

# 第一章 導 論

## 第一節 研究緣起

近些年來，隨著經濟的快速成長，政治的開放，以及社會的多元化，台灣的非營利組織（Non-Profit Organization, NPO）亦發展的相當迅速。多樣化的非營利社會團體倡導著其組織的使命，並推動各項的社會議題和理念。小如獎學金的頒發，大如公共事務的參與，皆有看到非營利組織所提供的社會服務資源。故舉凡社會公共事務、政策的倡導、教育文化的改革、醫療衛生的提倡、社區發展的提升、以及鄰里互助等的界域，非營利組織皆能積極的發揮，特別是彌補政府不足之功能，其所具的影響不可輕乎。

非營利組織顧名思義，就是強調 Non profit 非以營利目的為導向，而財力不足乃是一般非營利組織常面臨的困境，因為缺乏營利的動因，若非營利組織無法自闢財源，則將有可能因資金的匱乏，而無法繼續完成組織的使命與目標。很少有非營利組織如美國福特基金會(Ford Foundation)，能夠以自己基金會的資產孳息來運作(圖 1-1-2)，而不需大量仰賴外界的捐贈及募款。根據 Harris (1989) 的調查結果(陳安琳、李文智, 1998)，美國自 1984 年至 1987 年間，非營利組織的被支持率下降了 25%，咎其原因，不外乎為(一)政府緊縮了預算(二)企業捐款日益減少(三)美國聯邦政府的法令修改，降低了對非營利組織捐款的租稅誘因。那時在這些壓力下，非營利組織的資金來源日趨減少，故有些學者便思索著，如何在非營利組織中，透過基金管理方式來追求獲利的機會，以便幫助組織達成其使命目標，且又能不損害到其非營利的特性。

非營利組織財務管理的目標，便是要尋求組織穩定與永續生存，Pfeffer & Salancik (1978) 提出，“獲得並能維持資源的能力是組織永續生存的主要條件”，黃德舜(1999)指出非營利組織要成功發展有兩大管道：第一是要有優越的募款能力(及業務活動產生的收入)；第二是要具備高超的投資管理技能。募款是非營利組織收入的重要來源，但卻是一項不易進行的工作，因為它是人對人的互動行為，尤其對台灣的非營利組織而言，除了宗教組織外，

大多數的非營利組織皆仰賴政府的捐助或由一些大的企業所成立的基金會來運作。而中國傳統的家庭觀念，習慣將財產留給下一代子孫風氣的影響，使得捐贈不若西方的盛行，故而造成募款的不穩定。另一非營利組織生存的管道便是加強投資管理；非營利組織的投資管理包含了對固定資產的投資（又稱為資本預算），及證券的投資（將剩餘閒置資金投資在多樣化的證券組合上，以獲取投資收益）。投資管理的良窳與募款一樣的重要；好的投資管理要做成本的控制規劃，而成本的控制則與人有關；哪些事情是志工要做的？哪些事情是職工要做的？管理者須深思熟慮。在非營利組織中，專職人員的工作，絕不是志工可取代的，而卓越的志工、職工管理，可使服務的品質及數量增加；一旦服務的數量、品質增加了，則顧客和員工的滿意度亦會增加，如此便會產生善的循環（見圖 1-1-1：非營利事業成功發展循環圖），如此非營利組織纔可永續生存。

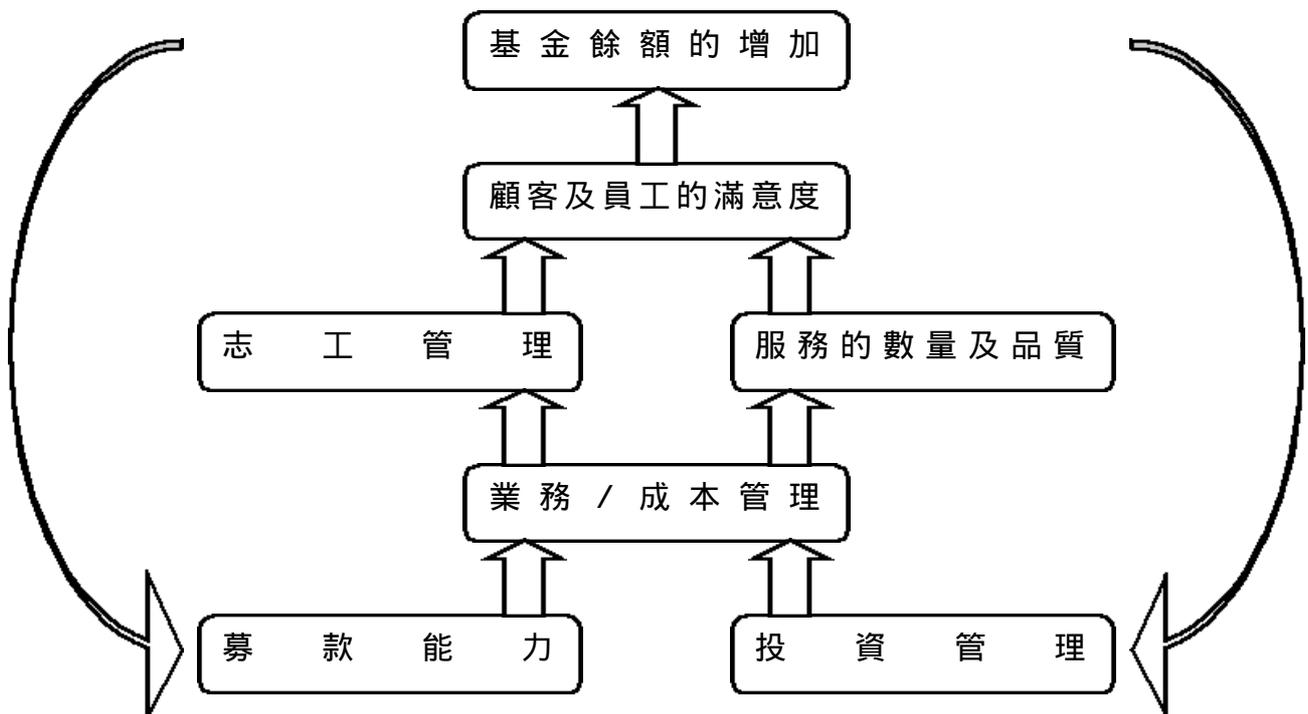


圖 1-1-1：非營利事業成功發展循環圖

資料來源：黃德舜（2000），"融資策略差異性：非營利組織資源依賴的動態性 - 以基金會為例，" 第一屆非營利組織管理研討會論文集，南華大學管理學院暨中正大學管理學院主辦，頁 8-17。

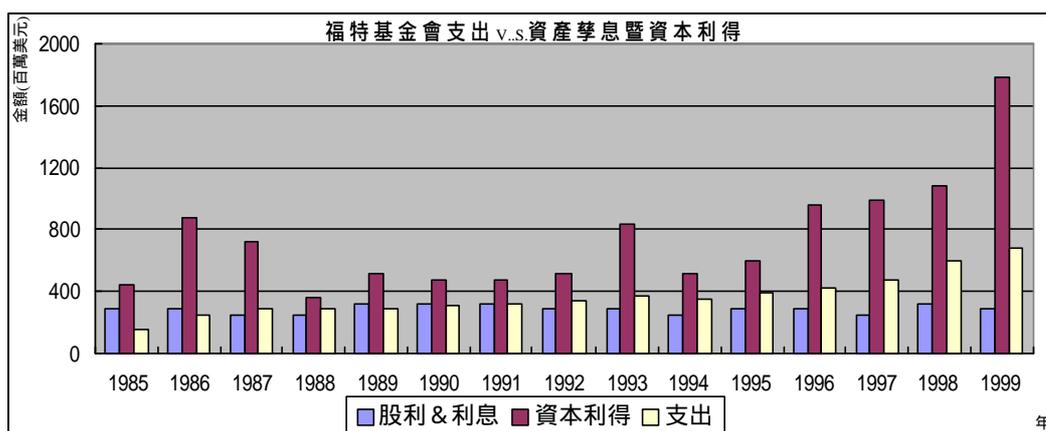


圖 1-1-2 福特基金會經費支出與資產孳息 & 資本利得比較圖

資料來源：整理自福特基金會網站 (<http://www.fordfound.org>.)

對非營利組織的財務經理而言，期望財務的可預測性是他們共同的目標。在營利部門中，投資組合經理所追求的是，在最小的財務風險下，而能獲得預期的財務報酬。但事實上，預期的報酬若增加，相對之不可預測的風險亦會跟著增加；非營利部門經理所追尋的是一個能夠提供相當程度的服務水準，以獲取一些期望的報酬，故對非營利組織的財務目標而言，乃期望能將收益中的一些不可預測的變動性降至最低。

非營利組織的財務經理亦可藉由不同的投資組合，來分散財務投資風險；若將捐贈者可運用之部份捐款去做投資組合，則可能提高捐贈者對基金的預期標準和認同；但捐贈款若具有不可預測性，則捐贈收入的差異性和風險性亦會增加。對非營利組織而言，常為了一個不可預期的期望收益水準之達成，而造成財務風險的增加，有可能即使允諾增加服務，然卻仍無法收到期望的捐贈；故非營利部門經理在面對處理未來所期望的收益時，必需審慎評估該收益的不確定性。

對募集捐贈款而言，非營利組織必需承擔資金募集所產生的風險；而對政府的移轉收入而言，非營利組織必須遵守政府規定各項標準所產生的支出風險。與營利組織的經理比較來看，若資金的募集低於所預期的情況，則非營利組織的財務經理，可能會面臨著要去承擔，因提供特別服務而引發的風險。

Grossman(1992)亦曾指出，即使政府的資金允諾交託，但在資金募集前，有許多不可預料的拖延，將會增加許多非營利組織的應負成本；顯然的，非營利組織的財務經理要去承受這些不可預期的變動風險。一些非營利組織的

財務經理或主管，可能要花費很多時間、努力及考慮，從各種可能情況來獲取所需的資源；為了可由投資產生穩定的收入，並為了達到既定水準下的收益，任何非營利組織當然偏好較小的風險及財務之可預測性的投資方式。

在營利事業體系中，經濟學者常塑造各種的方法，提供各種的投資理論，給企業決策階層使用參考，期使投資的風險降到最低、利潤達到最大；但這對非營利組織而言，卻較少觸及，一是在非營利組織中，財務方面的專業人才不足，二則是資金不充裕，三是刻板印象，一般人認為非營利組織不應從事營利活動。故在一般投資組合理論中和非營利組織的財務風險考量下，激發本研究之動機，希望提供一些精緻的財務投資組合模型的選擇，給非營利組織在財務的預測上及財務的投資方案上做為考量的基礎。

## 第二節 研究的範圍與目的

Chabotar (1989) 和 Chang & Tuckman (1991a,1991b) 等學者提出，為使財務上的缺陷最小化，非營利組織應採多樣性的收益基礎，包括從政府的分配、捐贈與補助、會費和其他來源等方式。他們表達了非營利組織收入必須要多樣化、豐富化，這樣非營利組織才不會過度依賴政府的分配或私人的捐贈。

2001 年共同基金已成為家喻戶曉的金融工具；1999 年台灣有一半的基金報酬超過股市的平均報酬，故每當投信公司推出共同基金時，幾乎很快的就銷售一空，截至 2000 年 8 月，國內基金規模約佔股市市值的比例大約是百分之十，相較於美國的百分之五十、香港的百分之二十（訪談中華投信機構員林分公司經理）；故國內未來開放的空間仍然大有可為。由於投信公司所選擇的投資標的，皆是審慎評估而來，包括需考量總體經濟、產業狀況、公司財務結構與績效，才作出其投資決策。故未來國內的資本市場，也將會進入法人主導的專業資產管理時代，所以本文將對共同基金作一分析評估，提供給非營利組織作為剩餘基金投資之參考。

在非營利組織中，決策階層必須使用各種不同的資源去提供、並支持與使命相關的活動，資金的來源除了募款、政府補助及業務收入外，決策階層大都傾向相當保守的投資行為，換句話說非營利組織很少去利用到、也不甚明瞭融資市場的工具。本文研究能引導台灣非營利組織在資金的運用上，有個更寬廣的理財觀念，且能安全、穩定的增加其投資收益，讓非營利組織能在合法的情況下，來追求資金的自給自足。故本文研究的重點，將著重非營利組織投資行為面的探討，特別針對共同基金的研究，期望使非營利組織的決策或財務主管能對共同基金投資有更進一步的認識，更希望藉助於對共同基金的獲利性、安全性、穩定性的探討，找出一套期望能在最小的財務風險下，可達到基金之最適投資組合；並從投資收益來源中，分析其變異數與標準差，或其他分析工具，以便從其他資源中找出基金之最適投資組合，使非營利組織有更多及更篤定的投資選擇機會。

基於上述的動機，本研究以國內證券投資公司發行的共同基金為對象，針對共同基金風險的衡量及報酬率來作探討，希望達到下列目的：

- 一、 評估國內證券投資公司所發行之共同基金的風險大小，判斷基金的穩定性如何。
- 二、 安全性高及收益穩定性高的共同基金之投資組合的界定
- 三、 提出非營利組織基金的投資政策及投資策略。

透過本研究，期望能找出安全性高、風險性低、獲利性可觀的共同基金投資，給非營利組織做為投資參考的依據，更期望本篇研究結果，對資金匱乏的非營利組織有所助益。

## 第三節 研究流程

根據前述的研究動機與目的，本研究分為五章，各章的主題大綱如下：

### 第一章 導論

對本研究之研究背景與動機、研究範圍與目的、及主要的流程做一敘述。

### 第二章 文獻探討

探討非營利組織的概念及其基金投資在稅法上的規定；並對主題 - - 共同基金做深入探討，探討文獻中有關共同基金風險的衡量，也用一些傳統模式的投資績效指標來評估共同基金的投資績效，和投資穩定性評量之相關研究。

### 第三章 研究設計

設計本研究的研究架構、研究範圍、研究期間與資料的來源；並將研究所運用的變數，下一個操作型的定義，以及研究方法的設計。

### 第四章 實證結果與分析

說明本研究限制，及對研究之實證結果加以探討與分析。

### 第五章 結論與建議

針對第四章的實證結果，進行歸納與彙總，並提出本研究的結論，特別對非營利事業機構提出一些建議方向。

## 第二章 文獻探討

本章主要藉由文獻的探討與理論基礎的研究，嘗試從非營利組織的定義出發，思索著如何在非營利組織中，透過基金管理來追求較高獲利的機會，以便幫助組織達成其使命目標，且又能不損害到其非營利的特性。而共同基金在台灣發展已有十七個年頭了，已變成當下最熱門的投資理財的工具。我國證券投資信託公司事業的發展，自 1983 年 8 月國際證券投資信託公司(簡稱國際投信)開始，經 1992 年主管機關開放新投信的設立後，專業法人機構在股市之投資比重日益增加，國內證券市場生態為之丕變，已進入了戰國時代，針對市場需求而設計之不同類型的基金紛紛出籠。截至西元 2001 年 3 月底，臺灣共有 38 家投信公司加入戰場，其發行之共同基金的資產額度已達 7000 億新台幣以上，所發行之基金含封閉式、開放式及國內外股票、債券基金支數總計達 297 支。

### 第一節 非營利組織之概況

#### 一、非營利組織的定義

非營利組織(Non-Profit Organizations, NPO)又稱為非營利部門(Nonprofit sector)、志願性部門(Voluntary sector)、第三部部門(the Third Party or the Third Sector)以及非政府組織(Non-Governmental Organizations)或稱慈善團體或慈善機構(Charities)。

事實上，學者對於界於政府部門和營利組織之間的模糊地帶，界定相當不一致，非營利組織一詞是美國內稅法(Internal Revenue Code, IRC)所採用的名詞，其中依 IRC 第 501 條第 C 項第三款的規定，在該稅制之下符合免稅條件的慈善組織(Charitable)，包括教育、宗教、科學等，且必須致力於公共事務利益，而不是為了增加私人利益(Hodgkinson, 1989)，亦即表明非營利組織乃為民眾提供公共服務，以彌補政府施政上的不足；但另一方面，非營利組織與營利組織一樣，也從事營利活動和投資活動，但其目的卻不是為組織所有者賺取利益(附表之 2-1-1)，而是要為組織提供服務之最大化。

(表 2-1-1) 非營利事業與營業事業之比較

		營 利 事 業	非 營 利 事 業
1	目的	報酬率最大化	提供服務
2	績效評估標準	* 易於做成本效益比較 * 有績效衡量做比較基礎	* 不易做成本效益分析 * 沒有單一的績效衡量做比較基礎
3	投入與產出關係	投入 = 費用；產出 = 收入 兩者間關係密切，相互配合 可依產品別服務地區來進行評估	資金的來源與所提供的服務分開處理 僅有少數的事項，其投入與產出關係配合良好
4	財務需求	短期預算可變動，較具彈性	短期營業預算變更缺乏彈性
5	管理重點	做最佳決策 賺錢	對有限資源妥善的運用

資料來源：(1)黃德舜(1998)，"非營利事業財務分析"，南華大學非營利事業管理研究所規劃研討會論文集，頁 151  
(2)Ziebell, Mary T. and DonT. DeCoster Management Control Systems in Nonprofit Organizations San Diego : Harcourt Brace Jovarvich, 1991, P15

學者間對非營利組織的定義亦各有不同。例如 Hansmann (1980)認為非營利組織本質上禁止組織分配淨盈餘給該組織之成員、職員、董事或受託人，非營利組織可以從事營業活動，只要淨盈餘全部保留，運用於組織的使命目標之服務，且不從事盈餘的分配即可；Hansmann 將非營利組織，依 1.財源籌措的方式分為：捐贈型 (donative) 非營利組織和商業型 (commercial) 非營利組織，前者的財源主要來自於捐贈或補助，如美國紅十字會；後者的財源則來自財貨、勞務、及服務的提供，如醫院和護理之家。2.依組織控制的方式可分成互助型 (mutal) 的非營利組織和企業型 (entrepreneurial) 的非營利組織，前者組織由贊助人來運作控制，例如美國汽車協會和鄉村俱樂部；後者運作則取決於董事會，如醫院、博物館。(附表 2-1-2)，Hansmann 表示，如下述的分類外，仍有許多非營利組織存在其間，例如私立大學，從財源籌措的方式來看，即兼具有「捐贈型」和「商業型」的混合型態。James (1989)則認為美國將非營利機構定義為享有免稅或可抵減優惠的機構。

表 2-1-2 非營利組織的分類

控制權 財務來源	互助型（會員控制）	企業型（董事控制）
捐 贈 型	共同使命團體 政治性俱樂部	社會救助機構 小兒麻痺慈善基金會 藝術博物館
商 業 型（收費）	美國汽車協會 消會者聯盟 鄉村俱樂部	國家地理協會 社區醫院 療養院

資料來源：(1) 江明修,(1994) "非營利組織領導行為之研究," 頁 11

(2) Hansmann, Henry B.,( 1980 ) "The Role of Nonprofit Enterprise," The Yale Law Journal,

Vol. 26, Apr. 1980 , p.842

Thomas Wolf( 1990 )則認為非營利組織應具備下列五項特徵：( 江明修, 1994 )

1. 具有公共服務的使命
2. 為非營利或慈善的法人組織
3. 排除營利動機的管理結構
4. 免聯邦稅
5. 捐助者享有減稅的優惠

而 Salamon (1999)認為非營利組織應具有下列五項特徵：(1)具備某種程度的制度化 (2)係私人性質的組織：雖然非營利組織的董事或財務資源可能來自於政府的部門，但基本上仍是由私人領導 (3)並不分配盈餘：非營利組織，將所累積的盈餘回饋到未來的社會中 (4)自願性質：通常組織內的活動及管理皆有相當程度的自願性質，其董事會成員都是自願性無給職的，而員工亦以自願性者居多。(5)公益性質：非營利組織為使命目標而存在，並提供公共財服務。

黃世鑫、宋秀玲(1989)則從運作目的、財源籌措方式、盈餘分配與否，來說明非營利組織、政府部門和私人部門的差異（如表 2-1-3）

表 2-1-3 非營利組織與政府部門、私人部門之差異

	運作的目的	財源籌措方式	盈餘分配與否
政府部門	非營利： 謀求社會福利 與團體利益	1.強制性：主要係以 賦稅收入支應政府 支出 2.不具有對價關係	不以追求盈餘為 目的
非營利組織	非營利： 謀求社會福利 與團體利益	1.自願性：主要來自 私人之捐贈 - 公益 2.具有明顯的對價關 係	不分配盈餘： 必須將保留盈餘 用於未來目的事 業的生產
私人部門	營利	1.自願性：私人支付 價格交換財貨與勞 務 2.具有明顯的個別對 價關係	可分配剩餘盈餘

資料來源：黃世鑫、宋秀玲(1989)，「我國非營利組織功能之界定與課稅問題之研究」，台北：財政部賦稅改革委員會，頁 21。

## 二、台灣非營利組織概況

我國所得稅法第 11 條「教育、文化、公益、慈善機關或團體，係以合於民法總則公益社團及財團之組織，或依其他關係法令，經向主管機關或立案成立者為限」。第 4 條 13 款「教育、文化、公益、慈善機構或團體，符合行政院規定標準者，其本身之所得及其附屬作業組織之所得」免稅。故我們可歸納出非營利組織，其本質上是公益的、非營利的、非政府主導的，是自主性及自願性的，因具有公益性，非為私人所擁有；因非以營利為目的，故淨利的多寡並無實質上的意義，故也很難用數字來衡量其營業成果；其運作、管理方式與營利事業有所不同。

### (一) .台灣非營利組織的分類

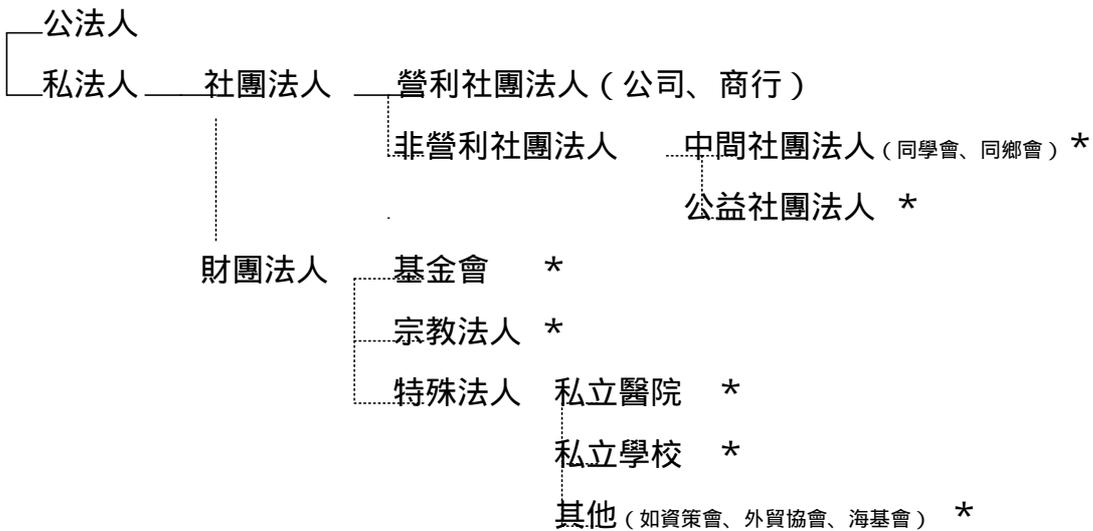
就我國「人民團體法」的規定，人民團體可分類如表 2-1-4 所示：

表 2-1-4 我國人民團體之分類

種類	目的	法律依據	性質
職業團體	以協助同業關係，增進共同利益，促進社會經濟建設為目的，由同一行業之單位、團體或同一職業之從業人員組成的團體	人民團體法第 35 條	互益性
社會團體	以推展文化、學術、醫療、衛生、宗教、慈善、體育、聯誼、社會服務或其他公益為目的，由個人或團體組成之團體	人民團體法第 39 條	公益性
政治團體	以共同民主政治理念，協助形成國民政治意志，促進國民政治參與為目的，由中華民國國民組成之團體	人民團體法第 44 條	政治性

資料來源：江明修，(1994) 非營利組織領導行為之研究，頁 11

若依我國民法的規定，可分為社團法人與財團法人



\* 非營利組織

圖 2-1-1 我國法人的種類

資料來源：官有垣，(1998) 南華大學非營利事業管理研究所規劃研討會，頁 173

## (二) 台灣非營利組織的範圍

根據官有垣(1998:173-174),黃世鑫與宋秀玲(1989:19-21)的研究,他們將台灣的非營利組織包含下列七大類:

1. 學術團體與學術研究基金會
2. 私立學校:包含幼稚園、小學、國中、高中、高職、專科及大學院校
3. 財團法人醫院與診所,以及醫療衛生團體
4. 宗教團體:可區分為(1)宗教社團;(2)財團法人登記之寺廟、教堂;(3)未辦理財團法人登記之寺廟、教堂
5. 社會福利與慈善團體及基金會
6. 除了社會福利與慈善團體及基金會之外的「公益團體及基金會」,例如文教、體育、國際交流、經濟業務等類型組織
7. 配合政府政策而成立的社團法人及財團法人:一些社團及基金會設立的目的,主要是為了配合政府的公共政策之推動,機構之經費來源部分是由政府捐助,部分則由私人或企業捐助,例如工業技術研究院、中華經濟研究院、中國生產力中心、海基會、國家文藝基金會等。

## (三) 台灣非營利組織目前所面臨的問題

### 1. 領導與管理的問題

台灣的非營利組織中,許多社會福利工作人員皆接受過專業的訓練基礎,但在管理社福機構上,社工人員的專業與經營管理的專業是不同的。許多非營利組織的領導者,皆是由社工人員來擔任,但社工人員大多數皆未受過管理專業的訓練,故統理起非營利事業組織,便問題不斷;然若由管理專業人才來擔任,卻又因實務經驗不足,認知不同,常造成社工人員與管理人員之間衝突不斷。

