

南華大學

財務金融學系財務管理碩士班碩士論文

A THESIS FOR THE DEGREE OF MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION
INSTITUTE OF FINANCIAL MANAGEMENT
NAN HUA UNIVERSITY

高收益債券基金之績效評估

Evaluating Performance of High Yield Bond Fund



指導教授：陳昇鴻 博士

ADVISOR: PH.D. SHENG-HUNG CHEN

研究生：王裕信

GRADUATE STUDENT: YU-HSIN WANG

中華民國一〇五年七月

南 華 大 學

財務金融學系財務管理碩士班

碩 士 學 位 論 文

高收益債券基金之績效評估

Evaluating Performance of High Yield Bond Fund

研究生： 王裕信

經考試合格特此證明

口試委員： 賴怡洵

梁修平

陳昇鴻

指導教授： 陳昇鴻

系主任(所長)： 吳萬益

口試日期：中華民國 105 年 5 月 29 日

謝 辭

兩年前，受到同事~美憶：「我已就讀南華大學財金所」一句話的影響，開啟了我對南華大學的認識，上網查詢得知是佛光山星雲大師，集百萬人興學之願力所創辦之優質大學後，考量自己在合庫也必須不斷地進修的前提下，便毅然與建明先行以修學分的方式先行就讀財務管理研究所，歷經兩年的碩士生涯，在本論文完成的同時，即將劃下完美的句點。

這兩年來的求學過程中，首先必須感謝我的指導教授 ~陳昇鴻博士，教授總是不厭其煩地指導我，從研究主體的確定、文獻整理、資料蒐集、實證研究等過程中，給我最大的鼓勵與協助，終能完成論文的撰寫，在此謹致上我最誠摯的謝意。

其次，感謝在學習過程中，所長賴教授丞坡暨吳教授錦文、白教授宗民、張教授瑞真、李教授怡慧等老師的辛勤教導，以及系所助理華芸小姐的協助。當然，還有我們這一班既可愛又努力的同學們：雅婷、淑媛、建明、美憶，大家彼此互相加油鼓勵，度過人生最美好的兩年與回憶。

最後，我必須感謝老婆~美雲~的鼎力支持，在這兩年中犧牲週休假日的休閒，辛苦地照顧家庭及小孩，讓我無後顧之憂、可以全力以赴，才能順利獲得碩士學位，此殊榮願與老婆分享，也願將本論文與大家一起分享。

王裕信 謹誌于
南華大學 財管所

南華大學財務管理研究所 104 度第 2 學期碩士論文摘要

論文題目：高收益債券基金之績效評估

研究生：王裕信

指導教授：陳昇鴻博士

論文摘要內容：

本研究實證資料主要收集自台灣經濟新報資料庫(TEJ)中債券型共同基金，特別針對投資在不同地區與高收益為投資目的為主；樣本期間 2011~2015 年，投資報酬率自成立以來平均為 6.828%，且具統計上的顯著性，顯示樣本高收益債基金的投資報酬率都相當好。整體而言，分別從不同的投資期間來看，月、季、半年、一年、兩年、三年則呈現顯著上升的情形，表示投資期間愈久報酬率愈高。不同績效指標下高收益債報酬率，首先以投資期間為 12 月來看，年化標準差為 5.415、Beta 風險為 0.338，Sharpe 指數為 0.222、Jensen 指數為 0.158、Treynor 指數為 2.662，皆具有統計的顯著性。其次，年化標準差為 5.320、Beta 風險為 1.276、Sharpe 指數為 0.317、Jensen 指數為 0.259、Treynor 指數為 1.861，皆具有統計的顯著性。不同投資地區下高收益債報酬率，自成立以來全球表現最佳(9.335%)，其次依序為亞洲(6.900%)、新興市場(4.951%)、中國(3.351%)；全球高收益債基金的表現最好，一年為 3.527%、二年為 9.310%、三年為 16.958%、以及五年高達 26.082%。

關鍵詞：高收益債券基金、投資區域、績效評估

Title of Thesis : Evaluating Performance of High Yield Bond Fund

Name of Institute: Graduate of Financial Management, Nanhua University

Graduate date: July 2016

Degree Conferred: M.B.A.

Name of student: Yu-Hsin Wang

Advisor: Sheng-Hung Chen, Ph.D.

Abstract

Using the TEJ database of monthly data on global mutual fund with the investment in high yield bond from 2011 to 2015, this thesis empirically evaluates performance of high yield bond funds by focusing on different investment periods and regions. The empirical findings indicate that average returns are 6.828% and shows significant in better performance. Based on the different investment horizons with month, quarter, semi-annual, one year, two year, and three year, the performance is getting better and better with increasing the investment periods. Regarding the investment regions, global funds show best performance with returns of 9.335%, Asian region of 6.900%, emerging region of 4.951%, and Chinese region of 3.351%.

Keywords: High Yield Bond Fund; Investment Performance; Investment Region

目 錄

謝辭.....	i
中文摘要.....	ii
英文摘要.....	iii
目錄.....	iv
表目錄.....	v
圖目錄.....	vi
第一章、緒論.....	1
第一節、研究背景.....	1
第二節、研究動機.....	2
第三節、研究目的.....	7
第二章、文獻回顧.....	9
第一節、高收益債券基金的績效表現.....	9
第二節、共同基金績效評估模式與持續性研究.....	10
第三章、研究方法與資料來源.....	21
第一節、資料來源.....	21
第二節、基金績效評估指標.....	21
第四章、實證估計結果.....	23
第一節、趨勢分析.....	23
第二節、投資績效評估.....	23
第五章、結論.....	28
參考文獻.....	29
附錄、樣本基金名稱.....	34

表目錄

表1、不同投資期間的高收益債報酬率.....	27
表2、不同績效指標下高收益債報酬率.....	27
表3、不同投資地區下高收益債報酬率.....	27



圖目錄

圖1、不同投資地區別高收益債基金的淨值報酬率(自基金成立以來)趨勢變化.....	24
圖2、不同投資地區別高收益債基金的Sharpe指數趨勢變化.....	24
圖3、不同投資地區別高收益債基金的Jensen指數趨勢變化.....	25
圖4、不同投資地區別高收益債基金的Jensen指數趨勢變化.....	25
圖5、不同投資地區別高收益債基金的風險調整報酬趨勢變化.....	26
圖6、不同投資地區別高收益債基金的基金風險等級分配圖.....	26



第一章、緒論

第一節、研究背景

談起債券型基金，如果基金真的撞到冰山，一旦出狀況，台灣最大的一艘船可能就是「高收益債」號。目前國人投資高收益債基金高達一兆元，占基金總投資規模的五分之一，等於每五元，就有一元投資在高收益債已成為最熱門的基金，銀行的理專總特別喜歡推薦高收益債券型基金，好似債券型基金就只有高收益債一種，幾乎忘了還有投資等級的債券存在。追究其原因，不外乎國內的投資者太過嗜血，非得每年 15%以上的投資報酬率，否則就無法得到投資者的青睞。高收益債券型基金因為波動較大，超過 15%的機會當然會提高，只是大家都忽略了，上衝的力道若是夠大，下跌的情況也不會差到哪裡去。即便知道高收益債所代表的是高風險，但是為了順利推銷商品，理專們也懶得跟客戶解釋太多，反正客戶喜歡高報酬商品，順勢推薦不就得了。既然高收益債券型基金在台灣那麼盛行，投資者就不能不對這類型投資標的有充分了解，否則就很容易造成虧損而不自知。

債券其實就是一張債權憑證，購買債券就等於買入債券發行者的債權，藉以收取利息來獲益。講白了，購買債券就是把錢借給發行者。然而當一個債權人，最怕的莫過於被倒債。俗語說得好，你要賺人家的利，小心人家可想著你的本！所以債券市場為了有效管理信用風險，要求債券的發行機構，均得持有信用評等公司所評定的信用等級，供投資者交易時參考。而高收益債基金長期是否有持續性，是退休族不可不知道的風險，若投資人經不起風險，很容易造成另一社會問題。

第二節、研究動機

近年來由於投資人對於兼顧收益與風險的高收益債券基金(High-Yield Bond Fund)的喜好度持續上升，此投資商品儼然成為基金投資市場上的矚目焦點，特別是高收益債券基金的報酬與風險基本上介於股市與債券間。當景氣佳時利率開始出現上揚，高收益債券價格雖然也如債券一樣會受到負面的影響；相反地，高收益債價格也會隨股市走高。因此，高收益債應可被視為同時兼具「較低波動的風險」及「較高的配息」的雙重優勢，似乎已經成為台灣地區特定投資者的重要投資資產配置。所謂的高收益債券基金定義是指專門購買信用評級在 BBB- 以下的公司債券的基金，國內投資實務指出信用評等公司通常採用為標普、惠譽、穆迪等 3 家信評公司。

投資債券型基金須留意的主要風險大致可包括利率風險、違約風險、匯率風險及流動性風險等。

(一)利率風險

通常來說，利率走勢和債券價格呈反向變動，因此當市場利率走揚時，債券價格就會下滑；反之，當市場利率下滑，債券價格就會上揚，因而產生資本利得。因此，市場利率的波動將會影響債券價格的波動。

(二)違約風險

又稱為「信用風險」(Credit Risk)，是債券投資所面臨最主要的風險債券發行單位若在債券到期時無法償付利息或本金，即稱為「違約風險」。通常政府債券

的違約風險較低，而公司債的違約風險則視個別公司的債信評等而定。因此在買入公司債之前，應參考國際信用評等公司對該公司的債信評等，一般債信評等越好的公司，發行利率就越低。另外，債信評等較低的債券發行人，通常會支付較高的票面利率來吸引投資人，做為投資人承擔額外風險所應獲得的補償。

