

南華大學  
管理經濟學系經濟學碩士班  
碩士學位論文

台灣股票型基金績效持續性及影響要素之探討

The persistence of Taiwan's Stock Fund  
performance and it's major determinants

指導教授：崔可欣 博士

研究生：丁建凱

中華民國一零一年六月

南 華 大 學  
管理經濟學系經濟學碩士班  
碩 士 學 位 論 文

台灣股票型基金績效持續性及影響要素之探討

研究生：丁建凱

經考試合格特此證明

口試委員：邱魏頌王  
賴靖宜  
崔可欣

指導教授：崔可欣

系主任(所長)：黃煥云

口試日期：中華民國

101 年 6 月 25 日

## 摘要

共同基金是近年來市場上興起的投資工具，其投資理財的方式不但可以避免選擇股票的困擾，並且具有分散投資及降低風險的優點，然而市面上的基金共有幾百種，要如何挑選一個好的基金，績效的衡量方式必定會成為投資人所關心的議題。

本研究以三項傳統績效衡量指標為主，選取 2002 年 1 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日共 106 支國內共同基金作為本研究的對象，探討基金年齡、基金週轉率、及績效持續性對績效之關聯性，並將基金分為三個類別，國內投資股票型、跨國投資股票型及國內投資平衡型，分析不同類別基金的績效表現及影響因素是否會有差異。

經過本研究所得結果有下列幾項：1.國內投資人在選擇基金時，可以以國內股票型基金作為優先選擇，並使用 Treynor ratio、Sharpe ratio 作為主要衡量指標，可有效地推斷出四五年內績效之走勢，故建議投資人參考近四五年內績效之走勢後再作出合理之投資方向。2.投資人在面對各類型基金時，可優先採用 Sharpe ratio 作為績效衡量指標，其在基金年齡、週轉率上面皆有參考之價值，績效也具有一定之走勢，可幫助投資人作出合理的判斷。

關鍵字:共同基金、基金週轉率、傳統績效衡量指標

## Abstract

Mutual funds have been popular investment tools in recent years because it can avoid the trouble of having to select individual stocks, and has the advantages of diversification for reduced risk. However, picking among hundreds of funds is difficult and so a good performance measure for mutual fund selections is a common need by the investors.

This study analyses three traditional portfolio performance measures, with data sampled from the years 2002 to 2011 for a total of 106 domestic mutual funds in Taiwan. It investigates how fund ages, fund turnover ratios, and lagged performance measures affect the present fund performances. For further comparison and analysis, the funds are divided into three sub-categories: domestic stocks, foreign stocks and hybrid home-foreign stock investments.

The major results include: (1) For domestic stock investments, the Treynor ratio, Sharpe ratio are good performance measures since they can be significantly accounted for by even the three- and four-period autoregressive lags of the performance measures. (2) Across the three fund categories, the Sharpe ratio is a good measure because it is significantly explainable by the fund age, turnover ratio, as well as the past Sharpe ratios.

Keywords: Mutual Funds, Fund Turnover Ratios, Traditional Performance Measures

# 目錄

第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	4
第三節 研究架構.....	5
第二章 文獻探討.....	6
第一節 傳統基金績效評估指標.....	6
第二節 國內外相關文獻回顧.....	9
第三章 研究設計與方法.....	15
第一節 研究分析方法介紹.....	15
第二節 資料來源及變數定義.....	18
第三節 建立模型.....	23
第四節 假說推論.....	24
第四章 實證.....	26
第一節 基金績效指標與各變數關係之分析.....	26
第二節 以基金類型分析基金績效指標與各變數間之關係.....	33

第五章 結論與建議.....	38
第一節 研究結論.....	38
第二節 研究限制及建議.....	40
參考文獻.....	42
附錄.....	45

# 表目錄

2-1 傳統績效評估指標之比較.....	8
4-1 固定效果模型:Sharpe ratio與各變數間之關係分析表.....	27
4-2 固定效果模型:Treynor ratio與各變數間之關係分析表.....	28
4-3 固定效果模型: Jensen ratio 與各變數間之關係分析表.....	29
4-4 三種基金績效衡量指標與各變數間之顯著性.....	31
4-5 國內投資股票型在三種基金績效衡量指標與各變數間之關.....	33
4-6 跨國投資股票型在三種基金績效衡量指標與各變數間之關.....	34
4-7 國內投資平衡型在三種基金績效衡量指標與各變數間之關係....	35
4-8 各類型基金在三種基金績效指標下與各變數間之關係.....	36

# 圖目錄

1-1 國內共同基金目前的發行概況.....	3
3-1 研究架構圖.....	25

# 第一章 緒論

## 第一節 研究背景與動機

共同基金是一種集合眾人資金委託專業經理人操作的投資工具，其特色是專業管理與風險分散，所有投資的獲利或損失，都由基金投資人共同分享或分攤，充分發揮積少成多、分散風險的效益，適合小額的投資人或沒有時間從事投資的研究者。

共同基金起源於十八世紀的歐洲，至今在英、美已有超過百年的歷史，而台灣共同基金起步則較慢，民國 72 年成立了第一家國際證券投資信託公司，而後 75 年光華、建弘、中華三家投信也相繼成立，此四家業者為第一波開放下的業者，初期設立目的為引進海外資金，主要以外國人為銷售對象，而後才在國內發行。民國 80 年 9 月政府修正並公布「證券投資信託事業管理規則」，開放新投信業者的申請。81 年 11 家投資信託公司開始進行籌設，開放至今，到民國 100 年為止總共有 39 家投信公司成立，提供之基金約有五百多種。詳如圖 1-1。

政府近年來有意使證券市場走向專業化與國際化，加上國民知識水準的提升與投資人口的增加，對理財工具的需求也越發殷切，投資管道走向多元化，共同基金衍然成為了其中一種熱門的理財工具。

然而隨著台灣基金市場的快速發展及基金種類的大量增加，各投信公司所提供的基金資訊相當混亂，有鑑於此，中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會自民國八十五年第二季起委託台灣大學財金系李存修與邱顯比兩位教授針對證期會所核准國內各投信公司所發行之基金，每月定期進行績效評比，是目前較具

公信力可提供投資人選擇基金的重要參考依據。

共同基金具有多角化的投資與分散風險的優點，目前國內市場上的共同基金有幾百種，在這眾多的投資標的中，投資人要如何適時的投資與選擇，當然需要一些參考指標。這些參考指標皆是由過去的資料得來，是否具有參考價值？面對眾多指標又該如何挑選？各指標的準確度及重要性？何種指標最適合投資人對未來投資做出選擇？這都是本研究所想要探討的。

一般民眾常用來判別基金績效的參考指標為基金淨值報酬率，但這個計算方式忽略了所承擔的風險，因此回顧國內外有關基金績效的衡量指標，最常被使用的是 Sharpe ratio(1966)、Treyner ratio(1965)及 Jensen ratio(1968) 三種指標，此三種績效指標皆有將風險考慮在內，也都是以資本資產訂價模式(CAPM)為評價基礎所建立出來的指標。

本研究將根據中華民國投資信託暨顧問同業公會所提供之基金績效評比表裡的眾多影響基金之要素(基金年齡、基金週轉率、基金類別、持續性)來進行討論，以三項傳統績效評估指標為主(Sharpe ratio、Treyner ratio、Jensen ratio)，探討各要素對共同基金績效之影響力，讓投資人未來選擇共同基金時能有所依據與幫助。