### 2. 財務的問題

非營利組織常困擾的問題便是錢從哪裡來?它必須籌措資金來提供顧客服務,問題是資金的管道來源相當的不穩定,眾所皆知非營利事業籌錢的管道大致有三種:一是募款,這是非營利組織收入之最重要來源,但也

是一項困難重重的工作；二是來自業務活動所產生的淨收入；如會費、服務收入、補助款（政府補助及其他）、利息收入等；三是投資，法律上非營利組織可以投資有價證券，包括第一類上市的股票，國內發行的受益憑證、債券、公司債等的金融工具，但非營利組織大都缺乏財務專業人才及資訊，不知也不敢投資於有價證券和受益憑證，故大都選擇定存或國庫券、公債等安全性大的投資方式。

再者，非營利組織的執行長大多不能也不敢承受基金投資的風險，故在行投資決策時，乃採行一個相當保守穩健的現金流程方案，因其認為何時需要資金並不是很確定。

### 3.政府管理及整合非營利組織的問題

台灣非營利組織的主管機關不一，故分類上造成困難重重。喜瑪拉雅研究發展基金會資料庫母體中，於 1999 年所公佈之基金會方面，單是已登記註冊的基金會有 1649 家，向中央主管機關登記成立的就有 843 家（向教育部登記有 562 家、內政部登記有 103 家、經濟部登記的有 34 家、其他部會登記的有 144 家），另外向前台灣省政府登記的有 71 家，向台北市登記的有 314 家，高雄市登記的有 66 家，而向其他縣市單位登記的有 355 家。（資料整理自喜瑪拉雅研究發展基金會 1999 年出版的「臺灣 300 家主要基金會」，頁 6-11）。主管單位不一，故監督標準產生雙軌制。再者由於政府福利的擴張，與非營利組織的功能重疊，浪費了不少的資源。

## 第二節

# 非營利組織財務管理與基金投資稅法規定

### 一、非營利事業組織財務管理的重要性

大部分的非營利組織，其資金的來源並不能完全的獨立自主，大多需仰賴捐贈者的資源。故對非營利組織而言，乃根據它所仰賴之資源的集中程度和重要性來決定它的依賴程度；因此非營利組織的資金之運作功能，需遵守重要資源供給者的需求，但若對供給者過渡的依賴，則容易陷入供給者掌控的泥沼中，對組織使命和願景的達成可能導致偏差；當環境不斷的改變，將會對非營利組織的基金之募集，會產生新的威脅或新的機會，因此非營利組織對其資金來源的分配極為重要，不能只仰賴募款或捐贈、甚或政府補助。所謂「巧婦難為無米之炊」，不管是營利或非營利，財務管理之良窳都是組織存亡的命脈，梁偉康(1990)認為非營利機構的財務管理是「如何有計劃的去控制和支配財政的資源，達成機構所訂的目標」。對非營利組織而言，任何財務管理的目標都是以達成組織的使命與目標為前提；王金英(1999)更指出做為一個非營利機構的領導階層，必須隨時檢視：

- 1.機構在十年內中是否最少有七年，其總收入大於總支出？
- 2.現金流量是否足夠負擔機構九十天的業務運作經費？
- 3.基金的母金是否每年至少能增加五%的利潤？
- 4.預算計畫是否合乎實際？
- 5.財務管理是否能有效率的實踐機構的「使命」？
- 6.機構的財務狀況是否能維持有利的槓桿原理？
- 7.是否能增闢財源，而不只是依靠單一的收入來源？

黃俊英（1998）指出，美國的非營利組織發展，已進入了競爭市場階段，也就是非營利組織必須靠自己自謀出路，在相互競爭者之中爭取有利的資源，以求自給自足；而台灣目前似乎仍停留在慈善贊助和尋求政府補助階段，故黃俊英個人認為台灣的非營利組織，也許很快就會進入競爭市場階

段，故未來在捐贈來源的資源上，各非營利組織的競爭將更加激烈。眾所周知在非營利組織發展上，財力的普遍不足，乃是一般非營利組織常面臨的困境。非營利組織資金的來源，最主要的是由募款而來，其次是來自業務收入。就整體而言，舉凡募款、政府補助、出租收入、權利金收入、基金孳息、商品出售收益、與企業的合資收入借款，以及投資收入等皆是。在非營利組織的財務管理議題中，學者的論述大都觸及募款或政府的補助，是因這二項是非營利組織最主要的資金來源，很少觸及投資管理層面，儘管大部分的決策階層知道基金孳息與投資利得也是極重要的財務資源，但在非營利組織的型態中，大都以慈善濟助或關懷為主，且決策執行者並不嫻熟財務管理領域，甚或認定慈善層面不應涉及營利動機的投資管理層面，或不知道剩餘的基金應如何投資？投資多少？Gronbjerg (1990a) 指出政府補助款常被描繪成最穩定的收入來源，特別是在社會福利補助方面，但 Gronberg 認為非營利組織財務投資應採用組合理論模式，不僅是募款與政府補助，連業務收入，資金孳息與投資收益，皆應列入考量，多層面的考量，將可使財務的風險最小化。

Huang (2000) 也指出，在沒有替代的收益資源時，非營利組織大都依賴政府的補助款以維持組織的永續生存，但政府補助款的不穩定，使其不若私人捐款來的重要與穩定，他在其"融資策略差異性：非營利組織資源依賴的動態性"一文，將台灣的基金會之財務資源分為五大類來分析：政府資金、企業捐贈、個人捐贈、存款利息或投資利得、及商業活動淨收入等五大介面來分析。其研究結果顯示(附表 2-2-1) 基金會的融資策略較少採用商業活動策略，而且文教型基金會又較非文教型基金會更依賴企業捐贈，在文教型基金會中依賴政府之資金有 11.3%，表 2-2-1 中，不管是文教基金會還是非文教基金會，對於非營利組織的資金來源得自於利息收入或投資利得皆高達 25% 以上，但這 25% 的背後，利息佔多少的百分比？而投資利得又佔了多少的百分比呢？

(表 2-2-1) 非營利組織資金資源利用率

文教基金會		非文教基金會	
財務融資策略	利用率之平均數	財務融資策略	利用率之平均數
1. 政府資金	9.17	1. 政府資金	13.23
2. 企業捐贈	40.37	2. 企業捐贈	19.68
3. 利息收入/或 投資利得	25.23	3. 利息收入 / 或 投資利得	28.27
4. 個人捐贈	20.43	4. 個人捐贈	33.94
5. 商業活動	4.80	5. 商業活動	3.65

資料來源：黃德舜（2000），"融資策略差異性：非營利組織資源依賴的動態性 - 以基金會為例，" 第一屆非營利組織管理研討會論文集，南華大學管理學院暨中正大學管理學院主辦，頁 8-14。

## 二、非營利事業組織的財務管理內容

非營利組織中，好的財務管理包含了（1）融資管理：（企業的合資收入、應付帳款的管理、募款的管理、短期借款、中長期借款、以及融資來源風險分析）以及（2）投資管理：所謂投資，主要是對固定資產的投資和證券投資。固定資產的投資，乃針對土地、建築物及設備的投資。而證券投資，亦即是將資金投資在不同的證券上，以便獲取收益。固定資產的投資計劃對企業未來營運影響甚大，時間亦長，故需評估其投資計劃是否可行？一般方法選用有回收期間法(payback period method)、會計報酬率法(the accounting rate of return method)、淨現值法(Net Present Value method)、內部報酬率法(internal rate of return method)等的方法，但因這部份不在本研究範疇裏，有興趣可參考財務管理的相關書籍，其中對資本預算投資皆有詳細討論分析。

非營利事業的投資目標，不是以報酬率最大化，而是要著重在穩定性的考量上，如進行短期投資時，要注意投資標的物的流動性及投資的風險因素。故營利組織與非營利組織，在組織的目標上、及財務操作的過程上、投資行為的思考層面上是不相同的（表 2-2-2）

在前述的基金投資之稅法規定中，曾述及非營利組織的投資策略大多採保守原則，非營利組織的執行長或董事會不能或不敢去承受基金投資的風險，故在檢選投資決策時大都採行穩健保守的策略，而且非營利組織在

考量投資風險時，必將投資的穩定性和安全性置於獲利性之前，目前稅法的規定，允許非營利組織投資第一類上市公司股票及公司債和共同基金等的有價證券。若投資公司債，將可享受定期定額的利息收入，而投資第一類的上市公司，風險較高但報酬率亦相對增加，可獲得資本利得和股利收入；共同基金則是另一種的投資工具，它是一種由不特定的投資者，將投資額度匯集起來交由專業投資信託機構來進行操作，所得的收益，投資人可按出資比例分享的一種投資工具。

表 2-2-2 營利與非營利組織財務管理目標的異同

營利組織的目標	非營利組織的目標
1.持有最多的股份	1.穩定、安全
2.利潤極大化	2.使命責任
3.最大邊際效益	3.行為目標
4.行為目標	4.社會責任
5.社會責任	

資料來源：Shim, Jae K.& Joel G. Siegel, (1997) Financial Management for Nonprofits, N.Y. : McGraw - Hill Companies. p.4

(表 2-2-2) 的比較，顯示營利和非營利組織，其財務管理目標的優先順序有很大的不同。營利組織由於必須對股東負責任，因此以短期的利益為優先考量，故當危機發生時，營利組織會竭盡其所能的保有資產。而非營利組織的目標係以使命、服務為優先考量，故著重穩定、安全及長期發展。當危機發生時，會傾向保留現金，以便能保持組織的持續運作，而不是選擇保有財產 (Shim & Siegel, 1997)。此外，非營利組織必須具有危機意識，亦即可能與其他營利或非營利組織產生競爭；因此，做好優質的財務管理規劃，才能保有財務的優勢；當非營利組織財務穩定時，服務才能夠擴展，組織也才能永續發展 (王金英, 1999)。

### 三、非營利組織基金的投資管理

非營利組織基金的投資管理應審慎計劃，可能的投資風險及能容許的最大誤差限度，應在事前加以評估規劃，以免使母本（principle）將來遭受到侵蝕減少的風險。一般非營利組織有數種的投資基金型態，從具流動性的投資工具、固定資產的支出計劃、受贈基金之投資，員工福利及退休基金等，任何投資組合的操作需謹慎小心，並需隨時掌握應有的資訊與控制。

非營利組織的投資管理首重投資策略與政策的編製，若組織未能妥善的編製投資政策，則非營利組織的投資計畫很可能會隨著組資內部財務經理個人的意願或隨少數管理階層之規劃而起舞；再者，投資的類型是短期、或中長期投資，或受贈基金的投資應區分清楚。1972年美國聯邦法律特別立法規定，允許基金會投資，但需依「普同機構基金管理法」（The Uniform Management of Institutional Funds Act - UMIFA）規定。基本上，非營利組織對基金投資管理的重點，應包含下列三點：

1. 保本（安全）
2. 維持基金的流動性
3. 投資應能產生增值收益

#### （一）基金的種類（Types of Fund）

非營利組織對基金的定義乃依該基金欲行使之目的而有所區分，不同類型之非營利組織，其基金型態會依該組織運作的特性或有些許的不同，因每一種基金型態乃是依其特定目的而設立。一般所謂「短期資金短期使用，長期資金長期使用」，此種投資觀念也適用非營利組織，短期剩餘資金可投資在有價證券等的短期投資上，而受贈基金則可投資長期性的投資工具上。Herzlinger（1994）將一般性的非營利組織之基金整理分類如下：

表 2-2-3 非營利組織基金類型

<p><b>當期基金</b></p>	<p>未受限制或一般性基金 受限制或特殊收入基金 債務服務基金 資本計劃基金</p>
<p><b>永久基金</b></p>	<p>財產設備基金 受贈基金 信託代理基金</p>
<p><b>特殊基金</b></p>	<p>創投基金  內部服務基金</p>

Herzling, Regina E. ( 1994 ) Financial Accounting And Managerial Control For Nonprofit Organization ,South-Western Publishing Co.p.189

## ( 二 ) 受贈基金 ( Endowment )

受贈基金為捐贈者捐贈給免稅的非營利組織的基金 ( fund ) , 基金是否為永久性或暫時性乃依捐助人之意願所決定 ; 大部分的非營利組織之受贈基金理應原封不動不可消耗掉 , 但可將之投資在一些現在或未來能產生穩定的收益孳息資產上 , 並可將其孳息或資本利得用來協助組織使命、願景的經營運作與完成。

Herzling ( 1994 ) 指出非營利組織將受贈基金又分成三大類 : 1. 真實受贈基金 ( The Principal of True Endowment fund ) 2. 條件式受贈基金 ( Term Endowment Fund ) 3. 準受贈基金 ( Quasi-Endowment Fund ) 。真實受贈基金乃依捐贈人意願 , 並以維持基金母本的完整性之前提下來行投資策略 ; 條件式捐贈基金則需將基金投資一段固定的期間後 , 才可供捐贈者的其他目的使用 ; 而準捐贈基金運用由非營利組織之董事會管理當局自行負責處理。

### (三) 受贈基金對非營利組織的重要性

受贈基金是非營利組織執行組織使命的量能，故對支持組織的運作與永續生存是非常重要的，因為受贈基金具有：

1. **組織穩定性的支持力量**：因為受贈基金不但不得支用且其孳息或投資收益皆要協助支持組織計劃的達成，故對組織的任何計劃方案皆具有穩定支持的力量。此外更具有：
  - a. 可減少向公眾募款的壓力
  - b. 提供組織經濟上的獨立性，可避免政治壓力的介入。
  - c. 具彈性：尤其為受限制的受贈基金，可由組織充分自主的應用
  - d. 具計劃的能力
2. **組織與捐贈者間維持一個更穩固的關係**：受贈基金若妥善運用，可提高捐贈者對組織的認同，進而維持一個長期的穩固關係。

### (四) 受贈基金的投資管理

Hankin (1997) 指出，受贈基金管理大致包含下列各項：

1. 資產分配
2. 支出率 (spending rate)
3. 有價證券投資

#### 4. 多樣化

#### 5. 投資界域的界定

#### 6. 績效評估（包含成本評估）

### 四、非營利組織基金投資運用之稅法規定

非營利事業為證券投資時，依我國所得稅法公告之「教育、文化、公益、慈善機關或團體免納所得適用標準。」；第二條第五款：「基金及各項收入，除零用金外，均存於金融機構或購買公債、國庫券、可轉讓之銀行定期存單、銀行承兌匯票、銀行或票券金融公司保證發行之商業本票、公營專業銀行發行之金融債券或國內證券投資信託公司發行之受益憑證及經依法核准公開發行上市之第一類股票或公司債。但由營利事業捐助之基金，得部分投資該捐贈事業之股票，其比率由財政部定之。」

第二條第八款：「共用於與其創設目的有關的活動支出，不得低於基金之每年孳息及其他經常性收入百分之八十者，但經主管機關查明函請財政部同意者，不在此限。」

私立學校投資基金管理辦法第三條規定：「私立學校得依細則第四十二條第一項第四款之規定，經董事會同意在基金總額二分之一額度內，作為投資基金購買國內依法核准公開上市之股票、公司債及國內證券投資信託公司發行之受益憑證」。但第四條又規定：「為分散私立學校投資基金之投資風險，私立學校投資同一公司發行之股票及公司債，同一證券投資信託公司發行之受益憑證，其額度合計，不得逾可投資基金額度之百分之十，亦不得逾同一被投資公司發行在外股份總數之百分之十，但本法發佈施行前私立學校已持有之股票，不受前項限制。」

從上述的敘述，稅法允許非營利事業投資第一類股票及公司債和共同基金等的有價證券，但傳統上，許多非營利組織因缺乏財務專業人才和投資專業知識，對組織剩餘基金投資方案大都採保守原則，大部份將資金投

資到貨幣市場(Money Market)去購買國庫券、商業本票、銀行承兌匯票、以及可轉讓定期存單等，而不敢將資金投資在有價證券上，因為非營利事業投資除了要考慮到獲利性外、更要考慮投資的安全性、穩定性。尤其是穩定性，是非營利事業的財務投資準則。

## 第三節 共同基金的意義與分類

共同基金採專業化以及分散風險的投資方式,可以滿足各種投資者的需求,尤其是它能符合追求投資的安全又能獲得高收益率的要求,對非營利的組織和對中小額的投資者而言,共同基金將是最佳的投資方式。而且隨著共同基金管理法規日趨健全,共同基金的魅力與日俱增,現今共同基金廣告已如可口可樂或麥當勞一樣的普遍,並已造就成一種安全、穩定的形象。共同基金目前已成為各國最受歡迎且發展最快的一種金融工具。台灣投資共同基金起步較晚,1983年第一家投資信託基金-台灣基金成立,到2001年3月底已有297種基金成立,金額更達新台幣七千億元以上。

### 一、共同基金的意義

共同基金(Mutual Fund)是一種由眾多不特定的投資人,將各種不同的出資額度匯集起來,交由專業投資機構進行操作,來做多角化投資以分散風險,所得的收益由投資者按出資比例分享的投資工具。它是一種集合投資制度,故可以享受『規模經濟』所產生的利益,故它在證券分析及交易等方面的成本就能夠因而降低。

投信機構可將資金投資於各種的金融商品,如資本市場上的股票、債券;貨幣市場上的短期票據、銀行存單、金融期貨、選擇權、黃金、外匯、房地產等。投信機構只是作為一個資金管理的角色,其賺取固定比例的佣金。

### 二、共同基金與信託

信託(Trust)是指將自己的財產委託給可以信賴的第三者,按照委託人的要求,加以管理、運用(戴國強、王慶昌,1992)。信託可分為商業信託和金融信託。商業信託主要是經營商業性質的委託代理業務;金融信託主要是代理運用資金買賣和代理有價證券及管理財產。而共同基金則是金融信託的一種。

### 三、受益憑證與股票、債券的異同

受益憑證是共同基金所發行的證券。它與股票、債券都是金融投資工具，但股票是「產權」關係，債券是「債權」關係，而受益憑證是「信託」關係。再者，受益憑證是「信託工具」，資金主要投資在其他有價證券及不動產上；而股票、債券是一種「融資工具」，其資金主要投資在公司企業上（戴國強、王慶昌，1992）。最後，要說明的是，股票的收益極具不確定性，主要取決於股票發行公司的經營良窳，以及部份投機；債券是屬於固定的收益型債券，其收益多少，通常可預先得知，故投資風險較小；而共同基金投資在有價證券較多，且其投資標的選擇能靈活的運用，故收益較債券高，而且其投資風險大部份小於股票（附表 2-3-1）。

表 2-3-1 股票、公司債、共同基金的比較表

	擇股策略	反映關係	資金用途	收益不同	穩定性 排序	風險
第一類股票	考慮信譽、經營狀況	債權、債務關係	融資工具，主要用於企業	不確定，取決於公司經營狀況。獲取資本利得與股利收入	小	大
共同基金	委託專業投信公司操作	信託關係	購買有價證券、不動產	取決於專案經理人的操作能力績效	中	中
公司債	考慮信譽、經營狀況	產權關係	融資工具，主要用於企業	收益穩定。獲取定期定額之利息收入	大	小

資料來源：本研究

### 四、共同基金的優缺點

綜合學者的立論，投資共同基金之優點如下：(Chen R. & S. Stockum, 1986；楊朝舜，1993；謝富全 1995；詹碩彰，1998；戴國強、王慶昌，1999)

#### 1. 報酬率高：

此乃相對於公司債或其他貨幣工具而言，例如「國際店頭證券投資信託基金」，一年期之平均報酬率高達 84.3558%（截至 2000.6.30，資料來源：台灣經濟新報）；像中信全球科技基金（國際型）近三年的報酬率達 284

%、群益馬拉松基金（股票型）近三年的報酬率達 200 %；近一年報酬率達 100 % 以上的有 35 支，一年報酬率達 60 % 以上的有 101 支，報酬率相當高。第一類上市股票的報酬率雖然亦高，但風險卻較共同基金高。

2. 不限定資本額度，小錢就可做理財，且流動性強、變現性佳：

投資共同基金，不論大額或小額投資者均可投資，購買基金後，投資人如需贖回基金，可至基金公司要求賣回（封閉型）或至證券市場上自由出售（開放型），可隨時買進賣出；唯當共同基金周轉率太高時，投資不一定能獲益。

3. 採投資組合，來分散風險，投資靈活：

投資理財工具的多樣化與專業化，不是一般投資人可完全掌控的；而共同基金集中了大量資金與高度的專業人才，可以有計劃的分散其資金至各種的投資工具上，實現資產投資組合的多樣化化，再加上基金經理人高度的專業知識，可使投資的靈活度增加，降低投資風險；專業經理人為了投資的安全性、穩定性的考量，都採多樣化的投資組合方式來操作，故其操作都受到規範，且投資的目標與策略都已預先規劃，故透明度相當高。

4. 產生規模經濟效益：

共同基金的受益憑證面額之大小，可依投資者之負擔能力，來選擇投資標的和投資金額。故其投資金額不受限制，它可集合小額資金匯整為一大筆資金，交由專業投資信託機構來進行操作，來為投資大眾賺取報酬；故共同基金除了有資金雄厚的優勢，對市場運作會產生左右的力量外，更可降低成本，提高投資收益，進而產生規模經濟的效果。

5. 專家管理，可避免盲目投資以及避免因情緒而產生不理性的投資行為：

個人或非營利組織去購買股票和共同基金，要花時間去分析，在沒有時間且資訊不足的情況下，分析能力將輸給專業；投信經理人都經過專業訓練，經驗與專業資訊豐富，可做出較正確的投資決策，為投資人降低投資風險，故而產生較高的投資收益。對沒有時間或不熟悉投資領域的個人或非營利組織而言，投資共同基金，相當於獲得專家資訊的優勢，可避免盲目投資。

## 6. 種類繁多，可任意選擇：

已開發國家的基金投資幾乎涉及所有的領域，而且其種類隨著投資的範疇逐漸的擴大，以滿足不同型態投資者的需要而多樣化、多元化。此外，尚有可節稅、無倒帳風險、亦可向銀行質押借錢等的優點。

共同基金投資雖然重視獲利性，但更重視投資的安全性、穩定性，與非營利組織的投資準則相符合，且大部分共同基金的投資選擇優於定期之債券或國庫券和定期存款，是穩健保守的非營利組織之投資管道的另一選擇，尤其共同基金專業化的管理和分散風險的投資方式，能滿足非營利組織尋求首重投資安全、穩定的標準，並可獲得高收益的需求。

但共同基金也並非為常勝軍，它亦有如下的缺點：

### 1. 投資基金並不能完全消除風險

我們強調投資共同基金較安全、較穩定，並不代表它可規避任何風險。金融環境體系中，不確定的因素很多，一般而言包含有系統風險（systematic risk）和非系統風險（unsystematic risk）；系統風險是投資基金無法避免的，它包含了整體的經濟環境、政府的經濟政策、整個的產業狀況及金融環境，投資市場的規模格局、運行機制..等的變化，這些因素的變動對投資市場具有重大影響；非系統風險指的是基金自身的不確定因素，又稱公司特有風險（firm specific risk），它是由一些如訴訟、新產品開發失敗、或公司發生特殊事件等所造成。Sharpe 認為有效證券組合沒有「非系統風險」，故這些非系統風險可經由證券多角化投資方式消除掉，故證券組合報酬率不確定性的唯一來源就是系統風險，基金投資與其他投資一樣，無法消除系統風險，唯基金投資可透過證券投資的有效組合來消除非系統風險。

### 2. 共同基金成立之初，即已設定投資目標和策略，使得基金投資缺乏較大的靈活性（王益民，1998）

基金投資時，預先制定投資目標和策略是必要的，如此可保護投資者的利益，並作為基金投資參考的依據；但此目標與策略是根據「過去」的環境條件對「未來」的投資所作的預測，當金融市場的變化符合原先所

預期的，投資的目標便較容易達成；但當市場變化無常時，基金投資將因受限於目標與策略而無法靈活應用，未能因應市場的詭譎變化，可能坐失良機而遭致損失。

### 3. 不信任基金經理人

基金經理人專業水準亦參差不齊，或誇大不實、或刻板印象，使投資者不信任基金經理人的專業能力。

### 4. 基金的手續費、管理費過高

投資者在基金市場買進基金時，要支付購買手續費，當投資者要出售持有之基金單位時，有時還要再支付銷售費用，使得投資者遭受雙重的剝削；甚至有些基金在購回基金時還需花費一定的時間，讓投資者有被剝削的感覺。

## 五、共同基金的分類

### (一) 依組織型態和法律地位來區分

#### 1. 契約型基金

又稱信託型基金，是指受託者依委託者的指示，將投資信託的信託資產向特定的有價證券進行投資與使用，且將受益全分割，使不特定的大多數人取得為目的。

#### 2. 公司型基金

公司型基金乃依據公司法組成的，藉由發行股票或受益憑證的方式，將資金投資於有價證券以取得其收益的股份公司，投資者藉由購買該公司的股票或受益憑證而成為該公司的股東，而依其所持有的股份來承擔經營風險或分享投資收益；公司型基金與一般的股份公司在投資限制和資產的運用上，以及組織結構等方面有著不同程度的差別。

### (二) 依投資基金受益憑證變現方式之不同（即發行的方式）來區分

#### 1. 開放型基金

開放型投資基金發行的股票或受益憑證的總數是不固定的，投資者

可要求信託公司按解約時淨價值扣除手續費後贖回股份或受益憑證，亦可要求增加購買投信公司的受益憑證。

## 2. 封閉型基金

指投資基金在設立時，便限定了基金的發行總額。在初次發行達到預定的發行額度後，基金便宣告成立，並在一定時期內不再追加發行新的基金股份，投資者要贖回或購買，只能從次級市場按市價買進或贖回。