(三)匯率風險

又稱為「外匯風險」，當投資在非本國貨幣計價的海外債券時，一旦該國貨幣貶值，就會衝擊到債券的投資收益；反之，若該國貨幣升值，也會增加債券的投資收益。

(四)流動性風險

當基金資產規模太小且遭遇金融市場大幅變動，導致基金資產大幅減損時，該基金可能會面臨清算、暫停贖回、暫停報價或採公平淨值調整機制，以致於發生資產減損或是投資人無法正常申購與贖回的風險。至於投資高收益債的風險，由於高收益債券信用評等較低，因此違約風險相對較高。尤其在經濟景氣衰退期間，影響發行機構的償付能力，造成債券價格的波動劇烈。因此，投資於高收益債券之基金易受利率風險、信用違約風險之影響。故涉及投資高收益債券之基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損，進而影響基金之淨值，造成基金淨值之波動。

此外，針對新興市場債券基金，投資人也必須特別瞭解，投資新興市場債券另將額外面臨個別新興市場國家或地區之外匯管制、匯率大幅變動等特殊風險，以及政治、經濟較不穩定的風險。尤其當新興市場債券基金主要是投資於當地貨幣計價的新興市場債券時，有可能因為該當地貨幣匯率之大幅變動，造成該基金

之淨值波動較大。

企業獲利加溫，帶動全球股市看回不回、沿路驚驚漲，外資券商預估，今年美國企業獲利成長預估，將超越過去二年水準，成長幅度並從7%上調到10%，明確反映景氣好轉趨勢。企業體質無虞，高收益債受惠最大。

根據統計，截至2013年底，美國企業償債倍數仍處於歷史高點，逼近4.7倍，顯示企業獲利好轉，除會帶動股價上揚，也可輕鬆償還公司債的利息、本金，企業體質與償債能力明顯改善。

企業體質改善，最明顯反映在企業信評調升之上。根據JPMorgan統計至去年底，高收益債評等獲調升對調降的比率，來到1.33，且維持向上趨勢。依據過去經驗，此比率在2010年、2011年時，一度竄升至2左右，換言之，目前全球經濟復甦狀況較之前健康，高收益債公司獲得信評調升的機率，依舊相當高。

投資高收益債最甜的時間點，或許已經過去，但現在不可忽視的是，中度評等的高收益債正在崛起，且體質愈趨健康，投資人現在想要透過高收益債券獲得報酬，必須更嚴謹看待持債組合的配置調整。

以發債的高收益公司評等占整體比例來看，包含B~BB等級在內的中度評級債券，占整體發債比率微幅攀升，來到近六年新高的18.8%。林紹凱認為，過往投資人對較低評等高收益債可能擔心會有償債不順的違約問題，但檢視這些發債公司的發債目的，其中超過50%都是以再融資為籌措資金目的，整體高收益債發債環境，以及債券品質並沒有惡化跡象。今年以來高收益債市持續受到投資人青睞，隨著經濟好轉，企業獲利動能也逐漸轉強。以5月份高收債的違約率觀察，新興市場債違約率最高，為2.22%；其次是全球高收債的1.49%，歐洲高收債最低，僅0.54%。

根據美銀美林統計，今年全球高收益債市違約情況將持續維持在低檔，其中新興高收益債與歐洲高收益債違約情況，呈現逐月遞減，以5月為例，558家歐洲高收益企業只有3家違約，歐高收違約率僅0.54%，正處於歷史相對低檔。反觀美

國高收益債，雖仍處於相對低檔，但從今年4月起，違約率已出現略為上升。

天達投顧指出，美高收債違約率可能從下半年開始，由低點攀升，主因是由於美國高收益債受到投資人過度追捧，估計約有55%美高收企業債籌資條件鬆散，使得企業擁有較低的違約成本。美高收債籌資目的，多針對配發股利或買回庫藏股，根據高盛證券預估，今、明兩年美國企業將用近3成的現金買回股票，此舉相對有利於股東，卻不利於債權人。

相較之下，歐洲高收益債違約率表現勝過美國、新興和全球市場。主要是因為，歐洲企業發債籌資規模與目的相對謹慎，加上企業獲利持穩走平，企業財務體質也獲得改善，預估未來隨著歐洲經濟復甦，歐高收違約率將持續下降，並將維持2%以下，長期有助歐洲高收益債後市的表現。目前高收益債違約率相對偏低，已經替投資高收益債營造出較佳環境；不僅如此，全球高收益債將可以更有效發揮與股市高度連動的特性。

過去研究文獻中在探討債券基金績效持續性研究結果上，大部分以投資級債券基金為主要研究標的，有關高收益債券基金持續性研究則較少。此外，過去文獻中對於債券基金的研究方面，較少探討相同投資範疇但投資在不同區域對高收益債券基金績效持續性上是否具有顯著的差異影響？然而，在全球金融風暴得席捲下，全球經濟景氣表現一蹶不振的弱勢，各國政府為刺激景氣紛紛大幅調降利率，當投資人進行分散投資風險時，高收益債券基金因同時具有長時間的固定收益、且兼具可接受的風險承受度、與穩健報酬的投資組合，自然而然廣受到許多退休族權的高度青睞。

在國外探討高收益債券基金的文獻研究中，Lipton and Kish (2010)檢驗美國高收益債券基金績效的持續性，實證結果指出高收益債券基金原始報酬率下月績效表現具有顯著的持續性，但是作者強調當使用不同績效評估方法時，基金績效表現的持續性會有所變動。當使用 Sharpe 比率並考慮基金報酬率的序列相關報酬率 (serial correlation of returns) 下，估計結果與使用追蹤標準差 (trailing standard

deviations)與穩健標準誤下(robust standard errors)並不具一致性。尤其是，使用修正 Sharpe 比率的估計結果與多指數 Jensen's α (multi-index Jensen's alphas)與基金資訊比率(information ratios)也不具一致性，值得注意的是當使用風險調整後的報酬率時，美國高收益債券基金績效消於其他投資類型的績效並非具顯著優異的表現。

再者，過去多數國內探討高收益債基金的文獻研究中，債券基金大多以研究國內債券基金為主。李明仁(1996)針對國內 13 檔債券基金在 1995 年 11 月至 1996 年 5 月期間，以週資料為單位並以債券指數為比較基準，利用 2 次迴歸式與區別多、空頭方式探討基金經理人是否具有擇時能力，結果顯示平均而言經理人不具備擇時能力。海外基金的探討部分陳姿秀(2009)針對 100 檔新興市場債券基金在 2006 年 1 月至 2009 年 3 月期間中基智網的資料，並運用 Spearman 相關分析以及績效 2 分法探討新興市場債券基金績效的持續性，結果顯示每半年以及每年的基金績效具有顯著地持續性效果。再者，國外文獻部大多數以投資級以上的政府債券基金為主要研究對象。例如 Blake, Elton, and Gruber (1993)利用 46 檔美國投資級債券基金在 1979 至 1988 年期間，並利用迴歸模型進行績效分析，結果顯示沒有證據顯示基金績效具有持續性。其次，Polwiton and Tawatnuntachai (2008)使用 Sharp 比率以及淨值報酬率為衡量基礎，探討新興市場債券基金績效是否具有持續性結果顯示具有持續性。特別針對高收益債券基金績效評估方面，Philpot, Hearth, and Rembly (2000)運用資料來源為晨星(Morning Star)基金評等資 53 檔高收益債券基金，期間為 1988-1997，運用 Sharp 指標研究一年期績效是否具有持續性，結果顯示持續性效果雖有但並不顯著。

在過去研究文獻中，不論是高收益債抑或高收益債券基金比較側重影響債券價格或是殖利率彼此間的關係，然而對於高收益債券基金的績效持續性較少著墨。對於高收益債券基金的績效持續性研究中期間以一年為研究期間，然而對於較短期的績效包括：一個月、一季卻鮮少著墨，本研究希望除了在探討長期績效持續性外，能夠加入短期的績效持續性研究，讓投資人能更了解更多績效持續性。評

估模式方面，Philpot, Hearth, and Rembly (2000)使用 Sharp 指標為衡量標準，然而多數散戶投資人卻大多以較為直觀的淨值報酬率為參考依據，因此本研究希望除了 sharp 指標外，能夠在加上淨值報酬率，藉以豐富高收益債券基金持續性的衡量標準。在 Philpot, Hearth, and Rembly 研究中，高收益債券基金沒有根據不同的投資範圍分群探討績效持續性，然而筆者實務經驗顯示，一般投資人往往會想知道不同投資範圍高收益債券基金持續性是否有異？因此本研究將根據不同投資範圍（全球型、美洲型、歐洲型），在相同衡量期間持續性上是否有異？同時本研究也將會把所有不同投資區域基金綜合成為不區分投資區域。在持續性研究方法中，多數文獻皆是採用單一持續性研究方法，部分採用 Spearman，部分採用迴歸法或績效二分法，但是綜合使用二種方法文獻不多。

第三節、研究目的

基於上述研究動機，本文之研究目的設定如下：

- 一、本在基金投資期間方面，本研究擬探討高收益債券基金績效在短期(每月、每季)以及長期(每半年、每年)是否具有持續性。國際上評估基金績效所慣用的期間。基金過去一年以內的績效，可視為短期績效，三年為中期績效，三年以上為長期績效（各家分法略有不同，但以上分法，應無太大爭議）。一般而言，中、長期績效較能反應基金經理人的能力；短期績效則反應基金經理人之基本理念、操作型態是否與最近市場走勢一致。
- 二、基金投資區域上，本研究擬將區分為全球、中國以及新興市場區的高收益債券基金，檢驗其基金績效持續性在以每月、每季、每半年、每年為區隔期間中是否有差異性：美高收債違約率可能從下半年開始，由低點攀升，主因是由於美國高收益債受到投資人過度追捧，估計約有 55%美高收企業債籌資條

