz, R. M. (1997). Why is there a home bias? an analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan. Journal of Financial Economics, 46(1), 3-28.
27. Karolyi, G. A., & Stulz, R. (2002). Are Financial Assets Priced Locally or Globally? NBER Working Paper 8994, cambridge, massachusetts: national bureau of economic research.
28. Kim, Y., & Gray, S. J. (2009). An assessment of alternative empirical measures of cultural distance: Evidence from the republic of Korea. Asia Pacific Journal of Management, 26(1), 55-74.

29. Kojima, K. (1973). A macroeconomic approach to foreign direct investment. Hitotsubashi Journal of Economics, No.14(1), 1-21.
30. Lall, S. (1983). The Multinational Corporation: Nine Essays, London: Macmillan.
31. Lewis, K. (1999). Trying to explain home bias in equities and consumption. Journal of Economic Literature, 37(2), 571-608.
32. Mariotti, S., & Lucia, P. (1995). Information costs and location of FDI within the host country: Empirical evidence from Italy. Journal of International Business Studies, 26(4), 815-841.
33. Rugman, A. M. (1979). International Diversification and the Multinational Enterprise. Lexington: D.C. Heath.
34. Schwartz, S. H., Licht, A. N., & Siegel, J. I. (2008). Egalitarianism, cultural distance, and FDI: A new approach. American Law & Economics Association Papers, 41, 1-47.
35. Seo, J. S., & Suh, C. S. (2006). An analysis of home country trade effects of outward foreign direct investment. ASEAN Economic Bulletin, 23(2), 160-170.
36. Swiston, A. (2005). A global view of the U.S. investment position. IMF, Working Paper, No.05/181.
37. Tadesse, B., & Ryan, M. (2004). Sour market characteristics, FDI, and the FDI-Trade Relationship. Journal of International Trade and Economic Development, 13(2), 199-229.
38. Tesar, L., & Werner, M. (1995). Home bias and high turnover. Journal of International Money and Finance, 14(4), 467-492.
39. The Bank of Korea(2009). International Investment Position. Retrieved August 30, 2008, from <http://www.bok.or.kr/>.
40. United Nations Conference on Trade and Development (2009). FDI Statistics: Data Compilation and Policy Issues. Retrieved September 5, 2009, from: <http://www.unctad.org/>.
41. Wooldridge, J. M. (2002). Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data, Cambridge, MA: The MIT Press.

42. Zhang, K. H. (2000). Human capital, country size, and north-south manufacturing multinational enterprises. International Economics, 53, 237-260.

2010年02月22日收稿

2010年03月08日初審

2010年06月04日複審

2010年11月26日接受