### (三) 依基金註冊地或基金投資區域不同區分

#### 1. 按投資基金的註冊地不同區分為

##### (1) 國內基金

國內投信公司在本國內設立的基金，基金的募集來自於國內，投資的對象也來自於國內的有價證券。

##### (1) 海外基金

指投信公司在另一國設立募集的基金，並將基金的資本用於第三國，或於基金註冊地以外的區域來進行投資。

#### 2. 按基金投資區域不同區分為

##### (1) 區域基金

指選擇某一地域內的幾個國家或區域的金融市場作為投資市場的組合方式，以分散風險，以獲取最大收益的基金類型。

##### (2) 環球基金

以全球的投資市場作為可供選擇的投資組合市場，期能分散風險創造最大利益。

##### (3) 單一國家基金

以單一國家的投資市場作為可供選擇的投資市場，期能創造最大利益。

### (四) 依據投資報酬的目標之不同區分

#### 1. 成長型基金

成長型基金是追求資本的長期增值並為投資者爭取一定的經常性報

酬，基金投資的對象以市場表現良好的績優股作為投資的標的。成長型基金雖然追求資本增值，但並不是追求資本在短期內的最大增值，而是追基金穩定的、持續的、長期的成長。因投資的策略之差異，又可衍生出「積極成長型基金」和「成長兼收入型基金」。

## 2. 收入型基金

以追求當期收入最大化為投資的標的，乃將基金投資於利息較高的貨幣市場或債券以及較高股利的股票。此種投資風險較小，但相對的資本成長較小。通常又可分為「固定收入型基金」和「股票收入型基金」，固定收入型基金大都投資於債券和特別股股票，股票收入型基金則把基金集中投資於配息紀錄較好的公司普通股股票或可轉換公司債。

## 3. 平衡型基金

這類型基金為保護投資者資金的安全，注重經常性收入和當期收入，為實現收入及資本的長期性成長，故主要投資於大公司債券、優先股和部份的股票；這些有價證券在投資組合中有較穩定的組合比例，故基金的表現較穩定。當市場行情上漲時，平衡型基金漲幅低於股價指數的漲幅；但當市場行情下跌時，平衡型基金跌幅低於股價指數的跌幅。

### (五) 依據投資對象或投資策略的不同區分為

#### 1. 股票基金

把基金投資於各類型股票，事實上前述的成長型基金就是股票基金，股票基金是基金最原始、最基本的投資標的。

#### 2. 債券基金

此種基金乃為穩健保守型的投資者而設計的，風險小於股票投資風險。

#### 3. 貨幣市場基金

投資於流動性的有價證券，如國庫券、定期存單、商業票據、承兌匯票、銀行同業拆借等。

#### 4. 創業投資基金

又稱風險基金，以投資於具有較大發展潛力的新興產業作為投資

的對象，尤其是那些未上市的小型而潛力無窮企業和新興的產業為投資對象，此將會承擔企業創業的巨大風險，並從其中獲取超額報酬。

此外，尚有較少見到的外匯基金、小型企業基金、指數基金、認股權證基金、商品基金、可轉換公司債基金、房地產基金等。

表 2-3-2 共同基金種類

	1	2	3	4	5
分類方式	組織型態	發行方式	發行區域	投資報酬的目標	投資標的物
	1. 契約型基金 2. 公司型基金	1. 開放式基金 2. 封閉式基金	1. 全球型基金 2. 區域型基金 3. 單一國家型基金	1. 成長型基金 2. 收入型基金 3. 平衡型基金	1. 股票基金 2. 債券基金 3. 貨幣基金 4. 創業投資基金 5. 外匯基金 6. 小型企業基金 7. 指數基金 8. 認股權證基金 9. 商品基金 10. 可轉換公司債基金 11. 房地產基金

資料來源：本研究

## 第四節 共同基金風險衡量及績效評估模式

### 一、共同基金風險的衡量

傳統上對於共同基金績效的評估大部份著重其整體的績效評估，以 Treynor (1965)、Sharpe (1966)和 Jensen (1967, 1968)指標，而對於共同基金風險的衡量，通常以投資報酬率的變異數或風險來表達。

理論上，投資人具有風險規避(Risk Averse)的傾向，亦即投資人在進行投資時，思索如何來制定投資決策，使在風險固定的情況下，可使報酬率達到最大；或在報酬率固定的情況下，使風險降至最低的投資組合。

### 二、共同基金傳統績效評估模式

多年來有關共同基金投資績效評估的研究，一直是學者所熱烈探討的領域。在績效研究上可分為（1）傳統的評估模式，（2）擇時、選股能力、（3）共同持股比率法、以及（4）探討資產規模、費用及周轉率……等對基金績效之影響評估；上述方法，事實上都以資本資產定價模式(CAPM)為理論引導。

#### （一）Treynor 指標(1965)

Treynor 是利用 CAPM 的證券市場線(Security Market Line, SML)的觀念。此法主要運用投資組合報酬相對於市場報酬的波動程度 $\beta_p$ 來導出評估績效。

$$T_p = \frac{R_p - R_f}{b_p}$$

$R_p$ ：共同基金投資組合報酬率

$R_f$ ：無風險利率

$\beta_p$ ：beta 風險，即在 CAPM 模式中之 $\beta$ 值，表共同基金的波動性

結論： $T_p$  值愈大，表示在單位 $\beta$ 值下，基金的報酬愈大，共同基金投資績效愈佳。

## (二) Sharpe 指標(1966)

Sharpe 亦是根據證券市場線(SML)的觀念衍生而來的，此模式採用 Markowitz 平均數 - 變異數模型的觀念( M - V 準則 )，以美國 1954 - 1963 年的 34 個共同基金做為研究對象，建立共同基金投資績效評估指標。實證結果發現共同基金績效劣於市場投資組合績效，且前後期績效並無持續性。

$$S_p = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

其中  $R_p$ ：預期實際報酬率（投資組合報酬率）

$R_f$ ：無風險利率

$\sigma_p$ ：預期報酬率的標準差

上式公式中表投資人承擔每一單位的總風險 $\sigma_p$  所獲得的異常報酬。若  $S_p$  的值越大，表所操作的投資組合，每承擔一單位風險所獲得的額外報酬越大，則投資績效越佳。

## (三) Jensen 指標(1968)

Jensen 認為 Sharpe 和 Treynor 的方法只能對共同基金績效作相對性排列，故而其採用絕對績效指標的觀念，利用投資組合的異常報酬來衡量績效，當實際報酬超過必要報酬的部份即為異常報酬；而異常報酬愈高，績效愈好，根據證券市場線的觀念(SML)，投資組合預期報酬率與風險的關係如下：

$$E(R_p) = R_f + [E(R_m) - R_f] \hat{\alpha}_p$$

此即資本資產定價模式(Capital asset pricing model, CAPM)

$E(R_p)$  = 第 p 種證券的預期報酬率 (即基金投資組合預期報酬)

$R_f$  = 無風險利率

$E(R_m)$  = 市場投資組合的預期報酬率

$\hat{\alpha}_p$  = 第 p 種證券的 係數

Jensen 以 CAPM 模型作為絕對的績效基準，將證券市場迴歸線加以修正，使其成為一績效評估指標，其模式如下式所示：

$$E(R_{pt} - R_{ft}) = J_p + \hat{\alpha}_p E(R_{mt} - R_{ft}) + \hat{\alpha}_{pt}$$

$J_p$ ：代表投資組合 p 之 Jensen 指標

$\hat{\alpha}_p$ ：為 p 投資組合之  $\hat{\alpha}$  係數

$\hat{\alpha}_{pt}$ ：為誤差項

Jensen 透過多期的迴歸模式來求算上式中的  $J_p$  值。 $J_p$  為迴歸式的截距項，代表投資組合的績效，當  $J_p$  值愈大時，表示投資組合績效愈佳，反之則愈差。雖然與 Treynor 一樣，都直接利用 CAPM 推導出其評估績效之指標，但不同於 Treynor 及 Sharpe 指標，在於 Jensen 指標為一衡量絕對績效的觀念，其係估計在一段固定期間內相同系統風險的情況下，某一投資與買進持有市場投資組合策略相比，可多（或少）獲得之絕對報酬。

該模式利用 CAPM 的觀念，以絕對績效指標的概念，研究 1945 1964 間，美國 115 支共同基金的績效，結果發現在未扣除費用前有 67 支基金的  $J_p$  績效指標值小於零，而有 48 支基金的  $J_p$  值大於零，整體平均值為 -0.4%。當扣除費用後，有 76 支基金的  $J_p$  值小於零，而整體平均值更降低至 -1.1%，表示該段期間共同基金的投資績效表現不佳。

#### (四) 傳統模式所面臨之問題及影響

上述三項的績效評估皆以資本資產定價模式(CAPM)所推衍出來

的，但 CAPM 本身是一種事前的模式，亦即模式中所有變數的值都是一些預期值。尤其證券市場線的  $\hat{\alpha}$  係數係反應未來某一特定期間，個別證券報酬率相對於市場上投資組合報酬率的變動程度。換句話說 CAPM 乃是根據事前或預期的情況而設立的，但實際上，我們擁有的卻只是一些事後的或過去的資料，故其結果可能產生兩項錯誤：

1. 基準投資組合的選擇(來替代市場投資組合)，將影響績效評估的結果。

根據 CAPM 模式，標竿投資組合(Benchmark Portfolio)必須符合「期望值--變異數效率準則」。Roll (1978)即指出由於無法取得市場上所有個別資產報酬率的資訊，要真正計算出市場投資組合的報酬率是相當困難的，故必須以近似市場投資組合的標竿投資組合來替代，如此便產生標竿投資組合是否具有足夠的代表性問題。

2. 系統風險  $\hat{\alpha}$  係數假設的問題

CAPM 模式基礎下，隱含著系統風險水準  $\hat{\alpha}$  是固定不變的常數之假設，但事實上， $\hat{\alpha}$  係數往往隨著基金經理人對市場的預期而調整。換句話說， $\hat{\alpha}$  值是不固定的，故使證券市場線(SML)的分析失去了意義。

3. 不能區隔出基金經理人所擁有的資訊品質

上述的問題，使得在以傳統的模式來評估績效時，會產生某種程度上的誤差，尤其是第 3 項，基金經理人會產生優秀的績效，往往是其具有優越的選股能力(Selectivity)和擇時能力(market timing)。

### 三、共同基金之安全性與穩定性的分析模式

#### (一) Fama 模型(1972)

學者 Fama (1972)認為共同基金的整體績效來自於「選擇能力」

(Selection ability)和風險 (Risk) 兩部份，其中選擇能力又分為淨選擇能力(Net selectivity)和分散能力(Diversification)。風險亦可再分成管理者風險(Manager's risk)和投資者風險(Investor's risk)，故其在 1972 以事後型態的資本資產訂價模式為基礎來做模擬分析。

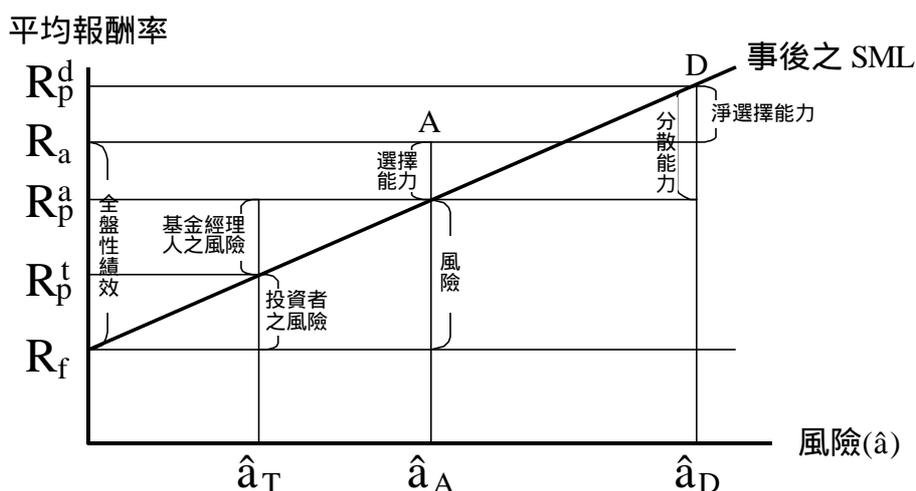


圖 2-4-1 Fama 之投資績效分析圖：

其中：

$p$ ：任一投資組合。

$A$ ：某一風險性基金投資組合。

$D$ ：非系統風險完全分散之投資組合（非系統風險=0）， $D$  與  $A$  之報酬率的變異數相同。

$R_f$ ：自事後資料算得之基金投資組合的無風險利率之平均數。

$R_a$ ：自事後資料算得之基金投資組合的平均報酬率。

$\beta_A$ ：自事後資料算得之  $A$  的  $\hat{\alpha}$  值。

$\beta_D$ ：自事後資料算得之  $D$  的  $\hat{\alpha}$  值。

$\beta_T$ ：投資者心目中認定之事後的目標風險水準。

$R_p^a$ ：事後實際證券市場線(SML)上，對應於基金投資組合  $D$  的系統風險  $\hat{\alpha}_A$

$R_p^t$ ： $p$  之  $b_p$  剛好等於  $\beta_T$  時，自事後 SML 上，對應於投資者

心目中認定之事後目標風險水準  $\beta_T$  算得之平均報酬率

$R_p^d$  :  $p$  之  $b_p$  剛好等於  $\hat{\alpha}_D$  時，自事後 SML 上，對應基金投資組合  $D$  之系統風險  $\hat{\alpha}_D$  算得之平均報酬率

Fama 評量之數學公式如下：

$$R_a - R_f = (R_a - R_p^a) + (R_p^a - R_f) \dots\dots\dots(\text{公式 2-6-1 式})$$

整體績效 = ( 選擇能力 + 風險 )

$$R_a - R_p^a = (R_a - R_p^d) + (R_p^d - R_p^a) \dots\dots\dots(\text{公式 2-6-2 式})$$

選擇能力 = ( 淨選擇能力 + 分散風險能力 )

$$R_p^a - R_f = (R_p^a - R_p^t) + (R_p^t - R_f) \dots\dots\dots(\text{公式 2-6-3 式})$$

風險 = ( 基金經理人風險 + 投資者風險 )

Fama 認為當市場處於均衡狀態時，所有投資組合應位於證券市場線上(SML)，因此基金組合  $A$  的市場風險  $\hat{\alpha}_A$  所對應的報酬為  $R_p^a$ ，而事後的實際報酬率為  $R_a$ ，兩者之差可用以衡量「選擇能力」， $R_p^a$ 與無風險利率( $R_f$ )之間間距，則為承擔風險所能獲得的補償。而在考慮投資組合的非系統風險，Fama 將選擇能力再分為「淨選擇能力」和「分散風險能力」。所謂「淨選擇能力」表示總報酬率與承擔總風險下的報酬之間的差額；而「風險」可分為「經理人風險」與「投資人風險」，是由基金經理人所承擔的風險水準和投資人心目中的目標風險水準不同而產生。

由於 Fama 僅就理論上探討投資績效之構成因素，以提供基金績效評估一個建議的方向，且其方法較複雜，牽涉到投資者主觀認定的問題，故實務上較不易使用。

## (二) Gary, Randolph & Beebower (1986) 模型

Gray P. Brinson, L. Randolph Hood, and Gilbert L. Beebower 在 1986 年從事研究投資政策及投資策略對共同基金績效的影響。所謂投

投資政策是指該基金的長期資產配置計劃，包括資產的種類及投資比重，以控制基金的風險，並達成投資目標；投資策略是指擇時及選股策略，所謂擇時係指基金經理人為達到提高基金報酬與降低基金風險的目標，乃策略性地調整各個資產種類之比重；而選股則是在同一個資產種類上作調整，總資產配置比例雖未改變，但持有的資產內容卻不相同。

為了將投資組合的報酬率重新分解，以分辨出那一個投資決策對基金績效的影響最大，其提出一個新的評估方法，以便於觀念的釐清及計算。其計算模式如下：

表 2-4-1 投資政策及投資策略績效之評估方式

		選 股 能 力	
		實際	消極
擇 時 能 力	實 際	實際投資組合報酬率 $(\sum_i a_i \times R_{ai})$	II 投資政策與擇時能力報酬率 $(\sum_i a_i \times R_{pi})$
	消 極	III 投資政策與選股報酬率 $(\sum_i p_i \times R_{ai})$	I 投資政策報酬率 (以標竿報酬計) $(\sum_i p_i \times R_{pi})$

其中： $p_i$ ：第 i 類資產的平均持有比率。

$a_i$ ：第 i 類資產的每月實際持有比率。

$R_{pi}$ ：第 i 類資產所選定之標竿報酬(benchmark return)。

$R_{ai}$ ：第 i 類資產的每月實際報酬。

若基金經理人採行積極的投資策略，則對基金績效的貢獻有：

擇時能力： $II - I$

選股能力： $III - I$

其 他： $IV - III - II + I$

總計  $IV - I$

從上述 4 個象限即可得知績效大小，接著其更以基金報酬做為因變數，投資政策報酬率、投資政策與擇時報酬及投資政策與選股報酬為自變數，進行迴歸分析，來探討 3 個自變數解釋能力。

該研究利用 1974 至 1984 年間，91 個基金之季資料進行實證分析，並以 S & P500 做為股票指數，結果發現，雖然採行積極的投資策略會增加基金的報酬，但決定基金績效的主要因素為投資政策，亦即以長期持有的資產權重及資產組合內容決定基金投資組合的績效，而非選股及擇時策略。

### (三) Grinblatt and Titman (1993) 模型

Grinblatt and Titman (1993)所提出估算方式有別於以往對共同基金績效的研究，主要差異在於使用了投資組合變動指標(Portfolio Change Measure)來作測量，解決了尋求標竿投資組合(benchmark)上的困難，同時也可避免部份投資組合可能因破產或被購併而無法得知該股未來報酬下導致之誤差(Survivorship bias)。

其投資組合變動指標(Portfolio Change Measure)主要依據事件研究(Event study Measure)的評估法，計算研究期間(event period)與後續期間(comparison period)資產報酬的差異，基本觀念在於具有優良績效的基金經理人應具有預測能力，能將未來報酬率高的資產納入投資組合中或提高持有比重，而將報酬低的資產排除或降低持有比重。因此，績優之經理人調整投資組合比重與組合內各資產未來的報酬應呈正相關，此關係可用共變異數表示如下：

$$\text{Cov} = \sum_{i=1}^N [E(W_j, R_i) - (W_j) E(R_j)]$$

$E(R_j)$  :  $R_j$  的期望值

$W_j$  : 投資組合內第  $j$  組資產的比重

$R_j$ ：投資組合內第  $j$  組資產的報酬

將上式進一步改寫為下兩式

$$\sum_{i=1}^N (R_j - E(R_j)) \dots\dots(a)$$

$$\sum_{i=1}^N (R_j - E(W_i R_j)) \dots\dots(b)$$

式(a)乃事件研究評估法(Event study Methodology)的主要模型,而式(b)則為 Grinblatt and Titman (1993) 投資組合變動法 (Portfolio Change Measure)的主要模型。因此,若式(b)中之共變異數大於 0,即可表示基金經理人能預先納入或調高報酬較高的資產在投資組合中之比重。然而,在式(a)中之預期報酬  $E(R_j)$ 如以研究期間之平均報酬  $\overline{R_j}$  替代時,在特定的投資策略中(如反向操作)會使平均數偏低,共變異數為正值,產生錯誤的結果,故過去報酬不能用來衡量預期報酬。相同的理由,在式(b)中亦不能用未來投資組合權數來替代預期持股權數。因此,Grinblatt and Titman 乃假設  $t+k$  期之資產報酬率為第  $t$  期的預期報酬率之代替值, $t-k$  期的投資組合資產比率,為第  $t$  期的預期持有比率之代替值。因此,式(a)、(b)改寫出(1a)及(2a)

$$\sum_{j=1}^N \sum_{t=1}^T (R_{jt} - R_{j,t+k}) / T \dots\dots(1a)$$

$$\sum_{j=1}^N \sum_{t=1}^T (R_{jt} - R_{j,t-k}) / T \dots\dots(2a)$$

該研究利用了 1974 年 12 月 31 日至 1984 年 12 月 31 日之 155 個基金的持有比率季資料進行評估,並依其投資目標分別評估其績效,以遞延 1 季及 4 季為權數來作標竿基準,實證結果以積極成長型之基金擁有較佳之績效。

#### (四)、William & Walker (1994) 模型

William G. Droms and David A. Walker (1994) 主要是利用時間序列的迴歸統計,來衡量權益型共同基金風險調整後的績效(risk-adjusted performance)與資產規模(asset size)、費用率(expense ratios)、投資組合

週轉率(portfolio turnover)之間的長期關係。研究期間為 1971 年至 1990 年，樣本包含 151 支基金，其實證結果大致獲得以幾點結論：

- (1) 以 S & P 500 index 及 World index 衡量  $\alpha$ 、 $\beta$  及  $R^2$  大致相同，但以 EAFI index 衡量則有較低之績效。可能因為 S & P 500 index 是 World index 的主要組成份子，但並未包含在 EAFI index 之內。
- (2) 國際股票型基金之風險調整報酬率與其費用率有關，亦即調查結果顯示，當費用越高時，風險調整報酬越低。資料亦顯示在 1985 至 1990 年間，收取佣金之基金，表現不如未收取佣金之基金。因此，在投資共同基金時，並不值得支付佣金費用。
- (3) 資產規模及週轉率與投資績效無關。此一結果與過去研究之發現不同，以往 (1994 年前) 的研究指出，隨著資產規模及週轉率提高，基金的投資績效會降低。

### (五)、Grinblatt & Titman (1994) 模型

Grinblatt & Titman (1994)認為，Jensen (1968, 1969)以 CAPM 模式評估投資組合績效，會產生很大的爭論與限制，因此，作者認為引起此爭論的理由有三，即標竿基準的效率性(benchmark efficiency)、擇時能力(timing ability)、及統計檢定力(statistical power)等。唯若進一步加以探討，可利用 Jensen 指標(1968)、Grinblatt and Titman (1989)之正期間的加權評估法(the Positive Period Weighting Measure)與 Treynor and Mazuy (1966)之二次回歸模型等 3 種績效衡量與 4 種標竿作比較，此 4 種標竿為 EV index (the CRSP equally-weighted index)、VW index (the CRSP value-weighted index)、Fio index (a benchmark consisting of ten factor portfolio) (Lehmann and Modest, 1988)及 P8 index (eight-portfolio benchmark) (Grinblatt and Titman, 1989)。

在實證上，Grinblatt and Titman 的研究樣本包括 279 支共同基金與 109 個消極投資組合(Passive Portfolio)，研究期間為 1974 年 12 月至 1984 年

12月之月資料。結論發現當使用類似的標竿將會產生類似的推論，而當使用不同標竿下，即使是採用相同的測量方法，同樣也會產生不同的推論。本文同時也探討決定基金績效的因素，計有淨資產價值、買賣費用支出、投資組合週轉率、管理費用及贖回費用等5種。結果發現週轉率與基金經理人賺取超當報酬的能力呈正相關，且在基準標竿為F10-index及P8-index產升一致性的顯著，而在贖回費用上則有一致性顯著為負的相關。

#### 四、基金績效持續性研究

在有關基金績效評估的研究中，以往主要均為探討評估共同基金的績效，而較少針對基金績效的持續性做檢定，但投資人所關心的不僅是基金過去的績效，更重要的是基金未來的表現是否能如過去一般，如此績效評估的結果方可做為基金經理人及投資人的參考，且投資者在進行基金投資時，大都會作長期性的投資考慮，因此，基金績效的持續性就更是重要了。茲就基金績效持續性檢定的相關模型說明如下：

##### (一) Shukla & Trzcinka (1994) 模型

Shukla & Trzcinka (1994)利用1979年4月至1989年3月共275家基金之資料作研究，以Spearman等級相關係數，檢定基金Jensen指標之持續性。實證結果發現，只有績效不佳的基金具持續性，績效優異者則無顯著持續性的表現。

##### (二) Grinblatt & Titman (1992) 模型

Grinblatt & Titman (1992)主要在探討共同基金之績效與過去績效者間之相關性。研究期間自1975年12月至1984年12月之月資料，其為了消除橫斷面迴歸所可能產生之係數T檢定的偏誤，因此提出零成本(zero-cost)投資組合報酬率修正模式，同時將樣本期間分為前

後 2 期，利用 Grinblatt and Titman (1989)所導出之八大投資組合 P8 (Eight-Portfolio Benchmark)為標竿基準組合來衡量。採用現金調整報酬與投資目標，對 279 個基金進行檢測。而所謂之零成本投資組合 (Zero-cost Portfolio)構成如下：

$$R_{pt} = \sum_i \hat{a}_i R_{it} / \sum_i \hat{a}_i$$

式中， $\hat{a}_i$  為研究期間第 i 支基金前 5 年(前期)之異常報酬，即 Jensen 之  $\hat{a}_p$  估計值，而  $\hat{a}_i$  加總為零。符合以  $\hat{a}_i$  為權數所構成的投資組合為一零成本之投資組合， $R_{it}$  為研究期間第 i 支基金後 5 年(後期)第 t 個月之報酬。 $\hat{a}_i$  為 Jensen- $\hat{a}$  之異常報酬變異數。

實證結果發現，基金之績效具有正的持續性，且此持續性與基金經理人賺取異常報酬的能力則具有一致性，然而績效之持續性卻無法藉由投資組合之標竿(benchmark)來解釋。

### (三) Hendricks, Patel & Zeckhauser (1993) 模型

Hendricks, Patel & Zeckhauser (1993)主要在探討基金績效之持續性，嘗試以每季基金相對市場之報酬進行跨部門之迴歸模式分析，再檢定每期迴歸係數是否顯著大於零，用來驗證共同基金短期內是否能有持續性之表現。其迴歸式如下：

$$\tilde{a}_{it} = k_t + \sum_{j=1}^J \hat{\alpha}_j \tilde{a}_{i,t-1} + \hat{\epsilon}_{it}$$

