

修平技術學院

財務金融系

家族效果對基金流量的影響

組長：學號 BL94016 姓名：曾詩媛

組員：學號 BL94004 姓名：溫玟涵

組員：學號 BL94023 姓名：林姿馨

組員：學號 BL94046 姓名：劉曉倩

指導教師：張 千 雲

中華民國 97 年 12 月

目錄

目錄	I
圖表目錄	II
摘要	III
第一章 緒論	1
第一節 研究背景	1
第二節 研究動機	3
第三節 研究目的	4
第四節 研究架構	5
第二章 文獻探討	6
第一節 共同基金的市場介紹	6
一、國內投信業的發展的現況	6
二、共同基金發行目的及特點	11
第二節 共同基金績效實證文獻	13
一、共同基金績效可預測性	13
二、共同基金整體績效評估方法	24
第三節 共同基金流量實證文獻	28
第三章 研究方法與變數操作性定義	34
第一節 變數操作性定義	34
第二節 多元迴歸模型	37
第四章 實證結果及分析	39
第一節 資料來源	39
第二節 實證結果分析	43
一、共同基金流量之家族分析	43
二、共同基金特性變數之分析	43
第五章 結論與建議	46
第一節 結論	46
一、家族效果對基金流量之影響	46
二、變數對基金流量之影響	46
第二節 建議	47
參考文獻	48

圖表目錄

圖 1-1	流程圖-----	5
圖 2-1	排名前十名各投信公司基金規模之市場佔有率-----	7
圖 2-2	國內各類型基金佔總基金規模比重-----	10
表 1-1	國內共同基金歷年發展概況-----	2
表 2-1	各類型基金數量與規模-----	6
表 2-2	各投信公司基金規模市場佔有率與排名-----	8
表 2-3	整體基金流量與市場報酬的相關文獻-----	31
表 3-1	變數操作性定義彙總-----	36
表 4-1	投信公司與旗下基金之研究樣本-----	40
表 4-2	十九家投信公司的平均每月每家解釋變數基本統計量-----	41
表 4-3	家族性基金之變數平均值-----	42
表 4-4	家族效果對基金流量影響的實證分析表-----	45

摘要

儘管過去對於基金績效的研究討論已非常豐富，且多集中於績效與流量的關係；基金特性與績效的關係；基金風格對績效的影響；以及基金績效持續性的討論等。然而，本研究則是試圖就家族的角度，探討國內投信公司，其對於家族內基金是否具有實質的影響，使得基金績效與流量間的相互關係受到影響，並成為投資人在選購基金必須考慮的因素之

一。因此，本研究目的有以下二大方向；

- (1) 探討基金家族影響力對基金流量的影響。
- (2) 研究共同基金特性對基金流量的影響。

最後，本研究之結果應為能提供投資人、投信公司與對主管機關，對基金投資與管理上，更深一層的理论與實務意涵。

第一章 緒論

第一節 研究背景

隨著經濟的成長，國民所得的提高，不論是企業或個人愈來愈需要多元化的投資管道，一般人最直接的作法，就是將資金投資於股市，然而股票市場容易劇烈波動，如何分散風險便是投資人最關心的課題。理論上只要持有多種不同類型的股票便能降低風險，然而大部份的投資人由於理財專業知識不足，再加上自己的資金及研究投資資訊的時間有限，所以承擔風險的能力較差，於是共同基金便孕育而生。

共同基金是以多角化組合投資，其可以達到個別投資者所無法達到的分散風險程度。共同基金基本的概念，乃是將投資人的資金匯集，交由專業經理人來管理，其獲利由投資人共同分享。

共同基金擁有龐大的資金，故可對各種不同的金融證券進行投資，進而達到分散風險的理想。而過去投資人對於基金投資決策的擬定，多著重於基金過去的績效，以進行投資標的之選擇，與資產的配置，使得基金過去的績效會影響投資人對基金申購與贖回的行為。

共同基金（Mutual Funds）提供投資人專業的資產管理服務與豐富的投資組合，讓投資人透過共同基金的持有，間接投資金融市場中的股票、債券與不動產等金融工具。由於共同基金透過眾多投資人的集資，能使得基金持有大量、分散（Diversify）與專業管理的投資組合；因此，共同基金在交易成本與研究資源上，不同於個別投資人，較能享受規模經濟的利益。

基於前述的優點，共同基金在台灣的金服務業的領域中一直呈現快速的成長，如表 1-1 所示，國內共同基金總數自 1996 年底的 121 支，成長至 2008 年 10 月的 532 支基金；至於淨值規模的部份，則是自 1996 年底的 4,000 億元，成長至 2008 年 10 月的 1.6 兆元。其中股票型基金更是發展迅速，其在國內開放式股票型基金支數則是從 1996 年底的 92 支，成長至 2008 年 10 月的 307 支，佔所有開放型基金支數的九成。

表 1-1 國內共同基金歷年發展概況

年度	投信公司 家數	基金 總個數	債券型 基金個數	平衡型 基金個數	股票型 基金個數	基金總淨值 (億元)
1986	4	4	0	0	4	159
1987	4	8	0	0	15	204
1988	4	15	0	0	15	420
1989	4	19	0	2	17	714
1990	4	22	0	3	19	543
1991	4	27	3	4	23	771
1992	15	28	3	4	21	763
1993	15	40	3	4	33	1875
1994	15	63	6	4	53	2495
1995	15	90	13	4	73	2468
1996	19	121	25	4	92	4682
1997	19	156	32	4	120	5551
1998	21	200	40	4	156	7459
1999	28	236	48	6	182	10590
2000	34	278	55	20	203	13247
2001	38	317	77	28	221	17776
2002	40	362	88	36	238	21811
2003	43	418	105	59	244	26668
2004	45	466	110	85	246	24812
2005	46	502	106	93	246	19631
2006	41	508	90	82	258	19665
2007	39	523	68	76	283	20409
2008	39	532	64	71	307	16251

資料來源：2008年10月底，中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會的基金規模。

由於共同基金匯聚了眾多投資人的資金，並成為投資人長期投資的重要工具之一，故基金能否持續保持良好績效的持續性（Persistent），遂成為眾多相關研究議題至為重要的一項。

過去對於共同基金績效持續性的研究已非常豐富，卻多著重於個別基金的績效表現上，僅管投信公司針對不同基金，會聘請不同的經理人進行操作，但是彼此間卻並非完全獨立的個體，因為各投信公司可以視為不同家族（Family），並各自擁有旗下的基金，故可透過族群內的資源配置程度影響旗下個別基金績效表現。Jain and Wu（2000）認為投信公司會針對家族內的明星基金進行廣告，若廣告是有效的，可以增加明星基金的資金流入（Inflow），並影響該基金的績效。

個別基金於家族中的地位不盡相同，故實有必要探討家族影響力，其對基金績效持續性的影響，並進一步討論家族因素於傳統基金績效與流量間關係的關聯程度。

第二節 研究動機

在理財意識高漲的時代，面對各式各樣的理財工具，要如何挑選對本身最有利的投資工具，以追求最大利潤與降低風險，而投資人所追求是以報酬極大且風險極小的投資組合。因此，投資人應該如何制定投資決策，才能使投資組合在既定的風險之下，獲得最大報酬；或是在報酬不變的情況之下，承擔最低的風險。

然而投資人對於績效的投資決策，多著重於基金過去的績效，進行投資標的之選擇，與資產的配置，使得基金過去的績效會影響投資人對基金申購與贖回的行為。雖然，過去對於基金績效與流量關係的討論已非常繁多，但是卻甚少提及投信公司，其對於旗下基金的影響力，是否會造成基金績效的改變，與投資人的投資行為之變化。

由於共同基金並非完全獨立於投信公司之外，而是歸屬於投信公司整體家族中的一份子。因此，家族應能夠影響個別基金的決策；並進而影響基金的績效與其持續性，並進一步影響投資人的投資決策與申購贖回金額。故本研究應能提供投資人、投信公司與對主管機關，對基金投資與管理上，更深一層的理論與實務意涵。

第三節 研究目的

本研究以台灣經濟新報公佈的基金相關資訊，以多元迴歸模型的實證方式來分析影響國內股票型基金流量的主要因素，其中變數包含基金淨資產規模、報酬率、投信公司的基金流量、手續費率、經理費率、保管費率、交易稅率的影響程度。就整個共同基金市場而言，股票型基金的投資組合是以分散投資、主動管理的方式，致力於提供投資人長期的資金成長機會。

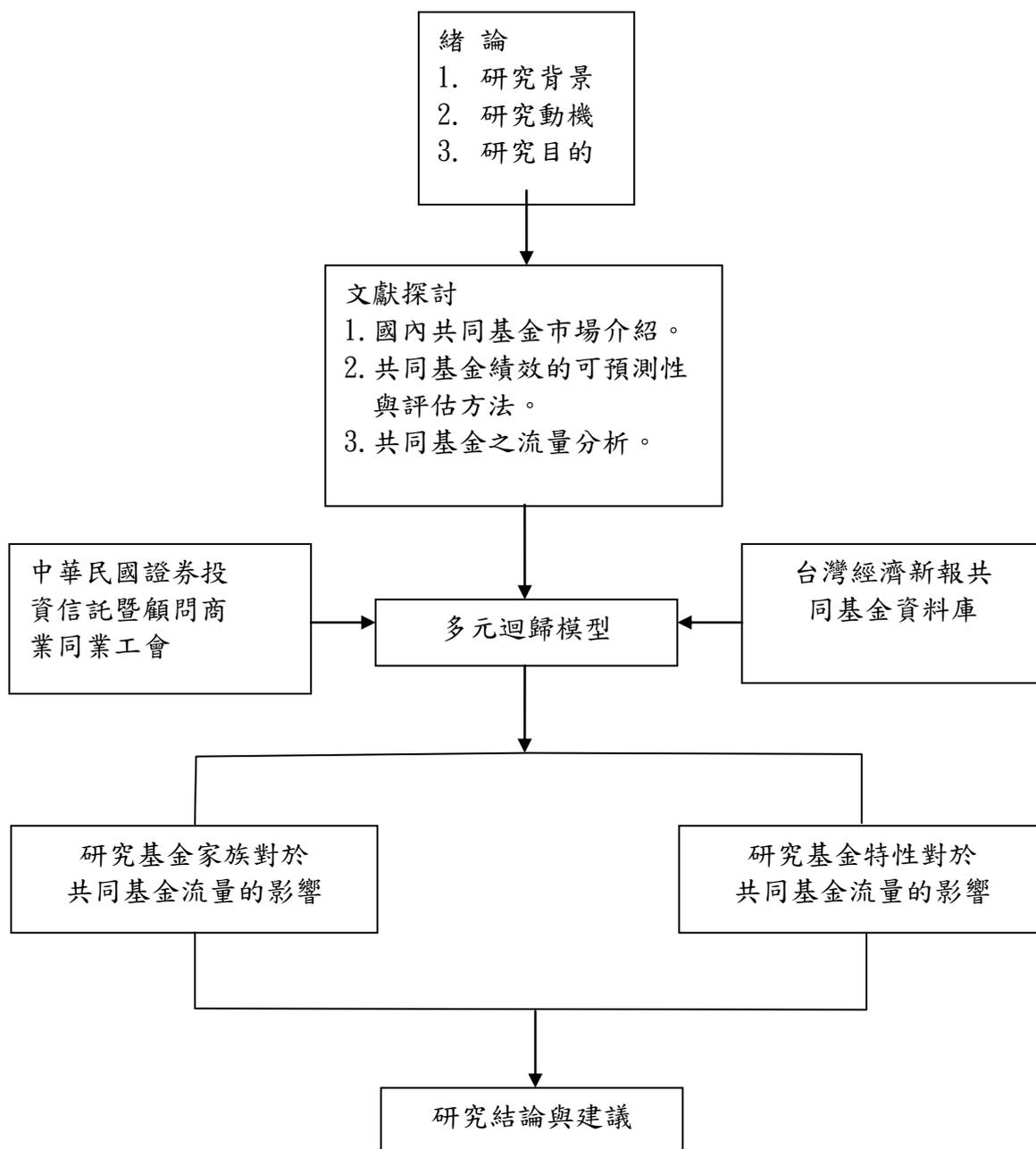
雖然過去對於基金績效的研究討論已非常豐富，且多集中於績效與流量的關係；基金特性與績效的關係；基金風格對績效的影響；以及基金績效持續性的討論等，然而本研究則試圖就家族的角度，探討國內投信公司，其對於家族內股票型基金是否具有實質的影響，使得績效與流量之間相互關係受到影響，並成為投資人在選購基金必須考慮的因素之一，其相關研究目的列示如下：

- (1) 探討基金家族影響力對基金流量的影響。
- (2) 研究共同基金特性對基金流量的影響。

第四節 研究架構

本研究分為五章，第一章為緒論，說明研究背景、動機與目的；第二章為文獻探討，分別敘述國內共同基金市場介紹、共同基金績效的可預測性、共同基金績效的評估方法與共同基金之流量分析；第三章為變數說明與研究方法，說明變數操作性定義與研究方法；第四章為實證結果分析，探討基金家族對於共同基金流量的影響與基金特性對於共同基金流量的影響；第五章為結論與建議。研究流程詳述如圖 1-1：

圖 1-1 流程圖



第二章 文獻探討

第一節 共同基金的市場介紹

隨著市場的開放，台灣共同基金市場的商品愈來愈多樣化，每種類型的共同基金均有不同的風險與報酬特性，因此投資人在選擇之前，必須先對各類型的共同基金有所認識，才能根據自己的理財需求與投資屬性，選擇適合的共同基金進行投資。

目前共同基金的發展是台灣資產管理業務中最受注目的一部分，因此本章節針對國內共同基金市場介紹，可分為兩大方向敘述：（1）國內投信業的發展現況。（2）共同基金發行目的及特點。茲分述如下：

一、國內投信業的發展現況

如表 2-1 和圖 2-1 所示，投資國內的股票型基金數目自 1986 年到 2008 年 10 月底從 4 支成長到 532 支基金，成長如此迅速。再加上仍在證期會待審的新投信公司與基金，顯示國內共同基金市場未來的成長空間相當大。

