

明志科技大學

經營管理系

專題研究

投資基金，積金成塔—

共同基金在台灣股市大盤之績效表現

組員： _____ 學 號 姓 名

U99227127 黃昱舜

U99227130 黃讌捷

U99227138 廖翊琪

U99227148 賴韻竹

指導老師： _____ (簽名)

中華民國一百零二年十二月三十一日

致謝

投資基金這個議題，需蒐集許多的期刊、報導、研究專題等，非常感謝黃彥聖老師以及楊子儀老師的教導，提點相關金融資訊資料，有助於專題內容的專業性與金融常識。

謝謝黃彥聖老師，在我們大二財務管理課程中，引發出本組專題學生對財務金融的興趣，藉此修了許多相關金融方面的課程，也因有課程基礎，最終對股票市場及基金市場有興趣，因而展開此專題研究。

本專題經過重重困難最後終於生出，大三當時的報告，被評審委員們糾正許多的不足點、模糊地帶，甚至於面臨整份專題要重做。經過工讀一年時間，大四從開學的第二周，開始進行分工合作，按照規畫將專題完成。最感謝的就是我們的指導老師—楊子儀老師，在我們困惑時指點出方向，在專題進行時提供許多意見與看法，使內文夠更加完善，得以呈現更完整的面貌。也謝謝各位組員們這段時間的犧牲奉獻，遇到困難時互相扶持，為了使專題能夠更加完整大家都卯足全力，全心投入其中，在大學生活中留下美好的一頁。

摘要

為什麼要投資理財？因大環境日趨下降，台灣已經陷入人口負債時代，近期油電雙漲導致產品通貨膨脹的結果，民眾的生活必需所花的錢，例如孩子的學費、飲食、服飾、家庭，它們的價格都在不斷地抬高中，這就是受到通貨膨脹的影響。收入不變、支出增加，這樣的情況造成許多家庭的沉重負擔。

因台灣民眾多數想投資卻沒時間、沒專業知識，而投資基金既有基金經理人替為管理操盤，投資人較為放心且每月支付小額的定期定額即可投資，對於剛出社會的新鮮人降低負擔，又可達到投資的效益。

而台灣股市相較於其他國家股市投資人，台灣股市散戶眾多，當投資人有一筆資金時，是會考慮投進股市，或者選擇由基金經理人管理的基金，這個議題讓本組好奇究竟是投資股市還是基金的獲益較高。

因此本專題研究共同基金在台灣股市的績效表現，運用資本資產定價模型(CAPM)分析股票市場大盤指數及基金流入台灣金額總量，去證實何者績效較為優異。

目錄

致謝.....	I
摘要.....	II
目錄.....	III
表目錄.....	V
圖目錄.....	V
第一章、緒論.....	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究動機.....	4
1.3 研究目的.....	6
1.4 章節結構.....	7
1.5 研究流程圖.....	9
第二章、文獻探討.....	10
2.1 何謂共同基金(Mutual Fund).....	10
2.2 共同基金績效評估.....	18
2.3 小結.....	24
第三章、研究方法.....	25
3.1 資料來源.....	25
3.2 資料敘述.....	26

3.3 模型設計.....	27
3.4 小結.....	28
第四章、實證結果與分析.....	29
4.1 實證分析.....	29
4.2 小結.....	30
第五章、結論.....	31
中文文獻.....	32
英文文獻.....	35

表目錄

表 1：歷年股市重大事件.....	3
表 2：台灣證券交易所發展史.....	25
表 3：台灣基金績效之結果分析.....	29

圖目錄

圖 1：基金流入亞洲各國金額總量圖.....	5
圖 2：基金流入韓港台之金額總量圖.....	6
圖 3：研究流程圖.....	9

第一章、緒論

1.1 研究背景

1.1.1 台灣股市演變

為了因應耕者有其田之政策的推行，政府於 1953 年 1 月發行土地實物債券，且搭配四大公營事業：臺泥、臺紙、農林、工礦等公司股票做為收購土地之補償。而此實物債券及股票以及政府發行之愛國公債在市面上開始流通，因而促使代理買賣證券之行號的設立。政府為因應證券交易處所數量繁多且過於分散，管理不易及市場弊端，籌備創立一個集中的證券交易市場，使進行有效管理與監督。

西元 1559 年實施財經改革措施，倡導與獎勵投資，促進資本形成，並強調公平健全之資本市場的建立，做為資本形成的重要途徑。1962 年創立證券交易所後，為維護市場公平交易及作業效率提升，規劃使用電腦輔作業來撮合交易，1988 年底已將所有股票交易納入電腦輔助撮合交易作業，人工撮合則已成為歷史名詞。為推動集中交易市場之交易作業簡單化，使競價效率提升及避免人為疏失並節省撮合人力，在 1993 年 8 月 2 日將上市股票全面納入電腦自動交易系統；並啟用線上監視作業系統，加強對各種不法交易之防治，確保證券市場之公平交易秩序。

證券交易所自開業至今，曾於 1964 年 8 月 19 日因證券市場持續下跌，投資人入場滋事，導致交易暫停一天；1965 年 6 月 15 日又因市場價格波動異常，經濟部下令休市十天，以及政府於 1988 年 9 月 24 日宣布 1989 年 1 月 1 日起恢復課徵個人及營利事業買賣上市股票之證券交易所稅，使股市連跌十九天，“大盤指數從 8789 點跌至 5615 點等重大事故”(工商時報，2013)。經國內證券市場各項相關制度及規章的多次檢修後，管理措施

更加健全，市場規模也日益擴大及愈趨穩定，台灣證券市場進入投資市場而非投機市場。

1.1.2 共同基金發展歷史

至今發現最早的投資信託觀念起源於十九世紀初的歐洲，西元 1822 年由荷蘭國王威廉一世創立第一支私人共同基金，並非大眾可投資的基金。當時英國因產業革命且積極對海外擴張經濟實力，資金轉向海外欲追求更佳的投资機會。一般大眾普遍缺乏投資的觀念，因此 1868 年成立了「倫敦國外及殖民地政府信託基金」。二十世紀初，美國經濟在第一次世界大戰後起飛，中產的階級財富快速累積，對投資理財產生強大的需求，使投資信託基金的制度在美國開始發展。

西元 1983 年 10 月由中央銀行、中國國際商業銀行、交通銀行等共同成立了國內第一家投資信託公司—國際證券投資信託公司。引進國外資金及技術，早期投信公司的設立及產品型態的發展，均受到政府政策性的主導，使投信公司無法自由發展。而後政府基於發展證券市場，以及國內金融市場的蓬勃發展，因此促使政策開放，於西元 1985 年至 1986 年間先後核准光華、建弘及中華三家投信公司成立，由於此時為台灣股市最為風光的歲月，指數快速上升，所募集的基金皆屬於開放型基金。

