



從國內上市櫃公司看企業投資趨勢

國際機構研究發現近年各國企業資本支出有減緩趨勢，將影響全球經濟發展。本文參考國際研究之觀察，就國內民間投資及近 10 年上市櫃財務報表資訊，研析國內企業資本支出狀況與趨勢。

鄭存漢（行政院主計總處綜合統計處科員）

壹、前言

民間投資占我國整體固定資本形成約 8 成，不但是國內經濟成長的重要動能，也是蓄積未來生產能量的基礎。國內上市櫃公司家數雖僅占全國公司登記總家數約千分之一，營收占比卻逾三分之一，在國內經濟發展與投資扮演舉足輕重的角色。

自金融海嘯後，全球產業出現結構性改變，促使企業投資決策思維產生轉化，近期美中貿易戰等國際情勢紛擾，亦

將影響各國民間固定投資之發展趨勢。本文參考近年國際間相關實證研究，對各國企業投資趨勢變化之觀察，就近 10 年國內上市櫃公司所揭露之財務報告中資本支出相關資料，研析國內企業投資趨勢及可能成因。

貳、國際企業投資趨勢

一、多數國家企業投資趨緩

根據 OECD 目前最新可取得資料（2015 年），其 36 個會員與夥伴經濟體中，有 24 個

國家 2015 年企業投資占 GDP 比率，較金融海嘯前之 2007 年下降（下頁圖 1 居 45 度線上方之經濟體）。主要國家中，美國（11.1% → 11.2%）及法國（12.4% → 12.5%）呈微幅增加；英國（10.9% → 10.3%）、德國（12.2% → 11.8%）、日本（16.6% → 16.5%）及南韓（20.3% 降至 18.9%）等均呈現下降；且此一狀況分布在占比高低不同之國家，代表企業投資趨緩之現象相當普遍。

二、企業投資趨勢之分析

鑑於企業投資趨緩不利於國家未來生產力發展，包括IMF、OECD等國際組織對此相當關注，並積極投入研析。近年相關組織之實證研究，對企業投資提出觀察包括：

(一) 金融海嘯讓企業投資更加審慎

IMF在2015年4月之《全球經濟展望》報告分析指出，2008年全球金融海

嘯爆發後，企業紛紛減少資本設備支出，以因應經濟不景氣，造成民間固定投資大幅衰退，各國民間投資較金融海嘯爆發前的預測趨勢值平均下降25%。IMF及國際清算銀行（Bank for International Settlements, BIS）學者研究亦指出，金融海嘯遠離後，多數國家景氣復甦仍相對緩慢，且需求前景不確定性揮之不去，金融部門對企業授信也更趨謹