表 2-1 各類型基金數量與規模

類型	種類	基金數量	基金規模（元）
股票型	國內投資	184	257,340,957,201
	跨國投資	123	199,329,862,295
	小計	307	456,670,819,496
平衡型	國內投資	51	41,223,894,740
	跨國投資	20	18,649,658,933
	小計	71	59,873,553,673
類貨幣市場型	類貨幣市場型	49	684,229,310,114
	小計	49	684,229,310,114
固定收益型	國內投資一般債券型	2	2,380,133,659
	跨國投資一般債券型	10	6,830,904,338
	金融資產證券化型	3	3,619,978,964
	小計	15	12,831,016,961
貨幣市場基金	國內投資	0	0
	跨國投資	3	5,736,218,201
	小計	3	5,736,218,201
組合型	國內投資	2	227,322,829
	跨國投資-股票型	13	14,137,374,202
	跨國投資-債券型	19	22,475,144,906
	跨國投資-平衡型	27	25,021,000,530
	跨國投資-其他	0	0
	小計	61	61,860,842,467

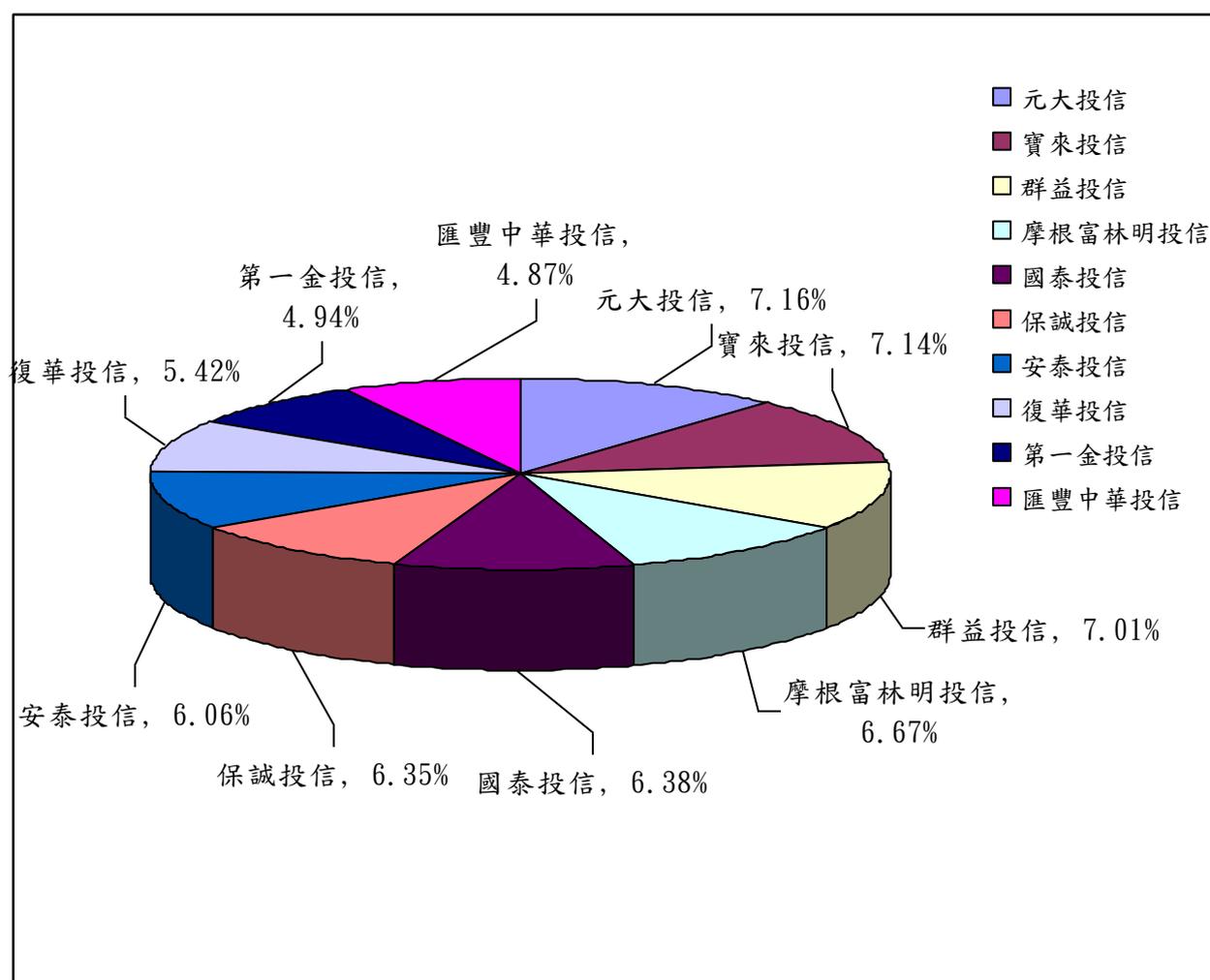
續表 2-1

類型	種類	基金數量	基金規模 (元)
保本型	保本型	0	0
	小計	0	0
不動產證券化型	不動產證券化	13	16,251,484,214
	小計	13	16,251,484,214
指數股票型	指數股票型	12	47,598,817,982
	小計	12	47,598,817,982
指數型	指數型	1	2,654,250,404
	小計	1	2,654,250,404
合計		532	1,347,706,313,512

註：民國 97 年 10 月止，各類型基金數量與規模。

資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會 2008 年 10 月底。

圖 2-1 排名前十名各投信公司基金規模之市場佔有率



資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會 2008 年 10 月底。

針對國內投信業的發展現況，有以下三點分述如下：

(一) 法令的解禁及市場的開放，更多投信業者加入此市場

截至民國 97 年 10 月底，國內總共有 39 家投信公司，其中全體投信管理資產高達 13,477 餘億。加上在證期會待審的投信業者，未來投信公司可能大幅成長，競爭日趨白熱化。如表 2-2 所示，截至民國 97 年 10 月底為止，各投信公司的市場佔有率，第一名和第二名是元大投信與寶來投信，但是市場佔有率約在 7% 左右。此一現象顯示老投信公司原有市場佔有率受到新加入投信業者的競爭而縮小，而新投信公司急起直追。

整個投信業的發展歷史，可分成三階段敘述，(1) 初期市場為寡佔市場：由於投資人投資心態保守（不願委託機構投資者操作其資金），加上政府的管制，所以初期基金市場規模不大。在國內只有四家老投信公司情況下，基金市場呈現寡佔現象。(2) 投信業開放：民國 81 年起開始投信業不再為特許行業，民國 82 年證管會並陸續開放十餘家新投信業者加入。(3) 投信業解除特許門檻：民國 85 年則解除一些禁令，不再採取批次作業，改採隨到隨審的方式。同時也開放外資來台設立投信公司，也取消投信公司大股東的買賣限制，以及首次募集資金不限封閉型基金，同時募集金額也向下調整到二十億元。在法令簡化與鬆綁之下，吸引國內投信業者的進入，市場的結構產生很大的變化。

表 2-2 各投信公司基金規模市場佔有率與排名

各投信公司	基金規模	基金規模市場佔有率	基金數量	排名
元大投信	96,494,966,173	7.16%	25	1
寶來投信	96,216,823,676	7.14%	25	2
群益投信	94,520,947,454	7.01%	16	3
摩根富林明投信	89,864,799,325	6.67%	29	4
國泰投信	85,917,211,369	6.38%	19	5
保誠投信	85,606,885,483	6.35%	22	6
安泰投信	81,653,679,790	6.06%	36	7
復華投信	73,102,103,961	5.42%	20	8
第一金投信	66,543,990,799	4.94%	25	9
匯豐中華投信	65,631,543,189	4.87%	24	10
保德信投信	59,874,536,987	4.44%	25	11
德盛安聯投信	53,270,186,953	3.95%	18	12

續表 2-2

各投信公司	基金規模	基金規模市場佔有率	基金數量	排名
富邦投信	44,462,299,300	3.30%	19	13
統一投信	42,302,684,781	3.14%	15	14
華南永昌投信	38,988,280,460	2.89%	12	15
台灣工銀投信	37,238,510,029	2.76%	15	16
日盛投信	29,232,021,663	2.17%	15	17
永豐投信	28,687,865,898	2.13%	16	18
友邦投信	25,276,247,049	1.88%	12	19
新光投信	24,966,560,382	1.85%	17	20
聯邦投信	12,964,354,735	0.96%	6	21
第一富蘭克林投信	12,175,309,788	0.90%	4	22
景順投信	12,088,169,593	0.90%	11	23
兆豐國際投信	10,655,888,145	0.79%	14	24
德銀遠東投信	9,918,157,542	0.74%	6	25
金復華投信	9,260,631,914	0.69%	7	26
台新投信	9,197,652,568	0.68%	8	27
德信投信	7,461,308,482	0.55%	7	28
華頓投信	6,928,889,040	0.51%	10	29
施羅德投信	6,673,152,996	0.50%	3	30
金鼎投信	6,482,892,913	0.48%	8	31
台壽保投信	5,538,201,649	0.41%	8	32
富鼎投信	4,382,020,505	0.33%	12	33
凱基投信	4,365,771,624	0.32%	8	34
富達投信	3,308,253,834	0.25%	3	35
瑞銀投信	3,104,611,364	0.23%	2	36
犇華投信	2,278,770,425	0.17%	6	37
安多利投信	548,704,487	0.04%	3	38
康和比聯投信	521,427,187	0.04%	1	39

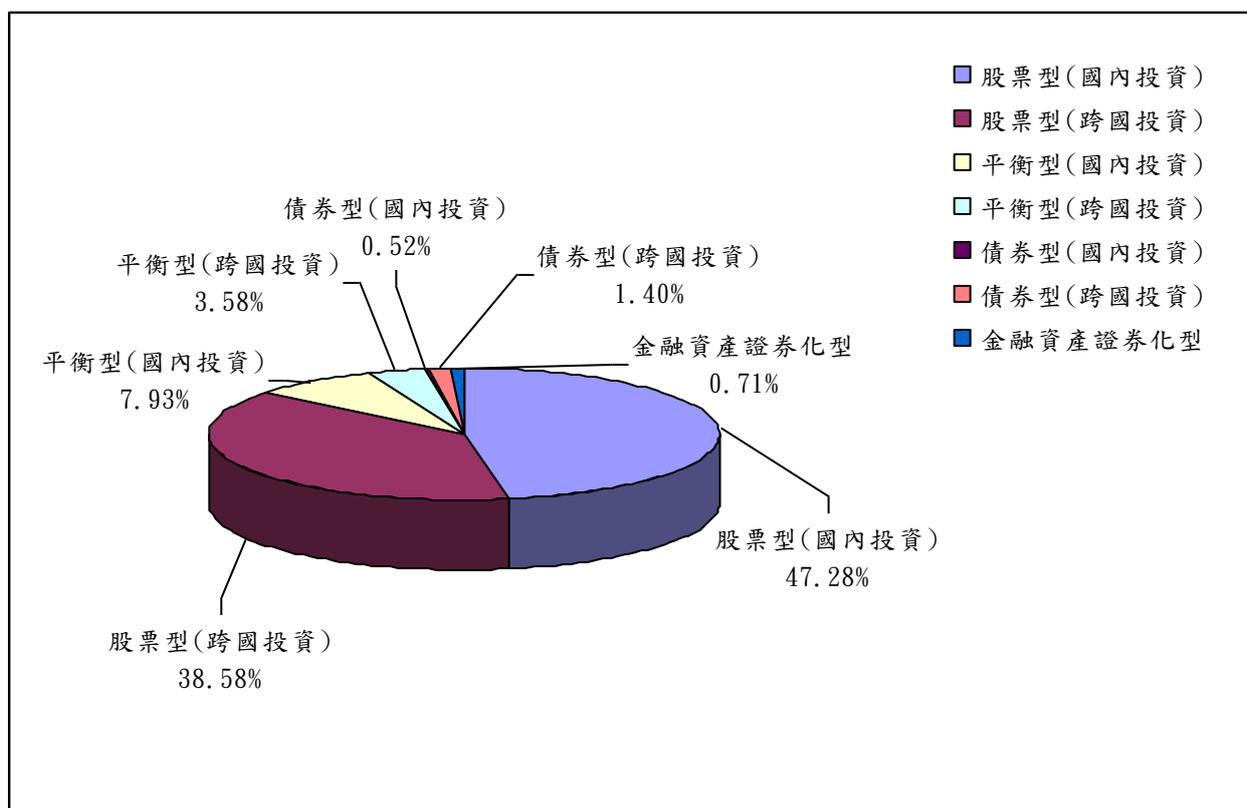
資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會 2008 年 10 月底。

(二) 商品多元化的發展，以因應不同客戶需求

從民國 85 年中投信公司頻頻發行債券型基金，以吸收市場的資金，而到了民國 86 年則發行店頭基金、高科技基金或者中小型基金等股票型基金為集資的話題。再者從圖 2-2 可以發現，民國 97 年 10 月底各類型基金佔總基金規模比重中，以投資國內的股票型基金比重最高（約 47.28%）。顯然投信公司商品設計迄今仍明顯難脫離市場的流行與熱門商品為發行標的。造成投信公司推出產品同質性過高、投資標的概念不明的基金。

由於國內市場的金融商品漸漸推層出新（如認購權證、台股指數期貨等商品出現）。投信業者也可以學習國外經驗，考量不同需求者而設計的商品，例如在未來法令許可下，投資認購權證或期貨商品的共同基金（類似海外的避險型基金）與創投型等不同標的基金，來達成產品多元化的效果。

圖 2-2 國內各類型基金佔總基金規模比重



資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會 2008 年 10 月底。

(三) 開放代客操作，投信業者轉向爭取一般投資大眾

共同基金與代客操作定位上有些不同，共同基金是代客操作的一種，然而後者的目標市場定位在財團法人、公益基金以及勞退基金等。所以原先共同基金的法人客戶群則會受到侵蝕，因而轉向一般投資大眾。投信業者提高一般投資大眾申購共同基金的比重，增強客戶服務系統以因應市場的變化。

二、共同基金發行目的及特點

「共同基金」(Mutual Fund)是由專業的證券投資信託公司發行公司股份或受益憑證的方式，募集多數人的資金交由專家去投資運用。發行共同基金主要的目的及特點為：

(一) 穩定股市波動性

希望藉由共同基金的參與，使股價更貼近實際價格，避免高估時造成泡沫化，被低估則影響公司營運導致經濟不穩定。

(二) 完善的管理與專業的投資

專業完善的投資分析是需要有大量的時間、金錢及相關知識，而一般投資者根本無法面面俱到，因此委託基金經理人來負責規劃，再加上研究團隊的支援，使其投資報酬達到最佳狀態。

(三) 分散投資、分散風險

以較小投資金額，利用共同基金之運作達到大金額投資的效果，進而降低風險。

(四) 手續簡便、大眾交易、節省投資成本

買賣有價證券均需繳交證券商手續費，但大金額交易時通常券商會予以折扣，因此基金購買證券較個別投資人購買所享受的折扣為佳。

(五) 投資金額門檻不高、變現性佳

投資國內開放型基金的金額門檻不高，一般單筆只要新台幣壹萬元，辦理定時定額甚至只要每月最低三千元；而如欲贖回受益憑證，也可以在任何營業時間向基金公司或透過通路（如銀行、券商）提出，因此投資者可靈活運用其資產。