西元 1988 年 1 月間國內股市低迷不振，開放型基金的投資人在此時紛紛要求贖回，加重股市的賣壓，故主管機關再度允許發行封閉型基金。西元 1988 年 9 月間，政府放鬆外匯管制，為使國人增強國際投資的概念，投資信託公司推出國際型基金使國內資金開始進入國際股市；1989 年間政府為促進債券市場的發展，允許投信公司發行平衡型基金參與債券市場。政府在 1996 年開放第三波證券投資信託公司的申請，吸引了國內外財團競爭籌辦投信公司，由過去少數投信公司的寡占市場進入完全競爭的時代

(黃翠華，2007)。基金的整體發展其中重要里程碑如表 1 所示。

綜上所述投信業歷經了十餘年來政府的變革，其整體規模與制度日趨完整，再加上國內近年來新興投信公司的快速興起，使得各種基金產品不斷推陳出新，這都顯示了國內基金市場有相當的發展潛力。

表 1：歷年股市重大事件

年份	國內基金重要事記
1983 年 10 月	國內第一家信託公司成立國際證券投資信託公司
1985 至 1986 年	核准光華、建弘及中華三家投信公司成立
1988 年 1 月	國內股市低迷不振，政府允許發行封閉型基金
1988 年 9 月	政府放鬆外匯管制，基金開始進入國際股市
1989 年	政府允許投信公司發行平衡型基金參與債券市場
1996 年	開放投資信託公司申請，吸引國內外財團籌辦

資料來源：黃翠華(2007)及本研究整理

1.1.3 小結

由 1.1.1 及 1.1.2 台灣股票及共同基金市場的歷史發展可知，股市的投資環境已由當時買什麼賺什麼的不健全年代蛻變成投資人必須做足功課才能其中獲利的健全股票市場，其過程演變如共同基金在台灣的發展一致。原因是許多的投資人沒有充裕的時間及足夠的專業知識觀察市場變化、預期未來趨勢等，所以需要具有專業知識的經理人代為操盤，以獲得所期之報酬，但市場上基金種類五花八門，貿然將資金投入也難以獲得利益甚至會產生損失，為了避免這無謂的損失，瞭解基金之績效評估是不可缺少。

1.2 研究動機

根據行政院勞工委員會(2013)每個月最低薪資新台幣\$18,780 元，再加上油電雙漲的時代下，“不管領多少，都該學會「基金養基金」¹”，無論現在社會新鮮人只有領 22K 或者是更多，景氣好壞與否，政策未來將如何改變，一定要及早做規劃，職場新鮮人拿到薪水後，每個月定時從薪水拿出 3,000 元作定額基金投資，“幾十年後，你的退休金就會變得與別人不一樣。無論現在領的是 22K 還是更多，大環境是好還是不好，一定要及早做退休金規劃” (Cheers, 2013)。

“年輕的上班族薪水雖少，但愈早投資，就愈能贏在複利的起跑點，也愈能承擔投資的風險” 安泰人壽區經理楊美娟表示“年輕就是有成本可以賭，但在賭之前，要把基本需要的意外險和退休金規劃好，這是要穩賺不賠的” (Cheer, 2002)。

根據中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會(2013)統計，目前統計至 2013 年 8 月國內發行的基金有 627 檔，境外基金也高達 1021 檔，由此可知，基金在台灣市場佔有率很高。

再加上根據 Emerging Portfolio Fund Research EPRF Global 歷年資料經過研究加以整理後，如圖 1 基金流入亞洲各國金額總量圖所示，

¹ 基金養基金，例如：每月 3,000 元定時定額投資了 3 年，獲利 20%後賣掉了，這時候共可得到 129,600 元 ($3,000 \times 36 \times 1.2$)。將 129,600 元 $\div 36 = 3,600$ 元，也就是從下個月起，除了原本投資的 3,000 元外，你尚可再拿出 3,600 元再去定時定額投資基金 3 年（加上原本的 3,000 元，每月等於投資 6,600 元），如此不斷獲利再滾入，20、30 年後，自然可存到一筆退休金。

其中橫軸為基金流入亞洲國家的日期，縱軸為流入的金額其單位為百萬美金，圖中可以明顯地看出基金流入韓國、香港、台灣的總量高過於其他國家，而韓國位居第一名，香港名列第二名，台灣為第三名。

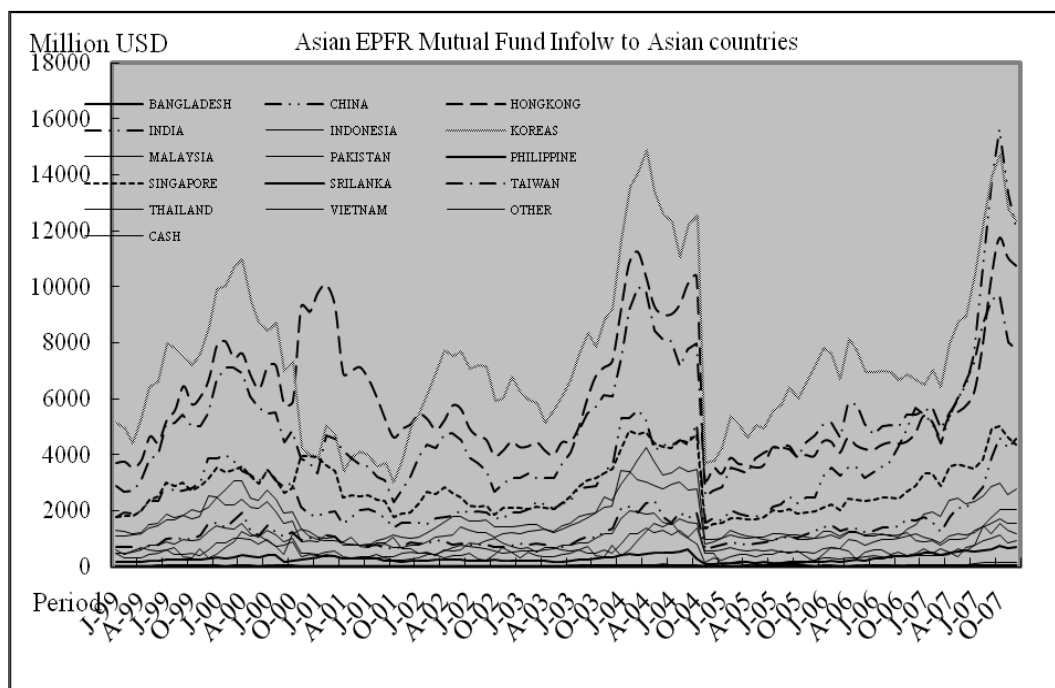


圖 1：基金流入亞洲各國金額總量圖

資料來源: Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) Globa 及本研究整理

本組將資金流量位於前三名的國家與總流入亞洲資金量作相互的比較，可以了解當總資產額上升時，流入這三個國家的資金隨之相對地增加，如圖 2 可見當總量上升或下降時，這三個國家也同時呈現上升與下降的趨勢，由此可見，這三個國家在基金市場上占有相當的影響力。因台灣位居於第三名，資料取得容易，故選台灣為本專題研究之地區。

