

南華大學企業管理學系管理科學碩士班碩士論文

A THESIS FOR THE DEGREE MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION

MASTER PROGRAM IN MANAGEMENT SCIENCES

DEPARTMENT OF BUSINESS ADMINISTRATION

NANHUA UNIVERSITY

台灣開放型股票基金績效持續性之研究

THE PERSISTENCE OF TRADING PERFORMANCE FOR TAIWAN OPEN-END
STOCK MUTUAL FUND

指導教授：袁淑芳 博士

ADVISOR : SHU-FANG YUAN Ph.D.

研究生：劉庭好

GRADUATE STUDENT : TING-YU LIOU

中 華 民 國 1 0 5 年 6 月

南 華 大 學

企業管理學系管理科學碩士班

碩 士 學 位 論 文

台灣開放型股票基金績效持續性之研究

研究生：劉 廷 亨

經考試合格特此證明

口試委員：賴 國 新

邱 東 昇

黃 裕 芳

指導教授：黃 裕 芳

系主任：褚 麗 娟

口試日期：中華民國 105 年 06 月 20 日

準碩士推薦函

本校企業管理學系管理科學碩士班研究生劉庭妤君在本系修業2年，已經完成本系碩士班規定之修業課程及論文研究之訓練。

1、在修業課程方面：劉庭妤君已修滿36學分，其中必修科目：研究方法、經營專題、管理科學、決策專題等科目，成績及格(請查閱碩士班歷年成績)。

2、在論文研究方面：劉庭妤君在學期間已完成下列論文：

(1)碩士論文：台灣開放型股票基金績效持續性之研究

(2)學術期刊(研討會論文)：

1. 台灣開放型股票基金之績效持續性研究(管理與決策學術暨實務研討會)

2. 四四三三法則應用於基金篩選之可適性：以台灣開放型股票基金為例(2016年跨校聯合學術研討會(北區))

本人認為劉庭妤君已完成南華大學企業管理學系管理科學碩士班之碩士養成教育，符合訓練水準，並具備本校碩士學位考試之申請資格，特向碩士資格審查小組推薦其初稿，名稱：台灣開放型股票基金績效持續性之研究，以參加碩士論文口試。

指導教授：袁淑芬 簽章

中華民國 106 年 5 月 27 日

謝誌

回首南華二年往來台中與嘉義的求學過程中雖處於工作和學業不斷地在賽跑，學業更是在工作忙碌中面臨各種衝突與瓶頸。

所幸一路走來能夠有許多恩師與前輩及學長學姊不吝給予指導與協助，此論文的每個細節及數據的產生都是我的指導教授在我論文的方向理論上給予我動力，並讓我有論文小組，呂易鐸，湘婷，文婷，尤其是呂易鐸大力協助給予我很多的幫助，更要感謝我的妹妹詹羽瑄對我的論文提出重要寶貴的意見與整合，以及黃柏華學妹在最後給予我莫大的幫助使我得以修補論文的缺陷，並完成最後的交件，特此感謝所有我人生中出現的貴人，我才能克服一個一個困難與疑惑，讓我有力量在最後關頭順利的完成。

從課題的選擇到最終完成，都要感謝我的指導教授袁淑芳教授，在論文的方向給予我指引與啟示作用，讓我有動力找到方法與方式，尤其是每次虛心地與袁老師討論論文後，袁老師總是一次又一次不厭其煩的包容我悉心批閱與指引我，總是在我最緊急的時候並適時協助我，讓我的論文不至岔離主題，並適時費心指導與督促協助我度過寫作瓶頸，讓我能夠以好的方式呈現，也讓

我有機會從中學習這個課題，這一切都必須要感謝袁教授費心耐心細心的指導，給予我諸多見解與修正，而這些的點點滴滴更是我堅持完成論文的最大動力來源。

感謝口試委員郭東昇教授與賴兩聖教授，謝謝二位教授能夠在百忙之中不辭辛勞的殷切指正，給我許多的建議和寶貴的意見，讓我的論文得以修改得更完整更完善。

凡是之能圓滿成就，背後總有許多人的付出與努力，在碩士班學術這條路上，讓我思路更暢通了，也更有不同的思考邏輯，感謝所有的教授，指導教授袁淑芳，黃國忠教授，紀信光教授，郭東昇教授，褚麗絹教授，陳券彪教授，因為你們的用心良苦不藏私並傾囊相授，讓我感受到所謂的無私與奉獻，希望我以後也能成為像各位教授一樣熱心熱誠的教學。

忽然回首有總釋懷的感覺，心中充滿感激充滿不捨，感謝所有的教授們讓我有所蛻變，特別總是有一些人，在關鍵的時後在身旁為我打氣，默默地在身邊做了一些溫暖體貼關心的事情。學習之路很漫長，我會珍惜所有的一切繼續認真努力，很高興在我的人生旅途當中遇見你們，我會永遠珍惜這緣分，你們都是我完成論文不可或缺的人物。感恩

劉庭好

南華大學企業管理系管理科學碩士班

中華民國 105 年仲夏

南華大學企業管理學系管理科學碩士班

104 學年度第 2 學期碩士論文摘要

論文題目：台灣開放型股票基金績效持續性之研究

研究生：劉庭好

指導教授：袁淑芳 博士

論文摘要內容：

本研究的主要目的為探討台灣開放型股票基金之績效，藉由四四三三法則做為績優台灣開放型股票基金的篩選工具，檢視篩選出的台灣開放型股票基金績效及其持續性是否存在，佐以 Sharpe 指數(1966)、Treyner 指數(1965)，擇時擇股做為分析樣本基金之績效指標，同時再分析四四三三法則是否可篩選出績效持續的績優樣本基金。實證結果顯示四四三三法則適用於台灣開放型股票基金，同時符合四四三三法則之績優基金其績效具有持續性，得做為投資人參考之依據。

關鍵詞：開放型股票型基金、基金績效持續性、Sharpe 指數、擇時擇股
Treyner 指數、四四三三法則

Title of Thesis : The Persistence of Trading Performance for Taiwan
Open-End Stock Mutual Fund

Department : Master Program in Management Sciences, Department of
Business Administration, Nanhua University

Graduate Date : June 2016

Degree Conferred : M.B.A.