件鬆散，使得企業擁有較低的違約成本。美高收債籌資目的，多針對配發股利或買回庫藏股，根據高盛證券預估，今、明兩年美國企業將用近 3 成的現金買回股票，此舉相對有利於股東，卻不利於債權人。相較之下，歐洲高收益債違約率表現勝過美國、新興和全球市場。主要是因為，歐洲企業發債籌資規模與目的相對謹慎，加上企業獲利持穩走平，企業財務體質也獲得改善，預估未來隨著歐洲經濟復甦，歐高收違約率將持續下降，並將維持 2% 以下，長期有助歐洲高收益債後市的表現。



第二章、文獻回顧

第一節、高收益債券基金的績效表現

根據國際評等公司標準普爾(S&P)的定義，高收益債券指的是信用評等在 BBB-(不含)以下的評等債券；但台灣標準普爾的定義在 BBB-(包含)以下的債券稱之，在國內研究文獻中較為偏重高收益債券的研究，文獻探討如下：根據國際評等公司 S&P 的定義，高收益債券指的是信用評等在 BBB-(不含) 以下的評等債券，在國內研究文獻根據國際評等公司 S&P 的定義，高收益債券指的是信用評等在 BBB-(不含) 以下的評等債券，而台灣標普的定義在 BBB-(包含)以下的債券稱之，文獻探討如下——中較為偏重高收益債券的研究，文獻探討如下——率、貨幣供給額、標準普爾 500 指數、美元指數等總體經濟變數進行分析，探討變數對高收益債價格的影響程度。

總結來說，若投資人投資高收益債應將焦點放在實質總體經濟的變動。陳香君(2010)選取美林投資級債券指數、美林高收益債券指數、美國 10 年期政府債殖利率，以誤差修正項估計其向量誤差修正模型，找出三變數間之長期均衡關係及短期動態調整方式，探討彼此間值利率的關係。結果顯示投資級債利率與美國公債利率具正相關，而高收益債利率與美國公債利率間則呈現負相關。美國公債利率、投資級債利率與高收益債利率之走勢均具持續性。高收益債利率與美國公債利率均無顯著相關。呂明鐘(2004)利用高收益債券，利用模糊德菲法、模糊分級層級程序法探討債券特徵、公司非財務因素、財務因素及經濟環境因素等四大評估項目共四十七項準則對債券價格的影響百分比各為多少。結果顯示，經濟環境因素所佔權重最高，達 40.44%；其次是債券特徵 35.21%、公司財務因素 24.36%，而評估準則則以與國庫券價差(15.12%)、債券贖回能力(13.85)、違約率指標(13.80%)

等三項為投資高收益債券時最主要考量依據。

上述文獻主要共通點在於皆使用高收益債券或高收益債券指數探討與變數之間的相關性；然而上述文獻的探討仍舊是以高收益債券或高收益債券指數，並沒有探討高收益債券基金。

第二節、共同基金績效評估模式與持續性研究

一、共同基金績效評估模式

長久以降，共同基金績效的評估模式不勝枚舉，從早期的單因素模型開始，直到 1964 年美國財務學家 Sharp 等人發展出 CAPM 模式，也讓基金的評估模式快速發展，評估模式簡述如下

(一)單因素評估法：在評估模式中僅考慮淨值這個單一變數，這種衡量方法雖在研究中被大量運用，然而此種方法最為人所詬病的乃是其過於簡單並缺乏考慮風險因素。

(二)雙因素評估法：從 60 年代開始，由於受到 CAPM 模式以及單因素過於簡單等影響，從而興發雙因素模型，也就是在考慮報酬率同時也考慮風險，此種評估法包括 Sharp、Treynor、Jensen 等方法(公式以及衡量法詳述第三章)，在這些評估法中主要分為 2 類：風險以標準差或貝塔值來做衡量。

(三)多因素評估法：除報酬與風險最主要因素之外，多因素模型還加入了更多考慮因素，譬如：經理人擇時或選股能力、風險的分散能力等。M.C.V.模式即是考慮了

選股以及風險分散能力。然而我們思考，既然單因素模型這麼簡單，為何在研究中仍被大量使用？邱顯比(1994)運用 50 個投資組合，期間為 1982-1991，運用模擬分析方法探討基金績效持續性結果顯示淨值報酬率與經過風險調整的 Sharp、Treyner、Jensen 等指數在區別經理人能力上並無顯著差異。游子軒(2002) 運用國內 31 檔債券基金，期間為 1997/2-2002/8 以 spearman 等級相關係數 與迴歸分析，探討債券基金績效持續性歸分析，探討債券基金績效持續性 0.927，在 1%顯著水準下其 P 值(p-value)為 0，因此實證得出可利用淨值報酬率估計績效。陳馨宜(2002)運用 29 檔債券基金為樣本，期間為 1997/1-2001/12 以月資料進行研究，探討經過與未經風險值調整的評估法中的差異，結果顯示淨值報酬率因未經風險調整，所以在排名上與他經風險值調整差異為大，意即經過調整前後，本來排名在第 1 的可能掉到第 5。

在上述文獻中，共通點主要都在探討淨值報酬率的衡量能力，而相異點在於探討主題不同。儘管淨值報酬率雖然考慮簡單，但從上述文獻所述在衡量持續性上與其他衡量標準差異性不大。此外，文獻中也有提到在排名上淨值報酬率與其他經風險調整的衡量標準仍具有差異，基於上述理由採用淨值報酬率較具合理性。在經風險調整過後指標中，也應思考標準差與 Beta 值不論市場投資組合(R_m)是否存在，以及 2 者的差異性為何？Beta 值所不包含的非系統性風險是否需考慮？

李明仁(1996)運用國內 13 檔債券基金，期間為 1995/11-1996/5，以週資料為單位，債券指數為比較基準，利用 2 次迴歸式與區別多、空頭方式探討基金經理人是否具有擇時能力，結果顯示平均而言經理人不具備擇時能力。此外，王若愚(1998)運用 17 支國內共同基金，期間為 1993/6-1997/12，利用 Spearman 等級相關係數探討基金績效是否具有持續性，結果顯示基金具有正向的擇時與選股能力，而其中又以擇時能力對基金淨值影響力最重要。魏天元(2002)運用 220 檔股票基金，期間為 1996/1-2000/10，利用 Ferson and Schadt 模型探討基金擇時能力，結果顯示基金規模較小的基金較具有擇時能力，同時在此研究中所選取的變數當中對於

科技型基金的報酬與擇時能力的估計值較具解釋力，然而總的來論 220 檔基金卻不具擇時能力。Chen et al. (1992)利用非固定係數的二次曲線模型探討基金之選股與擇時能力，結果顯示某些基金具有擇時能力，然而整體而言卻不具備。此外，該研究還發現選股與擇時能力會有抵換效果。

Daniel et al. (1997)運用 2500 支基金的季持股，期間為 1975-1994。利用股票特徵建立基準投資組合來探討基金擇時與選股能力，結果顯示積極成長型基金具有選股能力但卻沒有擇時能力。張正哲(2004)以民國 83 年 1 月至民國 92 年 12 月底為研究期間，並以月資料為研究單位，採用 Jensen、Treyner and Mazuy、Henriksson and Merton、Fama and French、Carhart 模型來評估共同基金的選股能力且使用拔靴法來檢驗高績效的共同基金是歸因於經理人的運氣或是選股能力，經由實證結果分析獲得以下幾點結論：1.) 國內共同基金經理人具有選股能力；進一步，探討各類型共同基金經理人的選股能力則發現只有科技型基金經理人具有選股能力，而其餘類型的基金經理人均不具有選股能力。2.) 國內共同基金經理人不具有擇時能力；進一步，探討各類型的共同基金經理人的擇時能力則發現中小型基金經理人具有擇時能力，而其餘類型的基金經理人均不具有擇時能力。3.) 本研究發現具有高績效的共同基金，多數應歸因於基金經理人本身的選股能力而非運氣。

鄭雪足(2011)選取於 2000 年 9 月至 2010 年 8 月有足夠淨值資料之 12 檔生技醫療基金及 9 檔拉丁美洲基金，作為研究的對象，並計算其月報酬率，加以探討各基金之績效表現及分析基金經理人之擇時能力。衡量基金之投資績效方面，採用 Jensen's Alpha 指標，運用 Treynor and Mazuy 模型與 Henriksson and Merton 模型加以評估共同基金之擇時能力。12 檔生技醫療基金以 Jensen's Alpha 衡量投資績效方面，無任何一檔基金之投資績效「顯著」優於 MSCI Pharm/Biotec price index 之市場報酬。在分析擇時能力方面，不論是 TM 模型或 HM 模型，此 12 檔生技醫療基金之並無「顯著」為正數，其結果均顯示：整體而言，生技

醫療基金經理人並不具有「顯著」擇時能力。9 檔拉丁美洲基金以 Jensen's Alpha 衡量投資績效方面，無任何一檔基金之投資績效「顯著」優於 MSCI EM Latin America Price Index 之市場報酬。