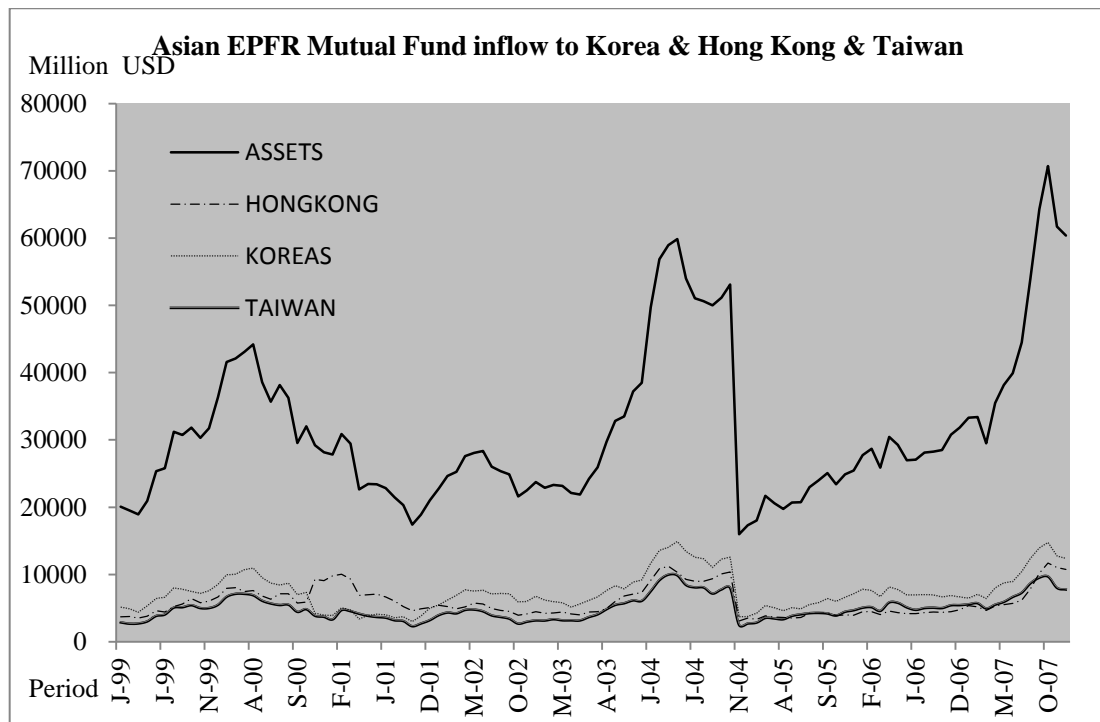


圖 2：基金流入韓港台之金額總量圖

資料來源: Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) Global 及本研究整理

1.3 研究目的

由行政院主計總處(2013)公布的資訊得知 1~7 月實質月平均薪資 46,786 元，已經回降至 1997 年 46,646 元的水準。薪資增加幅度追不上物

價的漲幅，物價上漲率遠大於定期存款的利率，導致現代人財富變少，因此必須思考，如何增加財富。孔盈傑(2009)論述道：

投資人通常都知道投資時要有分散風險的觀念，但常常一碰到虧損就任意的轉換投資標的，長期而言，對於資產或財富的累積反而造成反效果，會有此現象的發生，原因常在於投資人往往不了解本身的風險承受度所導致。

由此可知，選擇投資之前要先評估自身的風險承受度。若風險承受度大，可以選擇股票型基金，一般來說，獲利性較高的股票型基金，相對的投資風險也較大。如果是風險承受度較低，可以選擇共同基金來投資，其相較於其他投資工具風險低，獲利也相對穩定。

共同基金可以做小額投資，這對社會大眾的負擔相對比較輕，可以每個月撥三千至五千投資，這比起其他的投資標的門檻相對較低，因此本專題探討共同基金在台灣的性能，透過本專題了解什麼是共同基金、有哪些類別及研究結果可以提供給相關的法人組織、投資機構、投資人或是政府機關對於管理及制訂共同基金的財務政策。

1.4 章節結構

本研究章節架構如下：

第一章、緒論

說明台灣股市與共同基金發展歷程，而近年來民眾的生活需求要另外做理財規劃，根據研究動機所提出的問題，說明並敘說目的。

第二章、文獻探討

了解共同基金的基本特性、種類，以及基金的收益來源。也介紹共同基金績效評估與指標，在投資基金之前所需了解的準備工作。

第三章、研究方法

根據兩大資料，第一台灣證券交易之 1999~2007 年間台灣股市收盤指數，及 Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) Global，購買基金流入亞洲各國金額總量。本組將使用資本資產定價模型(CAPM)研究共同基金與台灣股市大盤之績效表現。