其中， $\tilde{a}_{it} = R_{i,t} - M_{t-1}(R_{i,t})$

$R_{i,t}$ ：第 i 種證券在第 t 期之報酬。

$M_{t-1}(R_{i,t})$ ：根據 t-1 期訊息下所預期之市場均衡價格。

Hendricks, Patel and Zeckhauser 針對 1974 年至 1988 年之共同基金進行實證研究，結果發現前 1 季至第 4 季之績效具顯著持續性，亦即投資者投資基金在 1 年內之獲利性較大。

## 第三章 研究設計

本研究希望能用一個簡單且可信度又高的工具或方法，來評估基金的績效與其穩定性，俾提供給不嫻熟投資領域的非營利組織一個投資參考的方向和建議。基於第二章文獻探討中表達了非營利組織為證券投資時，依我國所得稅法公告之「教育、文化、公益、慈善機關或團體免納所得適用標準。」；其中第二條第五款：「基金及各項收入，除零用金外，均存於金融機構或購買公債、國庫券、可轉讓之銀行定期存單、銀行承兌匯票、銀行或票券金融公司保證發行之商業本票、公營專業銀行發行之金融債券或國內證券投資信託公司發行之受益憑證及經依法核准公開發行上市之第一類股票或公司債。但由營利事業捐助之基金，得部分投資該捐贈事業之股票，其比率由財政部定之。」

本文以台灣 300 大之基金會發出問卷調查（附錄一）統計指出，大部分的非營利組織將剩餘基金存放於定存為主、次以國庫券公債或投資公開上市之第一類股票，較少觸及投資共同基金領域。非營利組織財務管理的目標乃是要尋求穩定與永續經營，若能有效的運用其剩餘之資金，將可促進其使命的達成。但國內外文獻對共同基金探討著述非常的多，大多用到一些艱澀或複雜的統計方法來分析共同基金，對不嫻熟財務分析的非營利組織，要了解是一大困難；故本文希望提出一些簡單易懂的分析法則或基準，而且又能正確判斷的工具，針對共同基金的績效與其穩定性之探討，提供給非營利組織作為投資決策的參考。

# 第一節 研究架構

本研究架構內容，如圖 3-1-1 所示，主要針對非營利組織營運之剩餘資金，在不影響組織使命與目標下，進行基金的投資決策計劃，並以投資共同基金為標的物時，來探討非營利組織投資共同基金的穩定性 (stability)；穩定性之分析乃依共同基金的報酬率，以及風險值 (夏普指數、標準差、貝他係數) 等來進行分析，分析共同基金在經歷股票市場的空頭與多頭時期後，再進入另一個空頭市場中，能否保有其原先投資績效的優勢與穩定。

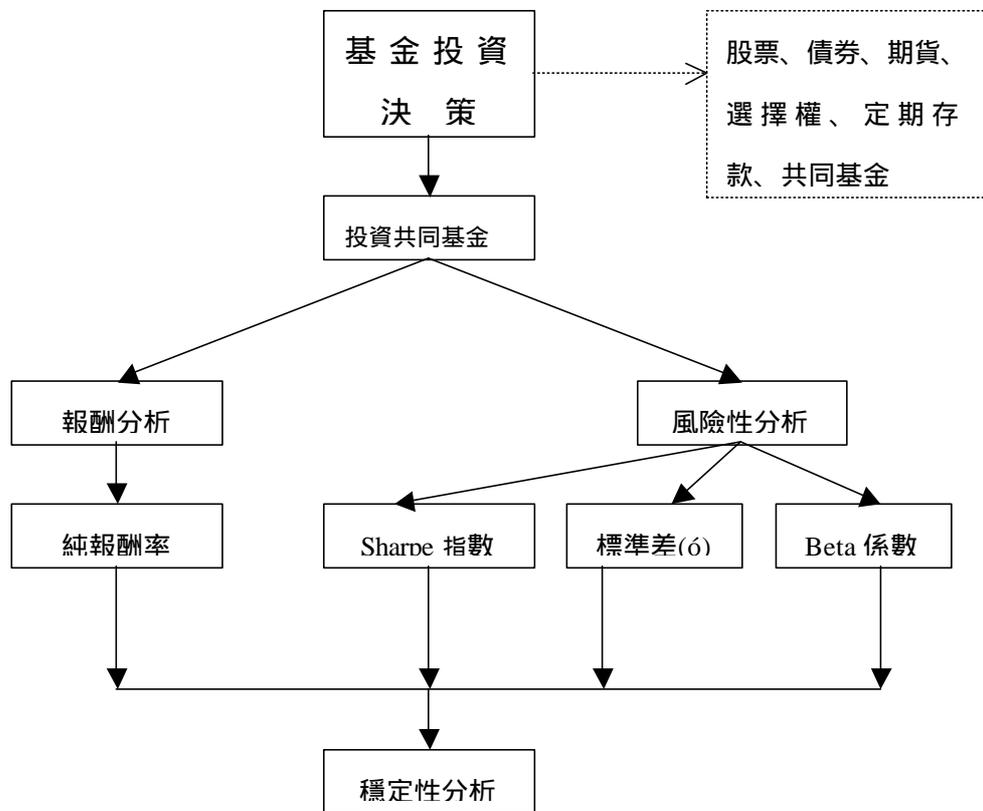


圖 3-1-1 本研究之研究架構

## 第二節 研究範圍與資料來源

### 一、研究對象：

就國內證券投資信託公司所發行的開放型共同基金為研究對象。封閉型基金中許多已下市改列為開放型基金，截至西元 2001 年 2 月底為止，封閉型基金只剩四種( 群益中小型股票基金、富邦富邦基金、德信大發基金、荷銀鴻運基金 )，故本研究樣本剔除封閉型基金不予列入。且為求得研究對象條件一致，在研究期間有變化的個股基金亦將予以剔除；這二、三年基金的發行成長大幅度的增加，一些因其發行日至今時間仍稍短者，對於實際研究結果會有所影響，故實證研究時亦將這些共同基金剔除，而不予以考慮。歸集後選取以下在臺灣發行之共同基金做為本研究的樣本，如表 3-2-1 至表 3-2-4 所列：

### 實際研究共同基金樣本概況表

表 3-2-1 股票型基金樣本

基金簡稱	成立日期	經理公司	投資標的
國際第一	750104	國際證券	成長型
荷銀(光華)光華	760429	荷銀光華證券	成長型
建弘基金	760711	建弘證券	積極成長型
中華中華	760905	中華證券	成長型
中華成長	770411	中華證券	成長型
建弘雙福	781222	建弘證券	積極成長型
中華成功	790813	中華證券	成長型
寶來 2001	820218	寶來證券	成長收入型
保誠(京華)先鋒	820301	保誠證券	成長型
中華龍鳳	821221	中華證券	積極成長型
荷銀光華積極成長	830112	荷銀光華證券	積極成長型
統一全天候	830218	統一證券	積極成長型
寶泰小龍	830309	寶泰證券	成長收入型
富邦幸福	830315	富邦證券	積極成長型
元大多福	830316	元大證券	積極成長型
保誠(京華)威鋒	830322	保誠證券	積極成長型
永昌昌隆	830323	永昌證券	成長型
怡富台灣增長	830407	怡富證券	成長型
元富高成長	830411	元富證券	積極成長型
建弘萬得福	830713	建弘證券	成長型

基金簡稱	成立日期	經理公司	投資標的
台灣永發	830924	台灣證券	積極成長型
元大多多	831011	元大證券	積極成長型
富邦精準	831101	富邦證券	積極成長型
統一黑馬	831102	統一證券	成長型
保誠(京華)高科技	831114	保誠證券	積極成長型
國際精選二十	831202	國際證券	積極成長型
寶來績效	831214	寶來證券	成長型
中華 100	840123	中華證券	成長型
富邦長紅	840227	富邦證券	積極成長型
中信和豐指數	840321	中信證券	成長型
寶泰強勢	840322	寶泰證券	積極成長型
怡富新興科技	840323	怡富證券	積極成長型
保誠(京華)外銷	840327	保誠證券	積極成長型
統一龍馬	840408	統一證券	成長型
元富金滿意	840502	元富證券	積極成長型
永昌前瞻科技	840615	永昌證券	積極成長型
中華龍騰電子	840707	中華證券	積極成長型
中信潛力	840809	中信證券	積極成長型
元大卓越	841122	元大證券	積極成長型
富邦冠軍	850405	富邦證券	積極成長型
統一店頭	850510	統一證券	積極成長型
保誠(京華)掌櫃	850517	保誠證券	成長型
建弘福王	850724	建弘證券	積極成長型
群益馬拉松	850820	群益證券	積極成長型
元富店頭	850916	元富證券	積極成長型
富邦 88	850926	富邦證券	積極成長型
保誠(京華)菁華	851001	保誠證券	成長型
中華店頭 50	851216	中華證券	成長型
金鼎大利	860108	金鼎證券	成長型
新光競臻笠	860117	台灣證券	積極成長型
元大店頭	860127	元大證券	積極成長型
群益店頭	860213	群益證券	積極成長型
保誠(京華)金融	860301	保誠證券	成長型
日盛基金	860407	日盛證券	成長型
中信店頭	860523	中信證券	成長型

資料來源：整理自各證券投信公司網站

表 3-2-2 債券型基金樣本

基金簡稱	成立日期	經理公司	投資標的
荷銀(光華)鴻揚	801206	荷銀光華證券	收入型
中華成龍	801209	中華證券	收入型

基金簡稱	成立日期	經理公司	投資標的
國際萬寶	810114	國際證券	收入型
台灣吉利	830131	台灣證券	收入型
元大多利	830205	元大證券	收入型
建弘全家福	830412	建弘證券	收入型
保誠(京華)威鋒二號	830902	保誠證券	收入型
富邦如意	830930	富邦證券	收入型
怡富台灣債券	840615	怡富證券	收入型
統一強棒	840616	統一證券	收入型
寶來得利	840921	寶來證券	收入型
荷銀(光華)債券	841021	荷銀光華證券	收入型
中華富泰	841102	中華證券	收入型
國際萬能	841103	國際證券	收入型
中信債券	841109	中信證券	收入型
寶泰台灣債券	850111	寶泰證券	收入型
保誠(京華)獨特	850115	保誠證券	收入型
永昌鳳翔債券	850206	永昌證券	收入型
元富債券	850517	元富證券	收入型
群益安穩收益	850518	群益證券	收入型
中華開泰	850520	中華證券	收入型
元大多利二號	850613	元大證券	收入型
富邦如意二號	850614	富邦證券	收入型
新光吉祥	850628	台灣證券	收入型
台灣新光吉星	850903	台灣證券	收入型
怡富第一債券	851015	怡富證券	收入型
德信萬年	851016	德信證券	收入型
中華富泰二號	851017	中華證券	收入型
國際萬華	851018	國際證券	收入型
金鼎債券	860213	金鼎證券	收入型
元大萬泰債券	860219	元大證券	收入型
統一全豐打	860225	統一證券	收入型
建弘台灣債券	860307	建弘證券	收入型

資料來源：整理自各證券投信公司網站

表 3-2-3 平衡型基金樣本

基金簡稱	成立日期	經理公司	投資標的
中華安富	781220	中華證券	成長收入型
荷銀(光華)鴻利	781223	荷銀光華證券	成長收入型
國際萬全	790530	國際證券	成長收入型
建弘廣福	801213	建弘證券	成長收入型

表 3-2-4 國際型基金樣本

基金簡稱	成立日期	經理公司	投資標的
荷銀（光華）環球	771128	荷銀光華證券	成長型
建弘泛太	771210	建弘證券	成長型
中華萬邦	771215	中華證券	成長型
國際全球	780204	國際證券	成長型
新興日本	840121	怡富證券	積極成長型
建弘馬來西亞	840323	建弘證券	成長型
荷銀（光華）新馬	840619	荷銀光華證券	成長型
怡富亞洲	841018	怡富證券	成長型
新光日本精選	841103	台灣證券	成長型
元富亞太	850123	元富證券	積極成長型
寶來美台雙利	850603	寶來證券	積極成長型
荷銀（光華）日本	850710	荷銀光華證券	成長型
中信全球科技	851118	中信證券	成長型
怡富全球龍揚	860129	怡富證券	成長型
荷銀（光華）泰國	860603	荷銀光華證券	積極成長型

資料來源：整理自各證券投信公司網站

## 二、研究期間

研究期間：西元 1997 年 6 月底至西元 2000 年 12 月底。

研究資料型態有三種：

- (1) 以每月月底基金淨值為資料。
- (2) 以每季季底基金淨值為資料。
- (3) 以每年年底基金淨值為資料。

由於各個基金成立時間不同，故為了能使比較樣本之共同基金，在相同的市場條件下來計算投資風險與投資績效，故以樣本中的國際第一基金的成立日為研究的起始日；再者為了確認投資績效與投資風險的有效性以及穩定性，故本研究討論的期間涵蓋二個空頭市場及一個多頭市場時期，以茲比較並驗證樣本基金的穩定性。此外將封閉型基金以及樣本期間由封閉型轉換為開放型基金的樣本，也剔除於本研究樣本之外，因封閉型基金有溢、折價的問題，無法充分反映出現時市價，而且在樣本期間由封閉型基金轉換為開放型基金，因有下市後再上市的空窗時

期，故亦不考慮評估。

樣本期間空頭市場與多頭市場：

- |               |                          |                          |
|---------------|--------------------------|--------------------------|
| (1) 第一個空頭市場期間 | 1997.8.26 (指數 10,116.84) | 1999.2.5 (指數 5,474.79)   |
| (2) 第一個多頭市場期間 | 1999.2.5 (指數 5,474.79)   | 2000.2.17 (指數 10,202.2)  |
| (3) 第二個空頭市場期間 | 2000.2.17 (指數 10,202.2)  | 2000.12.27 (指數 4,614.63) |

### 三、資料來源

本研究資料來源有：

- (一) 發行量加權股價指數：取自臺灣證券交易所發行之「證券統計資料」。
- (二) OTC 股價指數：取自臺灣證券交易所發行之「證券統計資料」。
- (三) 各種共同基金淨資產價值資料 - 主要以經濟新報資料庫 (TEJ)，佐以由各證券投資信託公司網站所取得和工商時報證券版之資料輔助驗證。
- (四) 邱顯比教授基金評比網站 (<http://www.fin.ntu.edu.tw>)
- (五) 各基金所屬的國內各個投資信託公司網站
- (六) 中央銀行金融月刊

### 四、研究限制

- (一) 本文進行實證模擬研究時，如前所述，所考慮的樣本基金必須為成立三年以上之基金，目的要樣本基金所涵蓋的期間其需包含一個多頭與二個空頭時期，以使基金之績效表現之報酬資料較不偏跛，故將一些新投信公司成立未滿三年之基金排除在外，並以成立於西元 1997 年 6 月 30 日以前的基金為研究樣本。事實上許多基金的表現亦相當的良好，但礙於時間的因素本研究將以剔除，因此本文無法對所有的基金作更詳盡的分析研究。
- (二) 本研究在計算投資報酬率及進行基金投資組合時，基於簡化模型考

量，皆未考慮手續費、基金之管銷費用及交易稅的問題，但這些因素有可能影響實際之投資報酬率，甚至於扭曲整個研究結果

- (三) 本研究進行實證分析時所用之基金「月」、「季」報酬資料，為來自財務報表所產生之數量化資料，已將基金經理人素質（包含選股及擇時能力）基金規模及基金周轉率等因素考量在內；至於對於一些無法數量化的資料，如投資人偏好及投信公司信譽等，非本文所探討之範圍。
- (四) 基金之過去績效表現並不代表未來，故本文所做之研究結果僅在於導正非營利組織對於財務投資的認識，尤其針對共同基金風險的評估，期使非營利組織決策者對共同基金之投資能有更深入的瞭解。

## 第三節 研究變數的操作型定義

### 一、基金投資

本文所探討的非營利組織之基金投資，乃是以受贈基金（endowment fund）為研究對象，而非一般之捐贈款。受贈基金投資乃要求：

- 在審慎保守的風險下，追求長期發展的最大報酬
- 保持基金母本的安全與流動性
- 增加之收益或孳息必須去支持組織所設計之計劃方案的施行
- 藉由投資報酬增加基金餘額，強化組織購買力，使之超過通貨膨脹率。

本研究中的受贈基金包含三種型態：

1. 真實受贈基金（true endowment）：此為不可耗用的基金母本
2. 條件式受贈基金（term endowment）：允許母本在一個預先具體指定條件下可支出基金母本
3. 準受贈基金（quasi endowment）：非受法令禁止，由董事會決定，有時可具有一般受贈基金的功能。

### 二、市場投資組合的報酬率

本文所採用的市場報酬率乃是以台灣發行量加權股價指數所計算出來的報酬率。

$$R_{mt} = \frac{IND_t - IND_{t-1}}{IND_{t-1}} \quad (t=\text{月、季})$$

$R_{mt}$  = 第 t 期末的市場報酬率

$IND_t$  = 第 t 期末的股價指數

$IND_{t-1}$  = 第 t-1 期末的股價指數

### 三、共同基金報酬率

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

$R_{i,t}$  = i 基金在第 t 期末 (月、季) 的淨值報酬率

$NAV_{i,t}$  = i 基金在第 t 期末的淨資產價值

$NAV_{i,t-1}$  = i 基金在第 t-1 期末的淨資產價值

$DIV_{i,t}$  = i 基金在第 t 期的股息

所謂淨資產價值乃採經濟新報所列之各期末基金淨值乘上流通在外的受益憑證數額。

### 四、基金組合報酬率

$$R_{p,t} = \frac{\sum_{i=1}^N R_{i,t}}{N}$$

$$\bar{R}_p = \frac{\sum_{t=1}^T R_{p,t}}{T}$$

其中：

$R_{p,t}$ ：基金組合於第 t 期 (月、季、年) 之報酬率

$\bar{R}_p$ ：基金組合的平均報酬率

N：基金組合中之樣本個數

T：研究期間的期數，依研究條件值設定為月、季、年

### 五、無風險利率

本研究主要以「季」為研究時間單位時，將以次級市場國庫券 91 天期的利率來代替無風險利率；若以「月」為研究時間單位時，則以第一銀行一個月的定期存款利率為無風險利率的基準。

$$R_f = \frac{\text{91天期國庫券利率}}{4}$$

$R_i$  = 一銀一個月期定存存款利率

## 六、基金投資組合及個股明細

- (一) 類股投資組合乃依股票型、債券型、平衡型、國際型等四類來探討。另外在這四大類基金中，再區分為成長型、積極成長型、成長收入型、收入型，來判讀基金報酬的穩定狀況如何。
- (二) 基金個股明細順序取其投資時間先後的順序來作排序。
- (三) 基金選取以西元 1986 年 1 月所成立的第一支『國際基金』為起始日，而樣本期間則自西元 1997 年 6 月至西元 2000 年 12 月 31 日截止。

## 七、係數以月報酬率作迴歸，以此推估出來的迴歸係數 值代表投資的系統風險（或稱市場風險）

$$R_{pi} = \beta_i (R_{mi} - R_f)$$
$$= \frac{\text{Cov}(R_{pi}, R_{mi})}{\sigma_m^2} = \frac{\sum_{t=1}^{12} (R_{p,t} - R_p)(R_{mi} - R_m)}{\sum_{i=1}^{12} (R_{mi} - R_m)^2}$$

$R_{pi}$  = 該基金之月報酬率

$R_{fi}$  = 該月一銀一個月期定存利率

Beta 係數大於 1，表該基金投資組合的價值變動大於市場變動，也就是表示基金投資組合的變動性大於股市，多頭市場時期獲利能力可能大於整個市場，但空頭市場時風險亦大於市場風險。

## 八、Sharpe 指標：

Sharpe 指標用以衡量每單位總風險（以月化標準差衡量）所得之超額報酬；所謂超額報酬為基金過去一年平均月報酬超過平均一個月定存利率之部份。

$$S_p = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

其中  $R_p$ ： 預期實際報酬率（基金投資組合月報酬率）

$R_f$  : 無風險利率 (一銀一個月期之定存存款利率)

$\sigma_p$  : 為月化標準差

上式公式中表投資人承擔每一單位的總風險 $\sigma_p$ 所獲得的異常報酬。若 $S_p$ 的值越大,表所操作的投資組合,每承擔一單位風險所獲得的額外報酬越大,則投資績效越佳。

## 九、標準差 ( )

表基金淨值在一段期間內波動的程度,標準差越大,表淨值漲跌的幅度較大,相對代表風險亦較大。

## 十、穩定性 (Stability)

本研究將共同基金的研究期間設定為三期,假設共同基金需經歷二個空頭市場時期和一個多頭市場時期,才能正確判讀該共同基金的穩定性,對於穩定性分析乃依對國內共同基金經理人問卷回函統計(附錄一),以純報酬率、夏普指數(sharpe)、貝他係數( )、標準差( )等工具來判讀(表 4-3-1),在不同市場時期下報酬與風險的持續性與穩定性;若依共同基金的投資報酬率分析,則在經歷一個空頭市場和一個多頭市場後,再進入一個空頭時期,若能仍持續優於市場的投資組合報酬率,則代表基金的穩定與安全;另外,

值代表共同基金的系統風險(市場風險),則假設在多頭市場下投資人對共同基金的選取應選 值越大越好的基金;反之,在空頭市場下投資人對共同基金的選取應選 值越小越好,並以 值的排名進行 Spearman 等級相關係數,若 Spearman 等級相關係數顯著不為 0,表該基金具穩定性。標準差( )的穩定性判讀,則以共同基金之標準差小於股價加權平均之標準差時,表基金具有穩定性。利用夏普指數判讀基金的穩定性,則以該基金的夏普值若越大則越好,並假設基金的夏普值超過整體的集中市場之平均 Sharpe 值,表該基

金成相對穩定。

表 3-3-1 基金經理人主要採用之績效評估工具統計表

操作工具	分數比	使用人次/總人次 (可複選)	排序
1. Sharpe 指數		32/69 人次	2
2. Treynor 指數		0/69 人次	8
3. Jessen 指數		1/69 人次	7
4.純報酬率		54/69 人次	1
5.標準差		19/69 人次	5
6.beta 係數		23/69 人次	3
7.週轉率		18/69 人次	4
8.其他		8/69 人次	6

資料來源：自行整理

## 十一、Spearman 等級相關係數

Spearman 等級相關係數，可用來檢定共同基金前後期投資績效的持續性，其檢定公式如下所示：

$$\tilde{a}_s = 1 - \frac{6\sum d_i^2}{N(N^2-1)}$$

$\tilde{a}_s$ ：Spearman 等級相關係數

$d_i$ ：前後期的等級差異

N：各共同基金型態內的數目

$\tilde{a}_s$  值的範圍在 (-1, +1) 間，愈趨近於+1 表兩變數之等級愈具正向相關；愈趨近於-1 表兩變數之等級愈具負向相關；趨近於 0 表兩變數之等級不相關。

## 第四節 研究方法

本文期望能提供一套在最小的財務風險下，可達最適收益的投資組合理論給非營利組織作為財務投資之參考，尤其針對投資共同資金，提供投資的參考方向，由於非營利組織承擔風險的能力較小，第二章的文獻報導中，作者曾指出非營利組織投資的基準法則，是需在穩定性、安全性的前題下，以期獲利性達到最大，故本研究將焦注在對國內證券投資信託公司所發行的共同基金的投資上，來探討共同基金可承擔的風險如何？其貢獻（績效）的穩定性又如何？最重要將找出穩定性高風險性小的共同基金提供給非營利組織參考。本研究對國內投信公司基金經理人發出問卷調查之結果，以其常用之評估工具為基礎，共寄發出 232 封問件信函，回收 69 封，回收資料統計，基金經理人常作為評估績效與風險的參考資訊，最多為純報酬率，再者為夏普指數（sharpe index），其次依序為週轉率、標準差（ $\sigma$ ）及貝他係數值（ $\beta$ ）等。故本論文乃採用純報酬率、夏普指標、貝他係數值（ $\beta$ ）標準差（ $\sigma$ ），來評估本研究之樣本基金的投資績效與穩定性。

本研究將採用下列各方法來進行檢測：

### 一、統計不同型態的共同基金，在不同的市場趨勢下（空頭、多頭市場），其投資報酬率是否優於市場投資組合報酬率的績效。

共同基金具有專家管理，專業化經營、平均操作成本較低、流動性強、變現性高..等多項優點。故共同基金的投資報酬率，在經歷不同市場趨勢下，若仍優於集中市場的平均投資報酬率，代表基金的穩定與安全；故穩定性高的基金其投資報酬率不管在空頭市場或多頭市場應普遍的優於市場投資組合報酬率；反之，如果共同基金的投資報酬率普遍低於市場的投資組合平均報酬率，則投資人不應將資金投資於共同基金上，或投資人應選擇報酬率與市場投資組合相似的投資工具（如指數型基金）來做為投資的標的。

### 二、檢定在不同的市場趨勢期間中（空頭、多頭市場），風險的反應是否具穩定性？

在追求最大期望報酬之假設下，投資人希望在多頭市場下  $\beta$  值越大越好，而期望在空頭市場下則  $\beta$  值越小越好； $\beta$  值代表共同基金的系統風險（市場風險），傳統投資觀念乃認定「高風險高報酬、低風險低報酬」。故若『多頭市場下的  $\beta$  值顯著不同於空頭市場下的  $\beta$  值』，則在多頭市場下投資人對共同基金的選取應選  $\beta$  值越大越好的基金；反之，在空頭市場下投資人對共同基金的選取應選  $\beta$  值越小越好。

### 三、評估不同型態之共同基金，是否會影響其投資績效與穩定性

共同基金因其投資的標的不同，故亦區分成不同的基金型態，不同型態之基金，有不同的投資績效，積極成長型基金的報酬將大於成長型、成長收入型、平衡型、債券型。股票型基金在多頭市場時報酬將大於債券型、平衡型、與國際型基金；反之，在空頭市場時期，股票型基金報酬風險將大於債券型、平衡型、與國際型基金，但報酬不一定會大於債券型、平衡型、與國際型基金。