在分析擇時能力方面，不論是 TM 模型或 HM 模型，此 9 檔拉丁美洲基金之並無「顯著」為正數，其結果均顯示：整體而言，拉丁美洲基金經理人並不具有「顯著」擇時能力。柯怡甄 (2009)，利用基金流量來算出基金經理人的價值加權平均報酬，更進一步得到績效落差來探討其擇時能力，計算得出台灣開放型股票基金經理人不具有擇時能力。接著將其基金依類型區分，得出較為積極型基金其經理人擇時能力卻不佳；接著經基金依其規模區分，也得出基金規模越大其經理人擇時能力也越不佳；之後，將基金流量依大小分為十等份，發現基金流量大的基金經理人其擇時能力不佳，基金流量小的基金經理人反而有好的擇時能力。最後，將基金依績效由壞至好分為十等份，發現績效表現好的基金其擇時能力卻不佳。

上述文獻相通點在於皆在探討基金經理人的擇時能力，不同的地方在於所使用的統計方法不同以及有部分同時探討擇股能力。綜合上述文獻分析，基金經理人的擇時與選股能力並沒有一定的定論，總的來說似乎不太具備，然而卻又有部分群組基金具有。也因此無法排除個別基金經理對於基金淨值的影響。此外，若選擇當作風險值，在計算時必預用到 R_m (市場投資組合)，然而市場投資組合爭議性卻很大。雖然各指標間差異性不大，但在綜合上述文獻結果以及避免計算上的困難與矛盾，本研究採取淨值報酬以及 Sharp 指標為衡量標準。

二、共同基金持續性研究：績效 2 分法

所謂的持續性即是基金的過去績效是否在未來能夠持續，如果有則投資人可根據過去績效來理性預測未來，反之則否。關於基金績效持續性的研究方法簡述

如 Spearman 等級相關係數該方法幾乎為最早使用的持續性方法，此種方法為選定某期間為研究期間，並將期間分為前、後期，並利用第一節評估法給予排名，若前後期排名相關為正且顯著，則稱為有正的持續性，反之為負則稱為績效反轉。迴歸模式研究 Goetzmann and Ibbotson (1994)利用迴歸方式研究持續性。此種方法乃用相近 2 期指標來做迴歸分析，此時 2 期必須要有相同基準，而除了 Jensen 指標為絕對績效指標外，其他諸如 Sharp、Treyner 等指標為相對績效指標則較不適用。

所為績效 2 分法，究是將績效分為 2 種：贏家(Winner, W)與輸家(Loser, L)，至於劃分方法亦有 2 種：相對與絕對。所謂相對基準法就是將每期所有的基金績效排名並找出績效中位數者，比他好為贏家反之則為輸家。絕對基準法則是挑選一個比較基準(benchmark)，績效比他好為贏家反之則為輸家。在前後 2 期績效的表現分為 4 類：WW、WL、LW、LL，此 4 種中 WW 與 LL 為前後期績效表現為贏家與贏家、輸家與輸家，此 2 種績效稱為具有持續性，其餘 2 種則沒有。而不同的方法在實際研究中，又有甚麼差異？Carlson(1970)運用 57 支共同基金，期間為 1948-1967。利用 Spearman 等級相關係數，分別以 Sharp、Treyner 指標，檢定前後期績效是否具有持續性。結果顯示 11 期當中有 6 個達顯著水準，但平均而言績效是不具備持續性。楊晉昌(1995)運用 7 檔積極成長型基金、8 檔成長型基金、6 檔平衡型基金、3 檔債券型基金，期間為 1994/4/14-1995/4/27 以週為單位，共計 54 週，利用 spearman 等級相關係數，並以 sharp、Treyner、Jensen 以及 M.C.V. 等衡量指標探討基金績效是否具有持續性，結果顯示成長型基金具有績效持續性，其餘基金皆不具備持續性。

曾少芳(1997)運用 40 支封閉與開放式股票基金，期間為 1995-1996，將基金不同特徵(持股率、市值、股利率)將基金分類，再運用 spearman 等級相關係數檢定不同分群以及整體基金績效是否具有持續性，結果顯示不論分群或整體基金績效皆不具持續性。Brown and Goetzmann (1995)運用 Weisenberger 公司所有的開

放式基金，期間為 1976-1988，以年報酬率資料計算，在無殘存誤差的樣本當中使用績效 2 分法的絕對與相對基準法並以淨值報酬率與 Jensen 為衡量指標，探討基金績效是否具有持續性，結果顯示基金績效具有持續性，並且發現絕對基準法會降低持續性效果。陳姿秀(2009)運用 100 檔新興市場債券基金，期間為 2006/1-2009/3，以 spearman 以及績效 2 分法中的相對基準法，以 sharp、淨值報酬率並將衡量期間分為每月、每季、每半年、每年為一期探討基金績效持續性，結果顯示每月與每季不論是 spearman 或是相對基準法都不具備持續性，每半年與每年不論是 spearman 或是相對基準法都具備持續性。

王瑜忠(1997)以 1993 年 5 月至 1997 年 3 月國內 26 檔共同基金為研究樣本，探討國內共同基金得操作策略與績效衡量，其實證結果發現國內大多數基金，依各股當期報酬率採取追漲但不殺跌投資策略。國內共同基金無法獲得超額報酬且績效表現不具備持續性。陳暉中(1998)以民國 83 年到民國 87 年的開放型共同基金與封閉型共同基金為研究樣本，採用資料包絡法(DEA)與隨機前緣法來探討共同基金投入項(交易費率、銷售費率、買進周轉率與系統性風險)與共同基金報酬的關係。其實證結果發現無法使用資料包絡法 (DEA)來直接比較開放型與封閉型基金的效率；以資料包絡分析法(DEA)所產生之效率值較傳統績效指標優異且研究顯示國內共同基金績效不具備持續性。陳智賢(1998)以民國 80 年 1 月到民國 86 年 12 月的國內 57 隻股票型基金為研究樣本，採用武因子線性迴歸模型並以平均月超額報酬及 Sharp 指標做為共同基金分類依據，以探討共同基金績效持續性。其實證結果發現，在一季、半年的評估期間內共同基金的績效均沒有持續性。在一年的評估期間內，若依平均月超額報酬來排序，則共同基金績效亦沒有持續性，但若以 Sharp 來排序則有持續性。整體而言，國內共同基金沒有持續性。

李翊菱(2000)以民國 86 年 3 月至民國 89 年 3 月的 52 檔開放式一般股票型基金為研究樣本，並採用績效二分法、Grinblatt and Titman(1993)模型來檢視基金是否具備持續性現象與現金流量是否有預期基金報酬能力。其實證結果發現，共同

基金績效短期(前後三個月)劇有持續性，但共同基金長期(前後六個月)不具備持續性。翁詵惠(2002)以民國 85 年 10 至民國 90 年 11 月的台灣 46 隻開放型共同基金為研究樣本。運用 Gruber 四因子模型與修正後二因子模型評估共同基金績效，並採用投資組合建構法來衡量基金績效的持續性。實證結果發現不管由四因子模型或是調整後二因子模型，計算出之超額報酬軍大多為負值，表示並沒有超額報酬。在共同基金持續性方面，當衡量其為「季」時，則具有顯著的持續性。當衡量其為「半年」時具有持續性但不顯著。衡量期為「年」時，則沒有持續性而採用 spearman 等級相關性檢定，其等級數沒有持續性。因為 spearman 等級相關性檢定叫看不出短期持續性效果。因此基金短期間劇有持續性現象，但長期不具有持續性。黃昱詠(2006)以 2001 年至 2005 年的台灣開放式股票型基金中之 125 隻基金為研究樣本，以「變數遞迴平方迴歸分析」，探討隨著市場風險等變數的遞增，對基金績效持續性之影響，在進行以「變數門檻模型」加以分段估計。發現基金不具備持續性，相反的基金績效卻有反轉跡象。吳佩玲(1995)以民國 82 年 5 月到 84 年 12 月的 21 隻共同基金為研究樣本(16 檔封閉型基金與 5 隻開放行基金)，採用 Gary P. Brindon, L. Randolph, Gilber L. Beebower 的模型來探討影響共同基金績效的因素。其實證結果發現，過內共同基金績效劇有持續性，過去的績效應可做為未來績效的參考。林榕芳(2008)使用 1997 年 1 月至 2007 年 12 月之資料，探討基金績效與金流在台灣基金市場的影響效果。利用前期績效(前期基金流量)分出的贏家與輸家組合，在以前期基金流量(前期基金績效)再次形成投資組合。發現台灣開放型股票基金與平衡型基金存在績效持續性，顯是台灣基金「強者恆強，弱者恆弱」現象。但長期而言，贏家與輸家的績效差異性會愈來愈小。

Carhart (1997)研究 1962 至 1993 的權益型基金，並參考 Fama 與 French (1993)所提出三因子模型額外加入動能因子，成為四因子模型並以共同基金的超額報酬為共同基金排序依據，探討共同基金績效表現與績效的持續性。實證結果發

現共同基金的績效上儘管上一年的贏者可能變成今年的輸者，但多數而言績效仍具備持續性。Agarwal and Nail(2000)利用績效二分法搭配不同長短的評分期間來探討避險基金的多期績效是否具備持續性，其研究結果顯示無論有無計算費用，測量期間愈短，持續性愈明顯且與該基金的策略無關。Droms and Walker(2001)研究 1977 至 1996 年的國際型基金，利用績效二分法來判定基金績效是否具備持續性，其結果顯示短期(一年內)的績效具強烈持續性，但一年後漸漸消失。Porter and Trift(1998)研究 1985 年至 1995 年的 93 之共同基金，並採用無母數統計方法來探討共同基金績效的持續性表現。其實證結果發現，整體而言由有經驗的操盤人的基金績效未必優於沒有經驗的操盤人。前五年的基金績效無法預測未來五年的績效，並且共同基金績效好與不好的基金，皆不具備持續性。