Name of Student : Ting-Yu Liou

Advisor : Shu-Fang Yuan Ph.D.

Abstract

The study aims to study the trading performance of Taiwan open-end stock mutual funds selected by the 4433 rule. For the purpose of testing whether the 4433 rule can be used to select the mutual fund as the investing target and further investigating whether the fund selected by 4433 rule can retain the persistence in performance. This study also employs the Sharpe ratio, Treynor ratios, timing and selecting ability as the proxy for measuring the performance of mutual fund. According to the empirical result, it found the 4433 is proper to be used to select the well-performed fund, and their performance is persistent. That is to say, 4433 rule is valuable to provide the investing information to the mutual fund investors.

**Keywords : Open-End Stock Mutual Fund, Persistence in Performance,
Timing and Selecting Treynor Ratio, Sharp Ratio,
4433 Rule**

目錄

中文摘要.....	i
英文摘要.....	ii
目錄.....	iii
表目錄.....	v
圖目錄.....	vi
第一章 緒論.....	1
1.1 研究背景.....	1
1.1.1 基金的種類.....	2
1.1.2 基金獲利來源.....	7
1.1.3 台灣基金市場之概況.....	8
1.2 研究動機.....	11
第二章 文獻探討.....	14
2.1 夏普(Sharpe)指數.....	14
2.2 開放型股票型基金.....	15
2.3 基金績效持續性.....	20
2.4 擇時擇股.....	21
2.5 四四三三法則.....	22
第三章 研究方法.....	30
3.1 研究架構.....	30
3.2 研究假設.....	32
3.3 研究方法.....	33
第四章 研究結果.....	37
4.1 開放型股票基金績效之持續性.....	37

4.2 績優開放型股票基金之績效衡量.....	40
第五章 結論.....	48
參考文獻.....	51
一、中文部分.....	51
二、英文部分.....	55



表目錄

表 1.1 開放型及封閉型基金的差異比較.....	3
表 1.2 國內投信公司基金規模.....	9
表 2.1 國外相關文獻.....	23
表 2.2 國內相關文獻.....	24
表 4.1 四四三三法則所篩選出 28 組具持續性績效之樣本基金	38
表 4.2 Sharpe 指數、Treydor 指數之平均數驗證基金中長期績效.....	41
表 4.3 擇時擇股驗證基金中長期績效是否具持續性.....	44



圖目錄

圖 3.1 研究架構圖.....31



第一章 緒論

本研究針對共同基金為主要探討，除了基金的種類介紹之外，以 Sharpe 指數、Treyner 指數、擇時擇股分析由四四三三法則所篩選出 28 檔樣本基金進行研究。本章節分為三個部分，第一節敘述本研究的背景；第二節敘述研究動機。

1.1 研究背景

在經濟不景氣的年代，人民感受到物資漲、錢包扁的無奈，無不想開源節流，投資理財便是其一選項，金融商品種類與數量繁多，連資訊也日漸複雜化，使投資人對於股市走向難以掌握及判斷，倘若投資人有著專業知識不足、資訊缺乏及金額短缺等情況，貿然進行投資，易使結果與期望有所差距。因此一般小資族最適用的投資方式便是共同基金，能藉購買共同基金參與股、匯市與債市等金融商品的投資，甚至近年來發展出來的能源基金、房地產基金、傳產基金等，使得基金投資範圍持續擴大，營傳統的金融商品的投資標的發展至商品型的基金，據此投資人得以自由選擇適合自己的基金；此外，共同基金的特色即是匯集投資人小額投資金錢，因此選擇共同基金既無需負擔大筆金額，又可將資金交由專業基金公司處理，歸納以上，投資共同基金風險較低的原因為：投資較分散、專業的管理、操作權與保管權分開、容易兌現。

共同基金(Mutual Fund)在美國又稱為投資公司，其功能是将眾多分散的投資者的資金彙集起來，交由專家進行投資管理，然後按投資的份額分配收益。共同基金是英國於 1868 年建立的，當時的名稱是國外及殖民地政府信托基金，其設立的宗旨是運用共同資金，以分散投資於國外及殖民地證券，借以分散投資風險，並使中小企業投資者和大資本額的投

資者共同享受投資利益。第一次世界大戰後，美國經濟空前繁榮，於是便發展了這種信託投資方式。特別是二次世界大戰之後，共同基金的更是迅速的發展，到 90 年代初，美國已有超過一萬多億的投資額投入於共同基金，有 2700 多萬個人投資者，當時就已經有 300 多萬機構的投資。顯示其共同基金的投資模式及利益的共享一直是許多人或是機構的喜愛。

1.1.1 基金的種類

基金的種類大致上可分為兩類，分別為封閉型與開放型基金，爾後可再細分於許多項目，將於下列一一介紹：

1. 封閉型基金(Open Ended Fund)：

封閉型基金於發行後，投資人必須於證券集中市場下單買賣共同基金之受益憑證，無法直接向投信公司申購或者贖回。因為不能隨意申購及贖回，基金發行後流通於外的受益憑證數量即不變，基金經理人亦無需因為投資人想贖回而須保留部分現金，故可提高基金經理人操作彈性及其績效表現；買賣基金時，是以受益憑證的市場價格作為交易價格，而非淨值，當市場價格低於淨值時，便為折價；當市場價格高於淨值時，則為溢價。