圖 1-1 國內共同基金目前的發行概況

類型	種類	基金數量	基金規模(元)
股票型	國內投資	179	267,140,269,400
	跨國投資	184	300,661,017,277
	小計	<u>363</u>	<u>567,801,286,677</u>
平衡型	國內投資	31	22,999,798,249
	跨國投資	14	9,177,499,228
	小計	<u>45</u>	<u>32,177,297,477</u>
類貨幣市場型	類貨幣市場型	0	0
	小計	<u>0</u>	<u>0</u>
固定收益型	國內投資-一般債券型	1	3,326,917,978
	跨國投資-一般債券型	21	37,034,305,511
	金融資產證券化型	2	1,452,744,169
	高收益債券型	18	65,476,456,523
	小計	<u>42</u>	<u>107,290,424,181</u>
貨幣市場基金	國內投資	47	755,663,600,218
	跨國投資	2	542,161,881
	小計	<u>49</u>	<u>756,205,762,099</u>
組合型	國內投資	0	0
	跨國投資-股票型	12	12,126,390,960
	跨國投資-債券型	29	73,888,838,815
	跨國投資-平衡型	24	31,985,530,878
	跨國投資-其他	0	0
	小計	<u>65</u>	<u>118,000,760,653</u>
保本型	保本型	0	0
	小計	<u>0</u>	<u>0</u>
不動產證券化型	不動產證券化	12	11,746,744,171
	小計	<u>12</u>	<u>11,746,744,171</u>
指數股票型	國內投資	15	115,878,092,890
	跨國投資	2	15,979,229,424
	小計	<u>17</u>	<u>131,857,322,314</u>
指數型	國內投資	2	7,653,462,866
	跨國投資	4	3,293,463,720
	小計	<u>6</u>	<u>10,946,926,586</u>
合計		<u>599</u>	<u>1,736,026,524,158</u>
傘型基金(子基金共20支)		9	19,268,886,241

資料來源:民國 100 年 12 月投信投顧公會統計

## 第二節 研究目的

中華民國投資信託暨顧問同業公會每月都會出版月報對基金作詳盡的報導，並且提供了三種基金績效評比(台大教授評比、理柏評比、晨星評比)作為投資人選擇基金的依據。

本研究將以基金評比表及投信投顧公會公布之基金相關資訊為主，針對評比表裡各項基金資料(基金年齡、基金類別、基金周轉率等)來分析影響國內共同基金績效的主要因素，希望藉由文獻探討、研究方法、實證分析的過程，能獲得以下目的：

1. 了解各績效指標之差異
2. 探討可能影響基金績效之要素
3. 驗證各基金要素(年齡、週轉率、持續性)對基金績效之影響力
4. 藉由本研究之探討能對未來投資人選擇基金時能有所依據與幫助。

### 第三節 研究架構

第一章 緒論: 簡介基金之發展史, 國內共同基金現況及說明研究背景與動機、目的。

第二章 文獻探討: 共分為兩部分, 第一部分對傳統基金績效評估指標作介紹, 並針對各自特點及差異性做比較。第二部分則是針對國內外相關文獻作回顧與探討。

第三章 研究方法: 研究方法介紹及說明資料來源、解釋變數及樣本的選取、建立假說及介紹實證模型。

第四章 實證結果分析: 根據基金基本資料結合實證模型後, 對結果做分析與探討, 主要分為兩個部分, 第一部份對各項基金績效指標與各影響要素關係之顯著性作分析與探討; 第二部分則是將基金區分為三個類別(國內投資股票型、跨國投資股票型、國內投資平衡型), 分別對三個類別作分析與比較。

第五章 結論與建議: 總結本研究結果以及提出建議。

## 第二章 文獻探討

本章整理了歷年來較具影響力且廣為使用之績效指標，並對不同評估績效間之特性做比較。再來，介紹國內外相關之文獻，並對這些文獻作探討。

### 第一節 傳統基金績效評估指標

共同基金績效評估方式發展歷史早期以傳統評估模式為主，當中最常被使用的是以資本資產定價模式(CAPM)為基礎所建立出來的指標，根據功能、重要性、普及性分為許多種類，其中又以 Treynor(1965)、Sharpe(1966)、Jensen(1968)三個為主要代表。

- 一. Sharpe 指標: Sharp(1966)研究 1954 年至 1963 年的美國 34 支開放型基金，其認為基金的投資組合與市場投資組合具有完全的正相關，即相關係數為 1。故此指標是以承擔每一單位總風險下所獲得的平均超額報酬來作為衡量的依據，如(2-1)式。

$$S_i = \frac{\overline{R_i} - \overline{R_f}}{\sigma_i} \quad (2-1)$$

上式  $S_i$  為 Sharpe 指標，當作衡量基金每承擔一單位總風險，所獲得之超額報酬。其值越大，共同基金績效越佳。

- 二. Treynor 指標: Treynor(1965)研究 1953 年至 1962 年間美國的二十支基金，採用證券市場線 (SML)的觀念，其認為共同基金具有分散投資風險的特性，基金之投資組合在風險分散後，所評估的投資風險應將非系統性風險排除，只需考慮系統風險 ( $\beta$ )，故將基金扣除無風險利率所得超額報酬，用系統風險

為衡量單位，計算投資組合每承擔一單位系統風險所獲得的超額報酬率。

故 Treynor 指標是一種經過風險調整後的指標，用來衡量承擔每單位系統風險下所能獲得的超額報酬，如(2-2)式。

$$T_i = \frac{\overline{R_i} - \overline{R_f}}{\beta_i} \quad (2-2)$$

上式  $T_i$  為 Treynor 指標，當作衡量基金績效評估的指標。其值越大，表示每承擔一單位系統性風險能獲得越高之超額報酬，共同基金績效越佳。

三. Jensen 指標: Jensen 指標是由哈佛大學教授 Michael C. Jensen(1968)提出，其研究 1945 年至 1964 年的美國 115 支開放式基金，以投資組合的異常報酬 (Abnormal Return)作為績效的判斷標準。Jensen 認為基金市場並不具有完全效率性，投資組合的期望報酬並不完全等於資本資產定價模型所計算的，可能會因基金經理人的錯誤評估，而產生高估或低估的偏誤。故 Jensen 納入截距項於證券市場線，試圖利用該截距項來衡量共同基金的異常報酬，如(2-3)式。

$$J_i = R_i - [R_f + \beta_i(R_m - R_f)] \quad (2-3)$$

上式  $J_i$  為 Jensen 指標，可用來衡量共同基金之異常報酬。

若  $J_i > 0$ ，表示該投資組合具有超越市場投資組合的優異績效；反之，若  $J_i <$

0，表示該投資組合的投資績效尚遜於市場投資組合的表現。

#### 四：三種傳統績效評估模式之比較

三種指標都是以 CAPM 模型為基礎所建立出來的指標，提出來的時間雖然相近，看法卻是各異。

Sharpe、Treydor 兩位學者都提出了超額報酬的觀念，然而兩者在指標上所考慮的風險卻是不一樣的，兩者分別是以系統風險  $\beta_i$  及標準差  $\sigma_i$  (總風險) 來衡量可得之超額報酬。

Jensen 的看法則異於兩者，其探討以絕對報酬的觀念所發展出來的指標，來表示基金組合的投資報酬率在特定的系統風險  $\beta_i$  與市場投資組合報酬之差異。三者之特點如下表 2-1

表 2-1 傳統績效評估指標之比較

傳統績效評估模式	應用模型	發表時間	論點差異	判斷方式
Sharpe	CAPM	1966 年	考慮標準差 $\sigma_i$	$S_i$ 越大越佳
Treynor	CAPM	1965 年	考慮系統風險 $\beta_i$	$T_i$ 越大越佳
Jensen	CAPM	1968 年	考慮截距項	$J_i > 0$ 表越佳

## 第二節 國內外相關文獻回顧

### 一、 基金類別與基金績效、績效評估指標之關聯

楊晉昌(1985)以民國 83 年至民國 84 年期間的國內開放式股票型基金(含積極成長型、成長型、平衡型)及債券型基金，共 24 支基金為樣本。實證結果得到，前 27 週不同型態基金以 Sharpe 績效指標評估較顯著，後 27 週不同型態基金以 Treynor 績效指標評估較為顯著。