譚志忠(1999)使用 DEA 的 CCR 模型，研究期間為 1998 年，國內 16 檔封閉型基金與 63 檔開放型基金及 11 檔上櫃型基金。其中投入項目為交易費率、銷售費率、周轉率、標準差將產出項目為基金淨值報酬率，計算出 DEPI (DEA Portfolio Efficiency Index, DEPI)，再與傳統指標 Sharp、Jensen 做比較，發現 DEPI 值與二項傳統指標呈現正相關，但各類基金之 DEPI 值並無顯著差異，關於基金績效持續性的檢定結果不支持持續性的存在。

李志凡(2010) 選取 70 檔臺灣股票型基金作為樣本，透過基金績效來檢視經理人的專業技能對績效持續性的效果。以績效二分法將基金之績效分為贏家及輸家，並持續觀察基金績效之持續效果及最適持有期間。基金特性方面，發現經理人收取愈高的經理費則基金的表現愈好，另一方面，基金成立的愈久而基金績效卻不見得愈好。再者發現基金買入週轉率及賣出週轉率與基金的績效有顯著的正相關。最後，無論加入缺口期與否對於基金績效均會產生持續效果，而持續的期間在兩到三年之間

三、基金績效持續性

(一)基準比較法：

選定一特定比較準則（如台股大盤、摩根指數等），並用該基準來評估各基金之績效，使各基金可依此基準，作為基金間相互比較的準繩。

(二)Treynor 指標：

T_p 代表投資者承擔每單位系統風險(System risk)所能獲取的超額報酬。指標值越大表示基金績效越佳。其所用之風險指標，為整體市場(大盤)共同面臨的，在基金投資組合內容多角化下，個別證券之非系統風險應已分散，故僅考量系統風險。

(三)Sharp 指標：

S_p 指標代表投資者承擔每單位總風險所能獲取的超額報酬。指標值越大表示基金績效越佳。Sharp 所使用的風險指標，為個別證券之總風險，其中除系統風險外，亦考量了基金所面臨的非系統風險(如基金經理人、基金公司政策等之個別因素)。

(四)Jensen 指標

J_p 指標採用絕對績效指標的觀念，就是算出基金報酬率除了隨著於市場(大盤)變動應有的報酬率及投資無風險資產（如政府公債）應有的無風險報酬率外，是否還有其他的超額報酬。指標值所表示的超額報酬率，可以清楚的在基金間比較。該指標正值越大表示基金績效越佳，越能超越市場。]

(五) MCV 指標：

PM (Portfolio / Market) 是以 J_p 的超額報酬衡量而來，加上一個基準(市場)，使投資人能有一個衡量的標準(市場)。他以簡單易懂的比值來表示，計算該基金承擔每單位非系統風險所賺取之超額報酬與市場(大盤)賺取超額報酬的比值。

(六) 個別績效持續性：

將各基金依據各指標分數，在選定基金中排定等級，並比較前後期績效的差異，若數值越大，則表示基金績效(排名)越不穩定，在下一期，越有可能變動，反之則代表績效持續性越穩定，用本期的排名來預測下期的排名，將越準確。

(七) 整體績效持續性：

以各別基金在選定評比的基金中，前後期相對排名的相關性，說明績效(名次)的持續性。其值介於-1 與 1 間，若數值越接近 1，表示前後期相對排名相關性越高，越可以用前期排名，預測下一期該基金在選定評比的基金中之相對名次。在績效指標方面，本研究使用淨值報酬率以及夏普指標做為衡量標準，藉由本研究探討不同的績效指標對於持續性是否有不一樣的結果。

Grinblatt and Titman (1993) 研究指出，投資於過去基金績效表現佳之基金，未來亦有較佳的績效表現，此文作者認為若過去的贏家基金是因基金經理人具有良好的操作策略而產生時，則此基金將被預期未來的績效也會相對較好。Blake and Morey(2000) 則發現只有過去績效表現較差的基金上是具有績效持續性的，亦即過

去是輸家的基金在未來仍可能延續過去較差的表現，而過去績效表現為贏家之基金，則不一定存在績效之持續性效果。在持續性方法方面，本文使用 Spearman 以及績效二分法中的相對基準下，藉以探討當使用不同的方法下對於持續性結果是否具有統計上顯著的差異性。



第三章、研究方法與資料來源

第一節、資料來源

本研究實證資料主要收集自台灣經濟新報資料庫(TEJ)中債券型共同基金，特別針對投資在不同地區與高收益為投資目的為主；樣本期間 2011~2015 年。

第二節、基金績效評估指標

為研究上述績效持續性，本研究將藉由績效 2 分法和 spearman 等級相關係數 2 種方法，在 sharp 指標、淨值報酬率衡量標準下來探討上述之研究議題。倘若高收益債券基金績效具有持續性，則代表『小時了了，大了亦佳』，則投資人可選擇投資過去績效表現較好的基金。若沒有持續性，投資人必預知道聽信一般業務員以績效當做推銷手法是不可信的，即欲以過往績效為依據期待未來績效表現無疑也是緣木求魚。另外，藉由資料分群探討不同分群標的下高收益債券型基金績效持續性，可了解不同分群在長期與短期上，績效持續性是否有異同。

一、淨值報酬率：

$$R_{i,t} = \frac{NAV_{i,t} - NAV_{i,t-1}}{NAV_{i,t-1}} + \frac{D_{i,t}}{NAV_{i,t-1}}$$

$R_{i,t}$ =投資組合(基金)於第 t 期之淨值報酬； $NAV_{i,t}$ =投資組合 i 於第 t 期之淨值；
 $NAV_{i,t-1}$ =投資組合 i 於第 t-1 期之淨值； $D_{i,t}$ =投資組合(基金)於第 t 期分配之資本

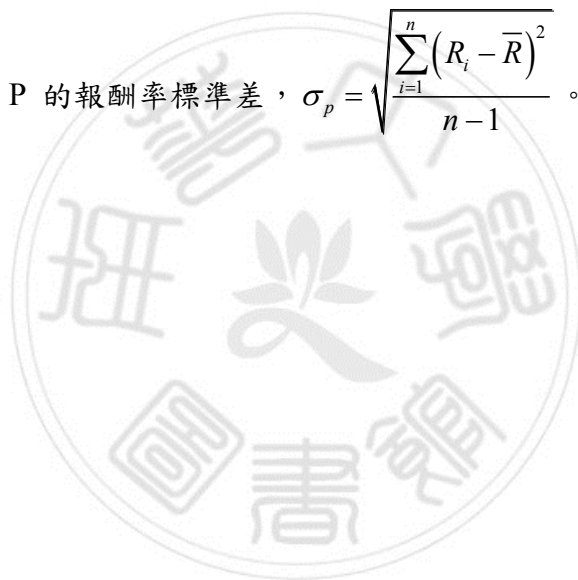
利得。

二、Sharp 指標：

$$S_p = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\sigma_p}$$

\bar{R}_p = 投資組合 P 在某段期間的平均報酬率。 \bar{R}_f = 同期間無風險資產的平均報酬

率。 σ_p = 投資組合 P 的報酬率標準差， $\sigma_p = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2}{n-1}}$ 。



第四章、實證估計結果

第一節、趨勢分析

圖 1 為不同投資地區別高收益債基金的淨值報酬率(自基金成立已來)趨勢變化,顯示全球型高收益債基金於 2012 年表現最佳,但有績效卻有平均下降的趨勢。圖 2 為不同投資地區別高收益債基金的 Sharpe 指數趨勢變化,指出 2011 的績效表現最好,卻有逐年下降的趨勢。

圖 3 為不同投資地區別高收益債基金的 Jensen 指數趨勢變化,相似於圖 2 的情形,2011 的績效表現最好但之後卻有逐年下降的趨勢。圖 4 為不同投資地區別高收益債基金的 Jensen 指數趨勢變化,顯示績效的差異性並不十分的顯著。圖 5 為不同投資地區別高收益債基金的風險調整報酬趨勢變化,表示平均的風險調整後的表現差異不大。圖 6 為不同投資地區別高收益債基金的基金風險等級分配圖,指出多數的高收益債基金多集中於風險等級三,部分則為風險等級四。

第二節、投資績效評估

表 1 為不同投資期間的高收益債報酬率,投資報酬率自成立以來平均為 6.828%,且具統計上的顯著性,顯示樣本高收益債基金的投資報酬率都相當好。再者,整體而言,分別從不同的投資期間來看,月、季、半年、一年、兩年、三年則呈現顯著上升的情形,表示投資期間愈久報酬率愈高。

表 2 為不同績效指標下高收益債報酬率,首先以投資期間為 12 月來看,年化標準差為 5.415、Beta 風險為 0.338,Sharpe 指數為 0.222、Jensen 指數為 0.158、Treydor 指數為 2.662,皆具有統計的顯著性。其次,年化標準差為 5.320、Beta 風險為 1.276、Sharpe 指數為 0.317、Jensen 指數為 0.259、Treydor 指數為 1.861,皆具有統計的顯著性。表 3 為不同投資地區下高收益債報酬率,自成立以來全球表現最佳(9.335%),其次依序為亞洲(6.900%)、新興市場(4.951%)、中國(3.351%);全球高收益債基金的表現最好,一年為 3.527%、二年為 9.310%、三年為 16.958%、以及五年高達 26.082%。