由於封閉型基金發行後，流通於外的受益憑證數量不變，不論基金績效表現如何，投信公司可擁有固定管理費收入外，亦不用受投資人壓力，其中便衍生出代理問題所在，代理問題即會反映於封閉型基金折價上，有損於投資人權益，於是，隨著市場發展，封閉型基金逐漸被開放式基金所取代。

2. 開放式基金(Closed End Fund)：

開放式基金是指基金發起人在設立基金時，基金單位或者股份總

規模並未受到限制，可視投資者的需求，隨時購買基金或股份，並可應投資者的要求贖回發行在外的基金或股份的一種運作方式。

投資者既可以透過銷售機構購買基金使得基金資產與規模相應的增加，亦可以將所持有的基金份額賣給銷售機構並回收現金使得基金數量和規模相應的減少。簡言之，因投資人資金有限故選擇不需固定存續期，投資金額又可依照需求而申購、隨時可以贖回的開放型基金。

表 1.1 揭示的為開放型及封閉型基金的差異比較，對於投資人而言，開放型基金相較之下較為自由，可依計畫、預算等考量因素選擇投資金額及總類，無須被證券商綁定，故在推出開放型基金後，便成為投資人之首選。歸納以上，本文將以開放型基金做為本文的研究標的。

表 1.1 開放型及封閉型基金的差異比較

	交易方式	受益憑證數量	交易價格	交易費用	約當現金	操作彈性與績效表現
封閉型	於證券商集中市場下買賣	數量固定不變	依市價格	買賣需支付證券商手續費 1.425%	不用保留	較高
開放型	直接向投信公司申購與贖回	隨投資人申購與贖回有所變動	淨值計算	申購；管理、保管、贖回費用	基金經理人須隨時留意基金資產的流動性及變現性，須於基金資產中保留一定比例當約當現金，以便贖回	依約當現金收益而有所變動

資料來源：本研究整理

開放式基金可依投資區域、投資標的、交易幣別與基金風險區分，投資人需了解自己的理財目標及風險承擔度來選擇適合自己的開放型基金；以下將條列式說明各基金之類型：

1. 以投資區域區分

- (1) 全球型基金：因為會依照每個金融市場的特性和成熟度去分配投資比重，屬於最具備分散風險的基金類型，故投資風險較低。
- (2) 區域型基金：投資標的為一特定地區，例如新興國家、亞洲等。區域型基金的好處為可降低單一國家的投資風險，又有機會參與區域的整體成長潛力，不過資金分散獲利成長性也較受限制。
- (3) 單一國家基金：僅以特定國家作為投資，例如巴西、中國等。因投資地區集中所以風險相對於前二者為高。

正因雞蛋不置於同一籃子內，故全球型基金風險相較於區域型及單一國家要來的低，而區域型基金又會因為所分屬區域之不同，有所差異，新興市場由於正屬於成長期，獲利高但相對風險也較高，而穩健型的國家則風險較低。

2. 以投資標的區分

- (1) 債券型基金：投資於各種債券的基金(公司債、政府公債、金融債券等)，因流動性高，多為追求穩定收益的投資人所青睞。
- (2) 平衡型基金：同時投資於股票市場與債券市場。債券市場與股票市場的走勢通常處於相反的方向，故可分散景氣循環對不同性質投資工具的影響程度。平衡基金的收益通常介於股票基金和債券基金之間，卻可同時享有將資產分散投資在兩種不同金融產品的好處。
- (3) 貨幣型基金：以投資貨幣市場之金融工具為標的的基金，多為短期性的投資，流動性，高獲利較活存為高，而且風險低，可作為基金轉換

的中繼站。

- (4) 指數型基金：依據股價指數中個股所佔的比例作為選股的準則，因此基金的績效將與大盤的股價指數有一致性，對於會看大盤卻不易選股的投資人是最好的投資標的。
- (5) 保本型基金：由於將投資人的本金投資於債券，其所生的利息再投資於高風險的工具，如高風險投資不幸失敗，最壞也可以領回接近本金的資金，若投資良好則多出更多的收益，藉以達到進可攻退可守的目標。
- (6) 組合型基金：組合基金的投資標的不是股票或債券，而是基金，所以又稱為基金中的基金。如果是一檔全球組合基金的話，就是一檔集結了全球眾多專業經理人智慧結晶的基金，亦為小資進行資產配置最便捷的管道。
- (7) 股票型基金：主要將資金投入於股票市場上的基金，可投資於各種類型的股票，因報酬高，相對風險也大，主要目的為賺取資本利得。而股票型基金又可細分為下列幾項：
 - (a) 一般型：投資範圍廣，投資標的包含各種類股。
 - (b) 科技類：多半集中於高科技產業之股票，如生技類股、網路類股、半導體產業類股、電子類股等。
 - (c) 中小型：集中於資本額較小、具有成長潛力之中小企業股票。
 - (d) 價值型：以股價淨值比或本益比較低之股票。
 - (e) 中概股：多半集中於與中國有業務往來或是直接於中國設廠之台灣企業類股。
 - (f) 指數型：以大盤指數或特定股價指數為投資標的，追蹤大盤指數或特定股價指數之績效表現。

(g) 上櫃型：以上櫃股票為投資標的。

3. 依風險高低區分：

- (1) 積極成長型(Aggressive Growth Fund)：以追求最大的資本利得為目標，通常投資於積極成長型類股或波動風險較大之股市，因此有非常大的價格下跌風險。例如：認股權證基金、小型股基、特殊產業基金等。
- (2) 成長型(Growth Fund)：以追求長期穩定的成長為目標，故多投資於大型績優股或有潛力的股票，具有增值與保值的雙重效果，此種基金有中高風險，中高報酬的特性，例如：股票型基金。
- (3) 平衡型(Balanced fund)：以追求兼顧資本利得及穩定的收益，通常多投資於獲利穩定的股票及有固定收益的債券上，風險較成長型基金來得小，但收益比收益型基金更優，例如：平衡型基金。
- (4) 收益型(Income Fund)：以追求定期收益為目標，通常投資於有固定收益的債券票券定存，偶爾也有少部份的股票，例如：債券型基金。
- (5) 固定收益型(Fixed-income Fund)：以為追求穩定的收益為目標，通常投資於有固定收益的債券，票券本票定存等，風險及利潤均較收益型基金為小，例如：貨幣型基金。