Grinblatt and Titman(1989)以 1975 年至 1984 年間 157 支基金的季資料作為樣本(含積極成長型、成長型、平衡型、收益型、特殊目的型)。實證結果認為積極成長型與成長型基金利用 Jensen 績效指標來評估較來得顯著。

曾少芳(1997)以民國 84 年至民國 85 年間的國內四十支封閉式及開放式股票型基金進行研究，計算各基金的月總持股比率、市值、股數、股利率等特徵值，使用二階段集群分析法進行基金的風格分類，分為積極成長型、成長型、成長收益型以及跟隨趨勢型。實證結果指出各個類別間基金績效並不具差異性。

卓澤修(1986)以民國 83 年至 84 年間的 16 支開放式股票型基金作為樣本，研究結果發現無一致的定論能說明基金類別的不同，所使用的績效指標評估的結果是否也應不同。

綜合上述文獻可知基金類別對基金績效、績效評估指標之使用是否有影響並無一致的結論。

## 二、 基金週轉率與基金績效之關聯

### (一)基金週轉率與基金績效無顯著關係

辛穎琪(1996)以持股比率分析法對基金績效之優劣進行探討，實證結果發現國內共同基金的績效與週轉率之間並不存在顯著的關係，經理人頻繁的短線買賣策略，其正面與負面效果相互抵消，故對基金績效的影響不大。

蔡聰毓(2008)以單一輸入轉換函數模型探討基金週轉率與績效之關係，結果發現少數基金具有週轉率延遲反應於績效之情形，且最長延遲反應期間不超過三個月，雖然對於少部分個別基金，週轉率對於績效具有解釋能力，但整體而言，週轉率與績效並無顯著關係。

### (二)基金週轉率與基金績效有顯著關係

林世峻(2000)以民國 85 年 10 月至 89 年 1 月間 32 支開放式股票型基金之月資料作為研究樣本，使用傳統的 Jensen 績效指標來評估基金之整體績效。實證結果顯示基金投資組合週轉率及基金規模對基金投資績效具有顯著的正向關係

張文侯(2007)以民國 91 年 1 月到民國 95 年 12 月間 133 支共同基金作為研究樣本，以基金投資行為方式的角度來進行研究分析。研究結果發現，基金週轉率與基金績效呈現較高的正相關係數，但投資人仍應避免挑選長期週轉率過度高於同類型基金週轉率平均值之基金，較能獲取較高的超額報酬。

張志宏(1995)以多元迴歸方式進行共同基金要素(週轉率、管理費用)與績效關係之研究，實證結果發現基金績效與週轉率成負向關係。

胡凱曼(2010)利用縱橫資料(Panel Data)分析法找出影響台灣股票型基金的因素，試圖驗證基金淨流量比率、市場報酬、總風險、系統風險、週轉率、費用率等要素對基金績效之影響力。實證結果發現基金週轉率與基金績效呈現負向關係。

大部分研究顯示出基金績效與週轉率有著顯著關係，但結果卻不一致，有呈現正向關係的，也有呈現負向關係的；辛穎琪及蔡聰毓的研究結果則是呈現無顯著關係。因此綜合上述文獻可以發現基金週轉率與基金績效的關係並無一致的結論。

### 三、 基金績效持續性之探討

#### (一)績效不具有持續性

Sharpe(1966)以美國 1944 年至 1963 年間 34 個開放型共同基金作研究樣本，將研究期間分為前期與後期，期間各為 10 年，以 Spearman 等級相關係數檢定前後期績效之持續性，研究結果指出基金績效並不具有持續性。

Jensen(1968)以美國 1945 年至 1964 年間 115 支共同基金作為樣本研究績是否具有持續性，發現若以過去基金績效作為選擇基金之依據並不會比買進基金並持有的策略好，因此結果指出基金績效並不具有持續性。

Williamson(1972)以美國 1961 年 1970 年間共 180 支共同基金作為評估樣本，將研究期間分為兩期，以 Spearman 等級相關係數加以檢定。實證結果顯示前後兩期無顯著相關存在，表示績效不具有持續性。

Robson(1987)以 1969 年至 1978 年間澳洲 33 家信託基金及 5 家共同基金作為研究樣本，以各種調整後風險之績效指標，對不同期間的基金進行評估。實證結果發現基金過去績效並不具有持續性。

何幸(1997)以 1993 年至 1996 年間 24 支共同基金作為樣本，運用 Sharpe、Jensen、Treydor 指標分別評估各基金之績效，並對開放型及封閉型基金之 Sharpe 績效作比較，並測試基金之績效持續性與擇時能力是否存在。研究結果指出國內共同基金績效並不具有持續性，也不存在短期持續性。

徐喜慶(1993)以民國 77 年至 80 年間開放型及封閉型基金作為研究樣本。結果顯示，共同基金績效並不具有持續性。

辛穎琪(1996)以國內 1993 年至 1995 年間 21 支開放型共同基金作為樣本，以持股比率分析法來探討基金整體績效之優劣。實證結果指出(1)無論是以無母數統計或迴歸分析法作檢定，國內共同基金績效不具有長期持續性。(2) 基金績效不存在短期持續性，所以投資者無法利用過去短期之績效作為預測下一期績效之依據。

## (二)績效具持續性

Grinblatt and Titman(1992)兩位學者以美國 1975 年至 1984 年間 279 支共同基金之月報酬率作為樣本，將期間分為前後五年為一期，以持股利率、過去報酬及公司規模為基礎所形成的指標作為基金績效的比較標準。研究結果發現基金績效具有持續性。

Goetzmann and Ibbotson(1994)以 1976 年至 1988 年間 728 支開放型基金的月報酬作為研究樣本，分別評估每月、一年及兩年的績效是否具有持續性。實證結果發現不論長期或短期基金績效皆具有持續性。

陳相宇(2005)以 2000 年至 2004 年間國內上市股票型基金作為樣本，以集群分析法分析基金報酬率。實證結果發現，績效最佳的基金持續性不如績效最差者，而績效的期間越長，績效更具持續性。

陳炳宏(1998)以 1995 年至 1998 年間國內 24 支基金的月資料作為研究樣本，以傳統評估模式與 Grinblatt and Titman 模式來判別基金績效是否具有持續性。實證結果發現基金績效具有持續性。

綜合上述文獻可知基金績效是否具有持續性並無一致的結論。Grinblatt and Titman、Goetzmann and Ibbotson、陳相宇及陳炳宏等研究內容雖然發現績效是具有持續性的，但大部份的研究仍是認為基金績效是不具有持續的。

### 第三章 研究設計與方法

本章將說明研究方法及架構設計，以支持驗證假說的合理性。首先介紹研究方法及作相關變數的說明。接下來架構模型，最後設立本研究欲驗證的四項假說，以利後續進行實證分析。詳如表 2-2。

#### 第一節 研究分析方法介紹

本研究以傳統績效評估指標為主，利用追蹤資料(Panel Data)來進行分析，此方法具有結合橫斷面資料與時間序列資料之優點。由於使用時間序列分析(Time-Series Analysis)只考慮到相關變數的時間序列資料，可能發生序列相關(Serial Correlation)之現象；若僅以橫斷面資料(Cross-Section Analysis)進行分析，則容易因經濟個體本身存在特殊性，產生異質變異(Heteroscedasticity)。

發生序列相關或異質變異時，可能會對信賴區間與假設檢定等統計推論產生偏差，因此為了避免時間序列或橫斷面資料分析無法同時比較時間變動及個體差異，並避免忽略某些變數而產生估計偏誤或無效，故在此使用追蹤資料模式(Panel Data Model)中的固定效果模型來進行分析。