此外，隨著金融產品的日新月異和投資者對個性化產品需求，共同基金已由過去單純的投資組合以分散風險為目標，轉向高度專業化和產品多樣化的潮流。針對琳瑯滿目的共同基金，依其投資策略、投資標的、變現方式不同和特色可歸類如下：

1. 依投資策略來區分：

分為積極成長型基金 (Aggressive Growth Fund)、成長型基金 (Growth Fund)、收益型基金 (Income Fund)，成長與收益型基金 (Growth and Income Fund)、保本型基金 (Principal Guarantee Fund) 及平衡型基金 (Balanced Fund)。

2.依投資標的來區分：

貨幣市場基金（Money Market Fund）、債券型基金（Bond Fund）、股票型基金（Stock Fund）、指數型基金（Index Fund）、產業型基金（Sector Specific Fund）、貴金屬與天然資源基金、認股權證基金（Warrant Fund）、可轉換公司債基金（Convertible Bond Fund）與店頭市場基金（Over The Counter Fund）等。

3.依變現方式區分：

可分為開放式基金和封閉式基金。前者為受益憑證持有人得對發行機構請求依目前之淨資產價值扣減手續費買回所持有之受益憑證。封閉式則是投資人不得向發行機構請求贖回受益憑證，但投資人可以在股票市場公開買賣，其成交價由市場機能決定，市場實際買賣價格未必和基金淨值一致。

投資人可依個人的風險偏好、資金的多寡與投資年限等，來選擇自己適合的基金。

第二節 共同基金績效的相關文獻

過去有許多學術研究文獻，對於共同基金績效可預測性的研究已作了相當豐富探討，本文依據國內外之相關文獻，整理歸納如下：

一、共同基金績效可預測性

(一) 國外相關文獻

1. Agarwal & Naik (2000)

該文以績效二分法配合不同長短的觀察期間來探討避險基金的多期績效是否具有績效持續性，結果發現無論有無計算費用、測量期間多短，持續性愈明顯。而且持續性與基金的策略無關，傳統兩期的測量方式比多期的持續性強。

2. Bers & Madura (2000)

用迴歸方程式從折溢價及淨值的報酬來探討 1976 年至 1996 年封閉型基金績效的持續性，結果發現都具有顯著的持續性。作者認為持續性的原因來自封閉型基金的經理人不需面對短期績效及贖回的壓力，使其對投資組合有更大的控制力，有更高的資金使用率。而且可以投資一些流動性較差的標的，以獲得流動性貼水。而市場報酬率的持續性來自自己滾雪球效應帶動的市場需求。

3. Bers & Madura (2001)

該文利用迴歸方式來探討國外封閉式基金是否具有績效持續性，研究標的是 1976 年至 1996 年間 Datastream 資料庫中國外封閉型基金，包括 26 支債券型基金及 95 支股票型基金。研究結果是股票封閉型基金由市價評量具有持續性。對領先的基金來說更顯著，並認為原來自投資者的預期，債券封閉型基金績效則有反轉現象，原因可能來自 IPO 的效應。而其績效持續性的強度比美國國內的封閉型基金弱。

4. Brightman & Hanslanger (1980)

該文以美國 1971 年至 1976 年的 52 檔共同基金的年資料作樣本，以兩年及三年為區分期間，以卡方檢定前後期績效是否獨立，以檢驗其持續性，其結果為績效沒有持續性。

5. Brown & Goetzmann (1995)

該文在分別使用相對基準法及絕對基準法來看基金績效是否有持續性。其研究對象為 1976 年至 1988 年 Weisenberger 公司所有開放型基金，以年報酬率資料計算，在無存續偏差的樣本中，分別使用相對基準法及絕對基準法來檢驗基金績效的持續性。結論發現 12 個統計量中，原始報酬率有 7 個達顯著水準，Jensen 指標則有 5 個顯著，2 個接近顯著，代表風險調整後的基金績效在大多數其數都具有持續性。而且發現使用絕對基準法會降低基金持續性的效果。

6.Carhart (1997)

該文以建構投資組合的方式研究基金績效持續性現象，在排序期只用基金的超額報酬作為衡量績效的指標，但在衡量期同時採用超額報酬率和風險調整後報酬評估各投資組合的績效表現。

在該文研究中，風險調整後報酬是由市場因素、規模因數、帳面價值對市值比因數以及動能因數這四個因數組成的模型所推算出來的。

結論發現依排序期績效表現優劣建構的投資組合中，超額報酬率最高的群體在後來一年的績效表現不論是以超額報酬率或是以風險調整後報酬衡量也都是最好的。

排序期表現最好的投資組合其基金經理人在選股策略上傾向於小規模公司的股票及高動能的股票上。觀察在第一個排序期中表現最佳的基金，其後幾年是否仍有持續高於所有基金績效平均值的表現，結論顯示，基金績效持續性只有在短期一或二年出現，在二年之後其績效便無優異表現。

7.Carlson (1970)

該文在 1948 年至 1967 年選取美國 57 支共同基金研究其績效是否具有持續性，將研究期間分割為前後兩期，分別以 Sharpe 指標、Treyner 指標做 Spearman 等級相關係數檢定前後期的績效持續性，結論發現這兩個指標的等級相關程度都沒有達到顯著水準，表示基金績效並不具有持續性。作者再研究專門投資於普通股共同基金，將研究期間分割為 12 期，對相鄰的前後兩期做檢定，結論發現在 11 期中有 6 期達到顯著水準，但是整體平均而言，基金績效並不具有持續性。

8.Detzler (2002)

該文利用前後期基金是否高於風險調整後的指標，來判斷基金績效是否具有持續性。其研究標的為 1993 年至 1995 年間，曾被專業刊物給予評等的 757 支基金。研究結果發現只有商業週刊評等的基金有六成以上高於衡量標準，其於刊物皆只有四成維持高於標準，但他的樣本中混合了各種種類的基金。

9.Droms & Walker (2001)

該文利用二分法來判定基金績效是否具有持續性，其研究標的為 1977 年至 1996 年間的國際型基金，一開始時有 11 家，1996 年時已成長到 473 家。其結果為短期（一年內）的績效具強烈的持續性，但在一年後會漸漸消失。

10.Dunn & Theisen (1983)

該文對 1973 年至 1982 年間 201 個機構投資人操作的投資組合每年做出排名區間，以其在原來區間存留的比例判斷績效是否具有持續性，結果顯示共同基金績效並不具有持續性。

11. Goetzmann and Ibbotson (1994)

該文在 1976 至 1988 年挑選美國 728 支開放型基金的月報酬，以 S&P500 指數當作基準來衡量。基金經理人認為統計干擾掩飾了短期績效，所以必須有長時間來證明誰是贏家。為了評估相對長時間績效的衝擊，先以連續兩年時間間隔研究總基金報酬，使用前兩年的績效來預測後兩年的績效。為了調查潛在的選擇誤差，再把這十三年分割成一年的期間研究全部基金的績效。根據前一年的績效預測後一年的績效。

其再以每兩年為一期，將期間分割為六期，將前期的 Jensen 指標當自變數，後期的 Jensen 指標當變數進行迴歸分析，可以產生五組迴歸模式，以迴歸係數的正負值判斷基金績效是否具有持續性，結論顯示迴歸模式的斜率均為正值，而且在五個期間中，有四個期間的斜率估計值的 t 值都具有顯著水準，表示不論長期或短期基金績效都具有持續性。

12. Grinblatt and Titman (1992)

該文分析基金過去績效與現在績效的相關性，其認為一般學者所使用的傳統投資組合基準在評估績效的持續性時，容易受到基金屬性不同的影響會有誤差產生，亦即可能存在選擇比較基準所產生的誤差。例如採用以 CAPM（資本訂價模型）或 APT（套利價何理論）為主的基準可能會較偏好高股利收益率的股票或資本小的股票。所以基金的持股標的若是以這些股票為主，可能會持續表現得比這些基準更好。

該文並利用公司規模、股利率及過去報酬為基礎所形成的指標來作為績效的比較標準，再以 Fama and MacBeth (1973) 的研究方法調整各基金因為投資組合的內容成份相似所可能造成的自我相關偏差。

其並在 1975 年至 1984 年選取美國 279 支成長型和積極成長型共同基金的月報酬，以 Jensen 指標計算各基金的風險調整後報酬，在將研究期間分成前五年與後五年兩段期間，把基金後五年的異常報酬對基金前五年的異常報酬作迴歸，計算橫斷面迴歸的斜率係數。其結論顯示基金過去五年的績效可預測基金後五年的績效，亦即過去表現好的基金在未來也會較好，基金績效具有持續性。

13. Gruber (1996)

該文的研究對象為 1985 年至 1994 年美國股票型基金，使用建構投資組合的方法衡量基金績效的持續性，以超額報酬率及市場因素、規模以及成長-價值型股票報酬差異組成的四因數模型下的風險調整後報酬作為排序期的行量指標，用以比較兩種指標在預測未來績效表現的能力上是否有所不同。

該文也試著探討衡量績效的期間長短對績效持續性是否造成影響，結論顯示，不論衡量期間是一年或三年，風險調整後的報酬在基金績效持續性的表現上都相差不多。

14.Hendricks、Patel & Zeckhauser (1993)

該文在 1974 年至 1988 年選取美國 165 支共同基金研究其績效是否具有持續性，假設共同基金所分配的股利在每季結束時都再去投資購買基金，限定樣本為不收取費用的基金，因為投資在此種基金的交易成本接近於零。如此可以方便估計我們所考慮的策略。該文也限定樣本為成長型基金，以其季報酬資料來研究前期績效可否用於預測未來績效。

其並使用 Fama & MacBeth (1973) 的研究方法，考慮期間的橫斷面迴歸結構，以每季基金報酬對於大盤報酬，進行跨部門迴歸，以之檢定每期的迴歸係數是否顯著大於零，由此檢定共同基金績效是否具有持續性。結論顯示基金績效在短期具有持續性，長期則不具有持續性。

$$r_{it} - M_{t-1}(r_{it}) = k_t + \sum_{j=1}^J \alpha_{jt} r_{it-j} + \mu_{it} \quad ; i=1, \dots, N_t \quad (\text{公式 2-1})$$

$M_{t-1}(\cdot)$ ：表示在 t-1 期時對第 t 期預報酬率

r_{it} ：表示 i 基金在第 t 期的報酬率

當 α_{jt} 之值為零，則表示市場具效率性，本期績效表現與前期績效無關。若 α_{jt} 之值為正，則表示績效具有持續性，若其值為負，則表示績效出現反轉。研究結果發如下：

- (1) 績效好的共同基金短期內（四季）具有持續性，亦即具有 hot hand 的現象，長期（5 至 7 季）則不具有持續性。
- (2) 近期內績效不好的共同基金，未來幾期的表現也會相對較差，亦即具有 icy hand 現象。
- (3) 在 1975 至 1988 年間，利用 hot hand 策略投資共同基金，可以獲得顯著的報酬率。

15.Jensen (1968)

在 1945 年至 1964 年選取美國 115 支開放式共同基金研究其績效是否具有持續性，結論發現共同基金並沒有能力去預測未來的價格，所以根據基金過去的績效表現來作為挑選基金的依據並不會比買進並持有的策略好，亦即沒有證據可以顯示基金的持續性。

16.Kahn and Rudd (1995)

該文使用 Micropal 和 Morningstar 資料庫的積極管理股票基金和固定收益基金，其中積極管理股票基金包含所有 1983 年開始的 300 支美國本土同類型基金但剔除掉指數基金。而固定收益基金是從 1988 年 10 月開始，但是不包含垃圾債券基金、貨幣市場基金、國際債券基金、指數基金以及特別股基金。

將這兩種型式基金分別去做他們績效持續性的檢定，其所持的理由有三點：

- (1) 於這兩種型式基金在檢定績效持續性時所使用的基準指標應該是不同的。
- (2) 因為他們有不同的風險及報酬水準。
- (3) 對於固定收益基金而言，費用是很重要的。

將第一期績效當自變數，第二期績效當因變數來作迴歸

$$Performance(2) = a + b * Performance(1) + e \quad (\text{公式 2-2})$$

係數 b 若為正的顯著估計值即代表基金績效有持續性，第一期的績效包含有用的資訊來預測第二期的績效。

該文也使用前後兩期的績效指標進行橫斷面迴歸分析，檢定迴歸係數等於零的虛無假設，其結論發現只有固定收益基金有證據顯示績效具有持續性。

17.Malkiel (1995)

該文以 Lipper Analytic Service 1971 年至 1991 年的共同基金報酬資料進行分析，而且將樣本期間分為 70 年代及 80 年代兩期，結論顯示在 70 年代基金績效持續性具有顯著性，但在 80 年代則不顯著，而且在 86 年以後績效反轉的情形更明顯。所以該文去模擬一個投資策略，發現在 70 年代可以賺得高於市場的報酬，但在 80 年代則無法以此策略持續地賺取超額報酬。

18.Sharpe (1966)

該文提出 Sharpe 指標用以衡量共同基金的績效，並且將 1954 年至 1963 年的研究期間切割為前後兩期，對基金績效排名，再以 Spearman 等級相關係數檢定前後期的績效持續性，結論顯示前後期績效的等級相關係數雖然為 0.36，但是並未達到顯著水準，表示沒有證據可支持基金績效具有持續性。

19.Williamson (1972)

該文在 1961 年至 1970 年選取美國 180 支共同基金研究其績效是否具有持續性，將研究期間分割為前後兩期，作 Spearman 等級相關係數檢定前後期的績效持續性，其結論顯示基金績效並不具有持續性。

(二)、國內相關文獻

1.尹振華 (民 86)

該文以基金分類型態的角度著手，重新檢視基金績效之持續性，其結論為在不同的分類結果下，基金績效會有不同程度之持續性，可得知分類型態對基金績效持續性有絕對之影響力。而且就時間長短而言，短期績效之持續性較顯著，然而結果亦顯示出在某些研究期間內，前後期之績效排名會有反轉之情況出現。

2.王紹銘（民 88）

該文的研究期間為民國 86 年 2 月 12 日至民國 88 年 1 月 20 日，以週為研究單位，共計有一百週。蒐集國內 31 個開放型基金為研究樣本，以 Sharpe 指標、Treyner 指標、Jensen 指標和修正 Jensen 指標進行績效評估，其結論顯示基金在績效上不具有持續性。