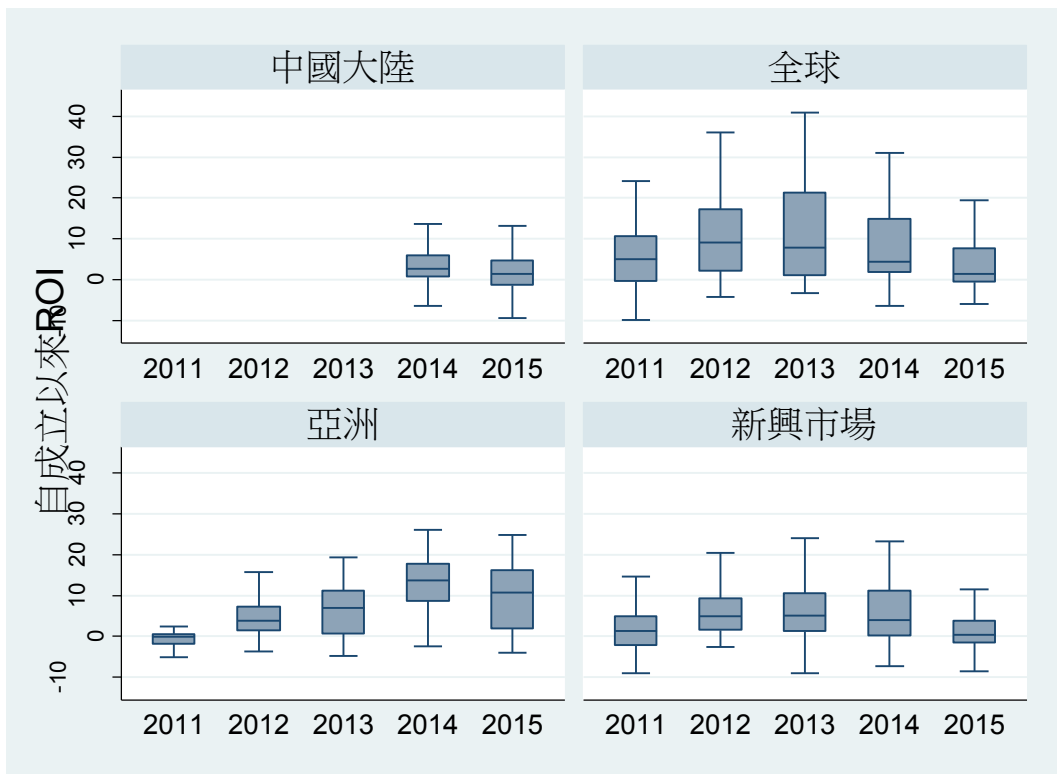


圖 1、不同投資地區別高收益債基金的淨值報酬率(自基金成立以來)趨勢變化

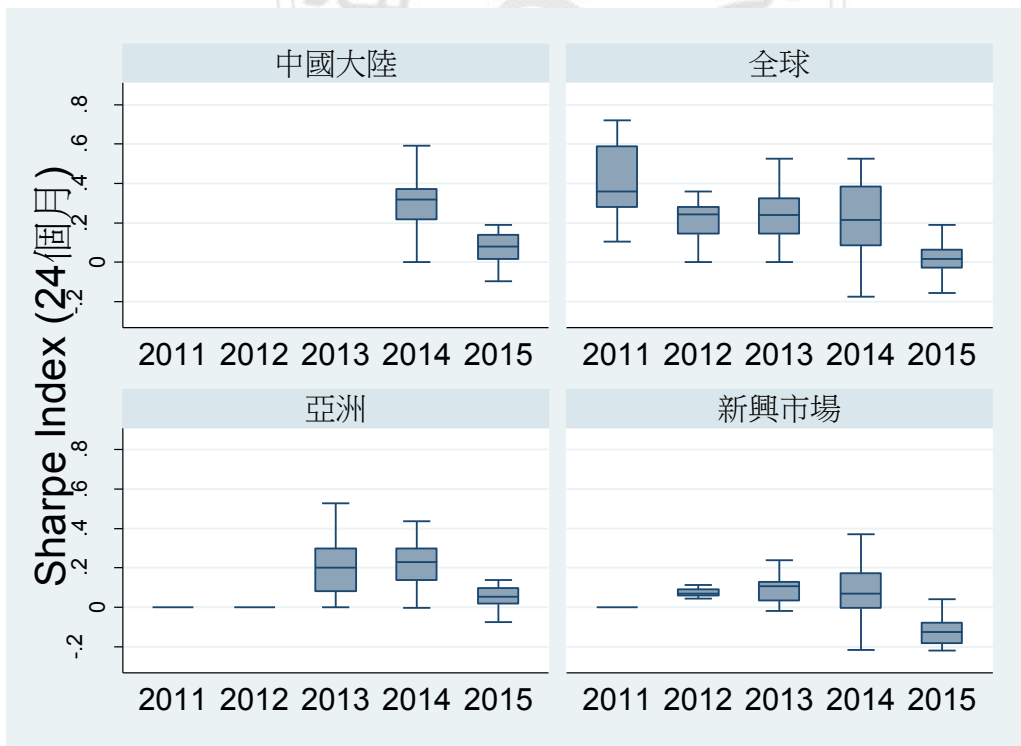


圖 2、不同投資地區別高收益債基金的 Sharpe 指數趨勢變化

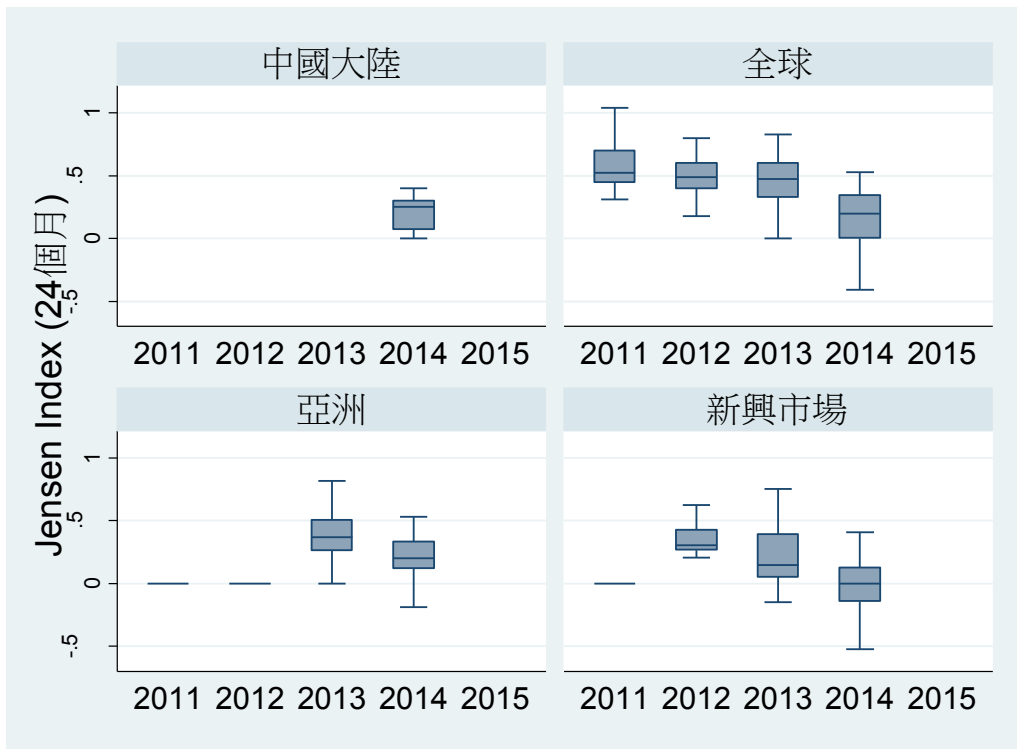


圖 3、不同投資地區別高收益債基金的 Jensen 指數趨勢變化

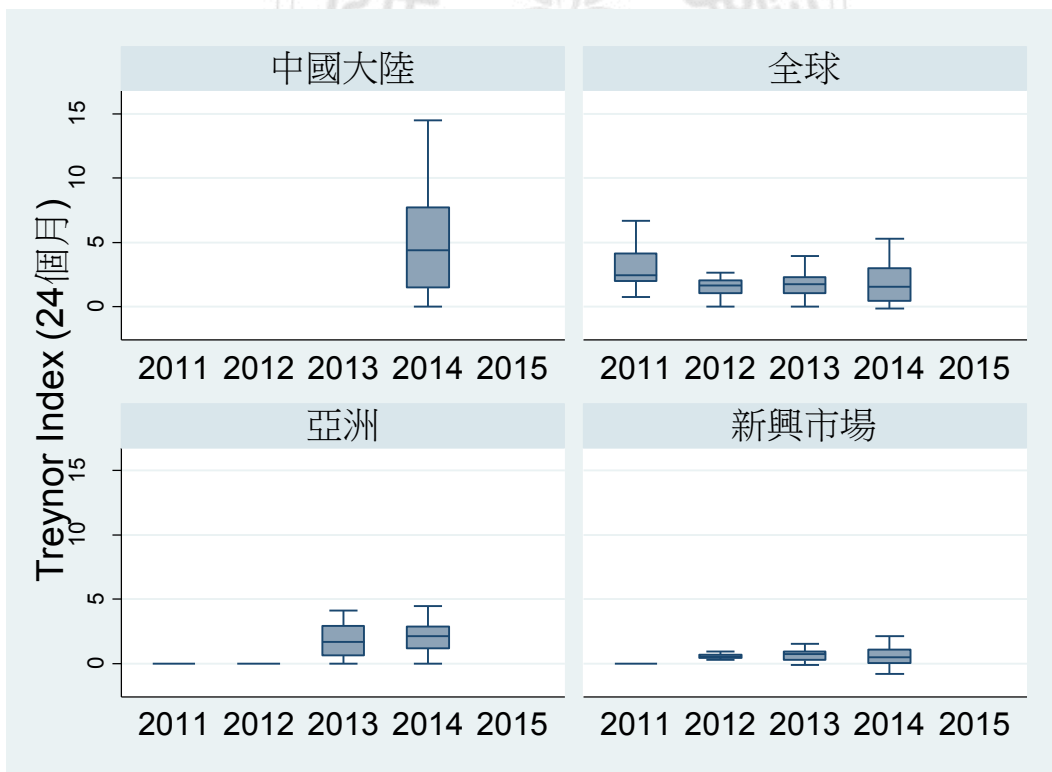


圖 4、不同投資地區別高收益債基金的 Jensen 指數趨勢變化

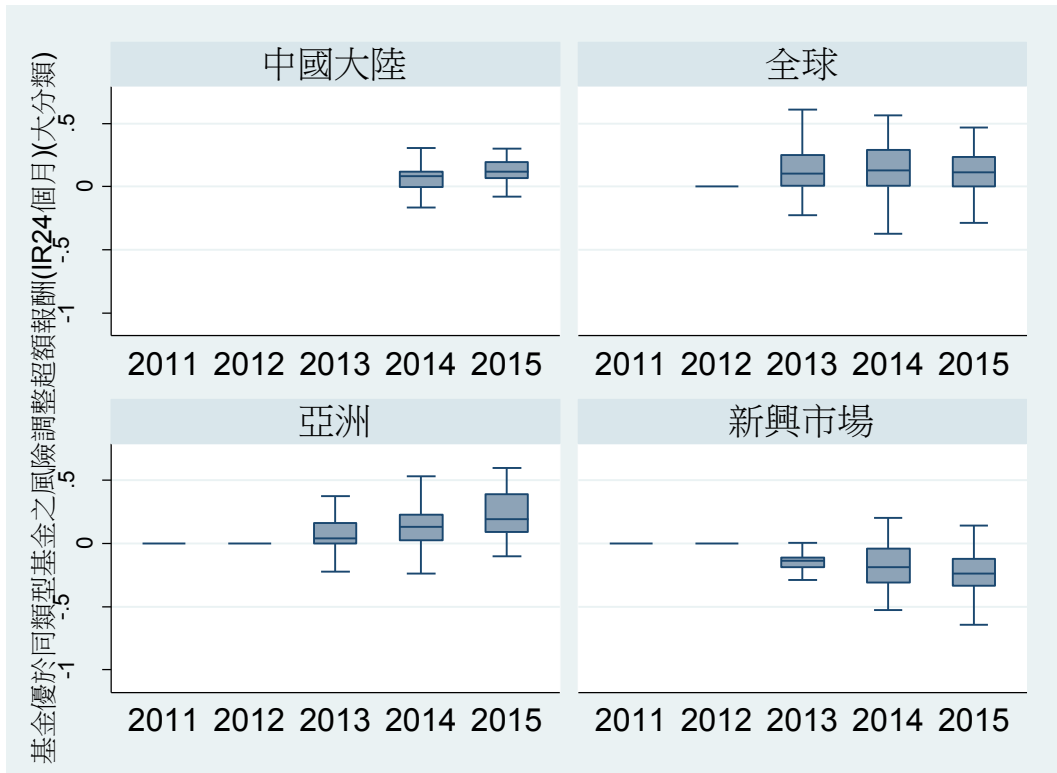


圖 5、不同投資地區別高收益債基金的風險調整報酬趨勢變化

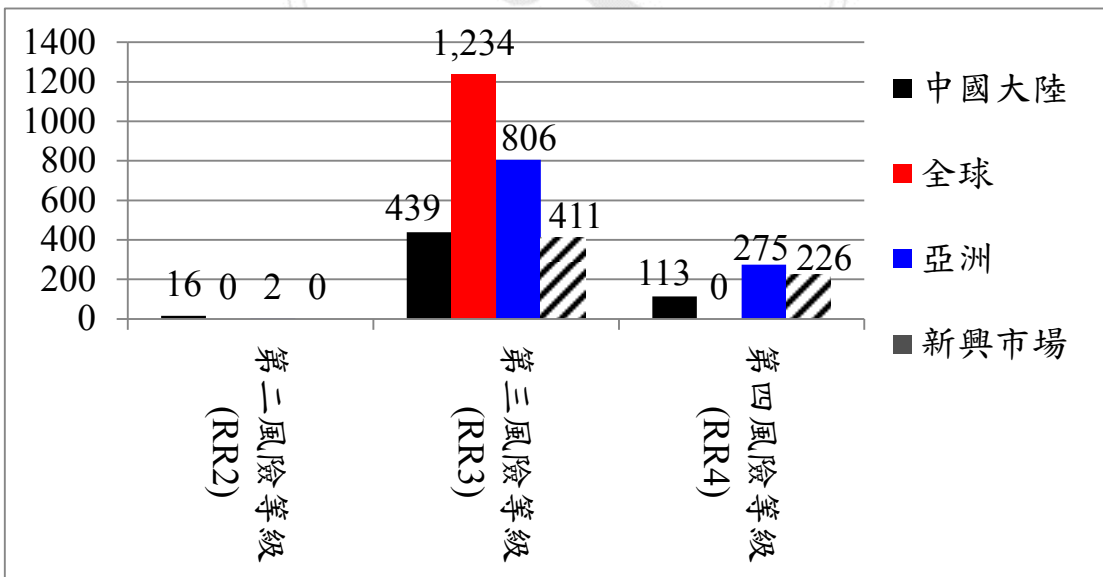


圖 6、不同投資地區別高收益債基金的基金風險等級分配圖

表 1、不同投資期間的高收益債報酬率

項目	投資期間						
	自成立以來	月	季	半年	一年	兩年	三年
投資報酬率	6.828***	0.570***	0.591***	1.261***	3.470***	7.190***	13.121***
(t 值)	(44.640)	(7.736)	(10.447)	(16.064)	(33.831)	(36.365)	(33.761)
樣本數	3,510	903	3,199	2,833	2,243	1,301	717

【說明】：*、**、***分別表示在信心水準 10%、5%、1%下據統計上的顯著性。

表 2、不同績效指標下高收益債報酬率

投資期間	年化標準差	Beta 風險	Sharpe 指數	Jensen 指數	Treynor 指數
12 月	5.415***	0.338***	0.222***	0.158***	2.662**
(t 值)	(87.606)	(50.863)	(30.961)	(10.925)	(2.352)
樣本數	2,114	1,567	2,114	1,567	1,567
24 月	5.320***	1.276***	0.317***	0.259***	1.861***
(t 值)	(68.772)	(9.788)	(12.157)	(29.937)	(13.204)
樣本數	1,332	1,010	1,286	964	964

【說明】：*、**、***分別表示在信心水準 10%、5%、1%下據統計上的顯著性。

表 3、不同投資地區下高收益債報酬率

地區	自成立以來	月	季	半年	一年	兩年	三年	五年