1.1.2 基金獲利來源

對於投資人而言，最在意莫過於投資收益，共同基金獲利來源如下：

1. 利息收入

投資共同基金，有許多人追求的是能有固定收益而較不願承擔風險，這一類的基金，會偏向以固定收益產品為投資標的，如各種債券、定期存款、票券等，而這些投資工具主要收益來源就是利息。此外，開放型基金多半會保留一定比例的現金存於銀行或貨幣市場裡，以備投資人隨時請求贖回。而存放於銀行或貨幣市場的資金，也會帶來額外利息收入。

2. 股利收入

股票是大部份共同基金投資組合的一部份，只是所佔的比重高低不同。績優個股每年會視盈餘狀況，以發放現金股利或股票股利方式將公司盈餘回饋予持有公司股票股東，若基金持有該績優股票，當其發放股票股利或現金股息時，基金皆有權參加分配。這些股利收入會使基金資產增加，屬於基金投資收益的一部份。

3. 資本所得

大部分追求資本成長的基金，多以資本利得為其主要獲利來源。資本利得主要在於所操作之資產標的，在完成買賣動作時，若賣價高於買價便會產生資本所得；而當賣價低於買價時，則發生資本損失。

4. 資產增值

基金資產必須每天以市場價格進行評價，如果市場價格高於買進成本，則有資產增值；若市場價格低於買進成本，則有資產貶值。這些帳面上的增、貶值，會反映到淨值的計算上，也就是說資產增值或貶值是共同基金買賣價格的一部份。

由以上論述顯見，共同基金的投資具有小額投資金額、專家管理、風險分散、投資標的多元等特色，確實具有吸引小額投資人作為投資標的，此重要特色亦使得共同基金投資頗受投資人青睞，使市場規模逐年快速成長。

1.1.3 台灣基金市場之概況

根據中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會統計資料顯示，於 2013 年底至 2014 年初，對國人進行「共同基金投資人市場調查」，調查結果顯示，有關國人投資理財工具，無論是透過投資型保單或直接買賣共同基金，使用共同基金當作主要投資理財工具的比率達 42.7%；對於小額投資人而言，共同基金是最便利、最簡單的投資方式，可自行選擇下單方式、申購與贖回時機、投資標的之選擇、資金運用等，金融商品多樣化，使投資人所著眼之標的物亦可多重選擇。

根據統計，自 101 年起至 104 年底，我國所發行之開放型基金由 623 檔增加至 668 檔，投信公司仍維持 38 家，由於受到景氣影響，投信公司多半希望藉由產業合併，使基金規模更為集中，於產值部分，我們可見於 101 年至 104 年底，由 1,846,517,562,505 元增加至 2,286,286,848,571 元¹，增加了 1.23 倍，證明了投資人對於開放型基金之信心是存在的，且持續成長。

查詢中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會統計資料，於 2105 年 12 月底國內投信公司整體基金規模，表示如表 1.2：

¹ 中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會，(民 104)

表 1.2 國內投信公司基金規模

基金規模/元 基金類型	境內	境外
股票型	206,204,046,567	302,799,164,655
平衡型	18,746,391,158	72,638,438,674
貨幣型	993,449,521,305	15,799,500,508
債券型	3,736,397,951	51,913,864,011
保本型	15,021,928,887	

資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會

由表 1.2 統計資料顯示，國內投資者大部分對於基金之選購傾向於股票型、平衡型及貨幣市場，由於投資人在申購開放型基金前皆須填寫風險評估單，使國內開放型基金收購類型並非僅偏向於高風險高收益，投資人依照可承擔之風險選擇較為適合之開放型基金種類，並以此做為理財規劃。

之所以較多投資人選擇股票型基金投資，無疑便是因為其不若股票般，僅能投資某一個股，且個股投資風險相較大，獲利亦不見得有較佳成效，在 2015 年間，台股表現較不亮眼，台灣加權指數跌幅達 13.26%，但是台灣股票型基金整體表現卻優於大盤，以上櫃股票型基金而言，平均跌幅為-0.16%、中小型股票基金為-0.24%，震盪較小於股票，將眼光拉長遠來看，在投資低波動風險之股票型基金，其獲利亦是可期的，其緣由在於股票型基金投資之種類及數量較為投資單一個股多，僅受限於大盤之影響，而不因個股表現而有所動盪。

根據大紀元 2016 年的報導，由於負利率時代來臨，有 41%台灣投資人在投資股票型基金時，開始注重於配息之穩定度，除了上漲能力外，投資人亦希望能藉由投資股票型基金得到利滾利之效果，故有越來越多投資人青睞於股票型基金。

歸納以上論述，開放型基金的類型極為豐富、金融商品亦日趨壯大及多元，報酬與風險各異，因此投資人可依各人的風險承受程度來選擇適合自己的開放型基金做為投資標的。然而投資有其一定風險存在，當投資人在選擇投資前，必定經過一道風險評估之程序，根據風險評估可此投資人清楚知道自己屬於哪種投資類型，適合什麼樣的投資以及可承擔之風險程度，這是相當重要的一道手續，投資人倘若一時鬼迷心竅或是隨波逐流，一旦投資失手，便容易使自己不僅報酬為得反而措了一身債。如何選擇適合投資的開放型基金則為投資人關心的議題。

現今網路資訊發達，投資人不僅能從報章雜誌、電視廣播獲得財經資訊，只需手機一打開，便可接收全球金融趨勢及時事，即使沒有財經背景，許多投信公司經理人、部落客、財經名嘴們總能以簡單明瞭方式教導投資人何謂開放型基金、如何投資開放型基金、怎麼選擇好的開放型基金。