3.江奕欣（民 90）

該文認為基金報酬的投資績效，是以其所持有的股票特性為基準，並將其分解為三種不同的成分：特徵選股能力、特徵擇時能力及平均持股形式績效，而基金的績效即是此三種成分的總和，並探討基金績效的持續性，結果發現在期觀宗的民國 86 年至 89 年間國內 56 支共同基金的績效並無持續性。

4.李明枝（民 85）

該文的研究期間是從民國 80 年 12 月至民國 84 年 12 月，挑選 74 個樣本基金的月報酬率資料，將其分類成平衡型、債券型、海外投資型、股票封閉型以及股票開放型五大類，利用績效二分法，分別就絕對基準法及相對基準法來探討其績效是否有持續性的現象。結論為依基金定義的不同其績效持續性會有不同的結果，用相對基準法時，績效會有短期持續性的現象，而在絕對基準法下，則無持續性的現象。雖然共同基金的績效有持續性的現象，但有時會有績效反轉的情形。

5.辛穎琪（民 85）

整體而言，國內共同基金績效不具有長期持續性，也就是說即使在過去一直表現優異的基金，並不保證其未來會維持一樣的績效。而且也不存在短期持續性，故投資者無法利用過去短期之績效作為預測下一期績效的依據。

6.林清珮（民 87）

該文以基金「追漲殺跌」策略著手，將基金的操作策略放入分類變數之中，針對基金進行適當的分類，希望能找到一種分類方式，使基金績效持續性在類別之中存在。本文蒐集 1992 年 5 月至 1997 年 9 月美國 3981 支股票型共同基金，以基金的追漲殺跌策略、3 年標準差、P/B 值、資產報酬率、金融類股、健康產業、科技類股持股比率 7 種變數作為基金的特徵值，利用因素分析法將基金分為 4 類，再檢視各分類下績效持續的情況，進一步探討分類中出現績效反轉的可能原因。其結論為基金在使用「追漲殺跌」策略之強度上具有持續性，操作策略及 β 風險、P/E 值對績效持續性亦有很大的影響， β 值特別高的投資組合再加上市場多空反轉是造成績效反轉的主因。

7.林煌文（民 85）

該文蒐集的樣本基金為民國 80 年 1 月前存在的封閉型、開放型、平衡型、國際型及

海外型五大類基金。研究期間從民國80年1月至84年9月，使用Hendricks, Patel and Zeckhauser (1993)所建立的迴歸模型進行實證分析，來探討若是基金績效具有持續性現象，是否可利用此特徵建立投資策略來提高獲利率。結論為這五類基金存在短期持續性效果，然而各類型基金的持續性月份並不相同，同時持續性的現象並不像國外的實證結果存在規律性的持續情況。利用基金績效排名持續性效果所形成的投資策略其投資組合報酬率排名並未符合績效排名持續性的現象。

8.張舜 (民 88)

該文以 Fama-French 三因數模型下的風險調整後報酬作為衡量共同基金績效之指標，探討國內基金之績效表現並觀察基金績效是否具有持續性。研究期間自民國 82 年 1 月至民國 87 年 12 月，選取國內 56 支股票型基金為樣本。在研究中將評估期分為一年及二年，用以比較基金績效持續性是否會受衡量期間長短的影響，而有不同的結果。

其結論為衡量基金績效之期間不論為一年或二年，五組投資組合之風險調整後報酬均為負值，顯示國內股票型基金的績效表現普遍不佳。依排序期績效表現構建之投資組合，衡量期不論是一年或兩年其績效表現與排序期一致，證明國內股票型基金之績效具持續性。

9.曾少芳 (民 86)

該文將基金風格予以分類，並從風格的角度探討基金績效的持續性。研究期間為民國 84 年至民國 85 年，蒐集國內 40 支開放式及封閉式股票型基金，資料型態為月資料。以每個月基金的持股明細資料，加權平均計算總持股比率、股數、市值、P/B 值、股利率等特徵值，利用二階段集群分析法，進行 40 支樣本基金的風格分類，並利用單因數 ANOVA 檢定各個風格間平均績效的差異性，最後再以 Spearman 等級相關檢定各個風格下及整體上基金績效的持續性。其結論為各個風格下基金績效不具持續性，而且整體基金績效不具持續性。

10.遊子軒 (民 91)

該文研究自民國 86 年 2 月至 91 年 8 月，分別以淨值報酬率，Sharpe 績效指標評估 31 檔債券型共同基金，並以 Spearman 等級相關係數與迴歸分析來驗證各假說。經由實證結果發現：

- (1) 國內債券型共同基金使用不同的績效衡量方式，結果具有一致性。
- (2) 債券型基金前後期績效持續性以 Spearman 等級相關係數衡量時，顯示一前後期排名績效一年內具有持續性。

11.楊晉昌（民 84）

該文的研究期間自 83 年 4 月 14 日至 84 年 4 月 27 日，以週為研究單位，共計有 54 週，並將研究期間分成兩期，每期有 27 週，蒐集國內 24 支開放型基金進行研究。其中包含積極成長型基金 7 個、成長型基金 8 個、平衡型基金 6 個與債券型基金 3 個。

採用 Sharpe 指標、Treyner 指標、Jensen 指標及 M.C.V.績效指標為評估標準對於不同類型的基金分別進行 Spearman 等級相關檢定。其結論發現有部分的共同基金投資報酬率優於市場投資組合報酬率，而且成長型基金的投資績效在不同績效指標下的 Spearman 等級相關係數均呈顯著正相關，表示在研究期間內具有持續性，而其他 3 種型態基金，雖然投資績效的 Spearman 等級相關係數為正但是不顯著，無法證明績效具有持續性現象。

12.何幸（民 85）

探討國內共同基金績效衡量、績效持續性與擇時能力是否存在。利用 Treynor 績效指標、Sharpe 績效指標 Jensen 績效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 績效作一比較，再測試基金之績效持續性與擇時能力是否存在。其研究結果如下：

- (1) 在研究期間內不論用何種績效指標來排名，其排名順序差異不大。
- (2) 平均之開放型基金及封閉型基金之投資績效似未較市場投資組合之績效為佳。
- (3) 封閉型基金之年報酬率顯著優於開放型基金。
- (4) 在本研究期間內共同基金不具績效持續性。

13.林文宏（民 87）

研究全球股票型基金績效衡量、基金的表現能否優於市場組合與績效是否具有持續性。針對各基金之週報酬率，運用 Sharpe 績效指標、Treyner 績效指標與 Jensen 績效指標分別評估各基金，並以東南亞金融風暴前後各一年分為前期、後期，測試基金之績效持續性是否存在。其研究結果如下：

- (1) 在研究期間內，以 Sharpe 績效指標來衡量基金績效，全球股票型基金表現不如 MSCI 世界指數的市場投資組合，若是利用 Treynor 績效指標和 Jensen 績效指標來評估共同基金績效，則全球股票型基金的表現尚屬中等。
- (2) 研究期間內全球股票型基金績效不具持續性。
- (3) 當台幣面臨貶值壓力時，投資以外幣計價的全球股票型基金之報酬率優於台灣加權股價指數的市場組合。

14.吳佩玲（民 84）

以民國 82 年 5 月到民國 84 年 12 月的 21 支共同基金為研究樣本（16 支封閉型股票基金和 5 支開放型股票基金），採用 Gary P. Brindon, L.Randolph, and Gilbert L. Beebower

及 Grinblatt and Titman 的模型來探討影響共同基金績效的因素。實證結果發現，國內共同基金績效具有持續性，因此過去的績效應可作為未來績效的參考。

15. 姚瑜忠 (民 86)

以民國 82 年 5 月至民國 86 年 3 月的國內 26 支共同基金為研究樣本，並採用 Copland and Mayers、Grinblatt and Titman、Elton and Gruber 三種模型，來探討台灣共同基金的操作策略與績效衡量。實證結果發現國內大多數基金會依個股當期報酬率採取追漲但不殺跌的投資策略；國內共同基金無法獲得超額報酬且績效表現不具持續性。

16. 吳靜婷 (民 87)

以在民國 86 年 12 月底前成立滿半年以上的國內 56 支開放型股票基金為研究樣本，採用多種共同基金績效指標 (Sharpe Index、Treyner Index、Jensen Index、修正 Jensen Index 等) 來評估共同基金績效，以及 Spearman 等級相關係數判斷基金績效是否有持續性存在，並採用 Dumm Multiple Comparisons 來檢定各投信間是否有差異存在。實證結果發現，共同基金整體績效的前後其績效排名不完全具持續性；當投信做聯合檢定時，績效差異並不顯著，但當投信兩兩進行檢定時，有些顯著性，表示績效具有差異性。

17. 陳曄中 (民 87)

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，採用資料包絡分析法 (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、買進週轉率與系統風險) 與共同基金報酬之關係。實證結果發現，無法使用資料包絡分析法 (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；利用隨機前緣法所算出來的效率值與各基金特性關係較 DEA 模式不顯著；國內共同基金績效不具持續性。

18. 陳智賢 (民 87)

以民國 80 年 1 月到民國 86 年 12 月的國內 57 支股票型基金為研究樣本，採用五因數線性迴歸模型並以平均月超額報酬率及 Sharp 指標作為共同基金分類依據，以探討國內共同基金短期 (一季)、中期 (半年)、長期 (一年) 的共同基金績效持續性。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率來排序，則共同基金績效亦沒有持續性，但若依 Sharp 指標來排序，則共同基金具有持續性，整體而言，國內共同基金的績效並不具有持續性。

19. 譚志忠 (民 88)

以民國 87 年 1 月到民國 87 年 12 月的 90 支共同基金為研究樣本，採用 CCR 模型且以基金淨報酬率為產出項，以交易費率、銷售費率、週轉率為投入項，來衡量台灣地區股

票型共同基金的績效表現。實證結果發現，台灣股票型共同基金之績效值與 Jensen 績效指數與 Sharpe 績效指數間均呈正相關；國內基金之間的 DPEI 值並無顯著差異；國內基金績效之穩定性不佳，顯示國內基金績效不具有持續性。

20. 李翊菱 (民 89)

以民國 86 年 3 月到民國 89 年 3 月的 52 支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有績效持續性現象與現金流量是否具有預期基金報酬的能力。實證結果發現，共同基金績效短期 (前後三個月) 具有持續性，但共同基金績效長期 (前後六個月) 不具持續性。

21. 陳安琳、洪嘉苓、李文智 (民 90)

以民國 86 年到民國 88 年的 64 支共同基金為研究樣本，並採用多元迴歸的方式，以含基金成立年限、基金規模、經理人更換數、費用、周轉率等為研究變數，來探討共同基金的持續性等議題。實證結果發現基金績效與經理人的更換數、基金規模、費用率三者為負相關，並且國內共同基金的績效表現具有持續性，投資人可將本期基金績效做為未來選擇共同基金的參考。

22. 游舒斐 (民 90)

以民國 82 年至 86 年 25 支基金，與民國 87 年至 89 年 75 支基金為研究樣本，採用 Lyons, and Schumaker (2000) 的方法來探討整體共同基金、共同基金管理者、共同基金投資者是否根據過去或現在的個股報酬採追漲殺跌或買低賣高的操作策略，以及操作策略是否具持續性，也採用 Grinblatt, Titman and Wermers (1995) 持股比率績效分析法來分析整體共同基金、共同基金管理者、共同基金投資者操作績效與績效持續性。實證結果發現，共同基金的績效並不具持續性，因此，基金投資人於投資受益憑證時，以基金前期績效作為選取標準並無法在下期獲得較佳的報酬。

23. 翁詩惠 (民 91)

以民國 85 年 10 月至民國 90 年 11 月的台灣 46 支開放型共同基金為研究樣本。運用 Gruber 四因數模型與修正後二因數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數模型或是調整後的二因數模型，計算出之超額報酬均大多為負值，表示並沒有超額報酬。在共同基金的持續性方面，當衡量期為「季」時，則具有顯著的持續性。當衡量期為「半年」時，具有持續性，但不顯著。衡量期為「年」時，則沒有持續性現象。而採用 Spearman 等級相關性檢定，其等級亦沒有持續性。因為 Spearman 等級相關檢定較看不出短期之持續性效果。因此基金短期間具有持續性現象，但長期間並不具有持續性現象。

(三)、結論

從上述國內外文獻中，我們可以發現，在過去早期的文獻中，多認為基金績效是沒有持續性的。雖然近年來有些論文的推論是表示基金亦有其績效持續性存在，但有些是短期有長期沒有，或短期沒有長期有，並無一定結論，故本論文將嘗試使用與一般分析方法不同的集群分析法，希望能有與以往不同的研究結果。

二、共同基金整體績效評估之相關文獻

早期基金整體績效的評估方式僅以基金的報酬率來做比較，高於市場投資組合報酬率之基金，被認定為具有較優良的操作績效，此方法稱為單因素評估法，因其計算容易且易於瞭解，故為許多投資人所採用，但其缺點為忽略了共同基金承擔的風險因素，相同報酬率的兩個基金，顯然地承擔較低風險的基金，應具有較佳的績效才是。

(一)、國外相關文獻

1. Treynor (1965)

針對單因素評估法的缺點，提出 Treynor 指標作為評估基金績效的方法，此法同時考慮了基金報酬率以及風險兩因素。Treynor 指標計算如下式：

$$\text{Treynor Index} = \frac{R_i - R_f}{\beta_i} \quad (\text{公式 2-3})$$

R_i ：為基金 i 之報酬率。

R_f ：為無風險利率。

β_i ：為基金 i 之 beta 係數。

Treynor 指標中， β 表示個別基金的系統風險，當 β 愈大時，基金報酬隨市場投資組合報酬的變動程度也愈大。Treynor 指標可視為每單位系統風險所獲得之超額報酬率大小之指標，也稱為報酬對變動性比率 (Reward to Volatility Ratio)，當該基金為投資人眾多投資標的之一部份時，適合使用 Treynor 指標來評估基金績效，其值愈大，表示基金績效愈佳。Treynor (1965) 選取美國 1953 年至 1962 年中 20 個基金 (包含共同基金、信託基金及退休基金) 為研究樣本，以年資料及以道瓊工業指數為市場報酬率，計算個別基金的 Treynor 績效指標，但這份研究未進一步分析基金的投資績效。