中國	3.351***	-	0.115	0.628***	2.308***	6.182***	9.521***	-
	(15.184)		(1.207)	(5.279)	(16.681)	(17.424)	(12.794)	
全球	9.335***	0.572***	0.527***	1.082***	3.527***	9.310***	16.958***	26.082***
	(28.527)	(5.287)	(6.719)	(8.911)	(20.948)	(27.617)	(27.890)	(11.163)
亞洲	6.900***	0.612***	1.081***	2.217***	5.063***	7.938***	13.485***	1.824***
	(31.708)	(5.587)	(12.946)	(17.023)	(26.663)	(26.535)	(20.366)	(2.705)
新興市場	4.951***	0.485**	0.319	0.668**	1.912***	2.594***	5.477***	1.477**
	(15.862)	(2.561)	(1.465)	(2.536)	(6.970)	(6.501)	(10.080)	(2.192)
樣本數	3,510	903	3,199	2,833	2,243	1,301	717	192

【說明】：*、**、***分別表示在信心水準 10%、5%、1%下據統計上的顯著性。

第五章、結論

本研究實證資料主要收集自台灣經濟新報資料庫(TEJ)中債券型共同基金，特別針對投資在不同地區與高收益為投資目的為主；樣本期間 2011~2015 年，投資報酬率自成立以來平均為 6.828%，且具統計上的顯著性，顯示樣本高收益債基金的投資報酬率都相當好。整體而言，分別從不同的投資期間來看，月、季、半年、一年、兩年、三年則呈現顯著上升的情形，表示投資期間愈久報酬率愈高。不同績效指標下高收益債報酬率，首先以投資期間為 12 月來看，年化標準差為 5.415、Beta 風險為 0.338、Sharpe 指數為 0.222、Jensen 指數為 0.158、Treynor 指數為 2.662，皆具有統計的顯著性。其次，年化標準差為 5.320、Beta 風險為 1.276、Sharpe 指數為 0.317、Jensen 指數為 0.259、Treynor 指數為 1.861，皆具有統計的顯著性。不同投資地區下高收益債報酬率，自成立以來全球表現最佳(9.335%)，其次依序為亞洲(6.900%)、新興市場(4.951%)、中國(3.351%)；全球高收益債基金的表現最好，一年為 3.527%、二年為 9.310%、三年為 16.958%、以及五年高達 26.082%。