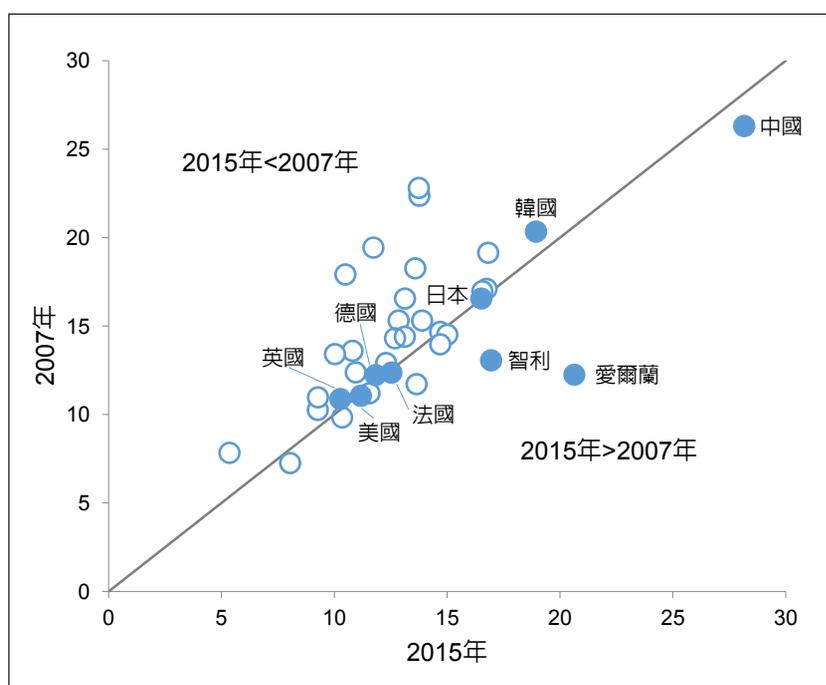
慎，使得企業對擴增產能轉趨保守。

(二) 資本設備價格下降帶動投資之模式減弱

IMF在2019年4月《全球經濟展望》報告亦指出，1990年代以來全球資本設備價格受關稅下降與資本設備生產力提升影響，長期呈現下跌趨勢，先進國家機械設備相對消費品之價格下降6成，新興與開發中國家也下降4成，其中電腦設備價格下降幅度更遠大於此。

資本價格下跌帶動各國投資提升，惟此模式在金融海嘯之後有弱化現象。由於從事主要資本財生產與出口的先進國家業者生產力成長趨緩，生產成本無法如過去大幅下降。另亟需增加投資促進經濟發展的新興與開發中國家，多自先進國家進口資本財，遠距運送費用及高關稅（IMF指出，新興與開發中國家平均資本財進口關稅稅率分別為4%與8%，先進國家則接近零關稅）墊高其投資成本，亦影響其投資

圖 1 主要國家與我國企業投資占 GDP 比率 (%)



資料來源：OECD、行政院主計總處。



與經濟發展。

(三) 產能外移抑制國內投資

根據學者對美國企業投資實證研究指出，近年高科技產業產出的大幅增長，以及在當地積極投資的電力與電信等產業之挹注，仍難以彌補製造業產能外移所減之投資，致民間投資的占比未顯著提升。

(四) 智慧財產投資增加，但

挹注整體投資效果有限

過去傳統產業投資多投入於興建廠房與購置設備等實體投資，規模相對較大，但近年硬體建設與建置已相對趨於成熟，企業投資主力轉向智慧財產。以美國為例，根據其經濟分析局統計指出，2018 年民間智慧財產投資較 1970 年增加 51 倍，遠高於同期間整體民間投資之 20 倍，但前者占後者比重從未超過 3 成，且相對集中在電信、醫療、高科技等產業；而近年崛起之高科技新創公司，偏重智慧財產投資，實體資本設備投資相對較低，對整體投資提升效果有限。

(五) 企業投資集中化

根據美國學者以股票上市公司資料估算，2010 年美國前 100 大上市公司之資本支出，占整體約 4,300 家上市公司資本支出比重達 6 成，且主導整體固定投資之變化趨勢。大型企業規模與資源龐大，在金融機構授信與市場籌資占有相對優勢，容易造成投資集中化的現象。IMF 研究指出，大型企業若取得市場絕對優勢，形成贏者多拿 (winners take more) 的態勢，可能會因缺乏競爭而減緩資本支出，不利民間投資 (惟企業大型化是否不利整體投資成長，學術上仍未有定論)。

參、國內民間投資變化趨勢

就我國而言，國內民間固定投資規模一年約 3.5 兆元，占 GDP 比率約 17%，近年變動呈現與前述研究相近之趨勢：

一、民間固定投資率緩步走低

近年國內民間固定投資占 GDP 比率 (民間投資率) 於 2007 年達 18.7% 之相對高點，金融海嘯時期，因企業緊縮投資，致民間投資率驟降至 2009 年 14.9% (下頁圖 2)；2010 - 2011 年雖大幅反彈，但隨後大致呈現緩降之勢，近年來多維持在 16 - 17% 左右，未曾回復海嘯前高點，顯示民間投資疲弱之長期結構性現象。

二、機械設備與智慧財產投資消長

2018 年民間固定投資各型態別占比與金融海嘯前高點比較，機器與設備由 2007 年 43% 降至 34%；營建工程大致維持在 3 成 5 左右；智慧財產投資則由 2009 年 22.8% 增至 2018 年 25.0%，明顯走升，顯示廠商投注研發費用擴增的趨勢 (下頁圖 3)。惟因智慧財產投資規模相對較小，對整體投資之推升效果有限，此與 IMF 分析各國的情況大致相近。