Panel Data 分析的優點如下：

- (一)有效增加樣本數及模型自由度。
- (二)可降低變數間共線性(Collinearity)之問題。
- (三)可控制橫斷面上經濟個體的異質性。
- (四)能衡量時間序列與橫斷面資料所無法單獨檢定之效果。
- (五)能減少個體加總所產生之偏誤。

## 一、固定效果模型介紹

固定效果模型(Fixed Effect model)與隨機效果模型(Random Effects Model)為追蹤資料最常被採用之模式。若樣本來自特定母體，且個體特性並不隨著時間不同而改變，使用固定效果模型可強調個體差異性；若樣本是隨機抽樣自母體，使用隨機效果模式較佳。本文因各家基金有其特殊機構文化和經營特性，為控制此項個體差異，將採用固定效果模型來作為本研究的主要評估模式。

固定效果模型又稱為最小平方虛擬變數模型(Least Square Dummy Variable Model, LSDV)，以 Panel Data 分析時通常會假設不同個體的參數  $\alpha_i$  不變，加入虛擬變數(Dummy Variable)衡量此參數對模型的影響，藉以了解個體間的差異，並且縮小模型間的共變異數。其基本迴歸模型如下：

$$H_{i,t} = \alpha_i + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{i,t} \quad (3-1)$$

其中， $i$ 表示第 $i$ 個基金， $i=1,2,\dots,N$ ； $t$ 表示第 $t$ 年， $t=1,2,\dots,T$ ；

$H_{i,t}$ ：表示第 $i$ 個基金在第 $t$ 年的應變數數值

$\alpha_i$ ：代表迴歸方程式上的截距項

$\beta_k$ ：表示第 $k$ 個解釋變數的迴歸係數

$X_{kit}$ ：第 $i$ 個基金在第 $t$ 期的解釋變數

$\varepsilon_{i,t}$ ：第 $i$ 個基金在第 $t$ 期的隨機誤差

假設  $\alpha_i$  數值是橫斷面上的固定參數，則(3-1)的方程式可改寫成(3-2)，即為固定效果模型，模型如下：

$$H_{i,t} = \sum_{j=1}^N \alpha_j D_{jt} + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{i,t} \quad (3-2)$$

$$D_{jt} = \begin{cases} 1, & \text{當 } j = i \\ 0, & \text{當 } j \neq i \end{cases} \quad \text{D 為虛擬變數}$$

$$\rightarrow H_{i,t} = \alpha_i D_{jt} + \beta' X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3-3)$$

即是最小平方虛擬變數模型(Least Square Dummy Variable Model)

其中， $\alpha_i$  代表截距項係數

$D_{jt}$  代表虛擬變數，若  $j = i$ ，則  $D_{it} = 1$ ；反之  $j \neq i$ ，則  $D_{it} = 0$

## 第二節 資料來源及變數定義

### 一. 資料說明

本研究選取 2002 年到 2011 年十年間國內的共同基金作為樣本，主要以投信投顧公會、理柏(Lipper)及台灣經濟新報資料庫(TEJ)的資料為主。

#### (一) 理柏(Lipper):

1. Sharpe ratio
2. Treynor ratio
3. Jensen ratio

#### (二) 投信投顧公會:

1. 基金報酬率
2. 基金成立時間
3. 基金績效評比表
4. 系統風險  $\beta$  值
5. 標準差

#### (三) 台灣經濟新報資料庫:

1. 基金買入週轉率
2. 基金賣出週轉率
3. 基金類別

## 二. 樣本選取

本研究所選取的樣本以投信投顧公會所區分的基金類別，選取國內共同基金占多數的類型共 106 支。

資料定義如下：

### (一) 國內投資股票型 75 支

自民國 91 年 1 月至民國 100 年 12 月-最多十期，至少五期的年資料

定義：以國內股票投資為主，百分之六十以上的基金資產投資於股票的基金。

### (二) 跨國投資股票型 19 支

自民國 91 年 1 月至民國 100 年 12 月-最多十期，至少五期的年資料

定義：以國外股票投資為主，百分之六十以上的基金資產投資於國外股票的基金。

### (三) 國內投資平衡型 12 支

自民國 91 年 1 月至民國 100 年 12 月-最多十期，至少五期的年資料

定義：以國內股票、債券資產投資為主，股票資產與債券資產的配置比例視市場情況靈活配置，股票投資配置比例的中值與債券資產的配置比例的中值之間的差異一般不超過 5%。

### 三. 變數定義

衡量基金的變數有很多種，但仍須考量投資人的偏好及基金的風格特性，所以根據前面的文獻探討及投信投顧公會所提供的基金資訊，列出了以下相關變數來作為本研究欲探討之要素。

本研究所選取的變數涵義及操作性定義如下：

#### (一) 應變數

1. Sharp ratio: 基金承擔每單位總風險所能獲得之額外報酬。

$$S_i = \frac{\overline{R}_i - \overline{R}_f}{\sigma_i}$$

$\overline{R}_i$ : 基金之平均淨值報酬率

$\overline{R}_f$ : 平均無風險報酬率

$\sigma_i$ : 總風險

2. Treynor ratio: 基金承擔每單位系統風險所得之額外報酬。

$$T_i = \frac{\overline{R}_i - \overline{R}_f}{\beta_i}$$

$\overline{R}_i$ : 基金之平均淨值報酬率

$\overline{R}_f$ : 平均無風險報酬率

$\beta_i$ : 系統風險

3. Jensen ratio: 基金投資組合報酬率與相同系統風險下，市場投資組合報酬的差異。

$$J_i = R_i - [R_f + \beta_i(R_m - R_f)]$$

$R_i$ : 基金淨值報酬率

$\beta_i$ : 基金的系統風險

$R_m$ : 市場投資組合報酬率

$R_f$ : 無風險報酬率

## (二) 自變數

1. 基金年齡(fund age):本研究以基金成立年份至 2011 年 12 月止期間之差距年數當作基金年齡。

$$\text{基金年齡(fund age)} = 2011 \text{ 年} - \text{基金成立年}$$

2. 基金週轉率(turnover rate):一段時間內基金投資組合中更新持股的次數，即買進或賣出股票的頻率。金額與總資產的比例即為週轉率，計算方法如下：

$$\text{基金週轉率(turnover rate)} = \frac{\text{年度買進(賣出)總金額}}{\text{年度資產總值平均值}}$$

3. 持續性: 本研究在迴歸式中加入前一至四期之基金績效作自我相關，藉以探討現今績效與過去績效之關聯性。假設過去績效與自身呈現負相關，表示現今較佳之績效，過去有可能是較差的，或現今較差之績效，過去有可能是較佳的，由此可得之，結果若呈現負相關，績效並不具有持續性，反之，若呈現正相關，績效好的越來越好，壞得越來越壞，則可以顯示出績效具有持續性。

### 第三節 建立模型

#### 一、實證模型

經由文獻探討及計量模式推演，可以建構出實證模式以說明本研究所提出的各項因素對基金績效的關聯性。其模式如下：

固定效果模式

$$H_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 Age_{i,t} + \beta_2 Turn_{i,t} + H_{i,t-1} + H_{i,t-2} + H_{i,t-3} + H_{i,t-4} + \varepsilon_{i,t} \quad (3-9)$$

其中  $H_{i,t}$  : 表示基金績效指標 (三種評估指標)