如何申購共同基金呢？投資者可以於基金銷售地點、網站申請，表單上皆會告知投資者風險評估、欲申購基金名稱、金額、手續費以及付款方式，投資者可選擇單筆投資或是定期定額投資，於銀行臨櫃、投顧公司臨櫃及傳真、網路繳付申請表單即可，投資者更可於網路銀行檢視帳戶扣款情形及購買之基金名稱、投資金額、單位數、預估損益及損益報酬率等。如欲將基金贖回，也僅需於網路銀行或基金銷售點申請，贖回價款將直接匯回指定帳戶內。

對於投資人而言，共同基金更有一好處，即便經由投顧經理公司申購，亦無須擔心當投顧公司經過整併或是倒閉時，資金會付諸於流水，因投顧經理公司僅負責管理基金與操作，並未實質接觸到資金或有價證券，且資金皆經由保管機構以基金專戶之名義儲存或投資，其並不屬於

投顧經理公司之資產或是保管機構所有，投資人所投入之資金是有明確法令的保護及監督，故免去投資人須承擔投顧經理公司之倒閉或捲款潛逃等風險。

然而在如此多的公開訊息中，是否亦包含值得做為投資人參考的有用訊息，另一方面，何種訊息才能做為投資人的參考依據，亦為投資人關心的議題，本研究的主要目的，則是以四四三三法則評量開放型股票基金之績效是否有其延續性，藉由 Sharpe 指數(1966)、Treyner 指數(1965)、擇時擇股做為分析開放型股票基金之績效指標，並以此佐證四四三三法則是否可以篩選出績優開放型股票基金，故本研究選取以下，包含野村鴻運、匯豐成功、德信大發、宏利台灣動力、貝萊德寶利基金、群益長安、群益奧斯卡、群益葛萊美、匯豐龍鳳、景順主流、德盛台灣大壩、德盛安聯台灣智慧、復華基金、復華高成長、富邦高成長、野村優質、野村成長、野村台灣運籌、野村積極成長、兆豐國際豐台灣、凱基開創、保德信新世紀、統一全天候、統一黑馬、統一大滿貫、元大寶來 2001 基金、台新主流等 156 檔，並藉由四四三三法則篩選出績效較佳之 28 檔基金樣本，研究出是否樣本基金存在著其績效延續性，投資人是否可藉由樣本基金過往績效表現而選擇獲利較佳之樣本基金？四四三三法則是否為一能評價基金績效之工具？

1.2 研究動機

由於基金的投資人普遍為資金水位較低的散戶投資人，在取得訊息上若不私訊交易者具有訊息的優勢，只能憑藉公開訊息做為投資參考。其中開放型股票基金的歷史績效即普遍被做為基金投資人投資決策的參考準則。然而開放型股票基金的績效是否具有持續性，攸關參考開放型

股票基金歷史績效的投資人績效。

本研究的主要目的為探討台灣開放型股票基金之績效，藉由四四三三法則做為績優開放型股票基金的篩選工具，接著檢視篩選出的樣本基金績效，本研究以 Sharpe指數(1966)、Treydor指數(1965)、擇時擇股做為分析樣本基金之績效指標。同時再分析四四三三法則是否可篩選出持續的績優樣本基金，即樣本基金績效是否具有持續性。

投資人可從中衡量開放型股票基金投入及退場之時機，再者可藉此篩選較佳之開放型股票基金項目，並比較各評比指數間，是否存在著差異或是否可於異中求同？然而，並非某一開放型股票基金能長期有較佳之績效評比，開放型股票基金之好壞是藉由相互比較而來，由於股票型基金較易因市場波動而動輒得咎，故投資人於購買開放型股票基金依據之標準常為基金過去績效之表現，表現優異之基金於後是否仍有較佳之表現，便可知其是否有其延續性，藉此可於較佳時機點脫手抑或投入更多開放型股票資金。

國內評比開放型基金之方式大多使用篩選工具為四四三三法則，本研究便是想探討四四三三法則是否能評比出樣本基金績效之延續性，倘若可以，那麼投資人僅需於投信網站查詢所申購之開放型股票基金之績效便能持續獲利達3個月、6個月、甚至是1年、2年，對於將基金是為長期投資的小資族而言，不需要緊盯著大盤，便能知曉開放型股票基金是否為其賺取報酬。

倘若四四三三法則無法有效評比出樣本基金之績效，那麼對於投資人而言，該如何選擇開放型股票基金，便會猶豫、抉擇於什麼時機進場與退場，將使小額投資人裹足不前，此時便會依賴著投信經紀人、部落客與財經名嘴們，那麼投資人的自主性呢？如何驗證四四三三法則是可

評價開放型股票基金績效呢？本研究便是藉由 Sharpe 指數(1966)、Treyner 指數(1965)、擇時擇股分析由四四三三法則所篩選出 28 檔樣本基金，是否皆有較佳之表現，投資人便能以此為鑑挑選出獲利較高且較持久之開放型股票基金。

股票型基金相較於股票而言，風險較小，投資也較為容易。原因便在於投資股票往往是將金額投入於某一特定股票，投資人必須事先了解其股份公司的背景、產品、研發、市場走向、願景及財報狀況(其中包含獲利、股東權益、償債能力等)，甚至當其股份公司發生意外事件或是弊案時，便會造成股價大幅波動，例如：榮化氣爆、八仙萬海塵爆、頂新黑心油案等，此外，投資人更需時時緊盯大盤，進出場時機便格外重要，外資之買賣也成為考量其一；股票型基金則是投資於組合型股票，投資之股票數量與總類較多，較不易因個股走向而影響獲利，不同產業類型的股票之間的關聯性低，致開放型股票基金淨值便有互相抵銷功能，波動風險要低很多，故獲利較因整體經濟趨勢而有所變化。