第四章、實證分析與結果

運用資本資產定價模型(CAPM)分析股票市場大盤指數及基金流入台灣金額總量，去證實何者績效較為優異。

第五章、結論

本專題將證實股票市場大盤指數及基金流入台灣金額總量，何者績效較為優異。

1.5 研究流程圖

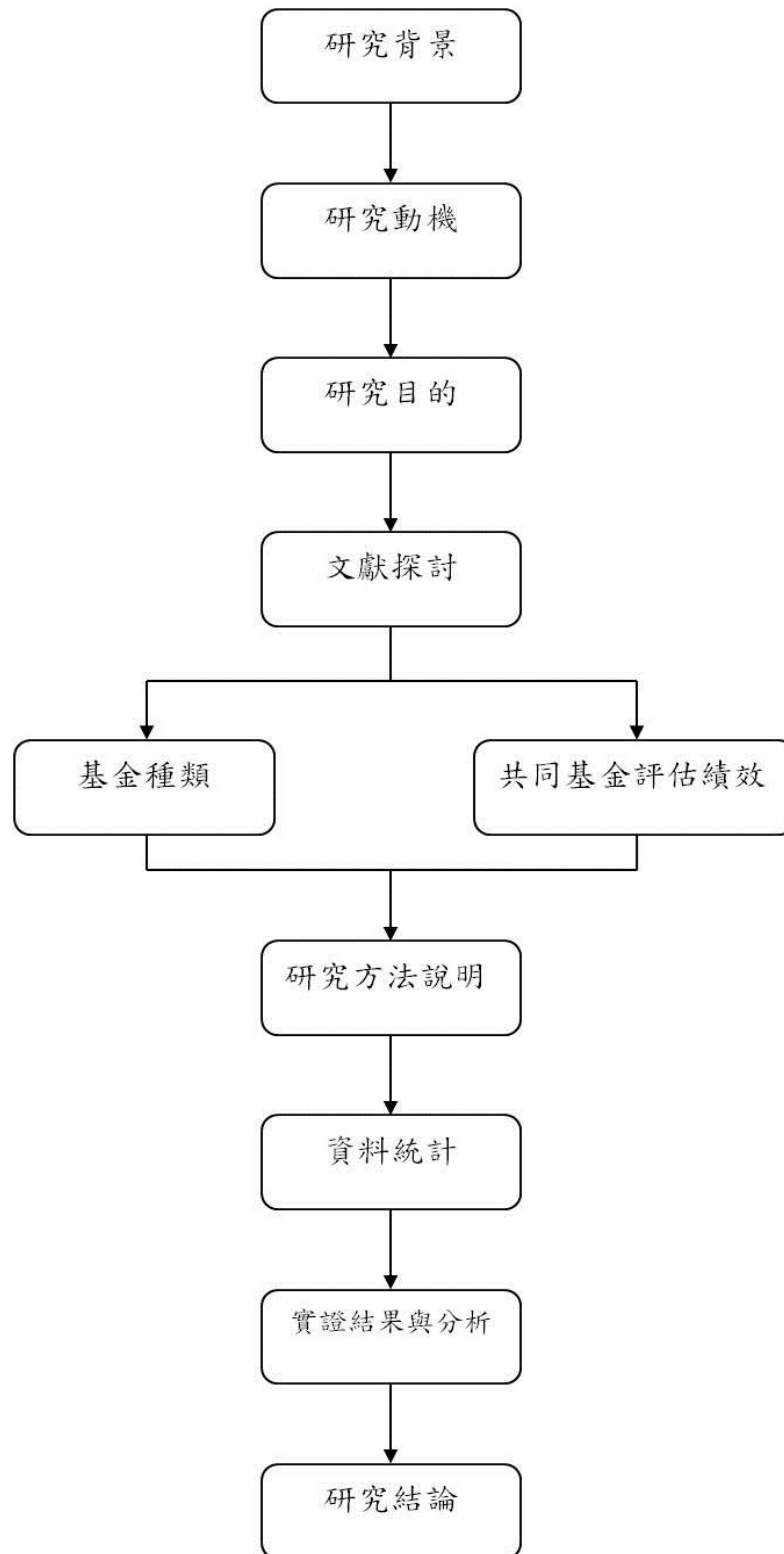


圖 3：研究流程圖

第二章、文獻探討

2.1 何謂共同基金(Mutual Fund)

根據梁亦鴻(2013)共同基金為專業投資機構匯聚了投資人的資金，並管理操作，購買國內外市場債券、股票、權證、期貨……等等投資工具，最大特色為「不要將雞蛋放在同一個籃子裡」分散投資風險的工具，投入資金最低為 3000 元，用小額資金積沙成塔，投資基金致富。因基金是匯集了大眾的資金，不論投資中產生的利益或是虧損，都將由全體投資人共同承擔。

2.1.1 基金的組成架構

根據摩根資產管理(2012)所述基金的組成架構為基金管理公司、基金經理人及保管銀行。其中基金管理公司又稱證券投資信託公司，是匯聚了大眾的資金，透過基金管理公司投資於有價證券上，損益皆由投資者自行承擔。基金管理公司須具備證券投資上等專業能力。而基金經理人會使用的理財工具千萬種，一般民眾普遍對此知識較為不足，將資金交由專業基金經理人代為操作。基金經理人具備專業知識，加上研究團隊的支援，能產生較高的利益。

保管銀行為“經台灣政府核准開辦有價證券保管業務之金融機構，都可稱之為保管銀行，基金資產的保管另外有保管銀行負責(摩根資產管理，2012)”，基金公司與保管銀行分開，不論任一方發生問題，都不受影響。

2.1.2 投資共同基金的好處

投資共同基金共有五項好處(基金學院，2013)，如以下說明：

(1)集合小錢變大錢

將大眾的資金聚集在一起變成大錢之後在金融市場上進行投資組合，降低風險，提高收益，而民眾最低每個月只要支付三千元即可。

(2)分散投資風險

投資一檔基金都會投資數個標地物，相當於投資人同時持有數多支個股，達到分散風險之目的，再加上基金經理人專業的判斷，風險自然大幅降低。

(3)專家經營管理

理財工具多樣化與專業性並不是每一個人都能懂得理財工具，透過專業經理人的專業知識及背後研究團隊的支持與協助，自然會有豐厚的利潤。

(4)變現性流通性大

在我們購買基金之後如急需要用錢，可至基金公司要求賣回或至股票市場（封閉式）將其賣出，變現容易，基金公司一定要依淨值回買，不會有賣不掉之情況。

(5)安全有保障

共同基金的運作中，為了確保資產的安全性和操作的專業性，共同基金的經理與保管業務分開，且其資產存放於獨立的基金專戶，為共同基金組成結構和運作上的最大特色。

2.1.3 基金的種類

基金的種類誠如林傑宸(2008)所示，可依據發行公司與註冊地、基金型態、投資策略與目標、投資標的、投資地區、產業型基金以及特殊種類基金等七大類，以下作為說明：

一、依發行公司、註冊地，基金可以分為：

(1)境內基金

由台灣的證券投資信託公司發行管理之基金，在國內登記註冊，銷售對象以國內投資人為主，且資金以信託基金方式持有，資訊風險較低，國內基金主要投資標的有：股票、債券與現金，大都以台幣計價，受到我國相關法律控管的基金，最高主管機關為行政院金融監督管理委員會。

(2)境外基金

由國外基金公司所發行管理的基金，登記註冊於台灣以外地區，銷售對象為全球投資人，受註冊當地國之相關法律監督，投資地區不限，匯率與流動性風險較高，在引進我國銷售前須經行政院金融監督管理委員會核准，目前我國稅法對境外基金之個人境外投資所得給予免稅優惠。

(3)僑外基金

由國內的投信公司發行管理、在國內註冊，受我國法律監督，但銷售對象為華僑及外國人，因此是在國外籌資，投資標的則是台灣股市。

二、依基金型態可以分為：

(1)開放型基金（Open-end Fund）

發行基金單位或股份總規模不固定，因投資人可隨時向基金公司申購或要求贖回基金，發行量會隨投資人的買賣變動，投資人可隨時依據其受益憑證的每單位淨資產價值(Net Asset Value, NAV)²簡稱淨值為計算標準，直接向基金公司買進、贖回或轉換，不須透過集中市場來撮合交易。基金經理人通常會保持基金的流動性以應付投資人隨時的贖回，避免投資人要求贖回卻沒有足夠現金而生的無謂損失。

(2)封閉型基金（Closed-end Fund）

發行單位數固定，當發行期滿或基金募集達到預計規模後，投資人不得直接向投信公司申購或贖回基金，需透過證券集中市場以市場價格下單買賣，因此會產有溢折價的產生。由於封閉式基金不存在贖回風險，基金經理人不用為了應付贖回而保留部分約當現金，使其操作彈性與績效有所提升。