$\alpha_i$  : 表示迴歸方程式上的截距項

$\beta_k$  : 表示迴歸係數

$Age_{i,t}$  : 第  $i$  期基金在第  $t$  期之年齡

$Turn_{i,t}$  : 第  $i$  期基金在第  $t$  期之週轉率

$H_{i,t-1} \sim H_{i,t-4}$  : 自身前四期績效

#### 第四節 假說推論

為了能更加清楚了解影響基金績效之因素，故本研究設計了三項假說，以供驗證，相關假設如下，

假設 一：驗證基金年齡對基金績效是否具有正向關係。

基金年齡愈長，相較於其它年齡較短之基金，是否會因為長期經營運作之關係而具有較佳的表現。

假設 二：驗證基金週轉率與基金績效是否具有負向關係

基金週轉率越高可能表示基金偏向短線操作，因此基金必須付出較高之交易成本，減少可能獲利的部分，同時也表示基金經理人在選股能力上有可能出現問題。因此本研究欲驗證基金被買賣的次數較多時，績效是否較差。

假設 三：驗證基金績效是否具有持續性

基金過去表現之優劣，是否能讓投資人作為未來選擇基金之參考依據，績效佳的基金是否會越來越好，績效差的基金是否會越來越差。

綜合說明後，可建立出三項假說的虛無假設

$H_0 =$  其影響因素對基金績效不具有顯著相關

$H_1 = H_0$  不為真

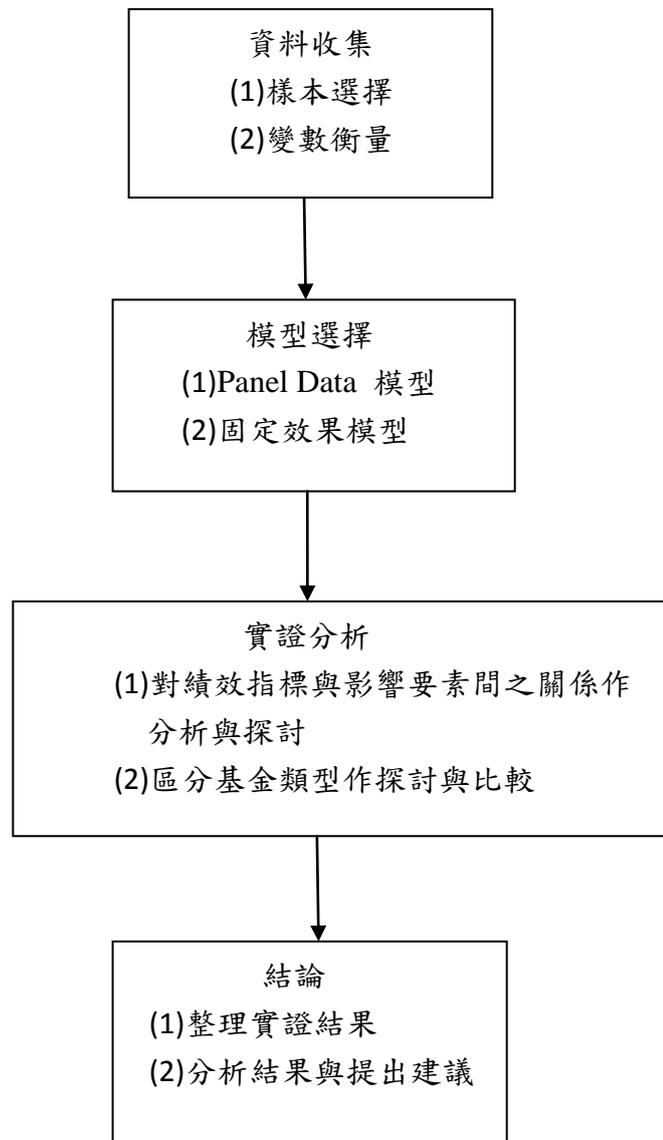


圖 3-1 研究架構圖

## 第四章 實證結果與分析

本章將分為兩大部分進行有關基金績效與各影響因素之實證分析。第一部分為進行各項基金績效與各影響因素的評估，第二部分則以各類型(國內股票型、國外股票型、國內平衡型)的基金績效與各影響因素間之關係作探討

### 第一節 基金績效指標與各變數關係之分析

本研究以Panel Data分析法為基礎，採用固定效果模型來對基金樣本進行績效指標與各變數間關係之分析，主要探討三種基金績效指標(Sharpe、Treyner、Jensen)與基金年齡、基金週轉率、基金績效持續性之關係。

下面將以固定效果迴歸模型為主，並在迴歸式中加入(AR)項來作自我迴歸，一方面能提高模型之準確性，另一方面則能作自我相關以進行基金績效持續性之探討。

## 一、Sharpe ratio 與各變數間之關係

採用固定效果模型，Sharpe ratio 與各變數間之關係如下表 4-1，其估計結果發現，除了  $S_{i,t-4}$  外，其餘變數皆具有解釋能力。

表4-1 固定效果模型:Sharp ratio與各變數間之關係分析表

$$S_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 Age_{i,t} + \beta_2 Turn_{i,t} + S_{i,t-1} + S_{i,t-2} + S_{i,t-3} + S_{i,t-4} + \varepsilon_{i,t}$$

影響因素	係數	標準差	t 值	Prob
基金年齡(Age)	-0.002	0.000	-15.33	0.0000***
基金週轉率(Turn)	-0.000	6.001	-3.88	0.0001***
$S_{i,t-1}$	-0.458	0.044	-10.40	0.0000***
$S_{i,t-2}$	-0.430	0.046	-9.25	0.0000***
$S_{i,t-3}$	0.209	0.047	4.42	0.0000***
$S_{i,t-4}$	0.075	0.057	1.31	0.1883

\*\*\*表示達到1% 顯著水準

\*\* 表示達到5% 顯著水準

\* 表示達到10% 顯著水準

小結分析:

根據表4-1，我們可以發現基金年齡與Sharpe ratio間呈現負相關，且具有顯著性，表示基金年齡越長，績效有越來越差的趨勢，假設一不成立。

基金週轉率與Sharpe ratio間呈現負相關，且具有顯著性，表示基金被買賣的次數越多，績效有可能會越來越差，與本研究所訂立的假設二謀合。

從  $S_{i,t-1}$ 、 $S_{i,t-2}$  可以發覺，Sharpe ratio與自身前兩期的績效皆呈

現顯著性負相關，這表示績效現今較佳時，前兩年之績效有可能是較差的，又或現今較差，過去兩年較佳，由此可以發覺績效是不具有持續性的，假設三不成立。

## 二、Treynor ratio 與各變數間之關係

採用固定效果模型，Treynor ratio 與各變數間之關係如下表 4-2，其估計結果發現，只有  $T_{i,t-1}$  與  $T_{i,t-3}$  具有解釋能力。

表 4-2 固定效果模型: Treynor ratio 與各變數間之關係分析表

$$T_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 Age_{i,t} + \beta_2 Turn_{i,t} + T_{i,t-1} + T_{i,t-2} + T_{i,t-3} + T_{i,t-4} + \varepsilon_{i,t}$$

影響因素	係數	標準差	t 值	Prob
基金年齡(Age)	0.000	0.001	0.47	0.6361
基金週轉率(Turn)	-0.001	0.001	-1.14	0.2519
$T_{i,t-1}$	-0.131	0.021	-6.06	0.0000***
$T_{i,t-2}$	-0.026	0.018	-1.40	0.1600
$T_{i,t-3}$	0.199	0.019	10.21	0.0000***
$T_{i,t-4}$	-0.038	0.016	-2.29	0.0219*

\*\*\*表示達到1% 顯著水準

\*\* 表示達到5% 顯著水準

\* 表示達到10% 顯著水準

小結分析:

根據表4-2，我們可以發現基金年齡、基金週轉率與 Treynor ratio 之間並不具有顯著性相關，因此假設一跟二皆不成立。

從  $T_{i,t-1}$ 、 $T_{i,t-2}$ 、 $T_{i,t-3}$ 、 $T_{i,t-4}$  可以發覺，Treynor ratio與  $T_{i,t-1}$  間呈現顯著性負相關，與  $T_{i,t-3}$  則呈現顯著性正相關，與  $T_{i,t-2}$ 、 $T_{i,t-4}$  間則不具有解釋能力，因此將  $T_{i,t-1} \sim T_{i,t-4}$  均考慮在內的話，整體比較下來，基金績效並不具有持續性，假設三不成立。

### 三、Jensen ratio 與各變數間之關係

採用固定效果模型，Jensen ratio 與各變數間之關係如下表 4-3，其估計結果發現，基金週轉率、 $J_{i,t-1}$ 、 $J_{i,t-2}$  具有解釋能力。

表 4-3 固定效果模型: Jensen ratio 與各變數間之關係分析表

$$J_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 Age_{i,t} + \beta_2 Turn_{i,t} + J_{i,t-1} + J_{i,t-2} + J_{i,t-3} + J_{i,t-4} + \varepsilon_{i,t}$$

影響因素	係數	標準差	t 值	Prob
基金年齡(Age)	-3.460	0.000	-0.09	0.9269
基金週轉率(Turn)	-0.000	0.000	-4.01	0.0001***
$J_{i,t-1}$	0.060	0.028	2.13	0.0335*
$J_{i,t-2}$	0.083	0.027	3.02	0.0026**
$J_{i,t-3}$	-0.010	0.026	-0.39	0.6907
$J_{i,t-4}$	0.020	0.027	0.73	0.4611

\*\*\*表示達到1% 顯著水準

\*\* 表示達到5% 顯著水準

\* 表示達到10% 顯著水準

小結分析:

根據表4-3，我們可以發現基金年齡與Jensen ratio間並不具有解釋能力，因此假說一不成立；基金週轉率則是與Jensen ratio間呈現顯著性負相關，基金被買賣交易的次數越多，績效則有可能越來越差，假說二成立。

從  $J_{i,t-1}$ 、 $J_{i,t-2}$ 、 $J_{i,t-3}$ 、 $J_{i,t-4}$  可以發現，Jensen ratio 與  $J_{i,t-1}$ 、 $J_{i,t-2}$  間皆呈現顯著性正相關，與  $J_{i,t-3}$ 、 $J_{i,t-4}$  間則不具有解釋能力，由此可以推斷，若只考慮  $J_{i,t-1}$  與  $J_{i,t-2}$ ，績效在三年內是具有持續性效果的，假設三成立，若是超出三年，績效則是不具有持續性。



#### 四、總結

三項績效衡量指標與各變數間之關係整合如下表 4-4，由表中可以發現，Sharpe 指標除了 AR(4) 外，其餘變數皆具有解釋能力，Treynor、Jensen 兩項指標則只有半數具有解釋能力。

4-4 三種基金績效衡量指標與各變數間之顯著性

影響因素	Sharpe		Treynor		Jensen	
	關係	P 值	關係	P 值	關係	P 值
基金年齡	負	0.0000***	正	0.6361	負	0.9269
基金週轉率	負	0.0001***	負	0.2519	負	0.0001***
AR(1)	負	0.0000***	負	0.0000***	正	0.0335*
AR(2)	負	0.0000***	負	0.1600	正	0.0026**
AR(3)	正	0.0000***	正	0.0000***	負	0.6907
AR(4)	正	0.1883	負	0.0219	正	0.4611

\*\*\*表示達到1% 顯著水準

\*\* 表示達到5% 顯著水準

\* 表示達到10% 顯著水準

AR(1) ~ AR(4) 表示自身績效前面第一期到第四期，用來作持續性之探討

經由表 4-4 可以得之全部樣本之基金績效衡量指標與其影響要素之關係，整理如下：

##### (一)基金年齡(Age):

與 Sharpe 呈現顯著性負相關，代表基金年齡越長，基金績效越差，與 Treynor、Jensen 間則是不具有解釋能力，因此在三項指標中，假設一皆不成立。

(二)基金週轉率(*Turn*):

與 Sharpe、Jensen 間皆呈現顯著性負相關，與本研究所訂立的假設二謀合，與 Treynor 間則是不具有解釋能力，因此我們可以推斷基金績效大多與基金週轉率呈現顯著性負相關，表示基金被買賣的次數越多，基金績效越差。

(三)持續性:

Sharpe 與自身前兩期績效呈現顯著性負相關，也就是反向關係，較佳之績效變差，又或較差之績效變好，因此可以判別並不具有持續性。Jensen 則是與自身前兩期績效呈現顯著性正相關，表示原本好的更好，又或壞的更壞，由此可以推斷在三年內績效具有持續性。則 Treynor 只有 AR(1)、AR(3)具有顯著性相關，可以推斷並不具有持續性。

## 第二節 以基金類型分析基金績效指標與各變數間之關係

考量到不同類型之基金可能會有不同之結果，本研究將全部基金樣本區分為：國內投資股票型(AA1)、跨國投資股票型(AA2)、國內投資平衡型(AB1)，以不同基金類型來探討基金績效與各變數間之關連性。

### 一、國內投資股票型

以下為整合在國內投資股票型基金中三項指標與各變數間之關係，整理如下表 4-5。

表 4-5 國內投資股票型在四種基金績效衡量指標與各變數間之關係

影響因素	Sharpe		Treydor		Jensen	
	關係	P 值	關係	P 值	關係	P 值
基金年齡	負	0.8210	正	0.7876	正	0.2052
基金週轉率	負	0.6718	正	0.9045	負	0.0528
AR(1)	負	0.0000***	負	0.0000***	負	0.2943
AR(2)	負	0.0000***	負	0.0000***	正	0.0819
AR(3)	負	0.0001***	負	0.0000***	負	0.0021**
AR(4)	正	0.0052**	正	0.0103*	負	0.0716

\*\*\*表示達到1% 顯著水準

\*\* 表示達到5% 顯著水準

\* 表示達到10% 顯著水準

根據表 4-5 我們可以得知在國內股票型基金的樣本裡，基金年齡、基金週轉率與三種績效指標間皆不具有解釋能力，假說一、二皆不成立； Sharpe、Treydor 則是在前三期內呈現顯著性負相關，Jensen 則是大多不具有解釋能力，因此皆不具有持續性。

## 二、跨國投資股票型

以下為整合在跨國投資股票型基金中三項指標與各變數間之關係，整理如下表 4-6。

表 4-6 跨國投資股票型在四種基金績效衡量指標與各變數間之關係

影響因素	Sharpe		Treydor		Jensen	
	關係	P 值	關係	P 值	關係	P 值
基金年齡	正	0.8267	負	0.7155	正	0.7513
基金週轉率	負	0.0005***	正	0.3391	負	0.0006***
AR(1)	負	0.0144*	負	0.9500	負	0.0039**
AR(2)	負	0.0641	負	0.9770	負	0.4886
AR(3)	正	0.0809	負	0.0015**	正	0.8135
AR(4)	正	0.2791	負	0.6621	正	0.9923

\*\*\*表示達到1% 顯著水準

\*\* 表示達到5% 顯著水準

\* 表示達到10% 顯著水準

根據表 4-6 我們可以得知在跨國投資股票型基金的樣本裡，基金年齡與三種績效指標間皆不具有解釋能力，假說一不成立。

基金週轉率則是與 Sharpe、Jensen 間呈現顯著性負相關，表示基金買賣次數越多，績效越差，假說二成立。

三種績效指標中，與自身前期績效大多不具有解釋能力，因此皆不具有持續性之效果。

### 三、國內投資平衡型

以下為整合在國內投資平衡型基金中三項指標與各變數間之關係，整理如下表 4-7。

表 4-7 國內投資平衡型在四種基金績效衡量指標與各變數間之關係

影響因素	Sharpe		Treydor		Jensen	
	關係	P 值	關係	P 值	關係	P 值
基金年齡	負	0.0914	正	0.9610	負	0.4350
基金週轉率	負	0.3479	負	0.5772	負	0.2381
AR(1)	負	0.0835	負	0.0023**	負	0.6277
AR(2)	負	0.0009***	負	0.0032**	負	0.0015**
AR(3)	負	0.8753	負	0.4540	正	0.3653
AR(4)	負	0.2578	負	0.9515	負	0.8347