參考文獻

- Agarwal, V and N.Y. Nail (2000), Multi-period performance analysis of hedge funds. *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 35, 327-342.
- Brown, Stephen J. and William N. Goetzmann (1995), Performance persistence. *Journal of Finance*, 50, 679-698.
- Carhart, M.M., (1997). On Persistence in mutual fund performance. *Journal of Finance*, 52, 57-82.
- Carlson and Robert S., (1970). Aggregate performance of mutual funds, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 5, 1-31.
- Chen, C.F., C.F. Lee, S. Rahman, A. Chan, (1992). A Cross-Section Analysis of Mutual Fund Market Timing and Security Selection Skill. *Journal of Business Financial and Accounting*, 659-675.
- Christensen, R. (1990). *Log-Linear Models*, Springer-Verlag, New York.
- Daniel Kate, Mark Grinblatt, Sheridan Titman and Russ Wermers (1997). Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-based benchmark. *Journal of Finance*, 52, 1035-1058
- Droms, W.G and D.A. Walker (2001) 「Performance persistence of international mutual funds」, *Global Finance Journal*, 12 p237-248.
- Elton, E.J., Gruber, M.J., Blake, C.R., (1993). The Performance Of Bond Mutual Funds, *The Journal of Business*, 66(3), 371-403.
- Goetzmann William N. and Roger G. Ibbotson (1994) 「Do winners repeat? *Journal of Portfolio Management*, 20, 9-17.
- Liptona, A.F., and Kish, R.J. (2010). Robust performance measures for high yield bond

- funds. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 50, 332–340.
- Philpot, J. Heath, D., and Rembly, J., (2000). Performance persistence and management skill in nonconventional bond mutual funds. *Financial Services Review*, 9, 247-258.
- Polwiton, S., Tawatnuntachai, O., (2008). Emerging Market Bond Funds : A Comprehensive Analysis. *Financial Review*, 43, 51-84 .
- Porter, G. E and J.W. Trift(1998) 「Performance Persistence of Experienced Mutual Fund Manager」, *Financial Services Review*, 7(1), 57-68.
- 方家慧(2010),「美國高收益債券與總體經濟變數之關聯性」,高雄第一科大金融所碩士論文。
- 王南喻(2005),「美國開放式股票型基金長短期績效持續性之研究」,國立彰化師範大學商業教育學系。
- 王若愚(1998),「臺灣共同基金績效評估-以個股特徵為基準投資組合之研究」,台灣科技大學管理技術研究所碩士論文。
- 朱亞琳(1988),「共同基金績效評估之研究」,輔仁大學管理科學研究所碩士論文。
- 江奕欣(2001),「共同基金績效能力分解及持續性之研究」,中山大學財務管理學系研究所碩士班碩士論文。
- 吳佩玲(1996),「影響共同基金績效因素之探討—台灣地區共同基金之實證研究」,國立政治大學企業管理研究所未出版論文。
- 呂明鐘(2004),「投資高收益債券模糊多準則評估模式之研究」,雲林科技大學資訊管理學系碩士論文。
- 李志凡(2010),「共同基金經理人擇時能力與績效持續性之探討—以國內開放型股票基金為例」,私立明傳大學管理研究所
- 李明仁(1996),「臺灣開放式債券型基金之績效研究」,政治大學企業管理研究所碩士論文。

- 李明枝(1996),「國內共同基金績效持續性之研究」,中興大學企業管理研究所碩士論文。
- 李翊菱(2000),「台灣古砲型基金投資人報酬能力之研究」,國立政治大學財務管理學系未出版論文。
- 林榕芳(2009),「台灣共同基金績效持續性與金流效果之研究」,國立台灣大學財務金融研究所。
- 邱顯比(1994),「基金績效評估之模擬研究」,台大管理論叢,第5卷第2期,47-82。
- 姚瑜忠(1997),「台灣共同基金之操作策略與績效評估」,國立中正大學財務金融研究所未出版論文。
- 柯怡甄(2009),「利用績效落差顯示台灣開放式股票型基金經理人是否具有擇時能力」,國立東華大學公司理財碩士學位學程。
- 唐維菱(2010),「國內股票型基金績效持續性之探討」,義守大學資訊管理學系碩士班。
- 翁詵惠(2002),「以 Gruber 四因子模型與修正後二因子模型評估共同基金績效及其持續性研究」,過立交通大學管理科學系未出版論文。
- 張正哲(2004),「共同基金選股能力與績效持續性之再驗證」,東海大學企業管理學系碩士班。
- 陳姿秀(2009),「新興市場債券型基金績效持續性」,中正大學企業管理研究所碩士論文。
- 陳相宇(2005),「國內上市型開放式股票型基金績效持續性實證研究」,國立台灣大學財務金融研究所。
- 陳英博(2010),「利率對高收益債券的影響-以美國高收益債券基金為例」,淡江大學全球華商經營管理數位學習碩士在職班碩士論文。
- 陳香君(2010),「美國公債、投資級債券與高收益債券殖利率關係之研究」,國立台灣大學經濟學研究所碩士論文。

- 陳智賢(1998),「以因子模型探討台灣共同基金績效之持續性」,國立中正大學財務金融研究所為出版論文。
- 陳暉中(1998),「共同基金技術效率評估」,國立中正大學財務金融研究所為出版論文」。
- 陳馨宜(2002),「債券型共同基金績效及績效持續性研究」,淡江大學財務金融學系金融碩士班碩士論文。
- 彭文俊(1995),「債券指數之建構與債券型基金績效之研究」,中山大學財務管理研究所碩士論文。
- 曾少芳(1997),「國內股票型基金風格與績效持續性之研究」,台灣大學財務金融研究所碩士論文。
- 游子軒(2002),「國內債券型基金績效持續性之研究」,長庚大學企業管理研究所碩士論文。
- 黃昱詠(2006),「基金報酬持續性之探討—以門檻模型分析之」,義守大學管理研究所未出版論文。
- 楊宜珊(2008),「台灣投信業企業規模、成長與績效之探討」,中央大學產業經濟研究所碩士在職專班論文。
- 楊晉昌(1995)「共同基金型態與操作績效之研究」,政治大學企業管理研究所碩士論文。
- 鄭雪足(2011)「股票型基金經理人擇時能力之研究」,大葉大學管理學院碩士在職專班。
- 藍玉芳(2011)「全球高收益債基金、貴重金屬基金、可轉換債券基金與醫療生化股基金進行國際投資組合之績效評估與風險性探討」,大葉大學管理碩士在職專班碩士論文。
- 魏天元(2002),「考量總體資訊因素之基金擇時能力與基金特性之關係」,中山大學企業管理研究所碩士論文。

譚志忠(1999),「DEA 投資組合效率指數—應用於台灣地區股票型共同基金績效評估適用性之實證研究」,淡江大學財務金融研究所論文。



附錄、樣本基金名稱

基金名稱	基金名稱	基金名稱	基金名稱	基金名稱
元寶中國高收點心	施羅德中高 A-CNY	野村亞太複合債 B	惠理康和點心債 A	摩根亞洲高收債 A
日盛亞洲高收債 A	施羅德中高 A-NTD	野村環高債 A	華南人民幣高收 A	摩根亞洲高收債 B
日盛亞洲高收債 B	施羅德中高 A-USD	野村環高債 A\$	華南人民幣高收 AC	摩根亞洲高債 B\$
台新亞澳高收債 A	施羅德中高 B-CNY	野村環高債 B	華南人民幣高收 B	聯邦新興資源債 A
台新亞澳高收債 B	施羅德中高 B-NTD	野村環高債 B\$	華南人民幣高收 BC	聯邦新興資源債 B
未來亞洲高收債 A	施羅德中高 B-USD	富邦中高債 A-CNY	華南金磚高收債 A	瀚亞全球高收債 A
未來資亞高收債 B	施羅德全球策略 A	富邦中高債 A-USD	華南金磚高收債 B	瀚亞全球高收債 A\$
永豐中高收 A-CNY	施羅德全球策略 B	富邦中高債 B-CNY	華頓全球高收益 A	瀚亞全球高收債 AA
永豐中高收 B-CNY	柏瑞全球策高 B-AU	富邦中高債 B-USD	華頓全球高收益 B	瀚亞全球高收債 B
永豐中高收益債 A	柏瑞全球策略高 A	富邦策略高收債 A	匯豐亞洲高收債 A	瀚亞全球高收債 B\$
永豐中國高收債 B	柏瑞全球策略高 B	富邦策略高收債 B	匯豐亞洲高收債 B	瀚亞全球高收債 BA
兆豐國際新高債 A	柏瑞全策高 B-RAN	富邦策略高收債 C	匯豐點心債 A	瀚亞全球高收債 C
兆豐國際新高債 B	柏瑞新興市場高 A	富蘭全高收債 A	匯豐點心債 A\$	瀚亞縱橫全高收 A
合庫全球高收債 A	柏瑞新興市場高 B	富蘭全高收債 AAUD	匯豐點心債 A-CNY	瀚亞縱橫全高收 B
合庫全球高收債 B	國泰策略高收債 A	富蘭全高收債 AUSD	匯豐點心債 B	
宏利新興市場高-A	國泰策略高收債 B	富蘭全高收債 B	匯豐點心債 B\$	
宏利新興市場高-B	國泰新興高收債 A	富蘭全高收債 BAUD	匯豐點心債 B-CNY	
宏利點心債 A-CNY	國泰新興高收債 B	富蘭全高收債 BUSD	瑞銀亞洲高收債 A	
宏利點心債 A-USD	第一金全球高收 A	富蘭克林中國高收	瑞銀亞洲高收債 B	
宏利點心債 B-CNY	第一金全球高收 B	復華新興高收債 A	德銀亞洲債 A	
宏利點心債 B-USD	野村亞太複合債 A	復華新興高收債 B	德銀亞洲債 B	