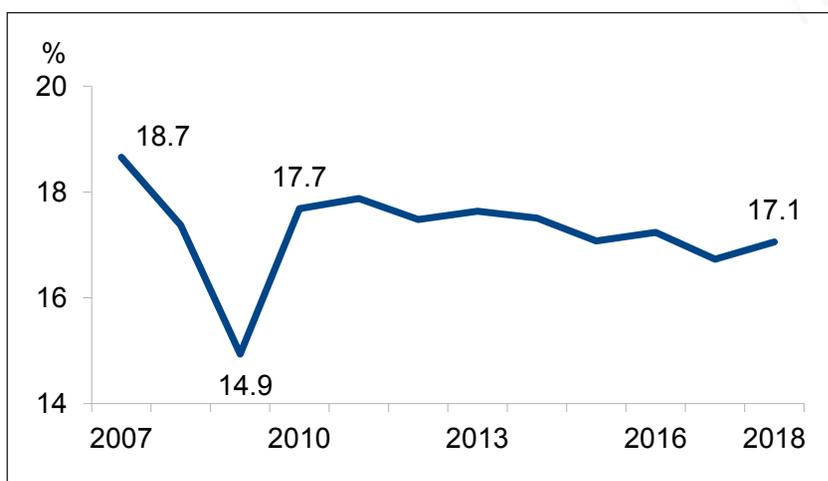
肆、上市櫃公司投資狀況分析

上市櫃企業在國內生產與

投資扮演重要角色，其資本支出變化與 GDP 民間投資趨勢之關聯密切。本文針對 2008 - 2018 年間均為上市櫃之 1,021

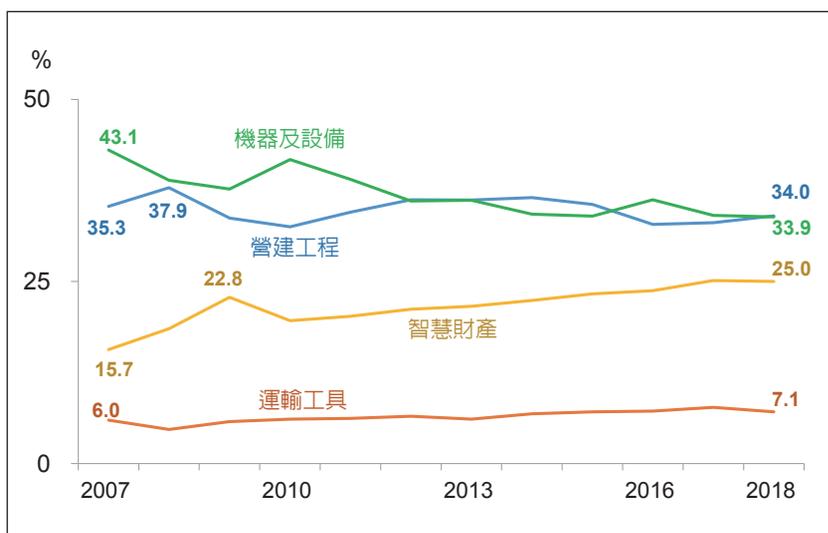
家公司，彙整其母公司資本支出資料，分析主要上市櫃企業投資之趨勢；囿於資料限制，前述資料係來自現金流量表之「購置不動產廠房設備」項，其內涵與國民所得固定投資相近，惟略有差異（如前者包含土地購買，後者無）。