\*\*\*表示達到1% 顯著水準

\*\* 表示達到5% 顯著水準

\* 表示達到10% 顯著水準

根據表 4-7 我們可以得知在國內投資平衡型基金樣本裡，基金年齡與基金週轉率在三種績效指標間皆不具有解釋能力，假說一、二皆不成立。

三種績效指標中，除了 Treynor 與自身前兩期呈現反向關係外，其餘大多不具有解釋能力，由此可以推斷三項績效指標皆不具有持續性之效果。

總結:

以下整合了各類型基金在三種績效指標下與各影響要素之關係，整理如下表 4-8。

表 4-8 各類型基金在三種基金績效指標下與各變數間之關係

影響因素	Sharpe			Treydor			Jensen		
	AA1	AA2	AB1	AA1	AA2	AB1	AA1	AA2	AB1
基金年齡			—						
基金週轉率		—					—	—	
AR(1)	—		—	—		—			
AR(2)	—			—					—
AR(3)	—		—	—			—		
AR(4)	+		—	+					—

各類型基金在三種績效指標下各變數之表現如上圖，總結如下:

#### 一、國內投資股票型:

在國內投資股票型基金中，基金年齡在三項指標中皆不具有解釋能力。基金週轉率方面只有 Jensen 呈現負相關，其餘並不具有解釋能力。持續性方面，Sharpe、Treydor 皆與自身前三期績效呈現反向關係，Jensen 則是大多不具有解釋能力，因此可以推斷，在國內投資股票型基金樣本中，不管以何種指標來衡量，績效皆不具有持續性。

#### 二、跨國投資股票型

在跨國投資股票型基金中，基金年齡在三項指標中皆不具有解釋能力。基金週轉率方面則是與 Sharpe、Treydor 間呈現負相關。持續性方面，三項績效指標大多不具有解釋能力，因此可以推斷，在跨國投資股票型基金樣本中，不管以何種指標來衡量，績效皆不具有持續性。

### 三、國內投資平衡型

在國內投資平衡型基金中，基金年齡只與 Sharpe 指標呈現負相關，其餘皆不具有解釋能力。基金週轉率則是在三項指標中皆不具有解釋能力。持續性方面，Sharpe 指標與自身大多呈現負向關係，Treynor、Jensen 則是大多不具有解釋能力。由此推斷，在跨國投資股票型基金樣本中，不管以何種指標來衡量，績效皆不具有持續性。

## 第五章 結論與建議

### 第一節 研究結論

(一)若以三種基金類別作區分，分別要以何種績效指標來評估，又以何種影響要素較為顯著，敘述並整理如下：

一、以國內投資股票型基金作為選擇時，除了 Jensen ratio 外，Treynor ratio、Sharp ratio 皆有參考之價值，可參考之顯著因素，自身相關績效前一到第四期。雖然呈現負相關，績效並不具有持續性，但我們可以從中發覺 Treynor ratio、Sharp ratio 具有相同之驗證，與前三期呈現負相關，第四期呈現正相關，可以藉此推斷出績效在這四、五年內之走勢，以便能讓投資人再作投資時能有所依據。詳如附表 4-5。

二、以跨國投資股票型作為選擇時，只有 Sharp ratio、Jensen ratio 在週轉率上呈現負相關外，其餘在基金年齡或持續性上大多不具有解釋能力，因此只有 Sharp ratio、Jensen ratio 在週轉率上具有參考之價值。詳如附表 4-6。

三、以國內投資平衡型基金作為選擇時，只有 Sharp ratio 在基金年齡上具有參考之價值，其餘大多不具有解釋能力，在週轉率或持續性上皆不具有參考價值。詳如附表 4-7。

小結:由上述結論可知，若要選擇基金類別，可以以國內投資股票型基金作為優先選擇，以 Treynor ratio、Sharp ratio 作為主要衡量指標，可以推斷

出績效在四五年內之走勢，讓投資人作投資時能判別未來績效之走向，以便能做出合理的投資方向。

(二)若以全部基金樣本作為選擇時，要以何績效指標來評估較為合適，又以何種影響要素較為顯著，敘述並整理如下：

一、以 Sharp ratio 作為績效指標來衡量全部基金樣本時，可參考之顯著影響要素有：基金年齡、基金週轉率、績效四年內之走勢，詳如附表 4-2。

二、以 Treynor ratio 作為績效指標來衡量全部基金樣本時，並無可參考之影響要素，詳如附表 4-3。

三、以 Jensen ratio 作為績效指標來衡量全部基金樣本時，可參考之顯著影響要素有：基金週轉率、三年內具有持續性之效果，詳如附表 4-4。

小結：由上述結論可知，若要在三種績效指標中找出一個最具有參考價值的指標，Sharp ratio 是一個不錯的選擇，因為它在基金年齡、週轉率上面皆有參考之價值，此外，雖不具有持續性之果，但仍可看出績效具有一定之走勢，可藉此推斷出未來投資之方向。

## 第二節 研究限制及建議

### 一、研究限制

- (一)本研究資料大多以投信投顧公會之基金評比表(台大教授)版本為主，其原始資料可能會有遺漏或出錯，績效評比表版本(理柏、晨星)的不同，三種版本數據上些許的差異，都有可能影響本研究之結果。
- (二)影響基金的要素有很多種，包含基金費率、基金經理人操作能力與異動、風險值、基金規模大小、基金持股比率等相關因素，都有可能對基金績效造成影響。由於某些資料取得不易，或者不適合本研究所用之模型，多少會對研究範圍造成影響。
- (三)國內上市之基金共有五百多支，而且還在陸續增加中，本研究所提供之基金樣本有限，因此不能代表全部之基金，故本研究之結論可能會受到些許影響。
- (四)本研究所取樣本資料時間單位是以年為主，若取月資料或者季資料下去作探討，其所得之結果多少都有可能與本研究所得之結論有所不同。
- (五)本研究所採用之績效衡量指標，主要是以資本資產定價模型所發展出來，其部分假設之理論可能會與現實有所差距。

## 二、建議

對現今的先進國家來說，證券市場的發展，在國家的經濟命脈上扮演著相當重要的角色，共同基金的拓展對於市場具有正面的貢獻，其相對於股票，波動幅度也更具穩定性。因此，共同基金的發展現況經常是熱門的研究議題。現今市面上的共同基金分為四大類，仔細細分的話，類別則有十幾種，總數也達五百支之多，投資人要如何選擇適合自己的基金將是一門重要的課題。

### (一)對於投資人的建議

面對市面上眾多之基金，投資人不妨先以適合該類型基金之衡量指標作為參考依據，再考慮影響因素的變化，來判斷是否繼續申購或者贖回基金。投資人在作決策時，也應衡量自己能承擔多少風險，共同基金屬於長期投資，投資上不應該追求短線操作，應定期檢視及調整基金的投資組合，才能為自己帶來穩定性的收益。

### (二)對後續研究者的建議

台灣目前市面上的共同基金達五百多支，本研究所取用的一百多支基金樣本，只是其中一小部分，並不能代表所有基金之現況，收集資料則是來自投信投顧公會，資料唯恐不夠詳盡，建議後續研究者可收集更多基金樣本，或使用其他資料庫及不同的衡量指標來對基金類別作實證研究。此外，本研究所取年數為五到十年之間，以年作為一期，後續研究者若將一期細分為月或季，並將研究區間拉長到十年以上，並增加基金樣本數，相信能使研究結果更具有參考價值。