對於新鮮投資人而言，股票型基金是較簡單入門款，僅需以股票型基金績效做為參考，無需研究某家公司之身家調查，所以開放型基金之金融商品一上市便為風潮。由於股票型基金佔據了基金投資類型之第二名，其獲利較高，即便風險高，仍受投資人喜好，因此，本研究選擇股票型基金作為研究對象。

第二章 文獻探討

本章將針對夏普(Sharpe)指數、開放型股票型基金、基金績效持續性、擇時擇股與四四三三法則此五個構面的相關文獻整理，共分為五節，第一節為探討夏普(Sharpe)指數定義以及相關內涵與理論；第二節為探討開放型股票型基金相關種類與內涵；第三節為探討基金績效持續性意義及相關特性；第四節為探討擇時擇股定義以及相關之研究；第五節為探討四四三三法則定義與其相關之研究。

2.1 夏普(Sharpe)指數

夏普指數為普遍用來衡量基金績效的重要指標，夏普指數由Sharpe (1966)建立，其以單位風險之溢酬做為衡量基金績效的基礎，即所謂夏普指數。基金的夏普指數值愈大，代表相同單位風險下獲取的風險溢酬愈大，亦表示基金之操作績效愈佳。Sharpe (1966)針對1954年到1963年34檔基金進行實證研究，以Sharpe指標分析基金績效表現及基金績效是否具有持續性？基金績效方面的實證結果發現，僅有11檔基金的績效優於市場報酬。

除了夏普指數之外，其它以單位風險衡量共同基金績效之指標尚包括，Treyner指數與Jensen指數。Treyner (1965)認為共同基金具有分散投資風險的特性，因此在評估基金的投資風險時，應將非系統風險排除，只考慮系統風險。其利用證券市場線(Security Market Line, SML)之觀念，建立基金投資組合績效指標，意義在於衡量投資人承擔單位系統風險所獲致的超額報酬。Jensen指標是以CAPM模型為基礎提出評價基金績效的絕對指標，表示基金投資組合收益率與相同系統風險水準下之市場投資

組合收益率的差異。Jensen早期選取了115 個基金為樣本，研究這些基金從1945到1964年間的績效情況，研究中發現，在考慮管理費用等因素後，只有1 家共同基金的 J_p 值大於零，且達顯著水準；若排除管理費用的因素後，則有5 家共同基金的 J_p 值大於零。Jensen為使證券市場線更加合理化，故認為資本市場並不具完全效率性，基金經理人可能會因擁有優勢資訊，而使投資組合的期望報酬高於或低於CAPM所計算出的期望報酬。

另一方面，基金之績效表現與基金經理人之擇時擇股能力具攸關，如，Treyor and Mazuy 在1966年首度提出以二次迴歸式 (Quadratic Regression)做為評估基金經理人是否具備選股能力與擇時能力之模型，因認為若基金經理人具擇時能力，便會預測市場變化，並據以改變基金投資組合，亦即當經理人預測市場即將進入多頭時，便會提高投資組合風險，以期獲取較高之報酬。而Henriksson and Merton Model (1981)則主張具有預測能力的基金經理人，可藉由預測股票與債券市場的相對投資表現，適當地調整所屬投資組合的資產配置，即當股票市場表現優於債券市場時，則增加股票的持有比率。Chang and Lewellen (1984) 之運用與Henriksson and Merton 模式 (1981)具有相似的概念，即為分別評估在多頭市場與空頭市場的 β 值，接著分析其兩者之值是否有差異。

2.2 開放型股票型基金

檢視過去的研究，共同基金操作績效之研究數量眾多，國內外皆有學者針對特定類型之共同基金績效進行分析，以下分就國內、國外關於共同基金之相關研究彙整如下：

Carlson (1970) 選取1948年至1967年間之57支共同基金為研究對象，以十年為一期，將資料分割為前後兩期，利用Sharpe指標與Treynor

指標做皮爾曼等級相關係數檢定 (Spearman Rank Correlation Coefficient)，探討基金績效之持續性。結果為兩指標之等級相關程度皆未達顯著水準，亦即顯示基金績效不具有持續性。

Daniel (1997)以274 檔美國共同基金作為研究樣本，實證結果發現積極成長型基金具有擇股能力，但不具有擇時能力，於整體共同基金方面則不具有擇股能力與擇時能力。

Droms and Walker (2001) 運用績效二分法研究1977年至1996年間國際型基金績效是否具有持續性，結果發現一年內之績效具有強烈之持續性，但一年後便漸漸消失。

Pastor and Stambaugh (2001) 針對股票型基金做為研究，發現共同基金的選擇可利用歷史的報酬和主觀判斷來決定，單憑歷史報酬將有過度投資的風險，基金資料是越短越好。

王隆、王德仁(民 89)表示共同基金募集了眾多投資人的小額資金，分散投資至不同的市場與標的物上，達到分散風險的效果，風險則有著(1)市場風險；(2)經濟景氣；(3)匯率風險；(4)利率變動；(5)營運風險；(6)信用風險；(7)財務風險；(8)管理風險。

陳勝源(民 88)探討國內 12 之基金之績效，內容包含著選股能力、掌握市場買賣時機能力，分別使用週資料及月資料進行分析，期所採用之研究方法為 Markowitz 之二次規劃法、Treyner's 指數、夏普指數、Jensen's 指數、Chen and Stockum 模式、Chang and Lewellen 模式、持股比率法、因素分析、集群分析等，研究結果發現，國內基金具有正的選股能力，但是並不顯著、於掌握市場買賣時機，國內基金則不具此項能力。