三、依投資策略、目標可以分為：

(1) 積極成長型基金

追求短期的資本利得最大化為主要目標的基金，通常投資於

²基金單位淨值(Net Asset Value)一是根據基金每日投資資產總值，其中包含所投資之股票、債券或其他有價證券等每日收盤價，扣除基金須支付之費用，除以該基金所發行單位總數而來。

價格波動性大之股市，因此主要收益來源為賺取買賣股票所產生的差價，具有高風險與高報酬的特性。投資標的通常集中於新興市場或具成長潛力之中小型股與高科技類股。

(2) 成長型基金

以追求淨值長期且穩定成長為目的，投資標的以具有經營績效良好、知名度高的大型績優公司之股票為主，利潤來源來自投資標的的資本利得。投資地區則以已成熟或趨向成熟地區之單一國家、區域或全球型基金。風險與報酬較積極成長型低，適合追求穩健偏積極的投資人。

(3) 平衡型基金

主要目的是保障投資本金並同時追求資本利得的長期成長，通常會有部分資金投入固定收益工具：債券、可轉換公司債等，以獲取穩定的利息收益；其他部分則投入股票市場以追求資本利得，風險與報酬適中，適合穩健保守的投資人。金管會於 2008 年修法規定，平衡型基金投資於股票、債券及其他固定收益證券必須達基金淨值之 70% 以上，其中投資於股票的比重應屆於 30%~70% 間。

(4) 收益型基金

以追求穩定收益為主，不追求資本利得，將基金淨值波動降到最低，以保障投資本金為主要目標，結合低風險之收益型金融工具、衍生性金融商品及高股息收入之股票。運作方式是將資金投資於固定收益，適合希望藉由投資帶來固定收益的穩健保守投資人。

四、依投資標的可以分為：

(1)股票型基金

主要將資金投入於上市、上櫃公司股票。依投資標的之目標、範圍與特性等，可將股票型基金細分為許多種類型，如追蹤大盤為主的「指數型基金」、高科技類股的「高科技基金」等，其流動性、報酬與風險皆高，目標為賺取中長期的資本利得。近年大多數股票型基金為了追求績效，電子類股已逐漸取代金融類股，因此台灣的股票型基金經常隨著電子類股起伏而產生極高的風險。

(2)債券型基金

以政府公債、公司債、金融債券等固定收益證券為主要投資標的，利息收入為債券型基金的主要收益來源。若債券型基金投資的對象是新興市場之政府公債或信用評等較差的公司債，由於這些債券收益較高，又稱高收益債券型基金，相對的也有相當大的風險。

(3)貨幣市場基金

投資標的為流動性較佳、期間較短的貨幣市場工具，如銀行存款、到期期間低於一年之國庫券、銀行商業本票、銀行承兌匯票、可轉讓定期存單等，並保障基金單位價值不受金融波動所影響的保本目標，主要是讓投資人對市場預期較悲觀時，暫時將資金移出之調度工具。

五、依投資地區可以分為：

(1)全球型基金

投資對象涵蓋全球主要的證券市場，通常以美、日、歐洲及亞洲等新興市場等較為發達地區為主要投資標的；由於投資市場遍佈全球，風險分散的效果最為明顯。

(2)區域型基金

投資範圍鎖定於特定區域內的金融市場，能夠分散低投資於單一國家所需承擔的政治與經濟等系統風險。隨著投資地區得成長性差異，會呈現出不同的風險與報酬特性，一般來說，觀察其基金名稱就可得知該基金所投資的區域。

(3)單一市場基金

投資範圍僅限於單一國家，分散風險的效果最差。單一國家基金以個別國家的證券為投資對象。大部分的投資標的為該國家證券市場上市之股票。

六、各種產業型基金：

這類基金投資標的以個別產業之股票為主，常見的分類包括高科技、工業類股、地產類股、公用類股、生物科技、健康護理、通訊類股、能源類股以及休閒類股等，投資範圍可小至單一國家內的單一類股。

七、特殊種類基金

特殊種類基金較常見的有：

(1) 可轉換公司債基金

投資於可轉換的公司債，當股市低迷時可享有債券的固定利息收入；股市紅盤時，則可依據當初約定之條件轉換為股票，具可攻可守的特色。

(2) 指數型基金

屬於股票型基金的一種，根據投資標的市場指數的比重，來決定基金投資組合中個股的比重，目標是基金淨值貼近大盤指數，享受整體經濟成長帶來的利益，完全不考慮投資策略，只要指數成分股變更，基金經理人就會跟隨之變更持股比重，由於做法簡單，投資人接受度高，目前為國外非常盛行的基金投資方式。

(3) 認股權證基金

投資標的為認股權證，認股權證是指持有人可在憑證之有效期間內，以約定價格認購約定數量的上市公司股票。是一種衍生性金融商品，具有暴漲暴跌特色，這類型之基金並不適合投資，只能以短期心態介入，而這類基金目前台灣不允許發行，也禁止境外認購權證基金在台銷售。

(4) 店頭市場基金

主要投資於店頭市場股票的基金，例如 JF 日本店頭市場基金。此類基金投資屬性較積極，風險程度與獲利相對較高。但店頭市場並不等於投機股，像雅虎日本就是在日本店頭市場交易的好公司。

(5) 特別情況基金

常見到的特別情況基金，主要投資具「特別情況」性質的股票，具有成長的潛力，但風險是股票型基金中最高，僅適合短線操作。這類基金投資標的包括：股價嚴重被低估的低價股票、冷門的股票，或未受發掘，但具成長潛力的股票。

(6) 貴金屬/天然資源基金

這類的基金並非直接投資於貴金屬或天然資源本身，而是投

資於貴金屬或能源相關之上市公司股票，基金表現與貴金屬或天然資源行情有相當的關聯性。近年因中東局勢不穩與中國大陸等新興國家需求大增，使得油價不斷攀升進而帶動全球能源、資源類股上漲，吸引許多資金進駐基金中。

(7) 基金中的基金

這類基金投資標的就是基金，又稱組合基金。基金公司先集合客戶資金後，再投資於自己旗下或其他公司之基金。此類基金目前已經能在國內發行。

(8) 傘型基金

“傘型基金”基本上並不是一檔甄時的共同基金，而只是一種新型態的“金激發型架構”，是由一群投資於不同標的之子基金所組成，且各項子基金均獨立運作，投資人只要投資於其中任一子基金，即可任意轉換至其他子基金。

(9) 對沖基金

目標為短期投機及利用各種衍生性金融商品獲利，這類基金給予基金經理人充分的權限自由運用資金，基金的表現完全依賴經理人之操盤能力。只要是經理人認為有利之投資策略皆可進行。由於進入門檻與風險較高，國外主要是針對高所得人士或是機構發行，不接受一般散戶。