## 參考文獻

### 一、中文文獻

1. 王俊華，「台灣地區共同基金績效評估與研究」，國立中山大學 企業管理研究所碩士論文，民國七十九年六月。
2. 王琮瑜，「共同基金的類型、規模與其操作績效關係之研究」，國立交通大學 管理科學研究所碩士論文，民國八十五年六月。
3. 王秋華，「中國市場基金績效、系統風險及流量波動之研究」，臺中科技大學 企業管理系事業經營研究所碩士論文，民國一百年六月。
4. 朱亞琳，「共同基金績效評估之研究」，私立輔仁大學 管理科學研究所碩士論文，民國七十七年六月。
5. 辛穎琪，「台灣股票型基金之績效評估持股比率分析法」，國立政治大學 財務管理研究所碩士論文，民國八十五年六月。
6. 何幸，「國內共同基金績效評估及持續性之研究」，國立成功大學 會計研究所碩士論文，民國八十六年六月。
7. 邱顯比，基金理財的六堂課，第一版。台北：天下遠見。
8. 林世峻，「影響台灣股票型基金績效之特性因素研究」，私立淡江大學 管理科學研究所碩士論文，民國八十九年六月。
9. 林清珮，「基金分類型態與績效持續性」，國立台灣大學 財務金融研究所碩士論文，民國八十七年六月。
10. 林煌文，「台灣地區共同基金績效持續性效果實證研究」，國立中山大學 企業管理研究所碩士論文，民國八十五年六月。
11. 胡凱曼，「利用縱橫資料模型分析台灣股票型基金」，國立成功大學 財務金融研究所碩士論文，民國九十九年六月。

- 12.卓澤修，「台灣地區不同型態共同基金其風險與績效之研究」，國立台灣大學 財務金融研究所碩士論文，民國八十四年六月。
- 13.徐喜慶，「台灣地區共同基金績效持續性及證券投資信託事業開放影響之研究」，國立政治大學 企業管理研究所碩士論文，民國八十二年六月。
- 14.孫志雄，「基金經理人更換與基金績效、風險、投資策略之實證研究」，國立中正大學 財務金融研究所碩士論文，民國八十六年六月。
- 15.陳炳宏，「共同基金投資組合績效之研究」，國立政治大學 企業管理研究所碩士論文，民國八十七年六月。
- 16.陳炳聰，「基金流量、基金績效與市場報酬關係之探討」，高雄第一科技大學 金融營運研究所碩士論文，民國八十八年六月。
- 17.陳相宇，「國內上市型開放式股票型基金績效持續性實證研究」，國立臺灣大學 財務金融學系碩士論文，民國九十三年六月。
- 18.曾少芳，「國內股票型基金風格與績效持續性之研究」，國立台灣大學 財務金融研究所碩士論文，民國八十六年六月。
- 19.張志宏，「台灣共同基金投資效評估之研究」，國立成功大學 企業管理研究所碩士論文，民國八十五年六月。
- 20.張文侯，「國內共同基金投資行為與績效之關係」，國立臺灣大學 財務金融學系碩士論文，民國九十六年六月。
- 21.楊晉昌，「共同基金型態與操作績效之研究」，國立政治大學 企業管理研究所碩士論文，民國八十四年六月。

## 二.英文文獻

1. Carlson, R. S. (1970), "Aggregate Performance of Mutual Funds, 1948-1967,"  
Journal of Financial and Quantitative Analysis, 5 : pp 1-32.
2. Daniel, K. M. Grinblatt, S. Titman and R. Wermers (1997), "Measuring Mutual

- Fund Performance with Characteristic-Based Benchmarks,” *The Journal of Finance* , pp. 1035-1058.
3. Grinblatt, M. and S. Titman(1989), “Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings,” *The Journal of Business.*, pp. 393-416.
  4. Goetzmann, W.N. and R.G. Ibbotson (1994), “Do Winners Repeat?,” *The Journal of Portfolio Management*, 20:9-18.
  5. Hendricks, D., J. Patel and R. Zeckhauser (1993),“Hot Hands in Mutual Funds: Short-Run Persistence of Relative Performance, 1974-1988,” pp. 93-130.
  6. Henriksson, R.D.and R.C. Merton (1981), “On Market Timing and Investment Performance. II. Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills,” *The Journal of Business* ,pp. 513-533.
  7. Ippolito Richard A. (1992), “Consumer Reaction to Measures of Poor Quality: Evidence from the Mutual Fund Industry,”*Journal of Law and Economics*, pp. 45-70.
  8. Jensen, M. C. (1968), “The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964,” *The Journal of Finance* , pp. 389-416.
  9. Sharpe, W. F. (1966), “Mutual Fund Performance,” *The Journal of Business* , pp. 119-138.
  10. Treynor, J. L. (1966), “Can mutual funds outguess the market,” *Harvard Business Review*, pp131-135.

## 附錄

附表一 本研究基金樣本(一)

投信公司	國內投資股票型	跨國投資股票型	國內投資平衡型	總數
兆豐國際投信	兆豐國際第一 兆豐國際國民 兆豐國際電子 兆豐國際中小 兆豐國際精選二十	兆豐國際全球 兆豐國際生命科學	兆豐國際萬全	8
第一金投信	第一金福元 第一金萬得福 第一金大中華 第一金電子 第一金店頭市場 第一金小型精選 第一金福王	第一金亞洲科技 第一金全球台商 第一金馬來西亞 第一金旗艦	第一金中概平衡	12
元大投信	元大多福 元大新主流 元大巴菲特 元大店頭 元大多元 元大高科技 元大經貿 元大多多 元大卓越	元大全球成長 元大全球通訊 元大亞太成長 元大泛歐成長	元大雙盈	14

附表一 本研究基金樣本(二)

投信公司	國內投資股票型	跨國投資股票型	國內投資平衡型	總數
瀚亞投信	瀚亞電通網 瀚亞中小型股 瀚亞高科技 瀚亞外銷 瀚亞掌櫃 瀚亞菁華	瀚亞美國高科技 瀚亞歐洲 瀚亞印度	瀚亞理財通	10
保德信投信	保德信高成長 保德信台商全方位 保德信新世紀 保德信第一 保德信科技島 保德信中小型股 保德信金滿意 保德信店頭市場	保德信全球醫療生 化 保德信日本 保德信亞太 保德信大中華	保德信金平衡	13
統一投信	統一全天候 統一大滿貫 統一奔騰 統一統信 統一經建 統一黑馬 統一龍馬 統一中小	統一亞太		9

附表一 本研究基金樣本(三)

投信公司	國內投資股票型	跨國投資股票型	國內投資平衡型	總數
富邦投信	富邦富邦 富邦台灣心 富邦價值 富邦網路 富邦精銳中小 富邦高成長 富邦科技 富邦精準 富邦長紅 富邦台灣鳳凰 富邦冠軍	富邦福寶		12
群益投信	群益創新科技 群益店頭市場 群益奧斯卡 群益葛萊美 群益長安 群益中小型股 群益馬拉松		群益安家 群益真善美 群益平衡王	11

附表一 本研究基金樣本(四)

投信公司	國內投資股票型	跨國投資股票型	國內投資平衡型	總數
復華投信	復華數位經濟 復華中小精選 復華全方位 復華高成長 復華復華		復華人生目標 復華傳家 復華傳家二號 復華神盾	9
安泰投信	安泰ING鴻運 安泰ING台灣運籌 安泰ING積極成長 安泰ING成長 安泰ING高科技 安泰ING e 科技 安泰ING中小 安泰ING優質 安泰ING台灣高股息			9
共10家投信	75	19	12	106