2. Sharpe (1966)

則繼 Treynor 之後，提出另一衡量共同基金績效的方法。Sharpe 指標，一樣考慮了基金報酬率及風險兩因素，但 Sharpe 認為，基金實際上承擔的風險包含系統風險與非系統風險兩部分，因此提出以基金的總風險 (標準差 σ_i) 來建立 Sharpe 指標，公式如下：

$$\text{Sharpe Index} = \frac{R_i - R_f}{\sigma_i} \quad (\text{公式 2-4})$$

R_i ：為基金 i 之報酬率。

R_f ：為無風險利率。

σ_i ：為基金 i 報酬率之標準差。

Sharpe 績效指標的意義為每單位總風險所獲得之超額報酬率大小，亦稱為報酬對變異性比率（Reward to Variability Ratio）。當投資人將該基金視為主要投資標的時，自應關心基金之總風險，可使用 Sharpe 指標評估基金之績效，其值愈大，績效愈佳。

3.Jensen (1968)

由於 Treynor 績效指標及 Sharpe 績效指標只能對基金做相對性的排列比較，Jensen (1968) 於是應用資本資產定價模型 (DAPM)，發展出一評估績效的絕對標準。CAPM 模型的證券市場線 (SML) 模式如下：

$$R_i = R_f + \beta_i(R_m - R_f) \quad (\text{公式 2-5})$$

R_m ：為市場投資組合報酬率。

R_f ：為無風險利率。

Jensen 據其加以修改，使其成為一個績效評估模式，如下所示：

$$R_i - R_f = \alpha_i + \beta_i(R_m - R_f) \quad (\text{公式 2-6})$$

上式中， α 即為 Jensen 指標之值。比較上兩式可發現， α 為此兩條直線的垂直距離，當 $\alpha > 0$ 時，表示 Jensen 模式之直線位元於 SML 的上方，Jensen 認為這是因基金經理人優秀的管理能力，使其投資組合在特定的風險水準下，超出應有的報酬，是為風險調整後報酬 (risk-adjusted return)。 α 值為正且愈大時，績效愈好；反之，則位於 SML 的下方，表示基金績效不佳。由於 Jensen 指標是各基金與基準投資組合 (Benchmark Portfolio，一般常以市場投資組合替代) 在相同風險水準下，兩者績效的絕對差異，當投資人欲瞭解個別基金的績效，是否較市場投資組合為佳時，可利用 Jensen 指標得到兩者績效的絕對差異。

4.Kim (1978)

Kim 稱 Treynor、Sharpe 及 Jensen 三種績效指標為風險調整績效衡量法 (Risk-Adjusted Performance Measure Approach)，因其理論架構較完備，且應用起來相當簡單，故在往後的績效評估研究中被廣泛應用。

5.Smith and Tito (1969)

雖然 Jensen 績效指標衡量出各基金與市場投資組合的絕對差異，但在比較各個基金績效優劣時，由於各基金面對的風險水準不同，故 Jensen 指標並不適合對各個基金績效進行排序。Smith and Tito 進一步提出修正的 Jensen 指標，也就是將 Jensen 指標以 β 加以調整，列示如下：

$$\text{Modified Jensen Index} = \frac{\alpha_i}{\beta_i} \quad (\text{公式 2-7})$$

如此，可對風險水準不同的基金進行排序比較，修正的 Jensen 績效指標值標值愈大，表示每一單位的系統風險所獲得的風險調整後報酬愈大。基金績效愈佳。

6. Grinblatt and Titman (1989)

以 Jensen 績效指標衡量美國 1975 年至 1984 年間 157 個基金的整體績效表現，結果也顯示基金績效平均而言，並不能超越基準投資組合績效，其將美國 1975 年至 1984 年間 157 個基金分為七大類 (Aggressive Growth、Balanced、Growth、Growth Income、Income、Special Purpose 和 Venture Capital) 加以檢定，結果發現，在七類基金中，只有 Aggressive Growth、Growth 兩型基金之績效超越基準投資組合的績效，而且在扣除所有費用後，風險調整後報酬即不復存在 (因投資 Aggressive Growth、Growth 兩型基金需負擔較高費用)。

7. Malkiel (1995)

採用 Jensen 績效指標對美國 1971 年至 1991 年間共同基金資料進行的研究中，發現不論有無扣除管理費用，共同基金的績效表現均無法超越市場投資組合 (S&P-500) 績效。

8. Elton, Gruber and Blake (1996)

以市場因素、規模以及成長-價值型股票報酬差異 (一般上將淨值市值比低之股票稱為成長型，而淨值市值比高的股票則被稱為價值型) 三者組成之因數模型下的風險調整後報酬作為績效指標，衡量 1977 年至 1993 年間美國市場 188 支共同基金之績效，發現其指標值均呈負值，顯示基金績效普遍不佳。

9. Gruber (1996)

在研究中以超額報酬、Jensen 指標以及 Elton, Gruber and Blake (1996) 使用之因數模型衡量 1985 年至 1994 年間美國股票型基金之績效表現，結果顯示不論以哪種指標衡量，基金之績效表現平均而言均不佳，績效指標值均為負值。另外他發現在研究期間中，基金傾向持有小規模且成長型的股票，然而，這段期間中，規模較大公司及價值型的股票報酬率較小規模公司及成長型股票來得高，他歸結這是基金績效於這段期間中表現不佳之一主要原因。

10. Ippolito (1989)

研究中，以 Jensen 指標衡量 1965 年至 1984 年間美國 143 支共同基金的績效表現，結果也顯示，即使考慮交易成本及費用的因素後，基金績效仍有大於市場投資組合績效的表。

(二)、國內相關文獻

1. 王俊華 (1989)

研究中衡量國內 1987 年至 1989 年間國際、光華、建弘以及中華四家證券投資信託公司發行的共同基金之績效表現，並對台灣地區早期基金發展狀況有詳細描述，他同時採用

Treynor、Sharpe 及 Jensen 等績效指標對國內 8 個開放型基金及 4 個封閉型基金進行實證研究，做了以下的結論：

- (1) 共同基金之績效會隨評估指標不同而異。
- (2) 開放型基金績效優於封閉型基金，但統計檢定差異並不顯著。
- (3) 整體而言，共同基金並未有優於市場投資組合的表現。

2.蘇新業（1989）

以 Jensen 指標、修正 Jensen 指標及超額報酬率等來評估民國 78 年 3 月之前，國內 12 個基金的績效表現，結果顯示，所有 12 支基金的績效表現都比市場投資組合績效要差。

3.謝富全（1995）

以 Sharpe、Treynor、Jensen 指標以及修正 Jensen 指標對國內 6 支封閉型基金、10 支開放型基金、16 支成長型基金、4 支平衡型基金以及 4 支債券型基金進行研究，研究期間自民國 79 年至民國 83 年，結果顯示，封閉型基金之績效較開放型基金為佳，但兩者之績效表現皆未優於市場投資組合。

4.楊晉昌（1995）

以週資料對民國 83 年 4 月 14 日至民國 84 年 4 月 27 日期間中的國內 24 支開放型基金進行研究，他將所選的基金樣本分為四種類型，包括平衡型、債券型、穩健成長型與積極成長型等，並且選擇 Sharpe、Treynor、Jensen 指標等進行績效評估分析，結果發現只有少數共同基金的投資報酬率優於市場投資組合的報酬率。

5.阮俊嘉（1997）

以 Treynor、Sharpe、Jensen 指標及修正 Jensen 指標對國內股票型基金進行績效評估，其樣本包括封閉基金 16 支、開放型基金 15 支，研究期間為民國 83 年 6 月至民國 86 年 1 月，結果顯示，封閉型基金之績效並未顯著優於開放型基金，且兩者之績效表現皆未優於市場投資組合。

第三節 共同基金流量的相關文獻

同屬一家投信公司的基金，大多享有資源共用與資訊互用的情形，由於各基金的投資資訊，如總體經濟、產業以及公司分析等攸關之參考資料，皆來自於同一個研究團隊，且同一家族旗下之各基金的投資操作所參考之資訊大同小異，使得其旗下各基金的表現可能產生關聯。故本文之目的乃在於探討基金之流量是否會受同一家基金公司旗下之其他基金之績效以及基金流量的影響，著重於探討基金流量的變化，故僅限於開放型基金。

一、國外相關文獻

1. Remolona, Kieiman and Gruenstein (1997)

該文旨在研究短期市場報酬對整體基金流量的影響，以成長型、全球型、收益型三種股票基金為研究對象，並將成長型、全球型與收益型基金流量加總為一股票基金總流量。研究期間 1986 年 7 月至 1996 年 4 月，作者先透過向量自我回歸模式 (Vector autoregression) 將流量區分成預期與非預期兩種成分，再以工具變數 (Instrumental-Variables) 分析法探討短期市場報酬對整體基金流量的影響。

結果發現：短期市場報酬未能影響共同基金的非預期流量。

2. Fortune (1998)

該文主旨在探討共同基金流量和市場間相互關係。研究期間 1985 年 7 月至 1996 年 12 月，選取四種基金流量和三種市場報酬為研究對象。流量的選取對象分別為：貨幣市場基金、債券市場基金、債券與股票型基金與股票型基金四種。市場報酬的選取對象分別為：S&P 500、長期 U.S. 國庫券與一年期 U.S. 國庫券三種報酬。利用向量自我迴歸模式進行實證分析。研究結果發現：

- (1) S&P、長預 U.S. 國庫券的報酬正向影響債券型、債券與股票型和股票型基金的流量。
- (2) 債券型基金流量正向影響 S&P 500、長期 U.S. 國庫券的報酬。
- (3) 債券與股票型基金流量正向影響 S&P 500 報酬。

3. Edwards and Zhang (1998)

該文分別探討股票型和債券型基金流量與其市場報酬間的關係，選取 1961-1996 股票型基金和 1976-1996 債券型基金為研究樣本，以回饋交易者假說來說明市場報酬對基金流量的影響，再用雜訊交易者理論 (註 2) 來說明基金流量對市場報酬的影響，作者利用 Granger 因果關係檢定與工具變數法來檢定股票型和債券型基金流量與其市場報酬間的關係，研究中以工業生產指數、違約風險貼水的變化、到期收益曲線貼水的變化和美國國庫券報酬率為市場報酬的工具變數。其結果發現：

- (1) 在 1971 至 1981 期間，股票基金流量正向影響市場報酬外，其他期間皆無法證明股票基金流量顯著影響市場報酬。
- (2) 市場報酬正向影響基金流量。
- (3) 1971 至 1981 期間，市場報酬下降會增加基金贖回金額，而基金大量贖回可能造成股票下降情況，支援雜訊交易者假說。

4.Santini and Aber (1998)

該文主要探討新資金流入股票型基金產業的決定因素，作者以 Warther (1995) 的研究為中心，擴充其解釋變數為利率（包括長期和短期利率），市場報酬（採用四種市場報酬指標）、可支配所得，進一步對新現金流量的瞭解；並以季資料再一次驗證 Warther 拒絕回饋交易者假說的結果。總共選取 127 個開放型股票基金進行實證，研究期間包括 1974-1979 年共同基金資金淨流出和 1980-1985 年資金淨流入兩個期間。研究方法採用 OLS 法，以股票型基金流量為被解釋變數，利率、市場報酬、可支配所得為解釋變數的迴歸模式，得到下列結論：

- (1) 長期利率對基金淨流量的影響為負向而且顯著；短期利率則不顯著。
- (2) 上一期市場報酬對基金淨流量沒有影響，再一次拒絕回饋交易者假說。
- (3) 可支配所得正向影響基金淨流量，即當期可支配所得增加，則增加股票型基金流入量 (Inflows)；當期可支配所得減少，則增加股票型基金流出量 (Outflows)。

5.Adler and Yi (1998)

該文旨在研究基金流量與市場報酬的關係，作者將研究期間分為 1984 年 1 月至 1993 年 10 月和 1993 年 10 月至 1996 年 10 月，資料顯示 1993 年第三季之後，流入股票型基金的淨流量和股票價格改變有了變化，1993 年之前基金淨流量和股票市場變化之間相關性很小。利用 Sims (1972) 提出 Granger 因果關係檢定，結果發現：

- (1) 1993 年 10 月之後，落後 3、4 期之股票市場指數影響基金淨流量。
- (2) 1993 年之前，基金淨流量影響股票市場指數。但無法證實存在回饋交易者假說。

6.Edelen (1999)

該文旨在研究基金流量與開放式共同基金績效評估的問題，來說明開放型股票基金其績效不佳的原因，進一步來評估基金經理人是否有傑出的超作績效，未基金投資人產生超額報酬。作者以流動性動機來說明美國開放式股票基金普遍為負的績效 ($\alpha < 0$)，而且基金經理人也不具擇時能力 (< 0) (註 3)。由於基金經理人基於流動性動機考量，保留部份現金流量以供投資人隨時贖回，此動機負向影響基金報酬。同時也使淨現金流量與基金報酬績效成負向關係，作者以美國 166 個開放式股票型基金為研究對象，其間 1985-1990 年，

使用多元迴歸進行探討。其結論如下：

- (1) 流量與交易量呈正向關係。
- (2) 流動性動機和基金超常報酬呈負向關係，且非常顯著。
- (3) 基金淨流量和負向的市場擇時能力有關。

7.Edelen and Warner (2000)

該文主要使用日資料來探討美國股票型基金整體流量和市場報酬間的關係，研究期間 1998 年 2 月 2 日至 1999 年 7 月 31 日，選取了美國 424 支股票型基金為研究對象。並且使用日內資料，將每日交易時間分為五個時期進行分析，以探討在日內交易中基金流量和市場報酬的關係。該研究使用多元迴歸的方式進行實證分析，其結論如下：

- (1) 當日的基金流量和當日的市場報酬呈正向相關，若用日內資料進一步分析，日內的基金流量對日內的市場報酬有顯著的正向影響。即在日內交易中，基金流量和市場報酬間反映了價格壓力假說的現象。
- (2) 前一日的市場報酬對當日的基金流量有顯著正向影響，即市場報酬和整體基金流量存在正向回饋交易 (Positive Feedback Trading) 的影響。

二、國內相關文獻

1.林意真 (民 88)

該文旨在研究基金流量與股票市場間的互動關係，利用自我迴歸整合移動平均模式 (ARIMA)，將基金流量分為預期與非預期兩種成分，以民國 83 年 8 月到 88 年 3 月這段期間的國內募集股票型基金、國外募集股票型基金、平衡基金與總合基金為對象進行實證，結果發現如下：

- (1) 在國內募集股票基金方面，其落後 1 期的非預期流量對市場報酬有明顯正向的影響，而落後 1 期與落後 5 期的市場報酬對其基金流量則有明顯正向的影響。
- (2) 在國外募集股票基金方面，只有落後 1 期的市場報酬對其預期流量有明顯正向的影響。
- (3) 在平衡基金方面，當期的非預期流量與市場報酬有明顯為正的互動關係。
- (4) 在總合基金方面，則未發現其基金流量、預期流量、非預期流量與市場報酬間的任何關係。