楊朝成、廖咸興(民 87)研究台灣 20 檔封閉型共同基金，研究期間為 1993 年 6 月至 1994 年 5 月，探討封閉型基金擇時能力之研究，採用了

Treynor and Mazuy (1966)、持股比率法，研究結果發現，完全無法測出基金之擇時能力。

楊朝舜(民 82)針對國內共同基金選股能力與擇時能力進行評估，研究方法包含 Treynor and Mazuy (1966)、Bhattacharya and Pfleiderer (1985)、Fabozzi and Francis 評估模式，研究結果發現，於整體而言，在多頭時期基金之市場時機掌握能力方獻表現較空頭時期的表現為佳，擇股能力則相反；基金選股能力與市場時機掌握能力兩者之間，有著抵換關係存在。

王若愚(民 87)選取 1993 年 6 月至 1993 年 12 月國內 17 檔共同基金作為研究樣本，其中 15 檔為封閉型基金，2 檔開放型基金。利用前後期績效排名計算 Spearman 等級相關係數，對於共同基金績效之持續性進行檢定。其結論為國內共同基金大部分具有正向的選股及擇時能力，其中又以擇時能力為影響投資報酬率最重要的來源。

張瑞芬(民 89)採用 Mann-Whitney-Wilcoxon Test 檢定選取 34 支國內債券型基金為研究樣本，探討基金報酬的影響因素，研究期間為 86 年 10 月到 89 年 3 月，此研究考慮的因素包括買回期限之限制、投資組合內容、基金規模、基金成立時間長短、成立時利率高低、擇時能力等。研究結果顯示影響國內債券型基金的因素主要有三點：有贖回限制的基金表現較好；投資組合中，買斷債券比例高的基金表現較好(但此因素必須依利率變化而調整)及基金時間成立越久者表現越佳。此外，研究結果也顯示，債券型基金的報酬率排名具持續性，通常基金報酬率好的基金在下一期仍會表現優異。

孔秀琴、李玫郁、蔡永聰(民 100)研究結果有以下三點發現(1)單筆投資策略之績效明顯大於定期定額投資策略；(2)擇時績效比四四三三法則

選擇基金之績效為佳；(3)利用擇時、四四三三法則與 β 係數避險投資策略作績效分析，當 β 係數 ≥ 0.8 時，單筆投資績效打敗大盤的勝率為100%，定期定額投資績效打敗大盤的勝率為50%； β 係數 < 0.8 時，單筆投資績效雖然比定期定額績效佳，但是打敗大盤的勝率只有50%，定期定額則是0%。

魏永祥(民 84)將國內十二支共同基金以選股能力與擇時能力進行評估，運用迴歸模型進行分析，實證發現大部分基金未具有顯著的選股與擇時能力。

游吉盛(民 86)探討民國84年到民國86年10支開放型與10支封閉型基金資料，採用Jensen指數、Sharpe指數、Treydor指數績效評估，結果顯示整體績效指標對共同基金之評估具有一致性、共同基金的投資報酬率並無明顯優於市場投資組合、開放型基金整體績效優於封閉型基金、同一投信公司之基金報酬率無顯著相關性、高風險高報酬與低風險低報酬之觀念對於國內共同基金而言並不存在。

王紹銘(民 88)研究國內31個開放型基金，於1997年2月12日至1999年1月20日做為研究週期，以Sharpe 指標、Treydor指標、Jensen指標進行績效評估，其結果為基金並不具有持續性之績效。

黃鴻文(民 88)指出若以基金報酬率或經過風險調整後的報酬率來評估基金績效，當投資人選擇投資組合產品，較關心的是系統性風險，此時以Treydor 指標來評估共同基金之績效比較適合；倘若投資人是將其資金全部投入單一基金，那麼投資人關心的便是這支基金的整體風險，夏普指數原則上較能代表共同基金的總績效。研究結果亦發現國內的基金僅有擇股能力而無擇時能力。

李鳳美(民 89)結果發現，於整體評估方面，台灣開放型基金在整體

績效表現不錯，相對也能為投資人帶來較高的獲利；然而，使用了 Treynor、Mazuy(1966)、Henriksson and Merton(1981)評估方法，顯示多數基金經理人具有較佳選股能力，在擇時方面則較不佳。

陳安琳、洪嘉苓、李文智(民 90)研究結果發現台灣開放型股票基金整體績效表現較不理想，呈現負向異常報酬，然而在績效持續性方面則具有顯著相關，故基金是具有績效持續性的。

魏天元(民 91)於1996年10月至2000年1月，以國內股票為主的基金作為研究對象，其研究結果為基金的規模及基金成立年數對於基金的擇時能力有顯著的影響力。

毛存正(民 93)將樣本基金之Sharpe 指標值高低所對應之虛擬變數為自變數，進行橫斷面迴歸分析，藉以驗證基金績效之持續性。結果顯示於1998年至2000年間，開放式股票型基金是具有績效持續性，而在2001年至2003年間，開放式股票型基金則不具有績效持續性。

蔡毓翔(民 94)研究臺灣股票型共同基金績效及績效持續性，其將股票型基金分為三年期、五年期、七年期，運用Treynor績效指標、Sharpe績效指標，以及Jensen績效指標進行績效的衡量。實證結果發現，股票型共同基金的績效表現在中長期無法顯著地優於大盤指數。一般型股票基金和科技類股票基金其基金的績效不具持續性，而中小型股票基金具有績效持續性。

徐清俊、陳欣怡(民 93)研究發現臺灣共同基金在擇時的表現普遍優於市場，但是在選股能力表現卻不佳。

周萬順(民 93)以國內1996年3月以前成立投資於國內證券市場開放型基金為對象，採用 Treynor and Mazuy (1966)二次式迴歸模型來探討共同基金在不同景氣循環時期的選股能力及擇時能力的表現，結果顯示18