圖 2 民間固定投資占 GDP 比率



資料來源：行政院主計總處。

圖 3 民間固定投資型態別占比結構



資料來源：行政院主計總處。

一、整體企業資本支出成長緩慢

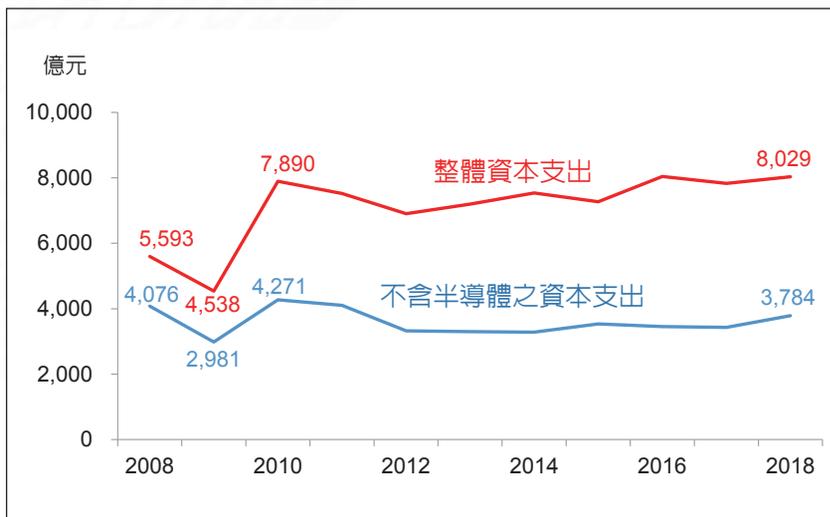
近 10 年整體上市櫃公司的資本支出，於 2009 年受金融海嘯影響，降至 4,538 億元低點，並於 2010 年回升至 7,890 億元，其後狹幅波動，2018 年為 8,029 億元，與 2010 年相近，8 年平均年增僅 0.2%，其中不含半導體廠商之其餘上市櫃企業資本支出在 2010 年為 4,271 億元，至 2018 年為 3,784 億元，8 年平均年減 1.5%（下頁圖 4）。

二、業別投資趨勢落差明顯

下頁圖 5 為上市櫃企業主要行業 2009 - 2018 年資本支出，圖中輔以趨勢線，以顯示長期趨勢。就圖 5 觀察各業資

論述》統計·調查

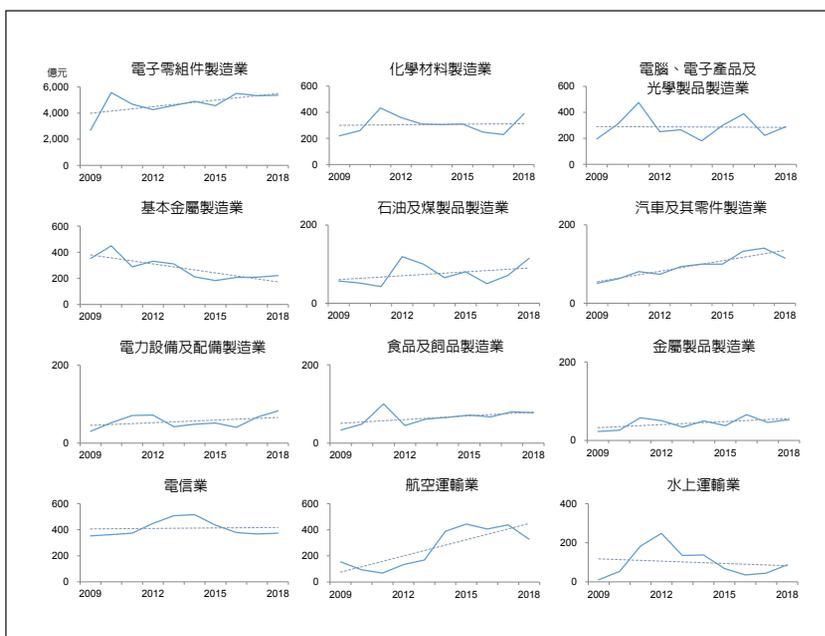
圖 4 上市櫃企業資本支出



資料來源：上市櫃公司財報。

本支出狀況，在製造業的 9 個主要中業（合計占整體固定支出 8 成 4）中，以電子零組件業、石油及煤製品製造業，以及汽車及其零件製造業上升趨勢最為明顯，其中電子零組件業 2018 年占製造業比重約達 7 成，後二者各占 1.4%；其餘中業則呈平緩或向下之現象。電子零組件業之投資以半導體為主力（2018 年占電子零組件業投資比重近 8 成），半導體大廠為維持先進製程之持續投資，或為前者乃至整體製造業投資之重要支撐。