2.陳炳聰 (民 89)

該文主要研究共同基金流量、績效與市場報酬間的關係，其研究分別從基金的整體面及個別基金兩不同領域進行探討，以 1996 年 9 月至 2000 年 2 月為研究期間。就整體基金流量與績效方面，作者利用傳統的 VAR 模式，透過衝擊反應函數與預測誤差分解來進行實證研究。其結果發現：

- (1) 股票型基金淨流量、債券型基金淨流量、股市報酬率與債市報酬率四變數在衝擊反應上皆具有效率性，大多是在短期對自身變數的衝擊最大，且衝擊效果都在 3~4 月內迅速收斂為零。
- (2) 就衝擊效果而言，股票型基金淨流量負向影響股市報酬率，但不顯著。而股市報酬率負向影響股票型基金淨流量，但也不顯著。
- (3) 無法證實 Warther (1995) 的回饋交易者假說與 Shleifer (1986) 價格壓力假說，作者認為可能國內投資人投資基金的週轉率過高，使基金經理人必須隨時準備資金，以供投資人贖回之用，Edelen (1999) 稱此現象為流動性動機 (Liquidity-Motivated)，此現象和基金超常報酬呈負向關係。

茲將整體基金流量與市場報酬相關文獻彙總於表 2-3。

表 2-3 整體基金流量與市場報酬的相關文獻

研究者	研究主旨	研究範圍	研究方法	實證結果
Warther (1995)	基金流量與股票市場的關係	1984 年 1 月至 1992 年 12 月	多元迴歸分析	無法證實回饋交易者假說、價格壓力假說與投資人情緒假說
Lettau (1997)	探討市場報酬對整體基金淨流量的影響	1985 年 2 月至 1992 年 12 月	最小平方估計法 (OLS)	市場報酬對整體基金淨流量為正向影響。負的市場報酬對整體基金淨流量影響比較強烈
Remolona, Gruenstrin and Kleiman (1997)	研究短期市場報酬對整體基金流量的影響	1986 年 7 月至 1996 年 4 月	工具變數分析法	市場報酬未能影響基金的非預期流量
Fortune (1998)	基金流量與股票市場兩者是否相互影響	1985 年 7 月至 1996 年 12 月	向量自我迴歸法 (VAR)	支援回饋交易者假說與價格壓力假說
Edwards and Zhang (1998)	探討股票型和債券型基金流量與其市場報酬間的關係	1961-1996 年股票型基金 1976-1996 年債券型基金	Granger 因果關係與工具變數分析法	無法支持基金流量影響市場報酬、但市場報酬會影響基金流量
Santini and Aber (1998)	新資金流入股票型基金產業的決定因素	1973 年第 1 季至 1985 年第 3 季	多元迴歸分析	市場報酬無法影響基金流量，但所得正向影響基金流量

續表 2-3

研究者	研究主旨	研究範圍	研究方法	實證結果
Adler and Yi (1998)	基金流量與市場報酬的關係	1984-1996 年	相關係數檢定法	流量與市場報酬無相互關係
Edelen (1999)	研究基金流量與開放式共同基金績效評估的問題	1985-1990 年	多元迴歸分析	流量與交易量呈正向關係。流動性動機和基金超常報酬呈負向關係。基金淨流量和負向的市場擇時能力有關
Edelen and Warner (2000)	使用日資料探討基金流量和市場報酬間的關係	1998 年 2 月 2 日至 1999 年 7 月 30 日	多元迴歸分析	支援回饋交易者假說。在日內交易分析中支援價格壓力假說
林意真 (民 88)	研究基金流量與股票市場間的互動關係	民國 83 年 8 月到 88 年 3 月	自我迴歸整合移動平均式 (ARIMA)	非預期流量對市場報酬有明顯正向的影響
陳炳聰 (民 89)	研究共同基金流量、績效與市場報酬間的關係	民國 85 年 9 月至 90 年 2 月	向量自我迴歸法 (VAR)	無法證實回饋交易者假說與價格壓力假說

資料來源：2008 年 10 月底，中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會的基金規模。

三、文獻評論

綜合上述文獻，整體基金流量和市場報酬間的關係，Warther (1995) 嘗試以回饋交易者說、價格壓力假說和投資人情緒假說進行實證，發現只有非預期基金流量對股票市場報酬有顯著影響，而且其所要驗證的上述三個假說均不成立。Remolona, Kleiman and Gruenstein (1997) 使用 VAR 模式，將基金流量分為預期與非預期流量，其結論也不支援回饋交易者假說，發現市場報酬未能影響基金的非預期流量，其結論也不支援回饋交易者假說，發現市場報酬未能影響基金的非預期流量。Lettau (1997) 和 Edwards and Zhang (1998) 採用不同方法進行實證，雖然也無法證實整體基金流量會影響市場報酬，卻發現市場報酬正向影響基金流量，即支援回饋交易者假說。同時 Edwards and Zhang (1998) 使用 VAR 模式進行實證，發現整體基金流量和市場報酬間具相互影響的關係，同時支援回饋交易者假說和價格壓力假說。Edelen (1999) 認為基金經理人在流動性動機考量下，投資人流入的新資金與整體報酬呈負相關。

Santini and Aber (1998) 認為影響整體基金流量的因素除了市場報酬外，還包括利率和個人可支配所得，研究發現長期市場利率負向影響基金流量，個人可支配所得正向影響基金流量。Edwards and Zhang (1998) 認為由於使用 Granger 因果分析法未能涵蓋變數間現有的資訊，因此其研究中除了用 Granger 因果分析外，另外使用工具變數法來探討基金流量和市場報酬間的因果關係。

國內研究方面，林意真 (民 88) 利用 ARIMA 模式將基金流量分為預期和非預期流量，發現只有股票型基金流量對股票市場報酬有顯著的正相關，陳炳聰 (民 89) 使用 VAR 模式進行分析，無法證實回饋交易者假說和價格壓力假說，作者認為可能國內投資人投資基金的週轉率過高，使基金經理人必須隨時準備資金，以供投資人贖回之用，Edelen (1999) 稱此現象為流動性動機此現象和基金超常報酬呈負向關係。

本研究在探討家族效果對整體基金流量的關係時，由於國內之前的研究大部分都單單只探討整體基金流量和市場報酬間的關係，但實際上影響基金流量的因素除了股票市場報酬外，仍有其他因素，而且股票市場報酬同時也受其他相關因素的影響。因此本研究使用了多元迴歸模型，來驗證家族效果對整體基金流量之影響，並且再進一步探討共同基金特性變數對基金流量之影響。

第三章 研究方法與變數操作性定義

本章內容介紹本文所使用的研究方法，主要分成兩小節。第一節為本文變數操作性定義。第二節為本文的研究方法，利用多元迴歸模型架構，來評估家族效果對基金流量之影響。

第一節 變數操作性定義

由於衡量基金流量的方式有很多種，本文主要研究內容是納入基金淨資產規模、報酬率、排序、投信公司的淨資產、投信公司的基金流量、手續費率、交易稅率、經理費率、保管費率之研究變數，來探討研究變數對基金流量影響的程度，提供投資人在挑選欲投資基金時作為參考。

一、淨資產規模 (Asset)：

淨資產規模乃是取其淨資產的對數值。若淨資產規模值愈大時，表示愈吸引投資人投資該基金。其計算方法如下 (公式 3-1) 所示：

$$\text{淨資產} = \ln(\text{Asset}_{it}) \quad (\text{公式 3-1})$$

其中 Asset_{it} ：為共同基金的淨資產。

二、報酬率 (Return)：

報酬率主要衡量基金的獲利能力，若基金報酬率愈高，代表基金操作績效優良，基金經理人對於選擇基金有獨到之處；反之，則較差。而基金報酬率為當日的基金淨值/前一日基金淨值的對數值，再減去台灣銀行月定存的數值。其計算方法如下 (公式 3-2) 所示：

$$R_{it} = \ln \left[\frac{x_{it}}{x_{it-1}} \right] = \ln(x_{it}) - \ln(x_{it-1}) \quad (\text{公式 3-2})$$

其中

R_{it} ：為共同基金在第 t 期的共同基金報酬率；

x_{it} ：為共同基金在第 t 期的基金淨值；

x_{it-1} ：為共同基金在第 t-1 期的基金淨值。

三、排序 (Rank)：

排序乃是針對各投信公司，旗下各基金的績效依序排名，若排序愈高，表示投信公司的績效愈好，進而影響到投信公司的基金流量。

四、投信公司淨資產 (Asset-Form)：

基金之投信公司淨資產乃是加總各投信公司旗下的基金資產淨值後，再取其對數值。其計算方法如下 (公式 3-3) 所示：

$$\text{投信公司淨資產} = \ln \left(\sum_{i=1}^n \text{Asset} \right) \quad (\text{公式 3-3})$$

其中

Asset：為共同基金的淨資產；

n：各投信公司旗下的基金資產淨值。

五、投信公司的基金流量 (Flow)：

加總各投信公司旗下的基金的每月申購金額總合、每月基金月贖回金額總合，以及每月基金淨值總合。再計算各投信公司的每月基金流量。其計算方法如下 (公式 3-4) 所示：

$$\text{投信公司的基金流量} = \frac{\text{基金每月申購額} - \text{基金每月贖回額}}{\text{基金淨資產}} \quad (\text{公式 3-4})$$

六、手續費率 (Free)：

申購手續費率指的就是買入基金時所需支付的費用率。

七、交易稅率 (Tax)：

依證券交易稅條例規定，證券交易稅為向有價證券賣出人按每次交易成交價格，課徵千分之三 (一般公司發行之股票及表明股票權利之證書或憑證部分)；或課徵千分之一 (如為一般公司債及其他經政府核准有價證券部分) 之金額。

八、經理費率 (Manger)：

基金支付經理費乃是給基金經理公司，做為投資、營運和管理之用，但是投資人並不需要額外支付，這筆費用會每天由基金的資產中自動扣除。其計算方法如下 (公式 3-5) 所示：

$$\text{經理費率} = \frac{\text{經理費}}{\text{基金淨資產}} \times 100\% \quad (\text{公式 3-5})$$

九、保管費率 (Bill)：

基於經理與保管分開原則，基金公司將委託保管機構在其指示下代為處置基金資產，代理全體受益人辦理交易後續作業以及基金資產的保管，並負起監督基金公司的責任，也因此基金受益人需給付保管機構的保管費用。其計算方法如下 (公式 3-6) 所示：

$$\text{保管費率} = \frac{\text{保管費}}{\text{基金淨資產}} \times 100\% \quad (\text{公式 3-6})$$

依據上述變數操作性定義彙整成表 3-1，如下所示：

表 3-1 變數操作性定義彙總

解釋變數	公式	說明
淨資產規模	淨資產 = $\ln(\text{Asset}_i)$	主要衡量基金每單位淨資產的規模。
報酬率	$R_i = \ln\left[\frac{x_i}{x_{i-1}}\right] = \ln(x_i) - \ln(x_{i-1})$	主要衡量基金的獲利能力。
投信公司淨資產	投信公司淨資產 = $\ln\left(\sum_{i=1}^n \text{Asset}\right)$	主要衡量投信公司每單位淨資產的規模。
投信公司的基金流量	$\frac{\text{基金每月申購額} - \text{基金每月贖回額}}{\text{基金淨資產}}$	主要衡量投信公司的每月基金流量。
經理費率	$\frac{\text{經理費}}{\text{基金淨資產}} \times 100\%$	為基金經理人所收取的費用。
保管費率	$\frac{\text{保管費}}{\text{基金淨資產}} \times 100\%$	支付負責保管、處分基金資產的保管機構之費用，治基金資產中直接扣除。

資料來源：台灣經濟新報資料庫

第二節 研究方法

本文主要是探討同屬一家投信公司的旗下基金之間是否會受到其他基金之績效表現良窳而影響其基金流量，而投資人是否會因投信公司之旗下績效較好的明星基金，而對其同家族所發行之其他基金有興趣而相繼申購之，增加基金之流量，反之，若投信公司之旗下基金表現不好，是否會使投資人間接對其家族之其他基金沒有信心，進而減少申購其資金，降低其基金流量。

為了進一步探討家族效果對基金流量之影響以及基金特性變數對基金流量之影響，本文依基金流量函數之模型架構，如下（公式 3-7）所示：

$$Flow_{it} = f \left(AR_Fam_{i,t-1} + Flow_Fam_{it} + Asset_Fam_{it} + Star_Fam_{it} + Asset_{it} + R_{it} + \sum_{j=1}^4 Exp_{it} \right) \quad (\text{公式 3-7})$$

其中應變數的部份， $Flow_{it}$ 為（基金申購金額-基金贖回金額）/基金淨資產，用以衡量資金流入基金的程度。接著在解釋變數的部份，分別包括了 $AR_Fam_{i,t-1}$ 、 $Asset_Fam_{it}$ 、 $Flow_Fam_{it}$ 、 $Star_Fam_{it}$ 與 CV 五大構面。

首先，就家族因素而言， $AR_Fam_{i,t-1}$ 表示前一期下，各基金的超額報酬率，於家族中的標準化的相對次序，其值會是介於零到一之間。檢驗基金於家族中的績效不同，是否會影響其流量的變化。再者， $Asset_Fam_{it}$ 表示第 i 家基金所屬的家族規模，用以檢驗家族大小對基金流量的影響。另外， $Flow_Fam_{it}$ 第 i 個基金的家族全體資金流量，其計算方式為家族基金的申購金額減去家族基金的贖回金額，再除以家族的基金淨資產，其目的在於檢測家族的全體流量對於個別基金流量的影響，故可推論家族對於基金行銷的成果能否擴及所有的旗下基金上。最後一個家族因素則是 $Star_Fam_{it}$ ，其代表著第 i 個基金的家族中，最佳績效基金超額報酬率，用以檢視家族內的基金是否具有外溢效果。

其次，為了控制基金特性對於流量的影響，本文亦設定了三種控制變數（ CV ），其包括了（1）淨資產規模（ $Asset_{it}$ ）；（2）報酬率（ R_{it} ）；（3）費用（ Exp_{it} ）。其中，費用為手續費用、交易稅、經理費用與保管費用的總合。

由於基金過去績效對於基金流量是呈現凸性的關係，因此本文利用 Sirri and Tufano（1998）與 Fant and O'Neal（2000）對於基金實證研究中的分段迴歸（Piecewise-Linear）方法，設定了多元迴歸模型架構，如下（公式 3-8）所示：

$$Flow_{it} = \phi_1 Flow_Fam_{it} + \phi_2 Asset_Fam_{it} + \phi_3 Star_Fam_{it} + Asset_{it} + R_{it} + \sum_{j=1}^4 Exp_{it}$$