### 四、應用 Spearman 等級相關係數和迴歸分析進行穩定性之測試

本文研究共同基金表現穩定性的問題乃以長期間而言。若該基金於該期（ $t$  期）間具有較佳表現，而且下一期（ $t+1$  期），甚或次一期（ $t+2$  期）亦能持續表現優於其他基金或大盤，將表達該基金之優異具有穩定性。本研究對基金穩定性的研究分為三期，將利用迴歸分析所得之  $\beta$  風險係數值和 Spearman 等級相關係數，分別對不同類型的共同基金之績效進行穩定性、持續性的檢定，而且檢定期間往回延伸不只是一個時點，及除了以時點  $t$  和  $t-1$  的績效排名進行 Spearman 等級相關係數外，還要考慮時點  $t-2$ ， $t-3$  等時點的績效排名時差變數進行 Spearman 等級相關係數檢定，若 Spearman 等級相關係數（ $r_s$ ）顯著不為 0，則表示基金前後期之績效具穩定性。

## 第四章 實證結果與分析

依據第三章之研究方法設計，來進行本章實證分析。本文研究期間對國內投信公司之基金經理人發出 297 封問卷調查，回收 145 封彙總問卷調查結果（附錄一），國內基金經理人最常用報酬率、夏普指數、標準差、變異數等來分析共同基金。故本文亦依次依報酬率、夏普指數、標準差、變異數等工具來分析樣本期間中共同基金的穩定性與否，驗證共同基金在樣本期間中，經歷一個多頭市場及二個空頭市場的樣本期間後，是否還能優於大盤的平均報酬之上，基於此觀點來判讀基金的穩定性。

### 第一節 報酬率與穩定性之分析

本研究之報酬率以基金的淨值報酬率為基準。為了檢視績效的持續性與穩定性，本研究將整個研究期間分為三個時期來評估，檢視基金在經歷不同市場型態下，是否能維持其績效的持續性與穩定性？第一階段從西元 1997 年 8 月至西元 1999 年 1 月，為樣本期間的第一個空頭時期，而進入第二階段則從西元 1999 年 2 月至西元 2000 年 1 月，此階段為一多頭市場時期，第三階段為樣本期間的最後階段，自西元 2000 年 2 月至西元 2000 年 12 月底止，如此因景氣的衰退、蕭條、復甦、繁榮而使共同基金歷經股票市場的空頭、多頭市場，若能維持該基金支績效的持續性，且均高於大盤之上，則視為該共同基金具穩定性。

#### （一）股票型基金穩定性之分析結果

##### 4. 樣本期間第一階段的空頭期間，有 56 % 的股票型基金高於集中市場之加權平均股價之報酬

在第一階段的空頭期間（1997.8 - 1999.1），有 56 % 的股票型基金高於集中市場之加權平均股價之報酬（附表 4-1-1），計有元富高成長、元大卓越、怡富新興科技、群益馬拉松、京華（保誠）高科技、建弘福王、富邦精準、菁華（保誠）菁華、怡富台灣增長、中華龍鳳、元富金滿意、中華龍騰、台灣新光競臻立、台灣永發、元大多多、建弘雙福、京華（保誠）外銷、元大多福、金鼎大利、富邦 88、富邦長紅、寶來績效、中信

和豐股價指數、建弘萬得福等 25 支基金報酬優於集中市場之加權平均股價指數之報酬。

#### 5. 樣本期間第二階段市場回升轉為多頭市場格局,有 67 % 的股票型基金高於集中市場之加權平均股價報酬

在第二階段則轉為多頭市場格局 (1999.2 - 2000.1), 有 67 % 的股票型基金高於集中市場之加權平均股價報酬 (如表 4-1-1), 計有中華龍騰、群益馬拉松、怡富新興科技、金鼎大利、統一全天候、元富店頭市場、元大多福、菁華 (保誠) 菁華、京華 (保誠) 外銷、中華中華、統一龍馬、京華 (保誠) 高科技、群益店頭市場、寶來 2001、台灣新光競臻笠、元大卓越、中華龍鳳、統一黑馬、元富高成長、建弘萬得福、永昌前瞻科技、元富金滿意、中華成長、怡富台灣增長、日盛日盛、中信店頭、建弘福王、光華 (荷銀) 積極成長、光華光華、寶來績效、台灣永發、中華成功、富邦長紅、永昌昌隆、國際精選 20、建弘雙福、京華 (保誠) 威鋒等 37 支基金高於大盤之上, 這些基金表達了相對穩定。

#### 6. 樣本期間第三階段為一空頭市場,有 62 % 的股票型基金高於集中市場之加權平均股價報酬

第三階段為空頭市場 (2000.2 - 2000.12), 有 62 % 的股票型基金高於集中市場之加權平均股價報酬 (如表 4-1-1), 計有建弘福王、群益店頭市場、怡富台灣增長、寶來 2001、京華 (保誠) 先鋒、群益馬拉松、怡富新興科技、金鼎大利、統一全天候、京華 (保誠) 外銷、中華中華、統一龍馬、中華龍鳳、統一黑馬、元富高成長、中華成長、光華光華、寶來績效、台灣永發、中華成功、富邦長紅、永昌昌隆、國際精選 20、建弘雙福、萬國小龍、富邦幸福、富邦精準、中華 100、富邦長紅、中信和豐股價指數、中信潛力、富邦冠軍、統一店頭市場、富邦 88、京華 (保誠) 金融等 34 支共同基金較大盤為優, 這些基金表達了相對穩定。

#### 7. 小結: 元富高成長、怡富新興科技、統一全天、鼎大利、保誠 (京華) 外銷、建弘雙福、中華龍鳳、建弘福王、台灣

永發、富邦長紅等 13 之基金較穩定，這些基金能經歷多、空頭時期，而報酬率皆能在大盤之加權平均報酬之上，代表了這些基金的穩定性與報酬的持續性。

實證結果按月或按季計算，本樣本期間中沒有一支基金能完完全全的高於大盤平均報酬之上；而若按空頭或多頭市場驗證結果（附表 4-1-1），在樣本期間中的第一個空頭市場期間共有 25 支基金的平均報酬高於大盤平均報酬之上，而到了第二階段的多頭市場期間共有 37 支共同基金大於大盤報酬之上，但若延續第一個空頭市場期間下大於集中市場加權平均報酬的 25 支基金，在本期多頭市場之下，仍有 13 支的共同基金持續優於多頭格局的大盤平均報酬之上；第三階段進入樣本期間的第二個空頭時期，共有 34 支共同基金大於大盤之平均報酬率之上，但若仍能歷經第一期的空頭市場和第二階段的多頭時期而持續依舊優於大盤平均報酬之基金，只剩 13 支共同基金（附表 4-1-2）；我們可歸類這些基金具有穩定性，投資亦較安全，符合了非營利組織財務投資的準則「安全穩定性的考量優於績效」。將可提供給非營利組織作為投資之參考。

表 4-1-1 股票型基金報酬率之統計

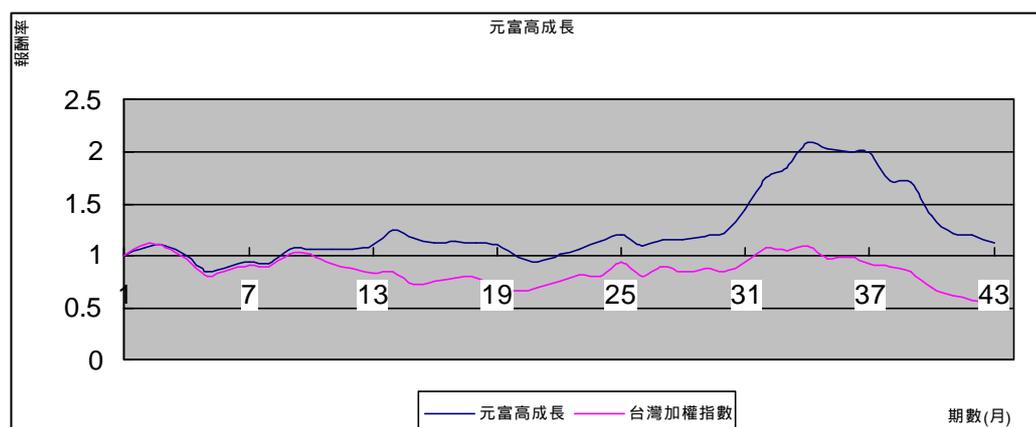
基金名稱	第一階段報酬率 (1997.8 1999.1)	排序	第二階段報酬率 (1999.2 2000.1)	排序	第三階段報酬率 (2000.2 2000.12)	排序
國際第一	(0.644)	54	0.305	54	(0.527)	45
光華(荷銀)光華	(0.532)	49	0.708	29	(0.434)	17
建弘建弘	(0.452)	33	0.427	44	(0.600)	54
中華中華	(0.513)	45	0.907	10	(0.387)	7
中華成長	(0.448)	32	0.726	23	(0.418)	16
建弘雙福	(0.342)	16	0.607	36	(0.444)	20
中華成功	(0.519)	46	0.663	32	(0.400)	11
寶來 2 0 0 1	(0.487)	41	0.874	14	(0.363)	4
京華(保誠)先鋒	(0.475)	37	0.327	53	(0.373)	5
中華龍鳳	(0.305)	10	0.862	17	(0.393)	9
光華(荷銀)積極成長	(0.482)	40	0.714	28	(0.666)	55
統一全天候	(0.369)	19	1.018	5	(0.459)	22
萬國小龍	(0.493)	43	0.347	50	(0.437)	18

富邦幸福	(0.728)	55	0.348	49	(0.467)	23
元大多福	(0.344)	18	0.974	7	(0.585)	51
京華(保誠)威鋒	(0.409)	26	0.579	37	(0.519)	40
永昌昌隆	(0.422)	28	0.612	34	(0.484)	29
怡富台灣增長	(0.299)	9	0.725	24	(0.362)	3
元富高成長	(0.085)	1	0.836	19	(0.394)	10
建弘萬得福	(0.404)	25	0.813	20	(0.513)	37
台灣永發	(0.336)	14	0.671	31	(0.482)	27
元大多多	(0.341)	15	0.331	52	(0.508)	36
富邦精準	(0.287)	7	0.438	43	(0.468)	24
統一黑馬	(0.458)	34	0.854	18	(0.401)	12
京華(保誠)高科技	(0.280)	5	0.887	12	(0.532)	46
國際精選二十	(0.575)	52	0.610	35	(0.476)	25
寶來寶來績效	(0.399)	23	0.702	30	(0.482)	28
中華100	(0.424)	29	0.494	42	(0.401)	13
富邦長紅	(0.384)	22	0.658	33	(0.388)	8
中信和豐股價指數	(0.402)	24	0.399	46	(0.492)	30
萬國強勢	(0.491)	42	0.520	38	(0.502)	35
怡富新興科技	(0.273)	3	1.042	3	(0.383)	6
京華(保誠)外銷	(0.344)	17	0.924	9	(0.495)	32
統一龍馬	(0.427)	30	0.894	11	(0.439)	19
元富金滿意	(0.307)	11	0.727	22	(0.536)	47
永昌前瞻科技	(0.463)	35	0.785	21	(0.575)	50
中華龍騰	(0.312)	12	1.144	1	(0.515)	38
中信潛力	(0.470)	36	0.497	41	(0.459)	21
元大卓越	(0.269)	2	0.872	16	(0.515)	39
富邦冠軍	(0.441)	31	0.519	39	(0.481)	26
統一店頭市場	(0.527)	47	0.508	40	(0.493)	31
京華(保誠)掌櫃	(0.506)	44	0.383	47	(0.521)	42
建弘福王K	(0.286)	6	0.716	27	(0.324)	1
群益馬拉松	(0.280)	4	1.127	2	(0.415)	14
元富店頭市場	(0.477)	38	0.997	6	(0.585)	52
富邦88	(0.378)	21	0.360	48	(0.495)	33
京華(保誠)菁華	(0.299)	8	0.927	8	(0.524)	44
中華店頭五十	(0.598)	53	0.339	51	(0.519)	41
金鼎大利	(0.372)	20	1.040	4	(0.417)	15
台灣新光競臻笠	(0.323)	13	0.874	15	(0.552)	48
元大店頭K	(0.531)	48	0.421	45	(0.568)	49
群益店頭市場	(0.481)	39	0.884	13	(0.328)	2
京華(保誠)金融	(0.571)	51	0.304	55	(0.498)	34

日盛日盛	(0.416)	27	0.721	25	(0.523)	43
中信店頭	(0.568)	50	0.720	26	(0.589)	53
台灣加權指數	(0.404)		0.542		(0.498)	
OTC 指數	(0.539)		0.618		(0.592)	

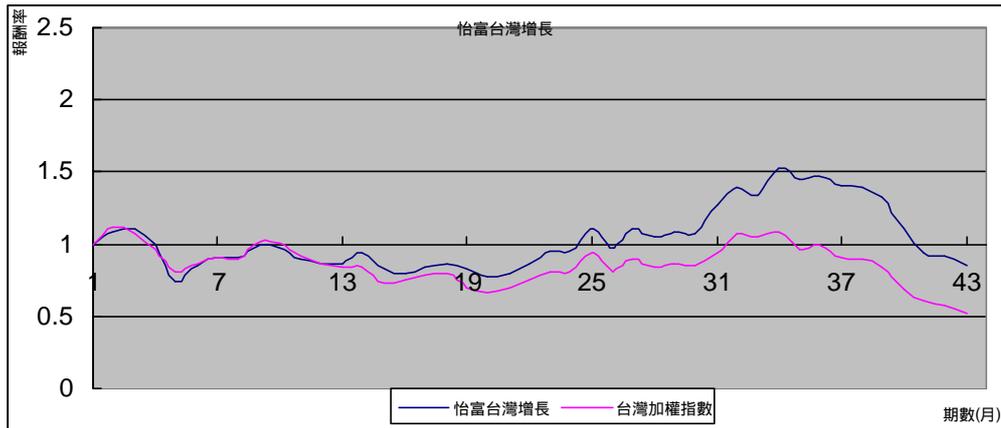
表 4-1-2 樣本期間以報酬率評估穩定性較高之基金

基金名稱	第一階段 報酬率排名	第二階段 報酬率排名	第三階段 報酬率排名	基金名稱	第一階段 報酬率排名	第二階段 報酬率排名	第三階段 報酬率排名
1.元富高成長	1	19	10	8.金鼎大利	20	4	15
2.群益馬拉松	4	2	14	9.建弘福王	6	27	1
3.怡富台灣增長	9	24	8	10.中華龍鳳	10	17	9
4.保誠外銷	17	9	32	11.建弘雙福	16	36	20
5.台灣永發	14	31	27	12.富邦長紅	22	33	28
6.怡富新興科技	3	3	6	13.寶來績效	23	30	28
7.統一全天候	19	5	22				



資料來源：自行研究

圖 4-1-1 元富高成長



資料來源：自行研究

圖 4-1-2 怡富台灣增長

## (二) 債券型基金報酬率之分析結果

債券型基金因其投資標的物的雷同，故其報酬率亦幾乎相近，在空頭市場時期具有穩定抗跌的特質，報酬率大於集中市場的加權平均報酬；但在多頭市場時因無法獲取超額報酬，故大多會低於大盤

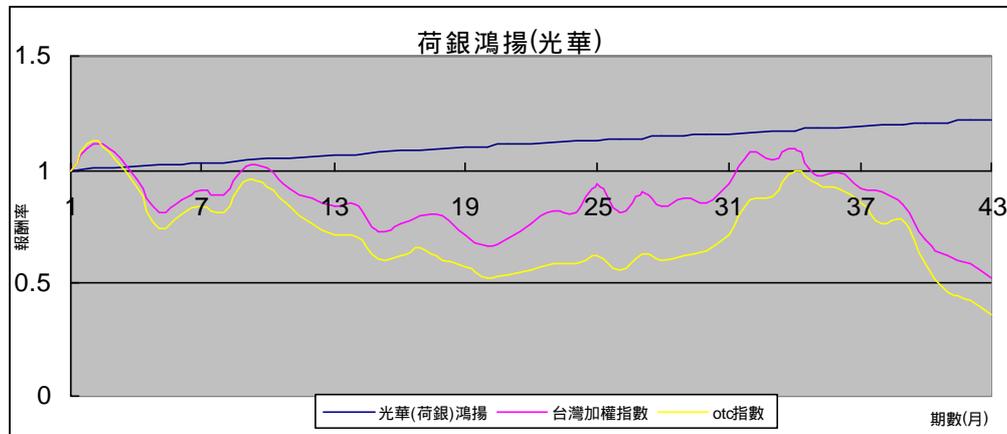
1. 在第一階段的空頭市場時期（1997.8 - 1999.1），債券型基金平均報酬率約在 0.09，而集中市場之加權平均股價報酬率為（0.404），全部基金皆大於集中市場之加權平均股價之報酬，顯示基金的抗跌特性。
2. 第二階段之多頭市場時期（1999.2 - 2000.1），債券型基金因採投資穩定收益之債券類型，故無法獲取超額之報酬以致全盤皆墨，所有債券型基金報酬率均未超過大盤
3. 第三階段的空頭市場時期（2000.2 - 2000.12），債券型基金再度顯示出其抗跌特性，平均報酬率約在 0.042，而集中市場之加權平均股價報酬率為（0.498），全部基金均大於集中市場之加權平均股價之報酬，
4. 小結：依據（表 4-1-3）統計結果我們可看出，因其投資標的物的雷同，故其報酬率亦幾乎相近，顯示出債券型基金具有穩定抗跌的特質。以月報酬率計算第一階段空頭市場時期中（共 15 期），有 6 個

月的報酬低於集中市場之平均報酬之下，以季計算（共有 6 期）則有二季的報酬低於集中市場之平均報酬之下，但若以市場趨勢之空頭、多頭市場來作區別（共 3 期），則在空頭市場期中，債券型基金報酬率皆高於集中市場之平均報酬之上，但在多頭市場期中債券型基金報酬率則遠低於集中市場之平均報酬，此乃因為債券型基金乃投資標的以收取固定收益的債券，在多頭市場時無法獲取超額報酬，故大多會低於大盤，但債券型基金通常會獲取較定存利率為高的報酬；相對的在空頭市場中因其保有穩定收益的特質，則將為最佳的避險工具，故重視資金存放的穩定性並強調保本的特性之非營利組織，可將債券型基金作為投資策略的參考。

表 4-1-3 債券型基金報酬率之統計

基金名稱	第一階段報酬率 ( 1997.8 1999.1 )	排序	第二階段報酬率 ( 1999.2 2000.1 )	排序	第三階段報酬率 ( 2000.2 2000.12 )	排序
光華(荷銀)鴻揚	0.099	1	0.050	3	0.044	3
中華成龍	0.096	2	0.054	1	0.044	2
國際萬寶	0.092	25	0.045	32	0.041	16
台灣吉利	0.091	26	0.046	22	0.041	15
元大多利	0.094	8	0.048	7	0.040	26
建弘全家福	0.093	11	0.046	23	0.041	22
京華(保誠)威鋒二號	0.092	22	0.048	9	0.041	18
富邦如意	0.091	28	0.047	17	0.041	21
怡富台灣債券	0.092	20	0.045	31	0.040	27
統一強棒	0.091	29	0.047	19	0.041	14
寶來得利	0.092	21	0.047	16	0.041	13
光華(荷銀)債券	0.093	17	0.047	15	0.041	19
中華富泰	0.091	30	0.046	30	0.039	30
國際萬能	0.092	24	0.046	25	0.041	17
中信債券	0.092	19	0.046	29	0.039	32
萬國台灣債券	0.093	16	0.049	5	0.041	23
京華(保誠)獨特	0.096	3	0.050	4	0.043	5
永昌鳳翔債券	0.092	23	0.047	18	0.043	6
元富債券	0.093	13	0.046	27	0.041	25
群益安穩收益	0.093	10	0.047	12	0.041	20
中華開泰	0.094	9	0.050	2	0.057	1
元大多利二號	0.095	4	0.048	8	0.040	28
富邦如意二號	0.093	18	0.048	10	0.041	12

台灣新光吉祥	0.095	7	0.048	6	0.044	4
台灣新光吉星	0.089	33	0.046	28	0.041	11
怡富第一債券	0.091	27	0.044	33	0.039	31
德信萬年	0.095	5	0.047	11	0.042	8
中華富泰二號	0.090	32	0.046	26	0.039	33
國際萬華	0.093	15	0.046	24	0.042	9
金鼎債券	0.093	14	0.047	14	0.042	7
元大萬泰	0.095	6	0.047	13	0.040	29
統一全壘打	0.090	31	0.046	21	0.041	10
建弘台灣債券	0.093	12	0.047	20	0.041	24
台灣加權指數	(0.404)		0.542		(0.498)	



資料來源：自行整理

圖 4-1-3 荷銀鴻揚

### (三) 平衡型共同基金報酬率分析結果

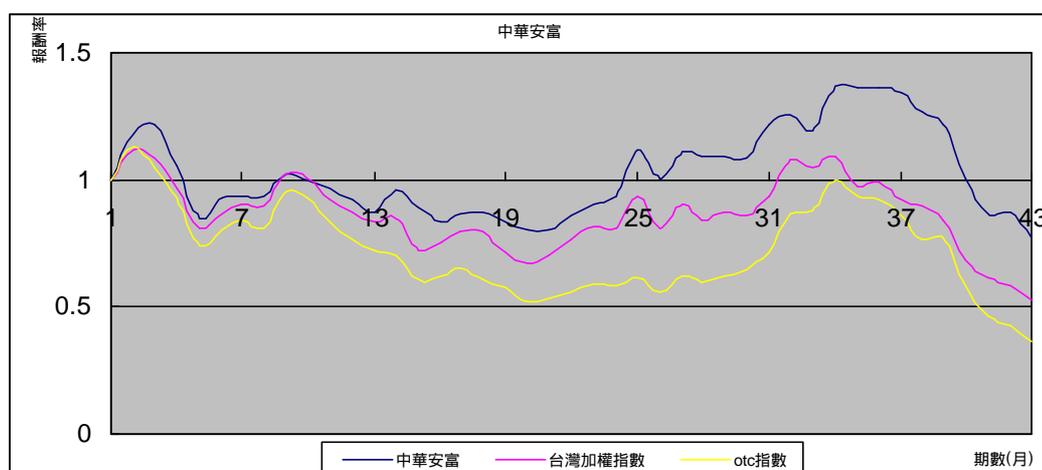
平衡型基金投資策略具彈性，可依市場趨勢調整其投資比例；本樣本基金中於空頭市場時具有抗跌的優勢，但多頭市場時，並無法較股票型基金獲致更高的超常報酬

平衡型基金投資標的以投資政府公債、公司債券及股票（上市、上櫃）為主，當股票市場面臨空頭時期，平衡型基金會降低對股票的持股，而增加債券持股比率，規避風險以求穩定之收益；但在多頭市場時期，則其投資組合會將股票調到最高，驥求投資報酬最高。故平衡型投資策略具相當彈性，適合穩健但偏積極投資策略的非營利組織。以報酬率之實

證結果如表 4-1-4，因樣本期間的限制，故只選取四支平衡型基金，而未能充分揭露予非營利組織參考，殊屬遺憾。

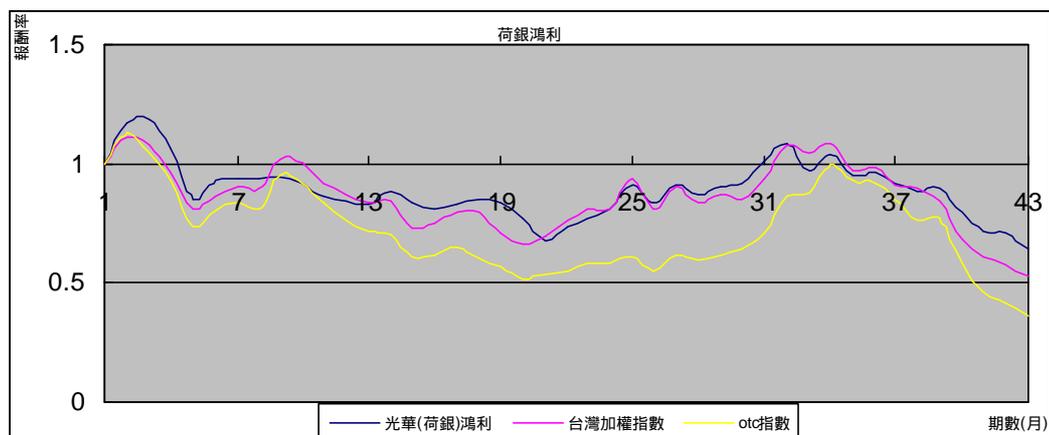
表 4-1-4 平衡型基金報酬率之統計

基金名稱	第一階段報酬率 (1997.8 1999.1)	排 序	第二階段報酬率 (1999.2 2000.1)	排 序	第三階段報酬率 (2000.2 2000.12)	排 序
中華安富	(0.321)	2	0.570	2	(0.356)	4
荷銀鴻利	(0.348)	3	0.613	1	(0.335)	3
國際萬全	(0.385)	4	0.475	3	(0.263)	2
建弘廣福	(0.244)	1	0.272	4	(0.094)	1
台灣加權指數	(0.404)		0.542		(0.498)	
OTC 指數	(0.539)		0.618		(0.592)	