2.2 共同基金績效評估

共同基金的歷史績效是選擇時重要參考依據。共同基金績效評估的基礎為每單位淨資產價值的變化，會隨著投資標的之行情起伏。常見的方法

是基準比較法，選定一個比較的基準，如台股大盤、摩根指數等，並用該基準來評估各共同基金的績效，作為共同基金間相互比較的基準。

評估共同基金績效機準比較，分為個別與整體績效持續性(共同基金績效評估，2013)，如以下說明：

一、個別績效持續性

將選定的共同基金排定等級，並比較前後期績效的差異，若數值越小，則表示共同基金績效越穩定；在下期，可能變動的機率較低，反之則代表績效持續性越不穩定。

二、整體績效持續性

各別共同基金在選定評比的共同基金中，前後期相對排名的相關性，說明績效的持續性。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，即可用前期排名，預測下期該共同基金在選定評比的共同基金中相對排名。

2.2.1 共同基金歷史績效評估

一、報酬率

計算共同基金報酬率，有助於將共同基金與其他替代性投資的獲利性作比較，對偏好長期投資的人而言，特別具有參考價值。評估共同基金的報酬率，必須同時考慮共同基金是否在評估時間進行配息(謝劍平，2007，p.142-45)。

二、淨值漲跌幅

共同基金淨值漲跌幅與在同一段時間的同類型共同基金或指數的淨值漲跌幅比較，能突顯共同基金經理人的功力。如果某個共同基

金在指數上揚時，淨值漲幅均能超過同類型共同基金及指數，反之在指數下跌時，淨值跌幅又低於同類型共同基金及指數，那共同基金經理人對於行情的掌握及選股方向有他的獨到之處（摩根資產管理，2012）。

三、單位風險報酬率

若只以共同基金淨值成長或平均報酬率來評估共同基金績效並非絕對公平。所以必須將共同基金的淨值波動程度量化，經過風險因素來調整。單位風險報酬率為報酬率除以標準差，衡量投資人每一單位的風險，可以得多少報酬（摩根資產管理，2012）。

四、週轉率

共同基金週轉率為共同基金買進、賣出股票的次數、週轉率越高表示可能會因買進、賣出股票的手續費而使共同基金績效降低。波動性共同基金的波動性大，代表共同基金容易大漲大跌；波動性小就表示共同基金較平穩。（謝劍平，2007，p.258）

五、年化標準差

共同基金的標準差是根據每日實際淨值與平均值的差價累計算而來，標準差越大，表示共同基金淨值波動程度越大，風險也越高。（謝劍平，2010，p.153-54）

六、 β 係數

測量共同基金的系統風險，因非系統風險可以利用多角化投資消除，所以只有系統風險才是投資人決定投資組合時所要考慮的風險、 β 值越小表示共同基金對市場大盤漲跌的反應越小。股價指數的 β 值為 1，若同期間內共同基金淨值的 β 係數大於 1，表示風險及報酬均

大於市場，指數上漲時獲利可觀，但行情不佳時也損失慘重(謝劍平，2010，p.107-09)。

2.2.2 共同基金的績效指標

一、夏普比率(Sharp Ratio)

代表投資者承擔每單位總風險所能得到的超額報酬，是一能兼雇報酬與風險的衡量指標。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，亦考量了共同基金所面臨的非系統風險。計算投資組合每承受一單位總風險，會產生多少的超額報酬。夏普比率依據資本市場線的觀念而來，是市場上最常見的衡量比率。當投資組合內之資產皆為風險性資產時，適用本比率(謝劍平，2007，p.710-11)。

夏普指數最常見的計算方式如下：

$$\text{夏普指標} = \frac{\text{風險溢酬}}{\text{總風險}} = \frac{R_P - R_F}{\sigma_P}$$

其中

R_P ：投資組合平均報酬率

R_F ：無風險平均報酬率

σ_P ：投資組合報酬率標準差

二、崔納指數(Treynor Index)：

代表投資者承擔每單位系統風險所能獲取的超額報酬。指標值越大表示共同基金績效越佳。其所用的風險指標，為整體市場共同面臨的，在共同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。(謝劍平，2007，p.712-13)

每承擔一單位的 β 風險下，投資人可獲得的溢酬(premium)

$$\text{崔納指標} = \frac{\text{風險溢酬}}{\text{系統風險}} = \frac{R_P - R_F}{\beta_P}$$

其中

R_P ：投資組合平均報酬率

R_F ：無風險平均報酬率

β_P ：投資組合的系統風險

三、詹森指標(Jensen Performance Index)：

採用絕對績效指標的觀念，就是算出共同基金報酬率除了隨著於市場變動應有的報酬率及投資無風險資產應有的無風險報酬率以外，是否還有其他的超額報酬。指標值所表示的超額報酬率，可以清楚在共同基金間比較。該指標正值越大表示共同基金績效越佳，越能超越市場。依據證券市場線的觀念而來，當 CAPM 成立，且沒有超額報酬時，可用該指標衡量投資組合績效。(謝劍平，2007，p.713-15)

$$R_{PT} = R_{FT} + \beta_P(R_{MT} - R_{FT}) + E_{PT}$$

其中

R_{PT} ：投資組合在 T 期間內的報酬率

R_{FT} ：T 期間內的無風險利率

β_P ：投資組合的系統風險

R_{MT} ：市場投資組合在 T 期間內的報酬率

E_{PT} ：該投資組合在 T 期間內的隨機誤差

在上述方程中，若在資本資產定價模型成立，等於市場均衡的情況下，此時 E_{pT} 的預期值為零。若將「投資組合報酬率減無風險利率」當作因變數，再以「市場投資組合報酬率減無風險利率」為自變數，便可得以下的迴歸方程式。其中， α_p 表示在資本資產定價模型下經由系統風險調整後，投資組合應可獲得的超額報酬。

$$\alpha_p = (R_p - R_f) - \beta_p(R_M - R_f)$$

當

$\alpha_p > 0$ ：表示該投資組合的績效比大盤佳

$\alpha_p < 0$ ：表示該投資組合的績效比大盤差

$\alpha_p = 0$ ：表示該投資組合的績效跟大盤不相上下

2.2.3 共同基金的績效

如 2.2.2 敘述共同基金的績效指標有三種，分別為：夏普指數、崔納指數以及詹森指數。其中 Goetzmann and Ibbotson(1994)運用詹森指數研究共同基金，於 1976 年至 1988 年期間的開放型共同基金為研究樣本，其驗證結果發現共同基金績效具有持續性，然而不同型式之基金也呈現不同之實證結果，如 Philpot et al. (2000)利用夏普指數研究高收益債券基金的持續性，運用 53 檔高收益債券基金做為測試，期結果顯示持續性效果不顯著但依然有持續性在。

但 Jensen (1968)取 1945 年至 1964 年間美國 115 支開放型共同基金研究，發現共同基金並沒有預測未來價格之能力，故以基金績效作為挑選基金之準則並不比買進且持有的策略好，亦指沒有證據能顯示基金具持續性。