(公式 3-8)

家族效果對基金流量之影響因素包括 (1) 投信公司的基金流量 ($\phi_1 Flow_Fam_{it}$)，為加總各投信公司旗下的基金的每月申購金額總合、每月基金月贖回金額總合，以及每月基金淨值總合。再計算各投信公司的每月基金流量。(2) 基金之投信公司淨資產 ($\phi_2 Asset_Fam_{it}$)，乃是加總各投信公司旗下的基金資產淨值後，再取其對數值。(3) 排序 ($\phi_3 Star_Fam_{it}$)，針對各投信公司，旗下各基金的績效依序排名，若排序愈高，表示投信公司的績效愈好，進而影響到投信公司的基金流量。

其次，為了控制基金特性對於流量的影響，包括 (1) 淨資產規模 ($Asset_{it}$) 乃是取其淨資產的對數值。(2) 報酬率 (R_{it}) 主要衡量基金的獲利能力，若基金報酬率愈高，代表基金操作績效優良，基金經理人對於選擇基金有獨到之處；反之，則較差。而基金報酬率為當日的基金淨值除以前一日基金淨值的對數值，再減去台灣銀行月定存的數值。(3) 費用 (Exp_{it}) 乃是加總手續費、交易稅、經理費、保管費。

第四章 實證結果及分析

本章主要分成兩小節，第一節敘述資料來源及樣本採集，第二節依據第三章採用之研究方法進行實證，利用基金淨資產規模、報酬率、排序、投信公司的淨資產、投信公司的基金流量、手續費率、交易稅率、經理費率、保管費率之研究變數，分別探討家族效果對基金流量之影響程度以及基金特性變數對基金流量之影響程度。

第一節 資料來源

本研究目的在於探討家族效果對基金流量之影響。為了要充分達到研究之目的，針對國內投資型基金進行研究分析。透過中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會的境內基金明細，採用國內投資型基金 37 家投信公司，共有 185 支基金。經篩選出國內投資型基金其中的 19 家投信公司，共有 112 支基金。研究期間為 2003 年 6 月至 2008 年 6 月止國內投資型基金的月資料，共 61 筆資料，首先就資料的基本統計量作描述。

資料期間由 2003 年 6 月至 2008 年 6 月止的月資料中同屬一家投信公司的旗下基金之每月申購金額總合、基金之每月贖回金額總合，以及每月基金淨值總合，再計算其投信公司的每月基金流量，為投信公司的基金流量 (Flow)。將投信公司旗下基金的淨資產加總後取對數值，為投信公司淨資產 (Asset-Form)，最後再使用多元迴歸之研究方法進行研究分析。

本文採用台灣經濟新報資料庫中，國內基金模組所收錄的各基金成立時間及基金型態資訊。並逐一篩選各投信項下其投資標的為國內上市、上櫃股票的基金，並確認基金具有下列之資料：

- (一) 該基金自民國九十二年六月至民國九十七年六月止月資料。
- (二) 相同投信項下至少有三檔基金符合持股時間條件 (民國九十二年六月至民國九十七年六月)。

針對投信公司旗下基金的績效表現，進行排序，可解釋旗下基金的明星基金與最差基金。因此，本實證採取的的樣本，投信公司旗下基金至少有三檔以上。

若投信與基金不符上述之條件，則不予採用。

據此而整理出之投信與基金之研究樣本如下：

表 4-1 投信公司與旗下基金之研究樣本

投信公司	旗下基金
摩根富林明投信	摩根富林明投信 JF 中小；摩根富林明投信 JF 台灣；摩根富林明投信 JF 台灣增長；摩根富林明投信 JF 新興科技；摩根富林明投信 JF 價值成長
大華投信	大華中小；大華高科技；大華基金
元大投信	元大巴菲特；元大多元；元大多多；元大多福；元大卓越；元大店頭；元大高科技；元大新主流；元大經貿
日盛投信	日盛上選；日盛小而美；日盛高科技；日盛基金；日盛新台商；日盛精選五虎
台灣工銀投信	台灣工銀 2000 高科技；台灣工銀大眾；台灣工銀中國通；台灣工銀科技
金鼎投信	金鼎大利；金鼎行動；金鼎科技金融；金鼎概念；金鼎寶櫃
保誠投信	保誠中小型股；保誠外銷；保誠高科技；保誠掌櫃；保誠菁華；保誠電通網
保德信投信	保德信中小型；保德信台商全方位；保德信店頭；保德信金滿意；保德信科技島；保德信高成長；保德信第一；保德信新世紀
建弘投信	建弘大中華；建弘小型精選；建弘店頭；建弘萬得福；建弘電子；建弘福元；建弘福王；建弘價值；建弘雙福
國泰投信	國泰大中華；國泰小龍；國泰中小成長；國泰科技生化；國泰基金
兆豐國際投信	國際中小；國際金龍；國際國民；國際第一；國際電子；國際精選 20
統一投信	統一大滿貫；統一全天候；統一奔騰；統一店頭；統一統信；統一黑馬；統一經建；統一龍馬
富邦投信	富邦台灣心；富邦長紅；富邦冠軍；富邦科技；富邦高成長；富邦精準；富邦網路；富邦價值
復華投信	復華中小精選；復華高成長；復華基金；復華數位經濟
景順投信	景順主流；景順台灣科技；景順台灣精選成長；景順潛力
匯豐中華投信	匯豐中小；匯豐台灣精典；匯豐成功；匯豐成長；匯豐基金；匯豐龍鳳；匯豐龍騰電子
新光投信	新光大三通；新光台灣永發；新光台灣富貴；新光店頭；新光國建；新光創新科技
群益投信	群益中小；群益店頭；群益長安；群益馬拉松；群益創新科技
寶來投信	寶來 2001；寶來矽穀；寶來精準中小；寶來績效

資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會的基金規模。

依據本節樣本資料之解釋變數研究結果，詳述如下：

家族效果對基金流量之影響，針對研究變數分析結果表 4-2 顯示，投信公司的淨資產之平均數為 0.0152，變異數為 0。而投信公司的基金流量之平均數為 0.0098，標準差為 0.0582。

基金特性變數對基金流量之影響，針對研究變數分析結果表 4-2 顯示，淨資產規模之平均數為 14.0352，標準差為 0.5294。手續費率之平均數為 0.0730，標準差為 0.0297。交易稅率之平均數為 0.0839，標準差為 0.0331。經理費率之平均數為 0.1283，標準差為 0.0015。保管費率之平均數為 0.0126，標準差為 0.0001。

表 4-2 十九家投信公司的平均每月解釋變數基本統計量表

變數名稱	平均數	標準誤	中間值	標準差	變異數	峰度	偏態	範圍	最小值	最大值
淨資產規模	14.0358	0.1215	14.0078	0.5294	0.2803	-0.7534	-0.0461	1.8548	13.0721	14.9269
報酬率	0.0086	0.0025	0.0095	0.0110	0.0001	1.6556	0.9112	0.0463	-0.0080	0.0383
投信公司的淨資產 Asset-Form	0.0151	0.0003	0.0151	0.0012	0.0000	-1.0225	0.0350	0.0038	0.0132	0.0170
投信公司的基金流 量 Flow	0.0098	0.0134	-0.0034	0.0582	0.0034	18.2156	4.2313	0.2623	-0.0143	0.2480
各家的基金流 量 Flow	-0.0087	0.0019	-0.0077	0.0083	0.0001	0.4270	-0.7848	0.0317	-0.0293	0.0024
手續費率	0.0730	0.0068	0.0718	0.0297	0.0009	-0.2245	0.5111	0.1048	0.0303	0.1351
交易稅率	0.0839	0.0076	0.0844	0.0331	0.0011	-0.7141	0.3380	0.1132	0.0353	0.1485
經理費率	0.1283	0.0015	0.1305	0.0066	0.0000	3.0092	-1.6369	0.0273	0.1090	0.1363
保管費率	0.0126	0.0001	0.0125	0.0005	0.0000	0.3588	1.1568	0.0018	0.0120	0.0138

註：表 4-2 投信公司之變數基本統計量，其中投信公司包含摩根富林明投信、大華投信、元大投信、日盛 jru 信、台灣工銀投信、金鼎投信、保誠投信、保德信投信、建弘投信、國泰投信、兆豐國際投信、統一投信、富邦投信、復華投信、景順投信、匯豐中華投信、新光投信、群益投信、寶來投信共 19 家投信公司，112 支基金。

資料來源：2008 年 10 月底，中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會的基金規模。

表 4-3 中，自 2003 年至 2008 年的淨資產規模報酬率比較發現，淨資產規模報酬率成長速度快，規模逐漸擴大。

表 4-3 家族性基金之變數平均值

變數名稱	2003	2004	2005	2006	2007	2008
淨資產規模	13.9671	13.9724	13.9332	13.9242	14.3226	14.3676
報酬率	0.0338	-0.0077	0.0046	0.0003	0.0333	-0.0245
投信公司的淨資產 Asset-Form	0.0151	0.0151	0.0150	0.0150	0.0155	0.0156
投信公司的基金流量 Flow	0.0067	-0.0350	-0.1014	-0.0587	0.2435	0.0564
各家的基金流量 Flow	-0.0106	-0.0184	-0.0285	-0.0163	0.0167	0.0145
手續費率	0.1023	0.0734	0.0633	0.0755	0.0679	0.0688
交易稅率	0.1150	0.0835	0.0766	0.0880	0.0766	0.0794
經理費率	0.1290	0.1286	0.1285	0.1279	0.1251	0.1295
保管費率	0.0129	0.0127	0.0127	0.0127	0.0125	0.0128

註：表 4-3 投信公司之變數基本統計量，其中投信公司包含摩根富林明投信、大華投信、元大投信、日盛投信、台灣工銀投信、金鼎投信、保誠投信、保德信投信、建弘投信、國泰投信、兆豐國際投信、統一投信、富邦投信、復華投信、景順投信、匯豐中華投信、新光投信、群益投信、寶來投信共 19 家投信公司，112 支基金。

資料來源：2008 年 10 月底，中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會的基金規模。

第二節 實證結果與分析

本節介紹基金淨資產規模、報酬率、排序、投信公司的淨資產、投信公司的基金流量、手續費率、交易稅率、經理費率、保管費率之研究變數。實證結果顯示，當投信公司旗下基金的績效表現佳，會創造投信公司的基金流量；反之，當投信公司旗下基金的績效表現不佳，會影響投信公司的基金流量。

根據本研究結果分析，詳述如下：

一、共同基金流量之家族分析

依據 Nanda, Wang and Zheng (2004) 發現明星績效的基金，其對於家族內的其他基金存在著正向的外溢效果 (Spillover Effects)。當排序係數為 0.0031，且在統計上顯著大於 0，表示排序對投信公司的影響是相關的，換言之，當排序愈高則對投信公司的績效愈好，影響投信公司的基金流量愈大。

表 4-4 實證結果分析在驗證多元迴歸模型架構下，投信公司的淨資產係數為 3.1208，且在統計上顯著大於 0，可知投信公司的淨資產會正向影響基金流量，當投信公司的淨資產值愈大，影響投信公司的基金流量愈大。

家族內的基金流量的相依性，提供了投信公司另一動機，去維持旗下的績優基金，以增加投資人對該投信公司的整體申購金額。投信公司的基金流量係數為-0.0047，且在統計上顯著小於 0，表示投信公司的基金流量呈現為負向關係。由於家族內基金的申購與贖回之相依性，與不對稱基金績效與流量之關係，使得投信公司對於家族內的基金績效會傾向投資於最佳基金，而不是將旗下基金績效都維持在中間的水準，因此投信公司會針對家族績效表現較佳的基金，以不惜挪用績效表現較差基金的費用或資源，投入更多的資源以維持績效傑出基金優良紀錄。對投資人而言，投資基金應投資於投信公司旗下基金績效較好的明星基金，而不是投資於投信公司較好的基金。

可以推論投信公司追求家族內的申購金額最大化，並不同等於各個基金申購金額最大化的總合，尤其是在有限的管理資源與必須付出的管理成本下，追求每個基金申購金額最大化的目標並非最佳的決策。因此，投資人在聽取投資顧問人建議時，不應該只依據投信公司的好壞來做判斷，而應該慎選基金的績效來做為依據。

二、共同基金特性變數之分析

表 4-4 實證結果分析在驗證多元迴歸模型架構下，基金淨資產規模係數為 0.0054，且在統計上顯著大於 0，可知基金淨資產規模會正向影響基金流量，表示該基金的規模愈大時，愈吸引投資人投資該基金。基金成立時間之長短似乎對基金績效沒有影響，此結果可能隱含一般投資人與選擇基金只重視基金流量而不在意報酬率之好壞。

手續費率對基金流量驗證結果係數為 6.9072，且在統計上顯著大於 0，表示手續費率對投信公司的影響是正相關。當手續費率愈高時，表示投信公司有更多資源提升服務品質，以及提升專業基金經理人選股能力。因此，國內投資人願意將資金投入基金好的投信公司，使基金流量增加。

交易稅率對基金流量驗證結果係數為-6.4506，且在統計上顯著小於 0 時，表示當證券交易稅高時，會使得國內投資人投資意願降低，導致基金流量降低；反之，當證券交易稅降低時，會吸引大量投資人投資基金，使基金流量增加。

依據 Grinblatt and Titman (1994) 研究結論顯示，淨資產價值與費用率和績效無關，管理費、銷售費與績效呈負相關。經理費率為基金經理人所收取的費用，與績效呈現負相關。但從表 4-4 經理費率驗證結果係數為-0.8302，且在統計上顯著小於 0，表示基金經理人所收取的費用愈低，愈吸引國內投資人投資該基金，使得基金流量增加。因此，經理費率與基金流量呈現負相關。

保管費率為支付負責保管、處分基金資產的保管機構之費用，自基金資產中直接扣除。從表 4-4 保管費率驗證結果係數為-0.0680，且在統計上為不顯著，表示國內投資人選擇投信公司時，不因為銀行收取保管費的多寡，而影響投資人的決策。

判定係數為可解釋變異占總變異的比例，它是用來衡量迴歸方程式的配適度，同時衡量迴歸方程式的解釋能力。綜合上述實證結果，當判定係數值愈大，表示多元歸迴模型之研究方法具有解釋能力。根據表 4-4 判定係數為 0.6364，表示本實證結果的解釋能高。