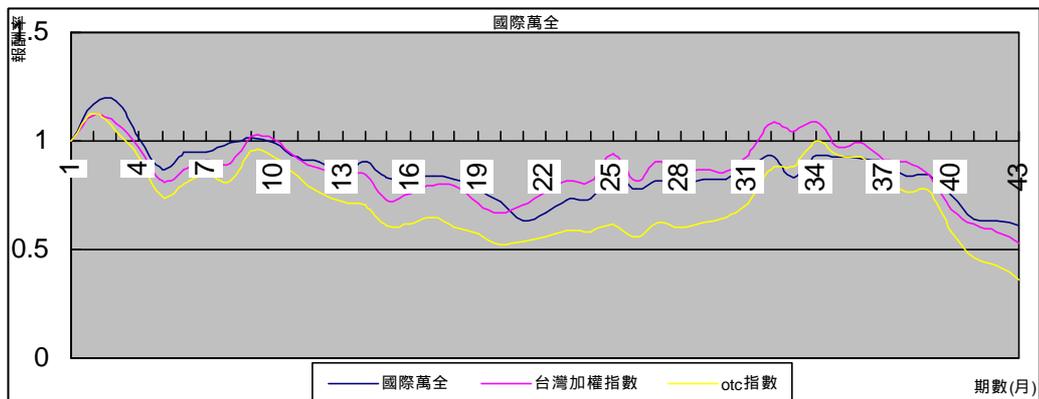
資料來源：自行整理

圖 4-1-4 中華安富績效圖



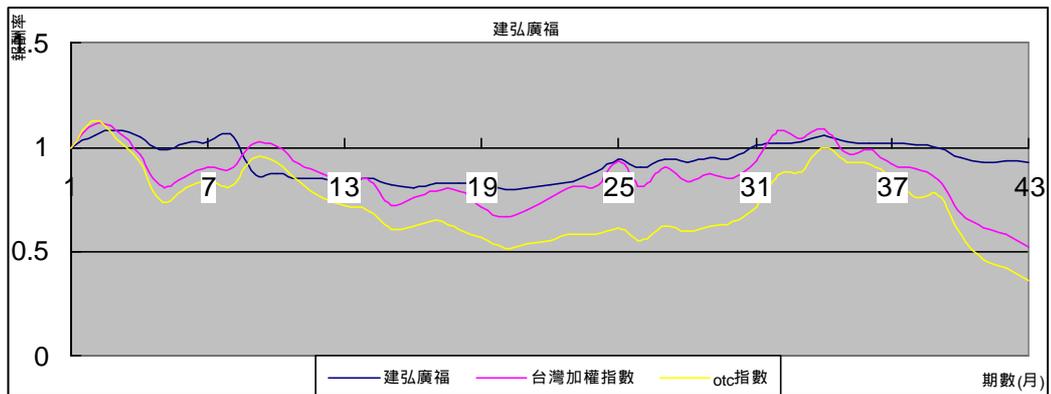
資料來源：自行整理

圖 4-1-5 荷銀鴻利績效圖



資料來源：自行整理

圖 4-1-6 國際萬全績效圖



資料來源：自行整理

圖 4-1-7 建弘廣福績效圖

#### (四) 國際型共同基金報酬率分析結果

- (1) 第一階段之空頭市場中 (1997.8 - 1999.1), 除了荷銀新馬基金報酬率略低於台灣加權報酬外, 其餘報酬率皆較台灣集中市場之加權平均報酬為高
- (2) 第二階段多頭市場時期 (1999.2 - 2000.1), 荷銀泰國、荷銀環球、寶來美台雙利、國際全球之報酬率低於台灣集中市場加權平均報酬

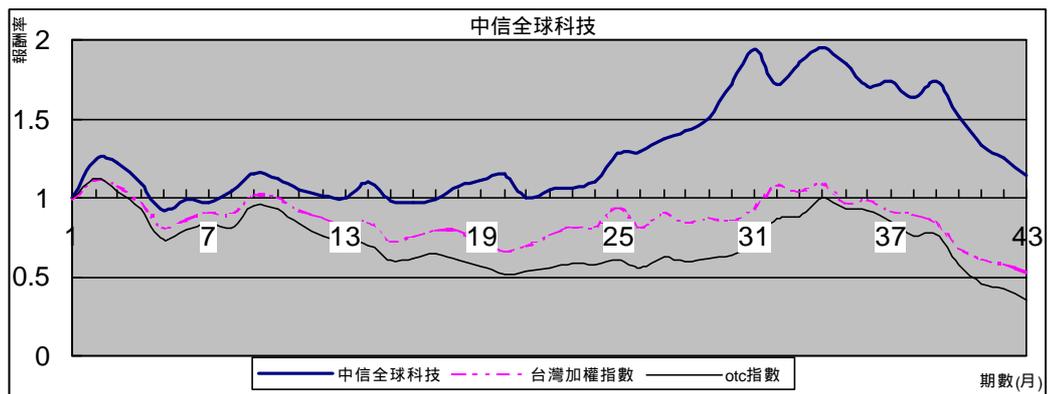
(3) 第三階段則全部的樣本基金報酬皆高於台灣集中市場之加權平均報酬。

(4) 小結：本樣本期間依報酬率分析國際型基金得出，在空頭時期國際型基金其報酬率大於台灣股價平均報酬，但在多頭時期則未有優勢存在。

在空頭時期國際型基金其投資區域以全球國際金融市場為主，投資標的包括股票、債券、公債或經證管會核准之投資。以報酬率之統計結果(表 4-1-5)，第一階段之空頭市場中，除了荷銀新馬基金報酬率略低於台灣加權報酬外，其餘報酬率皆較台灣集中市場之加權平均報酬為高；第二階段多頭市場時期，荷銀泰國、荷銀環球、寶來美台雙利、國際全球低於台灣集中市場加權平均報酬；第三階段則全部高於台灣集中市場之加權平均報酬。但國際型基金與台灣加權股價指數相比較報酬率績效似乎不具重要意義，因為顯示著國際型基金投資要考慮投資當地國的金融經濟與政治狀況。

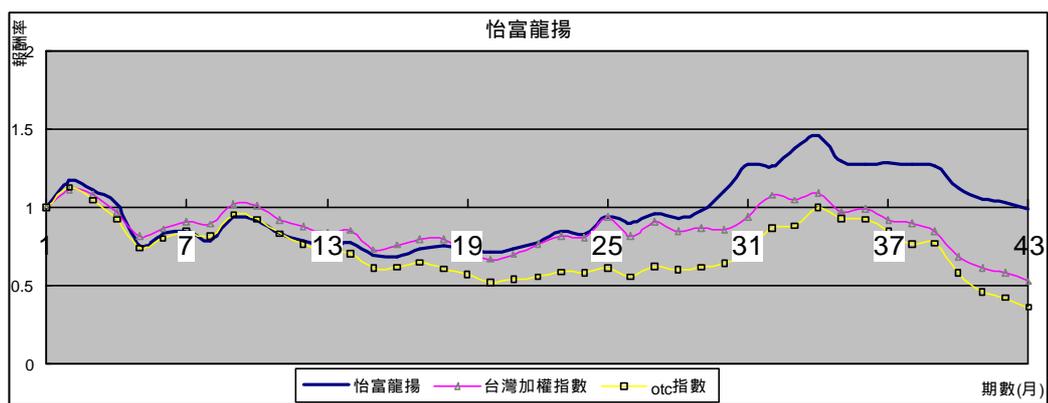
表 4-1-5 國際型基金報酬率之統計

基金名稱	第一階段報酬率 (1997.8 1999.1)	排序	第二階段報酬率 (1999.2 2000.1)	排序	第三階段報酬率 (2000.2 2000.12)	排序
荷銀環球	(0.048)	4	0.492	11	(0.241)	2
建弘泛太	(0.107)	7	1.074	2	(0.271)	5
中華萬邦	0.515	1	0.102	15	(0.326)	10
國際全球	0.479	2	0.399	13	(0.272)	6
新興日本	(0.002)	3	1.171	1	(0.325)	9
建弘馬來西亞	(0.558)	15	0.725	7	(0.357)	13
荷銀新馬	(0.463)	14	0.628	9	(0.253)	3
怡富亞洲	(0.186)	10	0.590	10	(0.193)	1
新光日本精選	(0.099)	6	0.771	5	(0.331)	11
元富亞太	(0.257)	12	0.864	4	(0.369)	14
寶來美台雙利	(0.135)	8	0.472	12	(0.314)	8
荷銀日本	(0.214)	11	1.013	3	(0.338)	12
中信全球科技	(0.077)	5	0.723	8	(0.384)	15
怡富全球龍揚	(0.392)	13	0.725	6	(0.282)	7
荷銀泰國	(0.159)	9	0.352	14	(0.267)	4
台灣加權指數	(0.404)		0.542		(0.498)	



資料來源：自行整理

圖 4-1-8 中信全球科技績效圖



資料來源：自行整理

圖 4-1-9 怡富龍揚績效圖

### (五) 報酬率之績效是否具有穩定持續性

依據上表 4-1-1 至表 4-1-5，各階段報酬率的排名順序，應用 Spearman 等級相關分析，當在顯著水準  $\alpha = 0.05$  時，依報酬率評估之績效在第一階段與第二階段中表現與及第二階段與第三階段中表現皆具有相關性。而且在各個空頭或多頭市場中，以各月為期數分析，發現共同基金亦具有相關性（表 4-1-6）。

表 4-1-6 不同市場期間報酬率之相關分析

	Rs	t 值	P 值
第一階段與第二階段	0.6609	9.02	0
第二階段與第三階段	0.4629	5.35	0.00001

資料來源：自行研究

## 第二節 以貝他係數 ( ) 分析不同基金型態之 風險結果

「高風險高報酬，低風險低報酬」乃為投資的基本風險概念，係數是用來測量市場波動風險的工具，故本文使用係數值來判讀共同基金風險之大小，並分析共同基金的穩定性與一致性。以集中市場之加權平均股價的係數為 1 作為標竿 (benchmark)，當個別共同基金的係數若大於 1 以上，表示該基金之市場風險高於整個集中市場之平均風險，換言之，個別基金的波動性大於市場的波動幅度，顯示基金經理人積極操作基金；反之若小於 1，表示該基金之市場風險低於整個集中市場之平均風險，亦表達了基金經理人屬於保守操作型態；若係數等於 1 表該基金之市場風險等於整個集中市場之平均風險，當基金等於 0，表基金將不受集中市場波動的影響。在多頭市場中投資組合較佳之共同基金，其係數會較高，若係數大於 1，則基金將會表現更高績效的報酬；反之在空頭市場中較佳投資之共同基金，其係數會較低，因為在空頭市場中，係數較高的共同基金跌價的幅度也會較係數較低的共同基金跌得更慘。此外因為本研究樣本中的債券型基金，其單位淨值皆大於票面值十元以上，各個別基金的係數值幾乎相近，在空頭市場皆小於集中市場的係數值，故在空頭市場中投資債券型基金風險性小，且本研究用迴歸設算之係數值皆太低，並不具參考價值，故本文將不對債券型基金作係數值的風險分析。

### (一) 股票型基金分析之結果

1. 第一階段的樣本期間 (1997.7 - 1999.1) 是空頭市場，在此期間富邦長紅基金之係數值為 0.4816，表現最佳；其次前 10 名分別為為富邦幸福、元富高成長、國際第一、群益店頭市場、永昌前瞻科技、寶來績效、台灣永發、中華成功、永昌昌隆等。
2. 第二階段的樣本期間 (1999.2 - 2000.1) 為多頭市場，此期間京華威峰基金之係數值為 1.1212 表現最佳，其次前 10

名依次為京華金融、日盛日盛、京華菁華、統一龍馬、統一店頭市場、群益馬拉松、元富店頭市場、中華店頭五十、元大多福等。

3. 第三階段 ( 2000.2 - 2000.12 ) 進入空頭市場，在此期間群益店頭市場基金之 係數值為 0.5070，表現最佳；其餘前 10 名依次為建弘建弘、中華中華、菁華先鋒、菁華掌櫃、國際精選二十、建弘福王、元大多多、國際第一、永昌前瞻科技等。

#### 4. 小結：

( a ) 多頭市場中應選擇 的風險係數大於 1 的基金；空頭市場中應選擇 的風險係數小於 1 或 的風險係數小於 0 之基金。

( b ) 部分基金 ( 如京華先鋒 ) 在任何階段之 係數值大於 1，且京華投信旗下之基金的 係數值在此三階段下均偏高，表示京華投信公司對基金之操作採積極作為，並採團隊操作 ( team work ) 型態

表 4-2-1 將分別比較樣本期間中股票型基金在不同市場型態下的 係數高低及排名順序，來判讀基金的穩定性與否。本文分析的共同基金，除了少數幾支基金之 係數值大於 1 外，其餘不管空頭市場或多頭市場下的 風險係數皆小於 1，實證反映出國內的共同基金普遍是一種低風險的基金，但由表 4-2-1 亦可看出，當市場由第一階段的空頭市場 ( 1997.8 - 1999.1 ) 轉為第二階段的多頭市場 ( 1999.2 - 2000.1 ) 時， 係數的變動量並非均為遞增，共有 30 支共同基金的 係數變動並非遞增反而遞減，反映出共同基金的系統風險並不會因景氣復甦而有顯著的變動增加，也表達了基金經理人對市場的變化未能作出及時反應，顯示著經理人的操作保守不靈活，未具有預測市場的能力。整體而言，當景氣復甦由空頭市場轉為多頭市場時，或市場衰退由多頭市場轉為空頭市場時，國內大部分的共同基金並未能即時反映市場風險。

表 4-2-1 樣本期間中不同市場型態下共同基金之 係數比較與排序

股票型基金	第一階段 空頭市場		第二階段 多頭市場		第三階段 空頭市場	
	(1987-1999.1) 值	排序	(199.2-2000.1) 值	排序	(2000.2-2000.12) 值	排序
國際第一	0.6295	4	0.7663	38	0.7273	9
光華光華	0.7523	17	0.8728	23	0.8953	30
建弘建弘	0.7228	13	0.7489	42	0.5953	2
中華中華	0.7136	11	0.7980	34	0.6255	3
中華成長	0.8744	31	0.8586	27	0.9979	48
建弘雙福	0.7851	19	0.8899	19	0.8558	22
中華成功	0.7026	9	0.9127	14	0.8867	27
寶來 2 0 0 1	0.8247	25	0.7982	33	1.0469	50
京華先鋒	1.1658	55	0.7596	39	0.6515	4
中華龍鳳	0.9904	44	0.8306	29	0.8972	31
光華積極成長	0.7924	20	0.7717	37	1.2456	55
統一全天候	0.7235	14	0.8975	16	1.0251	49
寶泰小龍	0.7376	15	0.6192	51	0.9529	40
富邦幸福	0.4838	2	0.5322	52	0.8936	29
元大多福	0.8340	28	0.9343	10	0.8529	21
京華威鋒	1.0288	47	1.1212	1	1.0924	54
永昌昌隆	0.7123	10	0.7145	46	0.9057	34
怡富台灣增長	0.7391	16	0.8726	24	0.9024	33
元富高成長	0.6017	3	0.6749	47	1.0538	51
建弘萬得福	0.9842	43	0.8715	25	0.8487	20
台灣永發	0.6900	8	0.9182	12	0.7501	11
元大多多	0.9670	42	0.4780	54	0.7128	8
富邦精準	0.9640	34	0.7194	45	0.8625	23
統一黑馬	0.8852	41	0.8931	18	0.9369	38
京華高科技	1.1022	51	0.7438	44	0.9462	39
國際精選二十	0.7711	18	0.7574	41	0.6891	6
寶來寶來績效	0.6773	7	0.8482	28	0.8875	28
中華 1 0 0	0.8045	22	0.8697	26	0.7683	15
富邦長紅	0.4816	1	0.7756	36	0.8407	19
中信和豐股價指數	0.9065	23	0.9148	13	0.9277	36
寶泰強勢	0.8189	37	0.5265	53	1.0609	52
怡富新興科技	0.8359	29	0.8960	17	0.8653	24
京華外銷	1.0835	50	0.9224	11	0.7567	13
統一龍馬	0.9954	45	0.9890	5	0.9620	41
元富金滿意	0.8441	30	0.7482	43	0.9851	46
永昌前瞻科技	0.6671	6	0.9046	15	0.7314	10

中華龍騰	1.1244	54	0.8123	31	0.9898	47
中信潛力	0.8948	36	0.8032	32	0.8682	25
元大卓越	0.9474	39	0.8835	21	0.9749	44
富邦冠軍	1.0443	48	0.6497	48	0.9715	43
統一店頭市場	1.1076	52	0.9841	6	0.7610	14
京華掌櫃	1.1106	53	0.8860	20	0.6777	5
建弘福王	0.8849	33	0.7844	35	0.7017	7
群益馬拉松	0.9418	38	0.9805	7	0.9635	42
元富店頭市場	1.0107	46	0.9798	8	0.9830	45
富邦 8 8	0.8776	32	0.6495	49	0.9266	35
京華菁華	1.0614	49	1.0493	4	0.9005	32
中華店頭五十	0.9538	40	0.9583	9	0.8723	26
金鼎大利	0.8006	21	0.8163	30	0.9290	37
台灣新光競臻笠	0.8901	35	0.8804	22	0.7824	17
元大店頭	0.8262	26	0.7590	40	0.7688	16
群益店頭市場	0.6445	5	0.40	55	0.5070	1
京華金融	0.7183	12	1.1206	2	1.0844	53
日盛日盛	0.8317	27	1.0588	3	0.8133	18
中信店頭	0.8200	24	0.6489	50	0.7509	12
台灣加權指數	1		1		1	
OTC 指數	1		1		1	

股票型基金中除了店頭市場中之基金以 OTC 指數為基準外，其餘皆以台灣加權股價指數為準

資料來源：自行研究

在第一階段的樣本期間（1997.7 - 1999.1）是空頭市場，在此期間富邦長紅基金之係數值為 0.4816，表現最佳；其次為富邦幸福、元富高成長、國際第一、群益店頭市場、永昌前瞻科技、寶來績效等。第二階段的樣本期間（1999.2 - 2000.1）則為多頭市場行情，在此期間京華威峰基金之係數值為 1.1212 表現最佳，其次依次為京華金融、日盛日盛、京華菁華、統一龍馬、統一店頭市場、群益馬拉松、元富店頭市場等。第三階段的樣本期間（2000.2 - 2000.12）是空頭市場時期，在此期間群益店頭市場基金之係數值為 0.5070，表現最佳；其次依次為建弘建弘、中華中華、菁華先鋒、菁華掌櫃、國際精選二十、建弘福王、元大多多等。在此三段期間內能持續每階段皆在排名前二十名以上者只有台灣永發及永昌前瞻科技，但若比較第二階段至第三階段皆在前二十名者則有台灣永發、京華外銷、永昌前瞻科技、統一店頭市場、菁華掌櫃、日盛日盛等六支基金相對表現較穩定。

此外第一階段有 10 支基金之 係數值大於 1 以上，如京華先鋒之 係數值為 1.1658，第二階段有 4 支基金，如京華金融之 係數值為 1.1206，特殊的是此階段中 係數值超過 1 的 10 支基金中，有 5 支基金來自於京華投信證券公司，表示京華投信公司經理人對基金之操作較積極，且受團隊操作影響極大；第二階段的空頭時期有 4 支基金之 係數值超過 1，表達了投信公司經理人對基金之操作型態較為積極，但相對風險增加；第三階段有 7 支基金之 係數值大於 1 以上，反映出基金經理人的市場趨勢的反應不夠靈活，如光華積極成長之 係數值為 1.2456。

## (二) 平衡型與國際型之共同基金之分析結果

1. 本研究之平衡型基金樣本，在空頭市場中 係數值偏高，與股票型基金之 係數相比無顯著差異，顯示其基金經理人操作的心態與股票型基金類似，故在空頭市場中未能發揮平衡型基金應有的避險效果。
2. 部分國際型基金之 係數值過低，且  $p$  值不顯著。表示其迴歸式的解釋能力太低，使得 係數值不具有貢獻能力。

平衡型基金是八十九年空頭行情下的明星基金，但大多數平衡型基金皆在這一、兩年成立的，故不包含於本文樣本基金中，本文所包含的四支基金乃屬於第一代的基金(如表 4-2-2)，除了建弘廣福基金之 係數較低外，其餘三支基金 係數雖未超過 1 但仍偏高，與股票型基金之 係數比較並不相上下，顯示其基金經理人操作的心態與股票型基金類似，故未能發揮平衡型基金應有的避險效果，故此四支平衡型基金若以 係數值為判斷依據，而提供給非營利組織作為財務投資的參考將會失真。

另外，樣本中部份的國際型基金之 係數值過低，且  $p$  值不顯著。代表迴歸式的解釋能力太低，使得 係數值不具有貢獻能力，且因投資的市場不同，故不排序比較；表 4-2-3 列示國際型基金 值，有高於 1 或低於 1，但因投資的地區不同，用台灣加權股數為基準的 係數值來判讀國際型基金穩定性的排序大小，將會失去正確性。

表 4-2-2 平衡型基金 值

基金名稱	第一階段：空頭市場 (1997.8-1999.1)	第二階段：多頭市場 (1999.1-2000.2)	第三階段：空頭市場 (2000.2-2000.12)
中華安富	0.8857	0.7401	0.8511
荷銀(光華)鴻利	0.7429	0.6606	0.6943
國際萬全	0.7651	0.6346	0.6364
建弘廣福	0.0889	0.3187	0.2035

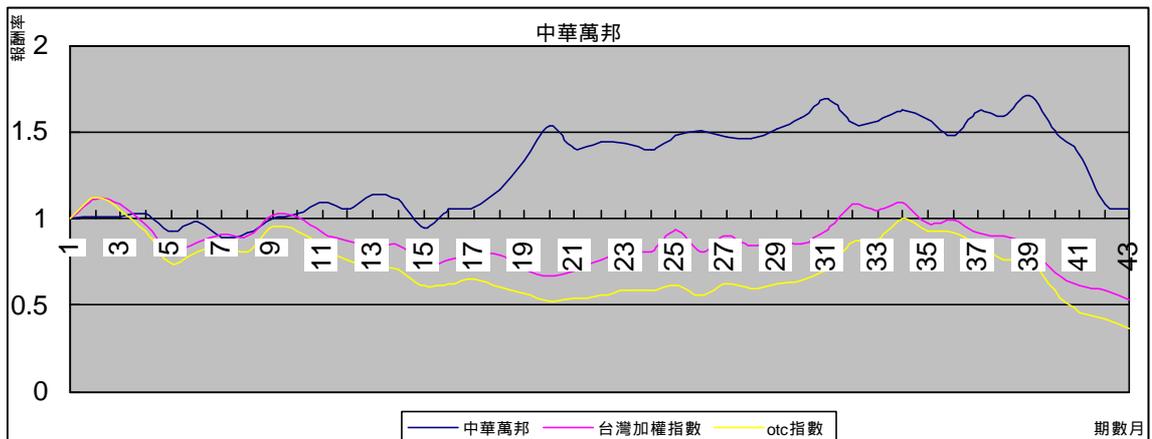
資料來源：自行研究

表 4-2-3 國際型基金 值

基金名稱	第一階段：空頭市場 (1997.8-1999.1)	第二階段：多頭市場 (1999.1-2000.2)	第三階段：空頭市場 (2000.2-2000.12)
荷銀(光華)環球	0.1703	0.0614	0.1351
建弘泛太	-0.0205	0.1819	0.1826
中華萬邦	0.0885	-0.0226	0.4589
國際全球	0.1972	0.0958	0.2475
新興日本	0.1041	0.3034	0.2425
建弘馬來西亞	0.8149	0.5399	0.5466
荷銀(光華)新馬	0.9228	0.6417	0.2873
怡富亞洲	0.6134	0.4713	0.4025
新光日本精選	-0.0388	0.0038	0.1825
元富亞太	0.3060	0.4708	0.5097
寶來美台雙利	0.84421	0.5912	0.6798
荷銀(光華)日本	0.0044	0.3173	0.2811
中信全球科技	0.8029	0.1865	0.5639
怡富全球龍揚	1.1024	0.5963	0.5369
荷銀(光華)泰國	0.8296	0.6743	0.3634

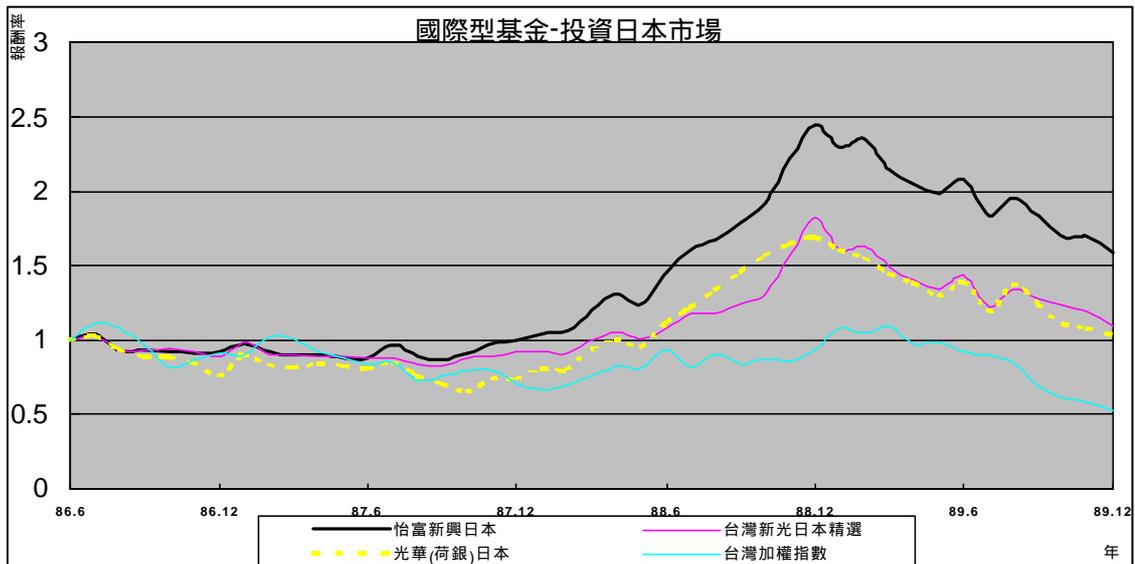
表 值迴歸解釋能力太弱，且其 P 值表現均不顯著，對預測變數無貢獻，故不具參考價值。