不同區域之基金其持續性表現會呈現不同的結果，如陳志宏(2006)論證結果顯示出台灣基金市場從 1999 年 8 月至 2006 年 1 月間共計 78 個月之股票型共同基金與台灣加權股價指數報酬率進行研究。採成對母體平均數差異假設檢定進行分析。該研究將資料期間依據加權股價指數之月成長率波動度區分為兩段各 39 個月之月報酬率，對兩段期間之基金績效進行假設檢定並比較，進而判定國內股票型基金績效是否存在績效持續性之現象與是否出現績效逆轉之狀況。其結果顯示，前期績效表現較佳之基金於後期績效無法持續且出現績效逆轉之現象，故判斷績效無持續性。

另外，在超額報酬研究論說中有一名學者，Grinblatt and Titman (1989) 運用 Jensen 指標研究共同基金有超額報酬的可能性，來分析 1974 年至 1984 年期間共同基金的季報酬率，其研究結果顯示大多數的共同基金無法獲得超額報酬。

但是，Treydor(1965)運用 Treynor 績效指標研究如何評估管理共同基金，分析 1953 年至 1962 年期間美國的 20 支共同基金，其研究結果說明當每承擔一單位的系統風險其增加獲得的超額利潤成正向關係。

2.3 小結

經文獻探討所顯示，共同基金績效許多研究指出具有持續性，但不同地區、不同種類甚或不同研究時間其基金在績效表現產生有別於具有持續性的結果。而針對 Grinblatt and Titman (1989)研究美國於 1947 至 1984 年之基金績效，實證結果發現大多數的共同基金無法獲得超額報酬。但另一學者 Treynor 在 1953 年至 1962 年期間分析美國 20 檔共同基金，期研究結果顯示每承擔一單位的系統風險其增加獲得的超額利潤成正向關係。而本組將利用資本資產定價模型來驗證台灣基金的績效是否呈現相同的情況。

第三章、研究方法

本組研究資料來源為兩大方向，第一是台灣證券交易所，主要蒐集1999~2007年間台灣股市收盤指數。第二為 Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) Global，主要是購買各國基金流入亞洲各國金額總量。根據這兩大資料，本組利用資本資產定價模型(CAPM)研究共同基金與台灣大盤股市隻績效表現。

3.1 資料來源

3.1.1 台灣證券交易所

研究中有關於台灣股市大盤之指數皆由 TAIWAN STOCK EXCHANGE(TWSE)台灣證券交易所取得，台灣證券交易所於1961年10月23日成立，“長期以來，秉持一個願景—「流通證券、活絡經濟」，為我國經濟注入活水，同時透過證券市場發展，發揮暢通國民儲蓄與投資的管道、支應產業發展所需之資金，以促進經濟成長”(李述德，2013)。

為服務資金需求者與供給者的平台，輔導企業上市、籌措資金、擴大經營規模、增加市場就業等。再經由公平、公正與透明的市場機制，使投資者的權益得以受到保障。

表 2：台灣證券交易所發展史

1961年6月22日	籌設中的證交所舉行第一次發起人座談會
1961年7月6日	籌備委員會正式成立，由臺泥為主任委員，臺銀為副主任委員
1962年2月9日	台灣證券交易所正式開業

資料來源：台灣證券交易所(2013)及本研究整理

3.1.2 Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) Global

本研究基金流量來自於 Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) Global，追蹤傳統及非傳統基金註冊成立的基金總資產為 19 億美元，提供資金流向和資產分配數據到世界各地的金融機構。提供法人、散戶及基金經理人在市場完整的操作流量分配，市場流動資料的提供如每日、每週和每月進入每個國家的股票和固定收益基金流量和資金分配(EPFR，2013)。“追蹤全球 1 萬 5 千個基金新興市場，金額超過 7 兆美元的美國基金。為買方和賣方進行宏觀和定量研究、資產配置和市場行銷提供服務”(Money DJ，2009)。

3.2 資料敘述

本研究中有二個變數為台灣股市大盤指數及基金流入台灣股票市場之總金額，主要來源是透過台灣證券交易所與 Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) Global。

台灣證券交易所提供一個公開透明的交易平台，並保存個股盤後資訊與大盤指數，使我們能正確地取得研究期間所需之股市大盤指數加以研究。而 Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) Global 追蹤全球一萬五千個基金新興市場，供買賣方進行研究、資產配置以及市場行銷，本組主要是購買 Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) Global 資料庫之基金流量，再透過資本資產定價模型來評估基金之績效，進而瞭解基金與股市績效之高低。

3.2.1 台灣股市大盤指數

本研究所使用之台灣股市大盤指數部分 1999 年至 2007 年，來自於台灣證券交易所所記錄下來之歷史資料，為了便於觀察研究期間之報酬率與其變化，故設計此一公式來計算台灣股市大盤指數之報酬率，公式如下：

$$S_R = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}}$$

S_R ：台灣股市大盤指數報酬率

S_t ：t 期之台灣股市大盤指數

S_{t-1} ：t-1 期之台灣股市大盤指數

3.2.2 基金報酬率

本研究基金流入亞洲等國家數據資料來源於 Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) Global 從 1999 年至 2007 年，基金報酬率公式如下：

$$MF_R = \frac{MF_t - MF_{t-1}}{MF_{t-1}}$$

MF_R ：基金報酬率

MF_t ：t 期基金流入股市淨值

MF_{t-1} ：t-1 期基金流入股市淨值

3.3 模型設計

資本資產定價模型（Capital Asset Pricing Model, CAPM）是在 1960 年由夏普、崔納與莫辛等人發展出的財務理論。主要研究“當證券市場均衡時，在一個已有效多角化並達成投資效率的投資組合中，個別資產預期收益率的結構與風險之間關係”（謝劍平，2011）。資本資產定價模型是建立以下假設的基礎上，主要包括市場訊息是完全充分的對稱，金融市場是完全有效的，理性預期成立，投資者屬於風險厭惡者。本研究由標準資本資產定價模型衍生出本研究的模型設計，透過模型來探討共同基金績效，將藉

由與台灣股市大盤績效的比對，以研究台灣基金的績效表現如以下模型設計(1)。

模型設計如下：

$$MF_R = \alpha + \beta_I(S_R - Int_F) \dots \dots \dots (1)$$

其中

MF_R ：基金報酬率

α ：常數

β_I ：資產的系統風險

S_R ：台灣股市大盤指數報酬率

Int_F ：無風險利率

3.4 小結

本組專題資料來源有台灣證券交易所及 Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) Global，主要採納台灣在 1999 至 2007 年間台灣股市收盤指數與基金流入台灣股票市場之總金額。然而依據圖 1.2 顯示，台灣的基金流量在亞洲地區位居第三名，因此本專題將利用標準資本資產定價模型 (CAPM) 來評估基金投入台灣股市的績效。