上述家族效果對基金流量影響的實證分析表 4-4，如下所示：

表 4-4 家族效果對基金流量影響的實證分析表

解釋變數	估計係數	P 值
基金淨資產規模 (Asset)	0.0054***	0.0000
報酬率 (Returnt)	0.1990***	0.0000
排序 (Rank)	0.0031***	0.0000
投信公司的淨資產 (Asset-Form)	3.1208***	0.0045
投信公司的基金流量 (Flow)	-0.0047***	0.0068
手續費率 (Free)	6.9072***	0.0000
交易稅率 (Tax)	-6.4506***	0.0000
經理費率 (Manger)	-0.8302***	0.0000
保管費率 (Bill)	-0.0680	0.9157
調整後的 R ²		0.6364

註一：***表示顯著水準 1% 下顯著，**表示顯著水準 5% 下顯著，*表示顯著水準 10% 下顯著。

註二：應變數為各家基金的基金流量 (Flow)；(基金的申購金額-贖回金額)/基金淨資產。

註三：虛擬變數 (Star_dummy)；當 Star_dummy 為 1 時，表示該基金月績效在投信公司旗下為第一；反之，Star_dummy 為 0。

資料來源：2008 年 10 月底，中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會的基金規模。

第五章 結論與建議

第一節 結論

國內投資型基金發展時間雖然短，但由於國內投資型基金家數漸增，導致基金投資人在投資共同基金抉擇上較難作決定。故本研究主要探討家族效果對基金流量的影響，並納入基金淨資產規模、報酬率、排序、投信公司的淨資產、投信公司的基金流量、手續費率、交易稅率、經理費率、保管費率之研究變數，作為選擇投資共同基金的依據。因此，本研究針對家族效果對基金流量之影響以及變數對基金流量之影響，所獲得的兩大重要結論如下所示：

一、家族效果對基金流量之影響：

- (一) 基金持股受排序之影響。各家投信公司之旗下基金持股相似，無法顯現突出的績效，當排序愈高則對投信公司的績效愈好，某些投信公司可能會持有一些能突顯績效報酬的個股，以便能打敗其他投信公司，因此對投資人而言，基金投資人投資基金應投資於投信公司旗下基金績效較好的明星基金，而不是投資於績效較好的投信公司。
- (二) 基金持股受投信公司的淨資產之影響。本研究顯示投信公司的淨資產之係數顯著且大於零，表示投信公司的資產愈大，愈可以投入更多的資源來維持旗下基金績效較好的明星基金，因此，基金投資人愈是看好此投信公司的表現，願意將資金投入此投信公司，讓投信公司能提升旗下基金績效較好的明星基金，以增進家族全體的申購金額。
- (三) 基金投資人在選擇基金時，確實會受投信公司的基金流量影響，本研究在投信公司的基金流量驗證上，係數顯著且大於零，符合預期表現。對投信公司而言，投信公司的旗下基金績效表現佳，會創造投信公司的基金流量，因此，基金流量產生外溢效果。本研究發現基金績效表現愈優異時，其同家族之其他基金申購量會減少；反之，當基金績效表現愈不好時，其同家族之其他基金申購量增加，因此，基金正面的流量對同家族之其他基金申購量產生外溢效果。

二、變數對基金流量之影響：

國內基金投資人在選擇基金時，較重視基金流量而不在意報酬率之好壞，研究發現經理費率的係數不顯著且為負值，表示國內投資人不認為基金經理人會將資金投入績效好的基金，因此基金管理效率性之部分，對基金流量並無很大的影響，且國內基金投資人在選擇投信公司時，

不因為銀行收取保管費的多寡，而影響投資人的決策。

第二節 建議

- 一、 隨著市場的開放，國內投資型基金的數目日漸增加，愈來愈多可供選擇，投資人在挑選心目中所欲投資的共同基金時，投信公司旗下基金績效較好的明星基金也成為關注的焦點。因此，投信公司如何讓旗下的明星基金維持優良績效，以增進家族全體的申購金額成為重要的課題。
- 二、 本文在研究家族效果對基金流量的影響時，僅探討家族效果對基金流量之影響，然而影響共同基金以及投資者的策略因素頗多，因此，後續研究者可將其他策略因素納入模型中，以探討家族效果對基金流量之影響等其他相關的課題。
- 三、 本文再進行家族效果對基金流量的影響時時，僅採用多元迴歸模型衡量指標評估，後續研究者若加入其他績效評估模型，或許可得到更多不同的發現。

參考文獻

中文部份：

1. 林煌文，台灣地區共同基金績效持續性效果之實證研究，中山大學企業管理研究所未出版碩士論文，民國八十四年六月。
2. 李明技，國內共同基金績效持續性之研究，中興大學管理研究所未出版碩士論文，民國八十四年六月。
3. 曾少芬，國內股票型基金風格與績效持續性之研究，台灣大學金融研究所未出版碩士論文，民國八十五年六月。
4. 何幸，國內共同基金績效評估及持續性之研究，成功大學會計研究所未出版碩士論文，民國八十五年六月。
5. 張舜，Fama-French 三因數模型下共同基金績效持續性研究，中山大學企業管理研究所未出版碩士論文，民國八十七年六月。
6. 林清珮，基金分類型態與績效持續性-追漲殺跌策略之應用，台灣大學金融研究所未出版碩士論文，民國八十六年六月。
7. 林文宏，全球股票型基金績效及持續性之研究，東華大學國際企業管理研究所未出碩士論文，民國八十七年六月。
8. 林意真(民 88)，「共同基金流量與股票市場關係之研究」，國立高雄第一科技大學金融營運研究所未出版碩士論文。
9. 陳炳聰(民 88)，「基金流量、基金績效與市場報酬關係之探討」，國立高雄第一科技大學金融營運系碩士論文。
10. 吳佩玲(民 85)，「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碩士論文。
11. 吳靜婷(民 87)，「共同基金績效持續性及投信公司績效差異之探討」，國立中央大學企業管理研究所未出版碩士論文。
12. 李翊菱(民 89)，「台灣股票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碩士論文。

13. 姚瑜忠 (民 86),「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碩士論文。
14. 翁詩惠 (民 91),「以 Gruber 四因數模型與修正後二因數模型評估共同基金績效及其持續性之研究」,國立交通大學管理科學系未出版碩士論文。
15. 陳智賢 (民 87),「以因數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未出版碩士論文。
16. 陳暉中 (民 87),「共同基金技術效率評估」,國立中正大學財務金融所未出版碩士論文。
17. 游舒斐 (民 90),「基金管理者操作策略及績效之研究-台灣共同基金市場之實證分析」,東海大學企業管理系未出版碩士論文。
18. 譚志忠 (民 87),「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」,淡江大學財務金融學系未出版碩士論文。
19. 陳安琳、洪嘉苓、李文智 (民 90),「共同基金經理團隊屬性與基金績效之研究」,證券市場發展,第 13 卷,第 3 期,第 1-27 頁。
20. 尹振華,「美國股票型共同基金分類型態與績效持續性之研究」,台灣大學財務金融研究所未出版碩士論文,民國 86 年 6 月。
21. 王紹銘,「不同投資運作型態的共同基金之績效比較」,交通大學經營管理研究所未出版碩士論文,民國 88 年 6 月。
22. 辛穎琪,「台灣股票型基金之績效評估—持股比率分析法」,政治大學財務管理研究所未出版碩士論文,民國 85 年 6 月。
23. 楊晉昌,「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未出版碩士論文,民國 84 年 6 月。
24. 王俊華 (1989),「台灣地區共同基金績效評估與研究」,中山大學企業管理研究所未出版碩士論文。
25. 蘇新業 (1989),「評估國內共同基金投資績效之實證研究」,成功大學工業管理研究所未出版碩士論文。

26. 謝富全 (1995),「我國共同基金績效及其績效持續性之研究」,台灣工業技術學院管理技術研究所未出版碩士論文。
27. 阮俊嘉 (1997),「台灣地區共同基金型態之績效評估研究」,朝陽技術學院財務金融研究所未出版碩士論文。

英文部份：

1. Adler, M., and A. C. Yi, 1998, "Has There Been A Fundamental Change in the Stock Market?" *Journal of Investing*, Spring, 71-76.
2. Agarwal, V., Naik, N.Y., (2000), "On taking the alternative route: Risks, rewards, and performance of hedge funds," *Journal of Alternative Investment* Vol. 4, 6-23.
3. Brown, Stephen J. and William N. Goetzmann, 1995, "Performance Persistence", *Journal of Finance* 50, 679-698.
4. Bers, M. K., and J. Madura, 2000, The performance persistence of close-end funds, *The Financial Review* 35, 33-52.
5. Bers, M. K., and J. Madura, 2001, The performance persistence of foreign chose-end funds, *Review of Financial Economics* 11, 263-285.
6. Brightman, J.S. and B.L. Hanslanger, 1980, Past investment performance: seductive but deceptive, *Journal of Portfolio Management* 6, 43-45.
7. Bergstresser, D, and J. Poterba, 2002, "Do after-tax returns affect mutual fund Inflows?" *Journal of Financial Economics*, 63, 381-414.
8. Carlson, Robert S., 1970, "Aggregate performance of mutual funds" *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 5, 1-31.
9. Carhart, Mark M., 1997, On persistence in mutual fund performance, *Journal of Finance* 52, 57-82.
10. Detzler, M.L., 2002, The value of mutual fund rankings to the individual investor, *Journal of Business & Economic Studies* 8, 48-72.
11. Droms, W.G., and D.A. Walker, 2001, Performance of persistence of international mutual funds, *Global Finance Journal* 12, 237-248.

12. Dunn, P.C., and R.D. Theisen, 1983, How consistently do active managers win, *Journal of Portfolio Management* 9, 47-51.
13. Elton, E.J., Gruber, M.J., and C.R. Blake, 1996, "The persistence of risk-adjusted mutual fund performance," *Journal of Business*, 69, 133-157.
14. Edelen, R., 1999. Investor flows and the assessed performance of open-end mutual funds. *Journal of Financial Economics* 53, 439-466.
15. Edelen, Roger and Jerold Warner, 2000, Aggregate price effects of institutional trading: a study of mutual fund flow and market returns, *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
16. Edwards, F. R., and X. Zhang, 1998, "Mutual Funds and Stock and Bond Market Stability," *Journal of financial Services Research* 13, 257-282.
17. Fortune, P., 1998, "Mutual Funds, Part II: Fund Flows and Security Returns," *New England Economic Review* 20, 3-22.
18. Fant, L. F., and E. S. O'Neal, 2000, "Temporal changes in the determinants of mutual fund flows," *Journal of Financial Research*, 23, 353-371.
19. Goetzmann William N. and Roger G. Ibbotson ,1994,"Do winners repeat?,"*Journal of Portfolio Management* 20,9-17.
20. Grinblatt, M., and S. Titman, 1989, "Mutual fund performance : An analysis of quarterly portfolio holding", *Journal of Business* 62, pp. 393-416.
21. Grinblatt, Mark, and Sheridan Titman,1992,"The persistnece of mutual fund performance", *Journal of Finance* 47,1977-1984.
22. Gruber, Martin J.,1996,"Another Puzzle:The growth in actively managed mutual funds", *Journal of Finance* 51,783-810.
23. Hendricks, Darryll, Jayendu Patel, and Richard Zeckhauser,1993,"Hot hands in mutual funds:Short-run persistence of relative performance,1974-1988", *Journal of Finance* 48,93-130.
24. Ippolito, 1989, "Efficiency with Costly Information : A study of Mutual Fund Performance, 1965-1984", *The Quarterly Journal of Economic* 104, pp. 1-23

25. Jain, P. C. and J. S. Wu (2000), "Truth in mutual fund advertising: evidence on future performance and fund flows," *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 937-958.
26. Jensen Michael C.,1968,"The performance of mutual funds in the period 1945-64",*Journal of Finance* 23,389-416.
27. Kahn Ronald N. and Rudd Andrew,1995,"Does historical performance predict future performance?",*Financial Analysis Journal* 51,43-52.
28. Kim,T. (1978) , 'An Assessment of the Performance of Mutual Fund Managemen:1969-1975', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 13,385-406.
29. Malkiel Burton G.,1995"Returns from investing in equity mutual funds 1971 to 1991", *Journal of Finance* 50,549-572.
30. Nanda, V, Z. J. Wang., and L. Zheng, 2004, "Family values and the star phenomenon: Strategies of mutual fund families," *Review of Financial Studies*, 17 (3) , 667-698.
31. Remolona, E. M., P. Kleiman, and D. Gruenstein, 1997, "Market Returns and Mutual Fund Flows," *FRBNY Economic Policy Review*, July, 33-43.
32. Santini, D.L., and J. W. Aber, 1998, "Determinants of Net New Money Flows to the Equity Mutual Fund Industry," *Journal of Economics and Business* 50, 419-429.
33. Sirri, E. and P. Tufano, 1998, "Costly search and mutual fund flows," *Journal of Finance*, 53 (5) ,1589-1622.
34. Smith,K.V., and D.A. Tito,1969,"Risk-Return Measures of Ex-post Portfolio Performance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 4,pp.449-471.
35. Sharpe,W.F.,1966,"Mutualfund performance", *Journal of Business*,Vol.39,pp.119-138.
36. Santini, D., and J. Aber, 1998, "Determinants of net new money flows to the equity mutual fund industry," *Journal of Economics and Business*, 50, 419-429.
37. Treynor,J.L.,1965,"How to Rate Management of Investment Funds", *Harvard Business Review*, Vol.43,pp.63-75.
38. Williamson, P.J., 1972, "Measurement and Forecasting of Mutual Fund Performance: Choosing

an Investment Strategy.” *Financial Analysts Journal*, 28: 78-84.

39. Zeckhauser, R., Patel, J., and D. Hendricks, 1991, “Nonrational actors and financial Market.

致謝詞

本研究得以順利完成，首先要感謝指導老師 張千雲老師耐心的一一教導，且在研究期間不厭其煩的指點我們，讓我們想到解決的方法，也由衷感謝 張千雲老師願意花時間勞心費神的陪我們一起作研究，每日晚歸。並且還要感謝兩位口試委員 徐享田院長以及葉京怡老師給予本研究的建議，讓本研究整體架構趨於完整，使我們能順利完成本研究。

最後也要感謝組員們的付出和努力，才能讓專題順利的劃下休止符，雖然在研究期間有許多挫折，不過我們共同度過的喜、怒、哀、樂，將會是我們最美好的回憶，真的非常的感謝大家。

專題組員 曾詩媛
溫玟涵
林姿馨
劉曉倩 謹誌

修平技術學院 財務金融系
中華民國 九十七年十二月