資料來源：自行研究



資料來源：自行研究

圖 4-2-1 國際型基金績效圖 (中華萬邦)



資料來源：自行研究

圖 4-2-2 國際型基金績效圖（怡富新興日本、新光日本精選、光華日本、台灣加權）

### (三) 係數相關性之檢定

依據上表 4-2-1 至表 4-2-3, 各階段 風險係數的排名順序, 應用 Spearman 等級相關分析, 當在顯著水準  $= 0.05$  時, 依 風險係數評估之績效在第一階段與第二階段中表現與及第二階段與第三階段中表現皆不具有相關性 (表 4-2-4)。

表 4-2-4 不同市場期間 風險係數評估之相關分析

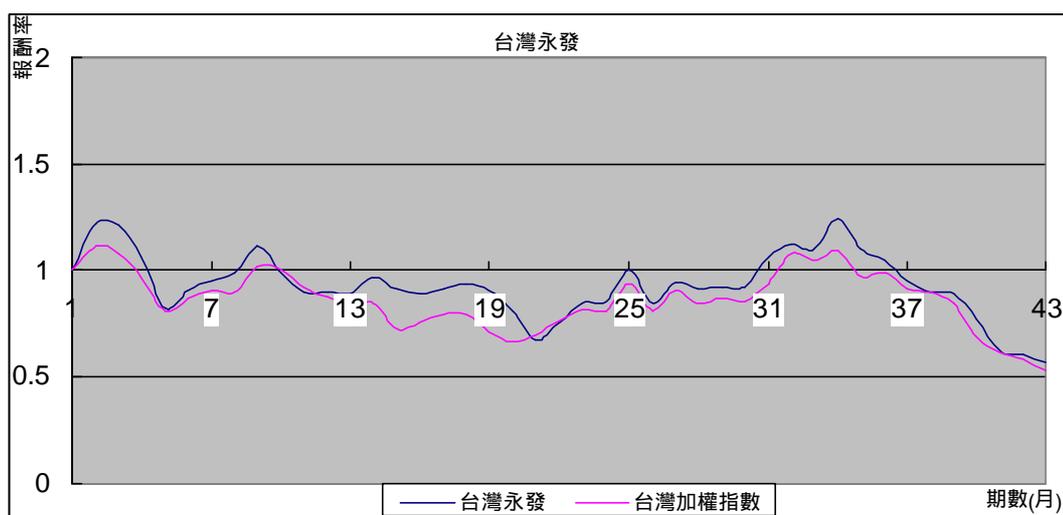
	Rs	t 值	P 值
第一階段與第二階段	0.1195	0.8764	0.3847
第二階段與第三階段	0.2338	1.7507	0.08579

資料來源：自行研究

### (四) 結論：市場趨勢預測錯誤，獲利將減少或損失將增大

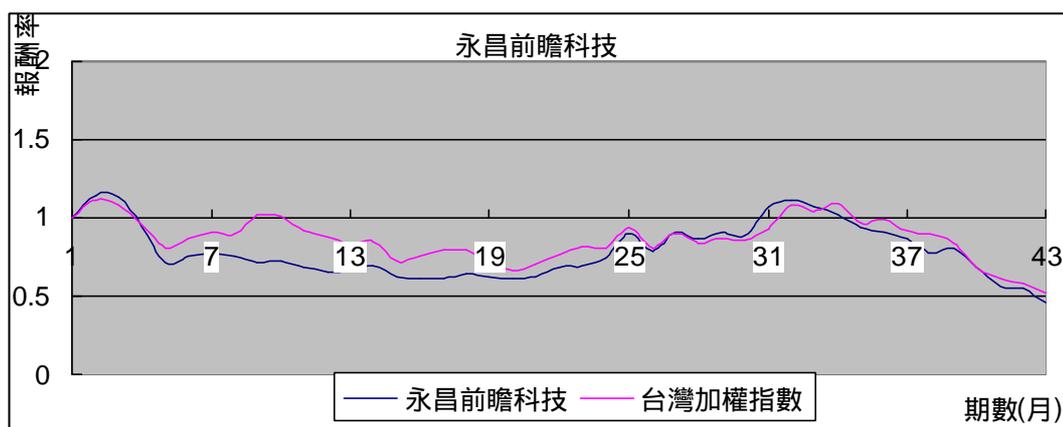
以上分析可知，國內共同基金之經理人大多為穩健保守型之操作型態者（係數不管在空頭或多頭市場中大部份皆小於 1），而且大部分的基金經理人未能對市場風險的變動作即時的反應，僅部份基金如前述的台灣永發及永昌前瞻科技（如圖 4-2-3 及圖 4-2-4）在三個階段皆能呈穩定表現，

以及其次的京華外銷、統一店頭市場、菁華掌櫃、日盛日盛外（不是表現較高報酬率而是表現相對穩定性），其餘基金之 值較不具穩定性。再者從 係數值可看出相同的投信公司，其不同型態之基金但卻有著雷同的 值之趨勢（如京華投信公司），表示其共同基金的操作，受公司操作團隊互動的影響頗大。



資料來源：自行研究

圖 4-2-3 台灣永發績效走勢圖



資料來源：自行研究

圖 4-2-4 永昌前瞻科技績效走勢圖

## 第三節 sharpe 指數分析基金績效之結果

### 1. 同類型基金應選擇 sharpe 值越大的基金。

同類型基金應選擇 sharpe 值越大的基金，但 sharpe 值很大的基金，不一定代表其報酬率會越高，如貨幣型基金的 sharpe 值很大，但如採用 sharpe 指數分析績效將會失真。

### 2. 空頭市場時期，並不適宜投資共同基金

第一階段的空頭市場時期，扣除債券型基金外，只有中華萬邦、國際全球、怡富新興日本為正值外，其餘全部皆為負值，表示此一階段並不適宜投資共同基金；第三階段的空頭市場時期，基金 sharpe 值全部皆為負值，表示此一階段亦不適宜投資共同基金。

### 3. 小結：

中華成長、建弘雙福、中華成功、怡富台灣增長、富邦長紅、寶泰強勢、怡富新興科技、中華龍騰、元大卓越、富邦冠軍、群益馬拉松、金鼎大利、中華安富、荷銀鴻利、建弘廣福、荷銀環球、國際全球、建弘馬來西亞、荷銀新馬、怡富亞洲、寶來美台雙利、荷銀日本、中信全球科技、怡富龍揚等之基金，sharpe 值分析顯示較大盤為優，表達了相對的穩定。

sharpe 值為一個經過風險調整後的指標，若大於零代表基金承擔報酬率的波動風險有正向回饋，反之若為負值代表基金承擔風險所得的報酬不如無風險的報酬。以 sharpe 值計算各樣本基金，得出實證結果如下表 4-3-1，在樣本期間第一階段的空頭時期，扣除債券型基金外，其餘 74 支各類型基金的 sharpe 指數值，除了中華萬邦( 0.2992 ) 國際全球( 0.2972 ) 怡富新興日本( 0.1690 ) 為正值外，其餘全部皆為負值，表此一階段並不適宜投資共同基金；但若與整體的集中市場之平均 sharpe 值相較，則有超過一半以上的共同基金( 43 支 ) 超過整體的集中市場之平均 sharpe 值，表相對的穩定。在第二階段的多頭時期，74 支基金的 sharpe 指數值，全部皆為正值，而且中信全球科技表現最佳( sharpe 值達 1.1689 )，表此一階段之投資皆可獲較無風險利率更高的報酬；但若在與整體的集中市場之 sharpe 值相較，則有 12 支共同基金沒有超過大盤的 sharpe 值，表示這些基金績

效相對的不穩定。最後第三階段的空頭時期，74 支基金的 sharpe 指數值，全部皆為負值，表此一階段亦不適宜投資共同基金，證券投信暨投顧工會統計指出，自西元 2000 年 4 月至西元 2000 年 12 月底，173 家股票型之基金淨值折損率超過 60 % 的共有 41 家，而有 97 支基金淨值折損率超過 50 %，124 支基金淨值折損率超過 40 %，而在同期間內，加權股價跌幅 53.48 %；因此基金投資的穩定性與否，可提供給規避風險需求的投資人作為投資之參考。故本文將基金之 sharpe 值與集中市場之平均 sharpe 值相較，則有 25 支的共同基金在整個樣本期間皆超過集中市場之平均 sharpe 值，表達了相對的穩定。如表 4-3-1( 表該基金在該期之夏普值超過大盤之夏普值； 表該基金在全樣本期間之夏普值皆超過大盤之夏普值 )

表 4-3-1 樣本期間中不同市場型態下共同基金之 sharpe 值與大盤比較結果

	第一階段 (1997.8 1999.1) 空頭市場	超過 大盤	第二階段 (1999.2 2000.1) 多頭市場	超過 大盤	第三階段 (2000.2 2000.12) 空頭市場	超過 大盤
國際第一	-1.0860		0.2597		-0.6959	
荷銀光華	-0.6611		0.4207		-0.3744	
建弘建弘	-0.5958		0.3764		-0.9777	
中華中華	-0.8568		0.5815		-0.5715	
中華成長	-0.4520		0.4859		-0.3375	
建弘雙福	-0.4894		0.4358		-0.5301	
中華成功	-0.4984		0.4307		-0.3849	
寶來 2 0 0 1	-0.8068		0.6710		-0.1841	
京華先鋒	-0.5998		0.4367		-0.4054	
中華龍鳳	-0.5384		0.5327		-0.3983	
荷銀積極成長	-0.6858		0.5357		-0.5226	
統一全天候	-0.8283		0.7241		-0.3584	
寶泰小龍	-0.3428		0.2685		-0.4001	
富邦幸福	-0.3675		0.2859		-0.4041	
元大多福	-0.5530		0.6347		-0.6665	
京華威鋒	-0.5406		0.4145		-0.4273	
永昌昌隆	-0.7356		0.4508		-0.4973	
怡富台灣增長	-0.3276		0.4913		-0.3645	
元富高成長	-0.2150		0.7177		-0.1756	
建弘萬得福	-0.5691		0.4747		-0.4901	
台灣永發	-0.3402		0.4473		-0.5889	
元大多多	-0.3535		0.2694		-0.6516	
富邦精準	-0.3309		0.3219		-0.4465	

統一黑馬	-0.6661		0.6609		-0.2319	
京華高科技	-0.4952		0.5989		-0.6018	
國際精選二十	-0.9504		0.4346		-0.6668	
寶來績效	-0.8064		0.4854		-0.5046	
中華100	-0.5231		0.3746		-0.5604	
富邦長紅	-0.4761		0.5275		-0.3203	
中信和豐股價指數	-0.5973		0.2899		-0.5943	
寶泰強勢	-0.4529		0.4718		-0.4137	
怡富新興科技	-0.2442		0.5981		-0.3910	
京華外銷	-0.5985		0.4822		-0.6298	
統一龍馬	-0.6544		0.6078		-0.3129	
元富金滿意	-0.3831		0.6179		-0.4158	
永昌前瞻科技	-0.3723		0.4525		-0.5915	
中華龍騰	-0.3846		0.5857		-0.5253	
中信潛力	-0.5894		0.5095		-0.4574	
元大卓越	-0.5165		0.5193		-0.5036	
富邦冠軍	-0.5011		0.4798		-0.4054	
統一店頭市場	-0.8574		0.4247		-0.3757	
京華掌櫃	-0.6000		0.3020		-0.5420	
建弘福王	-0.4262		0.5366		-0.3414	
群益馬拉松	-0.4840		0.6399		-0.3436	
元富店頭市場	-0.7566		0.6810		-0.3505	
富邦88	-0.5211		0.3100		-0.4626	
京華菁華	-0.5941		0.5017		-0.5575	
中華店頭五十	-1.2442		0.2875		-0.3708	
金鼎大利	-0.5013		0.6520		-0.3649	
台灣新光競臻笠	-0.4119		0.6212		-0.6010	
元大店頭	-1.1059		0.4393		-0.5145	
群益店頭市場	-0.5619		0.8499		-0.3162	
京華金融	-0.8095		0.1726		-0.4526	
日盛日盛	-0.7704		0.3722		-0.5400	
中信店頭	-0.8961		0.7711		-0.5690	
中華安富	-0.4774		0.4705		-0.4167	
荷銀鴻利	-0.5151		0.5843		-0.4988	
國際萬全	-0.7645		0.4298		-0.3304	
建弘廣福	-0.4641		0.5270		-0.5080	
荷銀環球	-0.0284		0.6371		-0.2885	
建弘泛太	-0.1698		0.8126		-0.5699	
中華萬邦	0.2992		0.1322		-0.4543	
國際全球	0.2972		0.5052		-0.3231	
怡富新興日本	0.1690		0.9026		-0.6677	

建弘馬來西亞	-0.3130		0.6084		-0.1768	
荷銀新馬	-0.1031		0.5249		-0.2411	
怡富亞洲	-0.1660		0.4632		-0.4706	
台灣新光日本精選	-0.1483		0.5878		-0.6344	
元富亞太	-0.3472		0.7943		-0.6470	
寶來美台雙利	-0.1447		0.4639		-0.4699	
荷銀日本	-0.0927		0.7500		-0.5255	
中信全球科技	-0.1025		1.1689		-0.4890	
怡富龍揚	-0.4213		0.7462		-0.3835	
荷銀泰國	-0.1167		0.0801		-0.4506	
台灣加權指數	-0.5245		0.3710		-0.5398	
OTC指數	-0.8950		0.5154		-0.3828	

資料來源：自行研究

表該期 sharp 指數值超過大盤的 sharp 指數值

表連續三期 sharp 指數值皆超過大盤的 sharp 指數值

## 第四節 標準差與穩定性分析結果

標準差（ $\sigma$ ）是用來衡量報酬率之變動程度的一種方法，是共同基金的風險值；共同基金報酬率的機率分配的標準差越小，基金的投資風險就越小。因此本文將以個別基金報酬率之標準差與集中市場平均報酬之標準差相比較，來判讀基金投資的安全穩定程度；若基金之標準差大於集中市場報酬率的標準差，則表示投資該基金的風險較大；若基金之標準差小於集中市場報酬率的標準差，則表示投資該基金的風險較小，投資該基金較穩定安全。

### （一）股票型基金標準差之分析結果

1. 標準差較大之基金表示該基金淨值的波動幅度較大，風險亦較大。
2. 當市場為空頭走向時，風險值越大基金賠錢的速度越快。
3. 實證結果顯示，在樣本期間中，以月報酬率評價時，各共同基金大都呈現不穩定狀態。

實證結果顯示，各共同基金大都呈現不穩定狀態。第一階段的空頭市場時期，只有 5 支的共同基金風險小於大盤，依序為富邦長紅、中華成長、元富高成長、中信和豐股價指數、建弘雙幅、中華 100；這五支共同基金表達了相對的穩定與安全；到了第二階段轉為多頭市場，較多支的共同基金呈現了相對的穩定與安全，共有 25 支共同基金的標準差小於大盤的標準差之下（附表 4-4-1）；到了第三階段又回到了空頭市場，但此時期沒有一支基金的標準差能小於大盤之下，表達了此時期投資策略的不安全與不穩定。

表 4-4-1 標準差分析股票型基金之穩定性

基金名稱	第一階段 1997.8 1999.1			第二階段 1999.2 2000.1			第三階段 2000.1 2000.12		
	標準差	風險差異	排序	標準差	風險差異	排序	標準差	風險差異	排序
國際第一	0.0934	(0.011)	11	0.0782	0.010	8	0.0821	(0.032)	12
光華(荷銀)光華	0.1210	(0.039)	41	0.1100	(0.021)	52	0.1084	(0.058)	50
建弘建弘	0.1067	(0.024)	31	0.0799	0.009	12	0.0740	(0.024)	7
中華中華	0.0914	(0.009)	10	0.0952	(0.007)	36	0.0678	(0.018)	5
中華成長	0.0677	0.015	2	0.0891	(0.000)	26	0.1064	(0.056)	46
建弘雙福	0.0803	0.002	5	0.0988	(0.010)	41	0.0789	(0.029)	10
中華成功	0.1088	(0.027)	33	0.0921	(0.004)	34	0.1081	(0.058)	49
寶來 2 0 0 1	0.1023	(0.020)	25	0.0807	0.008	13	0.0996	(0.049)	39
京華(保誠)先鋒	0.1175	(0.035)	38	0.0892	(0.001)	27	0.0954	(0.045)	31
中華龍鳳	0.1180	(0.036)	40	0.0908	(0.002)	31	0.0993	(0.049)	38
光華荷銀)積極成長	0.0962	(0.014)	16	0.0970	(0.008)	40	0.0868	(0.037)	22
統一全天候	0.0978	(0.016)	18	0.0896	(0.001)	28	0.0968	(0.047)	34
萬國小龍	0.1152	(0.033)	35	0.0744	0.014	6	0.0860	(0.036)	18
富邦幸福	0.1602	(0.078)	55	0.0873	0.001	25	0.1171	(0.067)	54
元大多福	0.0960	(0.014)	15	0.0953	(0.007)	37	0.0896	(0.039)	24
京華(保誠)威鋒	0.1229	(0.041)	45	0.1176	(0.029)	55	0.1190	(0.069)	55
永昌昌隆	0.1098	(0.028)	34	0.0789	0.010	10	0.0969	(0.047)	35
怡富台灣增長	0.0943	(0.012)	13	0.0834	0.005	16	0.0833	(0.033)	13
元富高成長	0.0760	0.006	3	0.0831	0.005	15	0.0901	(0.040)	25
建弘萬得福	0.1043	(0.022)	30	0.1054	(0.017)	47	0.0676	(0.017)	4
台灣永發	0.1039	(0.022)	28	0.1123	(0.024)	53	0.0847	(0.034)	17
元大多多	0.1016	(0.019)	24	0.0850	0.004	21	0.0860	(0.036)	19
富邦精準	0.1241	(0.042)	46	0.0851	0.003	22	0.1131	(0.063)	52
統一黑馬	0.0848	(0.003)	7	0.1020	(0.013)	45	0.1001	(0.050)	40
京華高科技	0.1401	(0.058)	54	0.0746	0.014	7	0.0744	(0.024)	8
國際精選二十	0.0941	(0.012)	12	0.0847	0.004	19	0.0745	(0.024)	9
寶來寶來績效	0.0986	(0.016)	19	0.0859	0.003	23	0.0867	(0.036)	21
中華 1 0 0	0.0673	0.015	1	0.0787	0.010	9	0.0588	(0.008)	1
富邦長紅	0.1038	(0.022)	27	0.0838	0.005	17	0.1078	(0.058)	48
中信和豐股價指數	0.0762	0.006	4	0.0811	0.007	14	0.0621	(0.012)	2
萬國強勢	0.1220	(0.040)	43	0.0628	0.026	2	0.0986	(0.048)	36
怡富新興科技	0.1223	(0.040)	44	0.0906	(0.002)	30	0.0932	(0.043)	29
京華(保誠)外銷	0.1394	(0.057)	53	0.1063	(0.018)	50	0.0834	(0.033)	14
統一龍馬	0.0881	(0.006)	9	0.1029	(0.014)	46	0.1009	(0.051)	42
元富金滿意	0.0995	(0.017)	21	0.0953	(0.007)	38	0.1156	(0.065)	53
永昌前瞻科技	0.0851	(0.003)	8	0.1000	(0.011)	42	0.0682	(0.018)	6

中華龍騰	0.1297	(0.047)	49	0.1078	(0.019)	51	0.1004	(0.050)	41
中信潛力	0.1011	(0.019)	23	0.0914	(0.003)	33	0.0880	(0.038)	23
元大卓越	0.0956	(0.013)	14	0.1018	(0.013)	44	0.1076	(0.057)	47
富邦冠軍	0.1343	(0.052)	52	0.0729	0.016	5	0.1100	(0.060)	51
統一店頭市場	0.1175	(0.035)	37	0.0862	0.002	24	0.0836	(0.033)	15
京華(保誠)掌櫃	0.1212	(0.039)	42	0.0849	0.004	20	0.0841	(0.034)	16
建弘福王 K	0.1006	(0.018)	22	0.0911	(0.003)	32	0.0863	(0.036)	20
群益馬拉松	0.1310	(0.049)	50	0.1011	(0.012)	43	0.0952	(0.045)	30
元富店頭市場	0.1177	(0.035)	39	0.0925	(0.004)	35	0.0990	(0.049)	37
富邦 8 8	0.1156	(0.033)	36	0.0901	(0.001)	29	0.1017	(0.051)	43
京華(保誠)菁華	0.1311	(0.049)	51	0.1123	(0.024)	54	0.0921	(0.042)	26
中華店頭五十	0.1042	(0.022)	29	0.0794	0.009	11	0.1042	(0.054)	45
金鼎大利	0.0847	(0.002)	6	0.0842	0.004	18	0.1029	(0.053)	44
台灣新光競臻笠	0.0989	(0.017)	20	0.0957	(0.007)	39	0.0928	(0.043)	28
元大店頭 K	0.0964	(0.014)	17	0.0685	0.020	3	0.0958	(0.046)	32
群益店頭市場	0.1258	(0.044)	48	0.0693	0.019	4	0.0808	(0.031)	11
京華(保誠)金融	0.1038	(0.022)	26	0.1059	(0.017)	49	0.0659	(0.016)	3
日盛日盛	0.1068	(0.025)	32	0.1057	(0.017)	48	0.0960	(0.046)	33
中信店頭	0.1247	(0.042)	47	0.0623	0.026	1	0.0924	(0.042)	27

資料來源：自行研究

表該共同基金標準差小於集中市場投資平均報酬的標準差，故風險較小。

## (二) 債券型基金標準差之分析結果

債券型基金在整個樣本期間中，風險（ ）相對的微小，任何一支共同基金的標準差皆小於大盤之標準差，表達了投資債券型基金風險較低，可提供給非營利組織作為投資策略的參考（附表 4-4-2）。

表 4-4-2 債券型基金與大盤之標準差分析結果

基金名稱	第一階段 空頭市場 1997.8 1999.1			第二階段 多頭市場 1999.2 2000.1			第三階段 空頭市場 2000.2 2000.12		
	標準差		排序	標準差		排序	標準差		排序
光華(荷銀)鴻揚	0.0004	0.082		0.0003	0.088		0.0001	0.050	
中華成龍	0.0003	0.082		0.0004	0.088		0.0001	0.050	
國際萬寶	0.0005	0.082		0.0002	0.088		0.0002	0.050	
台灣吉利	0.0004	0.082		0.0002	0.088		0.0002	0.050	
元大多利	0.0005	0.082		0.0004	0.088		0.0002	0.050	
建弘全家福	0.0004	0.082		0.0002	0.088		0.0001	0.050	

京華(保誠)威鋒二號	0.0005	0.082		0.0003	0.088		0.0001	0.050	
富邦如意	0.0005	0.082		0.0003	0.088		0.0002	0.050	
怡富台灣債券	0.0004	0.082		0.0002	0.088		0.0001	0.050	
統一強棒	0.0005	0.082		0.0002	0.088		0.0001	0.050	
寶來得利	0.0003	0.082		0.0003	0.088		0.0001	0.050	
光華(荷銀)債券	0.0004	0.082		0.0002	0.088		0.0001	0.050	
中華富泰	0.0004	0.082		0.0002	0.088		0.0001	0.050	
國際萬能	0.0005	0.082		0.0002	0.088		0.0001	0.050	
中信債券	0.0004	0.082		0.0002	0.088		0.0001	0.050	
萬國台灣債券	0.0005	0.082		0.0006	0.088		0.0002	0.050	
京華(保誠)獨特	0.0004	0.082		0.0003	0.088		0.0001	0.050	
永昌鳳翔債券	0.0004	0.082		0.0003	0.088		0.0002	0.050	
元富債券	0.0004	0.082		0.0002	0.088		0.0001	0.050	
群益安穩收益	0.0005	0.082		0.0002	0.088		0.0001	0.050	
中華開泰	0.0004	0.082		0.0003	0.088		0.0019	0.048	
元大多利二號	0.0005	0.082		0.0003	0.088		0.0002	0.050	
富邦如意二號	0.0005	0.082		0.0004	0.088		0.0003	0.050	
台灣新光吉祥	0.0004	0.082		0.0004	0.088		0.0004	0.050	
台灣新光吉星	0.0004	0.082		0.0002	0.088		0.0001	0.050	
怡富第一債券	0.0004	0.082		0.0002	0.088		0.0001	0.050	
德信萬年	0.0004	0.082		0.0002	0.088		0.0001	0.050	
中華富泰二號	0.0005	0.082		0.0002	0.088		0.0001	0.050	
國際萬華	0.0005	0.082		0.0002	0.088		0.0001	0.050	
金鼎債券	0.0003	0.082		0.0002	0.088		0.0002	0.050	
元大萬泰	0.0005	0.082		0.0003	0.088		0.0001	0.050	
統一全壘打	0.0005	0.082		0.0002	0.088		0.0001	0.050	
建弘台灣債券	0.0004	0.082		0.0002	0.088		0.0001	0.050	
	加權指數	0.0823			0.0886			0.0648	

資料來源：自行研究

表該共同基金標準差小於集中市場投資平均報酬的標準差

### (三) 平衡型基金標準差之分析結果

平衡型基金中，建弘廣福基金表現最為突出，在樣本的任一期間中，風險係數皆為最小，第三階段有建弘廣福和荷銀鴻利的風險係數（ ）低於大盤（附表 4-4-3）。因為樣本期間的限制，故合乎條件值的平衡式基金只有如下表 4-4-3 之四支，但事實上新成立的平衡型基金，其設限的條件具有彈性，能因應市場趨勢變化作相關之調整，穩定安全性更強，符合非營