第四章、實證結果與分析

本專題將利用模型(1)並使用 Excel 之工具做實證分析，其結果如 4.1 實證分析。並將其結果論述於 4.2 小結。

4.1 實證分析

本專題驗證基金在台灣股市大盤之績效表現，研究期間為西元 1999 年 1 月至西元 2007 年 12 月止，且利用模型(1)及 Excel 2007 驗證，其實證結果如表 3 所示。此實證結果表示當台灣股市報酬率增加 1%，基金報酬率則會增加 1.0493%，證實基金較台灣股票市場績效好。

表 3：台灣基金績效之結果分析

台灣基金績效評估	
S_R	1.0493 (0.0602)*
調整的 R^2	0.7388
觀察值	108

註¹： S_R 台灣股票大盤報酬率

註²：依變數是基金報酬率

註³：標準差之顯示*、**、***表示 10%、5%、1%的顯著成度

註⁴：本專題測試期間為西元 1999 年至西元 2007 年

4.2 小結

影響基金報酬率之因素有許多，例如不同的基金經理團隊會有不同的選股能力、操盤能力、專業知識，投資組合風險以及受到大環境因素的影響等。再加上經理人能夠適時地調度資金、預期市場趨勢，將資金調整至適合地投資標的及掌握較多市場資訊，使資金能夠更有效率地得到報酬，令基金之績效優於股市大盤之績效。

第五章、結論

隨著經濟的開放及多元的投資環境下，人們投資理財的工具更是五花八門，因買什麼賺什麼的時代已逝去，如今要謹慎投資，但現代人沒有多餘的時間在投資上，理財工具多樣化與專業性，並不是每一個人都能懂得理財工具，若有專業經理人的專業知識及背後研究團隊的支持與協助，將更有效率的運用資金，因此投資共同基金是可考慮的投資方式。而且投資共同基金有五項好處，集合小錢變大錢、分散投資風險、專家經營管理、變現性流通性大及安全有保障。且透過實驗結果可知，投資基金的報酬率高於股市大盤，而且投資基金又有如此多的好處，因此本專題推薦本身較為忙碌或對理財較不擅長等社會大眾，投資共同基金是優良選擇。

中文文獻

1. 雜誌 Cheers(2002)，麥立心，「月光族投資 Step by Step」，Cheers 雜誌第 022 期，154-7。
2. 陳志宏(2006)，「國內股票型基金績效持續性之研究」，逢甲大學碩士論文。
3. 黃翠華(2007)，「應用資料包絡法及遺傳演化類神經網路模型建構最適投資策略—以台灣股票型共同基金為例」，東吳大學碩士論文。
4. 謝劍平(2007)，「現代投資學—分析與管理」，智盛文化。
5. 林傑宸(2008)，「基金管理」，智盛文化。
6. Money DJ 理財網(2009)，獵殺共同基金資金流向-何謂 EPFR，
<http://www.moneydj.com/forum/showtopic-80789.aspx>。
7. 孔盈傑(2009)，「建立適合投資人風險承受度之共同基金投資建議模型」，國立臺南大學碩士論文。
8. 謝劍平(2010)，「投資學—基本原理與實務」，智盛文化。
9. 謝劍平(2011)，「財務管理原理」，智盛文化。
10. 摩根資產管理(2012)，共同基金的組成架構，
https://www.jpmrich.com.tw/wps/portal/!ut/p/c0/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3ivgNAAoxBXAwN_Nx8nAyMXM2NnNw83AwMPc_2CbEdFAKPIUsE!/?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/wps/wcm/connect/JPMRich/eportal/lb_b2c_102/b2c_102p400/b2c_102p410/b2c_102p410_01/b2c_102p410_01_002。
11. 摩根資產管理(2012)，共同基金有哪幾種？
https://www.jpmrich.com.tw/wps/portal/!ut/p/b0/04_Sj9CPykyssy0xPLMnMz0vMAfGjzOK9AkIDjEJcDQz83XycDIxczIyd3TzcDAw8zPULsh0VA Ys0V9I!/?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/wps/wcm/connect/jpmrich/epor

- tal/lb_b2c_102/b2c_102p400/b2c_102p410/b2c_102p410_01/cnt_wpsad_165457。
12. 摩根資產管理(2012)，評估績效的三個方向，
https://www.jpmrich.com.tw/wps/portal/!ut/p/b0/04_Sj9CPykssy0xPLMnMz0vMAfGjzOK9AkIDjEJcDQz83XycDIxczIyd3TzcDAwsDfULsh0VAQkMEU4!/?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/wps/wcm/connect/JPMRich/eportal/LB_B2C_L02/B2C_L02P400/B2C_L02P420/B2C_L02P420_01/B2C_L02P420_01_01/B2C_L02P420_01_001。
 13. 工商時報(2013)，全民萬點運動 失落 20 年 70 年代日均值逾 3 千億，到了去年只剩 810 億元...，
http://reader.chinatimes.com/forum_142171.html。
 14. 共同基金績效評估指標(2013)，基準比較法，
<http://www.tej.com.tw/twsite/tejweb/tw/product/explain/A0501.htm>。
 15. 行政院勞工委員會 (2013)，基本工資，
http://www.cla.gov.tw/cgi-bin/siteMaker/SM_theme?page=4e12daf9。
 16. 雜誌 Cheers(2013)，蕭碧燕「做而知不足，畢業後先工作吧」，第 154 期專欄，98-9。
 17. 中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會 (2013)，境內基金統計資料，
<http://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN2001.aspx?PGMID=IN0201&PORDER=5>。
 18. 行政院主計處(2013)，102 年 7 月底工業及服務業受僱員工人數為 702 萬 6 千人，本月平均薪資為 43,304 元，
<http://www.dgbas.gov.tw/ct.asp?xItem=34874&ctNode=5624>。

19. 梁亦鴻(2013)三天懂基金買賣：3000 元起，累積你的第一桶金。
20. 基金學院(2013)，投資共同基金的好處，
http://fund.bot.com.tw/W/WE/school_A_02.html。
21. 李述德(2013)，首長歡迎詞，
<http://www.twse.com.tw/ch/about/company/welcome.php>。
22. 台灣證券交易所(2013)，歷史介紹，
<http://www.twse.com.tw/ch/about/company/history.php>。

英文文獻

1. Goetzmann, M. and Ibbotson, S. (1994). Do Winner Repeat Patterns In Mutual Fund Performance. *Journal of Portfolio Management*, 20,9-18 ◦
2. Grinblatt, M. and Titman, S. (1989). Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holding. *Journal of Business*, 62 (3),393-416 ◦
3. Jensen, M. C. (1968).The performance of mutual funds in period 1945-1964. *Journal of Financiace*, 23, 389-416 ◦
4. Philpot,J., Hearth, D., and Rimbey, J.(2000) 「 Performance Persistence and management skill in nonconventional bond mutual funds 」 , *Financial Service Review*,9,247-58 ◦
5. Treynor, J. L. (1965). How to Rate Management Investment Funds. *Harvard Business Review*, 23, 389-416 ◦