圖 5 主要產業投資狀況



資料來源：上市櫃公司財報。

至於服務業，則以電信、航空運輸與水上運輸業投資規模最大，合占整體上市櫃資本支出比率之 1 成。其中航空運輸業投資增加趨勢最為明顯，與國內航空公司擴充機隊有關；電信與水上運輸業資本支出起伏大，長期看來則呈平緩走勢。

三、固定投資集中度居高不下

若以羅倫茲曲線與吉尼係數觀察上市櫃公司資本支出分布（下頁圖 6），吉尼係數由

2008 年的 0.905 增加至 2018 年的 0.933，均呈高度集中，顯示上市櫃企業投資不均的狀況，10 年來變化不大。另近年資本支出前 10 名公司合計均占整體上市櫃公司之 6 成以上，亦反映我國企業投資集中化之現象，少數企業之投資決策，影響國家整體民間投資的波動甚鉅。

伍、結語

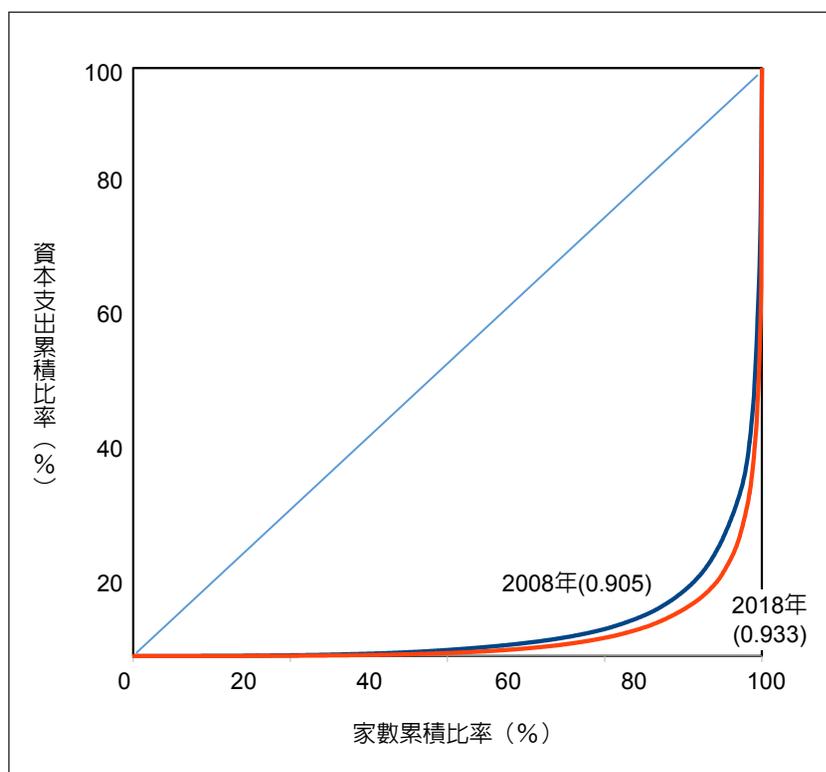
從近年企業資本支出趨勢觀察，投資成長趨緩，且集中於少數產業及大型企業現象甚為明顯。近期美中貿易爭端加速全球供應鏈重組，政府積極鼓勵台商回台投資，且不斷改善投資環境，協助中小企業與國內廠商優化產線、提升產能，

並深化投資在產業間的擴散，不僅有效挹注民間投資，也可為未來經濟添注更多活水動能。

參考文獻

1. IMF (2019), The price of capital goods: A driver of investment under threat?, Ch.3, World Economic Outlook Apr. 2019.
2. IMF (2019), The rise of corporate market power and its macroeconomic effects, Ch.2, World Economic Outlook Apr. 2019.
3. Alexander, L., & Eberly, J. (2018), Investment hollowing out, IMF Economic Review, 66 (1).
4. IMF (2015), Private Investment: What's the hold up?, Ch.4, World Economic Outlook Apr. 2015.
5. Banerjee, R., Kearns, J., and Lombardi, M. (2015), (Why) Is investment weak?, Bank for International Settlements.
6. Grullon, G., Hund, J., and Weston, J. (2014), Investment concentration and the importance of cash flow, Rice University. ❖

圖 6 上市櫃公司資本支出的吉尼係數



說明：括號內為吉尼係數。
資料來源：上市櫃公司財報。