利組織投資的參考。

表 4-4-3 平衡型基金與大盤之標準差分析結果

基金名稱	第一階段 空頭市場			第二階段 多頭市場			第三階段 空頭市場		
	1997.8 標準差	1999.1 (0.005)	排序 -	1999.2 標準差	2000.1 0.014	排序 2	2000.2 標準差	2000.12 (0.021)	排序 -
中華安富	0.0868	(0.005)	-	0.0747	0.014	2	0.0860	(0.021)	-
光華(荷銀)鴻利	0.0779	0.004	3	0.0780	0.011	3	0.0570	0.008	2
國際萬全	0.0767	0.006	2	0.0808	0.008	4	0.0737	-0.009	-
建弘廣福	0.0520	0.030	1	0.0317	0.057	1	0.0198	0.045	1
加權指數	0.0823			0.0886			0.0648		

資料來源：自行研究

表該共同基金標準差小於集中市場投資平均報酬的標準差

- 表該共同基金標準差大於集中市場投資平均報酬的標準差，故不做排序。

#### (四) 國際型基金標準差之分析結果

##### 1. 國際型基金以標準差 ( ) 來衡量風險，大部份均較台灣的波動風險小。

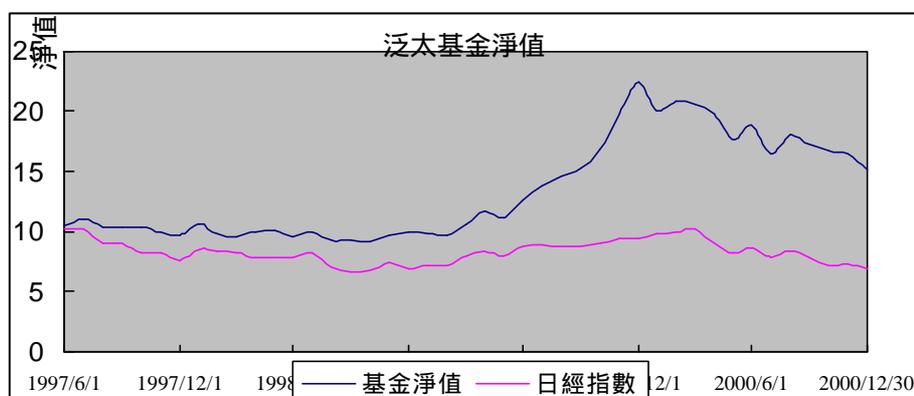
國際型基金各基金所投資的市場差異性極大，但若與台灣市場報酬之風險做比較 (表 4-4-1)，第一階段的空頭市場有 60 % 的國際型基金的波動幅度較台灣集中市場的波動幅度小；第二階段的多頭市場有 73 % 的國際型基金的波動幅度較台灣集中市場的波動幅度小；第三階段的空頭市場有 57 % 的國際型基金的波動幅度較台灣集中市場的波動幅度小，表達了台灣集中市場股價的不穩定與不安全。

##### 2. 國際型基金應與投資當地國之風險比較才有意義。

國際型基金受國際股市影響至深，如第一階段中建弘馬來西亞、光華(荷銀)新馬、光華(荷銀)泰國的標準差偏高，究其原因乃受當地國政治經濟之波動所影響。

國際型基金因各基金投資的市場差異性極大，故本文只列出該個別基

金與台灣市場報酬之風險做比較，不再排序。由表 4-4-4 顯示，以風險係數比較，在樣本期間中任一期，投資國際型之風險大部分小於國內集中市場的風險。



資料來源：自行研究

圖 4-4-1 建弘泛太國際型基金淨值走勢圖

表 4-4-4 國際型基金與大盤之標準差分析結果

基金名稱	第一階段 空頭市場 1997.8 1999.1		第二階段 空頭市場 1999.2 2000.1		第三階段空頭市場 2000.2 2000.12	
	標準差	超過大盤	標準差	超過大盤	標準差	超過大盤
光華(荷銀)環球	0.0680	0.014	0.0730	0.016	0.0545	0.010
建弘泛太	0.0456	0.037	0.0813	0.007	0.0594	0.006
中華萬邦	0.0810	0.001	0.0503	0.038	0.0885	(0.024)
國際全球	0.0563	0.026	0.0782	0.010	0.0754	(0.011)
怡富新興日本	0.0524	0.030	0.0748	0.014	0.0587	0.006
建弘馬來西亞	0.1494	(0.067)	0.0958	(0.007)	0.0694	(0.005)
光華(荷銀)新馬	0.1568	(0.075)	0.0983	(0.010)	0.0566	0.008
怡富亞洲	0.0672	0.015	0.0778	0.011	0.0578	0.007
台灣新光日本精選	0.0461	0.036	0.0853	0.003	0.0671	(0.002)
元富亞太	0.0519	0.030	0.0730	0.016	0.0641	0.001
寶來美台雙利	0.0899	(0.008)	0.0659	0.023	0.0706	(0.006)
光華(荷銀)日本	0.0776	0.005	0.0723	0.016	0.0827	(0.018)
中信全球科技	0.0947	(0.012)	0.0898	(0.001)	0.0736	(0.009)
怡富龍揚	0.1033	(0.021)	0.0693	0.019	0.0628	0.002
光華(荷銀)泰國	0.1570	(0.075)	0.1283	(0.040)	0.1075	(0.043)
加權指數	0.0823		0.0886		0.0649	

資料來源：自行研究

## (二) 小結：

標準差可以環顧過去一段時間內，基金淨值表現的穩定性程度；標準差越低，該基金的穩定性越大。三個市場階段中建弘馬來西亞、光華(荷銀)新馬、光華(荷銀)泰國的標準差偏高。

# 第五章 結論與建議

## 第一節 結論

根據實證結果分析歸納出幾點結論：

### 一、平衡型、債券型基金能充分的發揮避險的功能

實證結果平衡型基金報酬率績效都能在大盤之上，唯領先程度並非很多，但平衡式基金具有進可攻退可守的特性，相對的可降低投資風險；另外債券型基金在本樣本期間中，淨值都在 10 元以上，顯示債券型基金在低迷空頭時期，具有低風險及固定收益的特性，可為投資人避險和賺取穩定報酬，尤其我國央行因應美國降息，國內經濟景氣低迷，亦採調降利率政策，定存不再是避險之最佳管道，故債券型與平衡型基金適合非營利組織作為在市場多空不明時投資的參考。此外債券品質的好壞與否，深深影響著基金的表現，故非營利組織在購買債券型基金，需了解該基金的核心持有標的物是否為穩健收益為主的債券。

### 二、績效持續性檢定之結果並不一致

績效持續性方面，不同方法經由 Spearman 等級相關係數檢定之結果並不一致，故投資人若欲根據歷史的績效資訊作為未來的投資準則，可能無法達成預期的目標；若以穩定性分析而言，不同的方法下篩選的基金雖不完全一致，但若干基金在這些不同的應用方法上，仍得到相同的結果，可供非營利組織投資之參考。

### 三、同類型基金在不同市場型態中持續表現優異的基金，值得選擇

本研究的重點，便是在不同市場型態中，找出持續表現優異的基金，提供給非營利組織作為剩餘基金投資之參考。

### 四、共同基金是一個優質的投資工具，唯仍要妥善分配投資組合

我們依據績效分析圖表，大部份之基金投資報酬皆高於大盤之上，可資證明國內之共同基金仍是一個不錯的投資工具；唯進場購買的時點（擇時），和選擇真正優質的共同基金（擇股）非常重要，再者投資組合亦要多樣化，以降低投

資組合，因此股票型、債券型、或平衡型、國際型均應妥善搭配，納入非營利組織投資組合的資產配置中。

## 五、『指數型基金』適合非營利組織的財務投資策略

在成熟的市場中，指數型基金之長期投資報酬率一定會優於市場上的所有市場上所有基金的投資報酬率，它是一種消極性的投資策略。雖然一般投資人大多屬於風險的追逐者，喜歡較高風險報酬的投資，但市場的競爭激烈，在多頭市場中或有勝算，但轉入空頭時可能損失頗重，而非營利組織大多不嫻熟投資領域，故購買費用低廉的指數型基金，是一個好的選擇。

## 第二節 建議

本文將分別對非營利組織及後續研究者提出下列幾點建議：

### 一、對非營利組織之建議

- (一) 非營利組織的投資策略，在空頭市場中可檢選基金之係數值較低者為投資的標的；而在多頭市場中可檢選基金之係數值越高者為投資的標的

樣本基金中之系統風險普遍小於 1，表達了國內基金經理人在投資的操作策略上似稍嫌保守，因此基金經理人實應可更加靈活應用其操作策略，以便獲得較佳績效。而對非營利組織的投資者而言，基金操作策略的保守不一定代表了基金投資的穩定與安全，故對非營利組織的投資者，在空頭市場中可檢選基金之係數值較低者為投資的標的；而在多頭市場中可檢選基金之係數值越高者為投資的標的。

- (二) 非營利組織應選擇財務實力雄厚、信譽好的投信公司才能降低投資風險

投信公司本身的財務實力，亦是非營利組織投資的參考因素；雖然這並非

本文所探討的範圍，但亦應提出給非營利組織參考，因為財務實力佳的投信公司，才有能力吸收損失，讓投資人的損失降至最低，因此非營利組織在選擇投資共同基金時，應注意到投信公司的信譽和財務實力，以降低風險。

### **(三) 非營利組織投資應採多元化，並應設停損點與獲利點，以掌握風險**

國內部分非營利組織，已考慮到資產的配置公平與風險的分散原則，故財務之規劃除以銀行定存外，亦有投資海內外基金、股票、公債等多元化投資策略，但應對投資設有停損點及獲利點，以便能掌握風險，以免影響組織的運作。

### **(四) 非營利組織投資共同基金可採定時定額，或定時不定額為主要的投資策略，而以整筆之買賣方式為輔**

定時定額，或定時不定額的投資方式適合一般的投資大眾，更適合非營利組織的投資策略。非營利組織剩餘之資金可作為投資的部分，具有極大的不確定性，採定時定額，或定時不定額的方式，在市場處於震盪探底的過程中，具有平均成本的作用可攤平成本，而在景氣復甦的階段將較能容易的轉虧為盈，更可因應非營利組織的財務狀況，而來作彈性之調度。

### **(五) 避免短線操作**

共同基金之短線操作利潤並不會太大，故不宜短線操作，尤其對非營利組織更甚，應以長期投資為主；再者基金的手續費都不低，基金經理人對共同基金投資時間的建議，大都愈久愈好，少則五年，多者達十年或更久，報酬率將會更驚人，故非營利組織之投資策略應在年度目標完成後以剩餘之基金投資，且所投資之資金應不可影響以前及未來組織計劃基金之用途。

### **(六) 慎選基金經理人或投信、投顧公司**

證券投信暨投顧公會統計，自 2000 年四月起至該年底，在 173 家股票型基金淨值的折損率超過 60% 以上的基金達 41 家，故基金操作的良莠對投資報酬影響頗大。雖然本篇論文對基金經理人的能力、經驗、操盤

之反應，以及投信公司並未做比較或探討，但好的基金經理人和信譽佳的投信公司，可在多頭行情中創造出優於大盤之績效；而在空頭時期，則能將風險降至最低。故公開說明書中對基金經理人的學、經歷的簡介，都是非營利組織作投資策略時需留意的。再者許多投信公司基金之操作並非完全由個別基金經理人操作，乃採團隊操作，故需慎選投信公司與經理人。

## 二、後續研究之建議

### (一) 未來研究期間的擴大，有助於投資穩定性資訊更能充分的揭露

本研究之樣本期間檢選為三年半，並將此樣本期間一市場趨勢分隔成三個不同的市場時期，但仍不夠詳盡。基金的評估最適合以三年為一期；且樣本乃以八十六年六月三十日以前的基金為選取的標準，並再扣除於樣本期間中由封閉型改為開放型之基金等，只剩 108 支樣本基金，與現今已有的二百多支基金相比，只佔二分之一弱，故本文不能完全揭露其他基金給非營利組織中欲作投資策略者的參考，稍屬遺憾。因為現今許多之共同基金，其投資的穩定與安全性與獲利性績效，皆有亮眼的表現。

### (三) 基金投資風險規避方式期望有更進一步之研究

本文乃對非營利組織基金投資風險之研究，特別針對投資共同基金時，分析其投資風險之穩定性如何；分析工具則採報酬率、風險係數、Sharpe 指數、標準差( )等；唯共同基金風險之評估模式的方法很多，但大多著重在以報酬績效之獲利性為探討主軸；而非營利組織投資則需將安全性、穩定性置於獲利性之前(保本、增值、慎防風險)，在台灣本土中較少人著墨來探討非營利組織之投資議題；故期望未來之研究能擴大分析工具，尤其針對台灣非營利組織之基金投資風險規避方式，期能有更進一步、更深入之研究。

#### (四) 應訂定基金投資管理政策、程序及規範

本文雖然強調「投資面」，但「投資管理面」更是重要。沒有良好的投資規範和訂定優質的投資管理程序，機構中主導投資的管理人員，可能將組織的投資策略帶入其個人主觀意識判斷的泥沼中，或因內部控制的不健全，造成投資的缺失或弊端不斷。故要確保組織的投資政策或策略能符合機構的絕對要求，對於基金的投資管理程序及規範應行諸文字表達，如短期投資、中期投資、長期投資、受贈基金的投資政策與規範、投資風險可容忍之界域、投資程序、投資責任與職責的分擔，甚或投資工具皆不盡相同，故應書面化以予區隔明白列示清楚。

## 西文參考文獻

- Brinson, Gary P. L. Randolph Hood & Gilbert L. Beebower , ( 1986 )  
"Determinants of Portfolio Performance, " Financial Analysts Journal ,  
Vol.42 , pp.39-44
- Brinson, Gary P. L. Randolph Hood & Gilbert L. Beebower , ( 1991 )  
: An Update , " Financial Analysts  
Journal , Vol.47 , pp40-48
- Chen R. and S. Stockum, (1986) "Selectivity, Market Timing, and Random Beta  
Behavior of Mutual Funds: A Generalized model," Journal of Financial  
Research, Vol 19, pp.87-96
- Chabotar, K. J. , ( 1989 ) "Financial Ratio Analysis Comes to Nonprofits, "  
Journal of Higher Education, Vol.60, pp.188-208
- Chang, C. F. , H. P. Tuckman, ( 1991a ) "A Methodology for Measuring the  
Financial Vulnerability of Charitable Nonprofit Organizations," Nonprofit and  
Voluntary Sector Quarterly, Vol.20, pp.445-460
- Chang, C. F. , H. P. Tuckman, ( 1991b ) "Financial Vulnerability and Attrition as  
Measures of Nonprofit Performance," Annals of Public and Cooperative  
Economics, Vol.62 ( 4 ) , pp.655-672
- Fama , Eugene F, ( 1972 ) " Components of Investment Performance, " The  
Journal of Financial, June 1972, pp.551-567
- Fama , Eugene F. and Kenneth R. French,( 1993 ) "Common Risk Factors in the  
Returns on Stocks and Bonds," Journal of Financial Economics. Vol.33,  
pp.30-56
- Fama , Eugene F. and Kenneth R. French,( 1996 ) "Multifactor Explanations of  
Asset Pricing Anomalies," Journal of Finance Vol.51, pp.55-84
- Fry Jr., Robert P. , ( 1998 ) Nonprofit Investment Policies, New York: John  
Wiley & Sons, Inc.
- Grinblatt, M. and S. Titman, ( 1989 ) "Portfolio Performance Evaluation : Old  
Issues , New Insight, " Review of Financial Studies , Vol.2, pp393-421

- Grinblatt, M. and S. Titman, ( 1992 ) "The Persistence of Mutual Fund Performance," Journal of Finance Vol.42, pp.1977-1984
- Grinblatt, M. and S. Titman., ( 1993 ) " Performance Measurement without Benchmarks : An Examination of Mutual Fund Returns, " Journal of Business Vol.66, pp.47-68
- Grinblatt, M. and S. Titman, ( 1994 ) "A Study of Monthly Mutual Fund Returns and Performance Evaluation Techniques, " Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol.29, pp.419-443
- Grinblatt, M. and S. Titman, and R Wermers, ( 1995 ) "Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding : A study of Mutual Fund Behavior ," American Economic Review Vol.85, pp.1088-1105
- Gronberg, K. A. ,( 1990a ) "Managing Grants and Contracts : The Case of Four Nonprofit Social Service Organizations," Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly, Vol.20, pp.5-24
- Gronberg, K. A. ,( 1990b ) "How Nonprofit Human Service Organizations Manage Their Funding Sources : Key Findings and Policy Iimplications," Nonprofit Management and Leadership , Vol.2 , pp.159-176
- Grossman, D.A. , ( 1992 ) "Paying Nonprofits : Streaanlining the New York state system," Nonprofit Management and Leadership, " Vol.3 , pp.81-91
- Hankin,J.A. , Seidner,A.Z. , & Zietlow,J.T. ,( 1997 ) Financial Management for Nonprofit Organization , John Wiely & Son,Inc. , pp.420-445
- Hansmann, Henry B., ( 1980 ) "The Role of Nonprofit Enterprise," The Yale Law Journal, Vol. 26, Apr. , pp.835-901
- Hendrick, D. , J. Patel, and R. Zeckhauser, ( 1993 ) "Hot Hands in Mutual Funds : Sort-Run Persistence of Relative Performance, " Journal of Finance , Vol.48 , pp93-130
- Herzling,Regina E. ( 1994 ) Financial Accounting And Managerial Control For Nonprofit Organization ,South-Western Publishing Co.pp.188-194
- Hodgkinson, Virginia A., Richard W. Lyman , and Associateso, (1989) The Future of the Nonprofit Sector: challenges , changes , and policy considerations,

San Francisco, Jossey – Bass.

- Huang, Derek Teshun , ( 2000 ) "Differentiation of Financing Strategies : Dynamics of Resource Dependence in Nonprofit Organization ," The Proceeding of First NPO Management Symposium , Nanhua University & Chung Cheng University , March 2000
- James, Estelle, ( 1989 ) The Nonprofit Sector in International Perspective : Studies in Comparative Culture and Policy, N. Y. : Oxford University Press
- Jensen, M. C., ( 1989 ) "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964 ," Journal of Finance Vol. 23, pp.389-416
- Kingma, B. r. , ( 1993 ) "Portfolio Theory and Nonprofit Financial Stability, " Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly, Vol.22, pp.105-119
- Pfeffer,J., & G.R.Salancik, ( 1978 ) The External Control of Organizations, N.Y.:Harper & Row
- Salamon, L. M. , ( 1992 ) 1992 American's Nnonprofit Sector : a Prime, N. Y. : The Foundation Center
- Sharpe, W. F., ( 1966 ) " Mutual Fund Performance, " Journal of Business, Vol. 39, pp.119-130.
- Shim, Jae K.& Joel G. Siegel, (1997) Financial Management for Nonprofits, N.Y. : McGraw - Hill Companies.
- Shukla, R. , and C. Trzcinka,( 1994 )"Persistent Performance in the Mutual Fund Market : Tests with Funds and Investment Advisters," Journal of Quantitative Finance and Accounting , Vol.4 , pp.115-135
- Treynor, J. L., ( 1965 ) "How to Rate Management of Investment Funds?, " Harverd Business Review, Vol. 43, pp. 63-75.
- Treynor, J. L. and K. K. Mazuy, ( 1966 ) "Can Mutual Funds Outguess the Harverd Business Review, Vol. 44,pp.131-136.
- William G. Droms and David A. Walker, ( 1994 ) " Investment Performance of International Mutual Funds," The Journal of Financial Research, Vol. 17, No 1, pp.1-14
- Wolf, T., (1990) Managing a nonprofit organization, N.Y. : Simon & Schuster

Inc.

Ziebell, Mary T. and DonT. DeCoster,( 1991 ) Management Control Systems in Nonprofit Organizations , Sam Diego : Harcourt Brace Jovarvich.

## 中文參考文獻

- 王益民, (1999) 基金與投資組合-投資銀行實務, 台北: 五南圖書出版有限公司
- 王耀賢, (1997) 從競賽觀點探討我國共同基金經理人風險調整行為, 嘉義: 國立中正大學財務金融研究所未出版碩士論文。
- 王金英(1999), "非營利機構的財務管理", 社區發展季刊, 第 85 期, 頁 85-92。
- 司徒達賢等著, (1997) 非營利組織經營管理粹要, 臺北: 洪健全文化教育基金會。
- 田景仁, (1997) 共同基金績效評估 - 轉換函數模型之應用, 臺北: 淡江大學財務金融學系研究所未出版碩士論文。
- 江明修, (1994) 非營利組織領導行為之研究, 臺北: 國立政治大學公共行政研究所, 行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告 ( nsc82 - 0301 - h - 004 - 060 )
- 余佩珊譯, Drucker, P.F. 著, (1994) 非營利機構的經營之道, 臺北: 遠流圖書公司。
- 吳建志, (1996) 平均數 - 變異數準則與隨機優越性準則應用在國內封閉型與開放型共同基金投資組合研究, 臺南: 國立成功大學會計學研究所未出版碩士論文。
- 沈經洪, (1995) 非營利機構市場導向之研究, 臺北: 國立政治大學企業管理研究所未出版碩士論文。
- 卓澤修, (1996) 臺灣地區不同型態共同基金其風險與績效之研究, 臺北: 臺灣大學財務金融學研究所未出版碩士論文。
- 林威光, (1994) 國內共同基金之選股與擇時能力績效評估——隨機貝他係數模式的運用, 臺北: 國立中興大學企業管理碩士班研究所未出版碩士論文。
- 林淑惠, (1997) 在條件資訊下, 共同基金之績效評估與策略發現, 高雄: 國立中山大學財務管理碩士班研究所未出版碩士論文。
- 政治大學「非營利組織研究室」網站: [http : npo.nccu.edu.tw](http://npo.nccu.edu.tw).
- 洪隆宇, (1999) 開放型共同基金風格分類及其穩定性之研究, 臺北: 國立政治大學企業管理研究所未出版碩士論文。
- 范昌華, (1998) 台灣共同基金績效評估之研究, 臺北: 銘傳大學國際企業管理研究所未出版碩士論文。

- 高千惠,(1995) 共同基金績效評估——隨機優勢法則與投資組合變動法評估 ,  
臺北：淡江大學金融研究所未出版碩士論文。
- 張志宏,(1996) 臺灣共同基金投資績效評估之研究 , 臺南：國立成功大學企業  
管理研究所未出版碩士論文。
- 許和鈞、巫永森(1997) , “共同基金的類型、規模與其操作績效關係之研究” ,  
交大管理學報 , 17 期 , 頁 92-112。
- 郭玉玲(1998) , “共同基金風險之判別、揭露與控管” , 會計研究月刊 , 148 期 ,  
頁 1333。
- 梁偉康,(1990) 社會服務機構 - 行政管理與實踐 , 香港：集賢出版社。
- 彭昭英、唐麗英,(1999) SAS 1.2.3. , 儒林圖書有限公司。
- 陳安琳、李文智,(1999) 非營利組織基金管理績效之研究 , 非營利組織之經營  
管理與社會角色論文集 , 台北：亞洲基金會 , 頁 263-305。
- 陳順宇,(1998) 多變量分析 , 臺北：華泰文化事業公司。
- 陳順宇、鄭碧娥,(1999) "STATISTICA 手冊 ( ) : 基本統計" , 臺北：華泰文化  
事業公司。
- 陳隆麒,(1999) 當代財務管理 , 臺北：華泰文化事業公司。
- 陳誌敏,(1994) 開放型共同基金投資人之市場區隔研究 - 以怡富證券投資顧問  
公司基金投資人為例 , 新竹：國立交通大學管理科學研究所未出版碩士  
論文。
- 陳忠慶 , (1999) “兼具分散與相乘效果的海外共同基金” , 會計研究月刊 , 第  
148 期 , 頁 114-118。
- 游吉盛,(1998) 國內共同基金績效評估之研究 , 臺北：國立中興大學企業管理  
學研究所未出版碩士論文。
- 黃志典、賴蓉禾 , (1999) “臺灣股票型共同基金選股及市場擇時能力評估” ,  
復華季刊 , 頁 61-105。
- 黃世鑫、宋秀玲,(1989) 我國非營利組織功能之界定與課稅問題之研究 , 臺北：  
財政部賦稅改革委員會。
- 喜馬拉雅文教基金會,(1998) 基金會在台灣 , 台北：喜馬拉雅文教基金會
- 黃德舜,(1998) 非營利事業財務分析 , 嘉義：南華大學非營利事業管理研究所  
規劃研討會論文集 , 頁 149~158。

- 黃德舜, (2000) 融資策略差異性：非營利組織資源依賴的動態性 - 以基金會為例，第一屆非營利組織管理研討會論文集，南華大學管理學院暨中正大學管理學院主辦，頁 8-1 ~ 8-17。
- 楊晉昌, (1995) 共同基金型態與操作績效之研究，臺北：國立政治大學企業管理研究所未出版碩士論文。
- 楊朝舜, (1993) 臺灣共同基金選股力與時機掌握能力之研究，臺北：國立臺灣大學財務金融學研究所未出版碩士論文。
- 楊朝舜, (1993) 臺灣共同基金選股能力與時機掌握能力之研究，臺北：國立臺灣大學財務金融學研究所未出版碩士論文。
- 葉秀娟, (1993) 不對稱情報下之共同基金績效評估 - 臺灣市場實證與模擬，臺北：輔仁大學金融研究所未出版碩士論文。
- 詹硯彰, (1998) 現代共同基金績效評鑑研究——臺灣地區開放式股票型基金績效評比，臺北：國立政治大學金融學系研究所未出版碩士論文。
- 蔡曉慧, (1999) 共同基金持股偏好與績效，嘉義：國立中正大學財務金融研究所未出版碩士論文。
- 戴國強、王慶昌, (1999) 基金管理學，臺北：五南圖書出版公司。
- 謝富全, (1995) 我國共同基金績效及其績效持續性之研究，臺北：國立臺灣工業技術學院管理技術研究所企業管理學程研究所未出版碩士論文。
- 謝明瑞、段昌文 (1997)，"基金投資績效評估模型之比較分析"，空中大學商學學報 第七期，頁 418-447。