支樣本基金中在景氣繁榮成長時期共有7支基金具有正向選股能力，但在景氣衰退時期只剩下1支基金具有正向選股能力。

黃熹、朱丹(民 95)於2004年9月24日至2006年4月24日做為研究樣本期間，研究開放式基金之擇股能力加以探討，結果發現基金規模之大小會影響到基金的擇股能力，並間接影響到基金的績效。

2.3 基金績效持續性

黃聖棠、溫英幹、鄔欽瑞(民 95)以Treynor指數、Sharpe 指數及Jensen (1968)評估國內共同基金的績效，並使用Treynor and Mazuy(1966)、Henriksson and Merton(1981)等指標衡量國內共同基金經理人的擇時及擇股能力，最後再檢定國內共同基金績效持續性。結果發現Treynor及Jensen指標對基金績效排名評比具預測能力。開放型股票型共同基金經理人選股能力優於封閉股票型共同基金經理人；而國內共同基金之績效並不具有持續性。

李愷莉、郭維裕(民 95)探討1999年至2003年間台灣開放型股票基金短期績效之持續性，結果顯示基金績效持續性較為弱，大多數基金績效較不穩定，則績效最佳與最差之基金則有較強之持續性。

陳佳汎(民 95)研究1997年至2006年間以163支股票型基金為樣本，評估國內股票型共同基金的績效及國內各類型共同基金，研究結果顯示無論是整體基金或是各類型的基金，其基金經理人皆不具備擇時能力且整體基金均未具有績效持續。

池祥萱、林煜恩、周賓凰(民 96)於1997年9月至2005年6月，研究國內股票型基金績效有短期持續性(三個月及六個月)。

李淑萍(民 96)研究2000年1月至2006年12月期間，43檔國內股票型基

金之績效持續性，結果發現國內共同基金績效持續性之表現近9個月、一年、三年、四年之績效皆具有持續性，而近兩年之績效則不具持續性，而不同類型之基金，其績效持續性亦不同。

2.4 擇時擇股

謝和霖(民 96)研究2003年至2007年間，73 檔台灣開放型股票型基金，運用Treynor and Mazuy 模型、Henriksson and Merton 模型，探討基金經理人擇時擇股的能力，結果呈現出基金經理人擇時擇股能力並不顯著。

陳美雯(民 96)利用Treynor指數、Sharpe指數、Jensen指數進行1997年1月至2006年12月之共同基金整體績效評估，並運用Treynor and Mazuy模型與Chang and Lewellen模型評估共同基金之擇時與擇股能力，結果發現利用Treynor指數、Sharpe指數、Jensen指數可得基金績效指數為正，但整體表現卻略遜於大盤；擇時擇股方面則不具顯著發現，並且存在著抵換關係。

林志娟、江妙真、張慶暉、溫博仕(2009)以Treynor (1965)、Sharpe (1966)、Jensen (1968)三種績效評估指標與使用Treynor & Mazuy (1966)和Henriksson & Merton (1981)兩種擇時能力來篩選績效較佳之基金。結果顯示Treynor指數、Sharpe指數、Jensen (1968)三種績效評估指標與平均日報酬率能提供相似的評估結果，在近月、近季、近半年、近年期間，大部份基金經理人不具備擇時能力，兩種擇時能力模式—Treynor and Mazuy模型、Henriksson and Merton模型的評估結果一致。

李志凡(2010)使用Treynor and Mazuy (1966)之模型及可能影響基金績效的經濟因素，以此探討基金的擇時能力，結果顯示臺灣股票型基金

的擇時及選股能力並不顯著。

陳懷偉(2011)於2008年1月至2010年12月期間探討中國開放式股票型基金之績效及其持續性，其以Treynor指數、Sharpe指數及Jensen指數進行整體基金績效評估，並運用Treynor and Mazuy模型、Henriksson and Merton模型、Fabozzi and Francis模型評估基金之擇股能力與擇時能力。實證結果指出整體基金表現並不具顯著關係，但在短期績效則具有持續性，季度與半年則不具持續性，年度方面則較佳之績優表現；擇時擇股方面，多數基金具有正向擇股能力，擇時便不佳。

李秋雲(民 99) 探討臺灣股票型基金績效的持續性，以及基金經理人的擇時能力。以Carhart(1997)四因子模型衡量超額報酬時，三類股票型基金(一般型、科技類、中小型)的績效皆具有短期持續性。基金經理人擇時能力，則較易因金融海嘯之影響而有所浮動，不論是在一般型、科技類、中小型方面。

2.5 四四三三法則

黃錦川、朱美珍、留秀娟(民 100)以三年期、五年期之股票型、債券型、平衡型基金作為分析，運用短、中、長期時間績效之四四三三法則篩選樣本基金，實證結果發現，三年期股票型組合型基金在效率前緣表現佳，且在短期或面臨市場波動較大之環境下，股票型組合型基金較具有低風險之形況，但長期而言，組合型基金則未具有較亮眼之表現。

王純慧(民 102)以台灣地區股票型基金做為研究樣本，運用「四四三三」法則為篩選基礎，發現由「四四三三」法則所篩選出短、中、長期績效強勢的基金，其未來績效表現仍具持續性，基金績效可持續至未來一年。

江郁萍(民 103)研究2000年至2013年全球型基金於單筆投資和定期定額不同投資之績效表現，實證結果發現，以四四三三法則篩選出20檔基金，其中有4檔基金具有較佳之績效表現；研究亦發現，股票型基金較優於其他投資標的之基金；定期定額之投資模式亦較優於單筆投資，有較高之報酬。

根據以上文獻探討，基金之績效表現容易因基金經理人擇時擇股能力之影響，大盤表現、整體經濟之影響，不論使用何種評比方式，基金獲利之情形皆有其正負相關表現，並無法明確指出基金績效必定有其持續性亦或無，故本研究將藉由四四三三法則探討基金績效持續性之有無，並檢定四四三三法則之可行性。

彙整相關文獻如表2.1所示：

表 2.1 國外相關文獻

作者	研究方法	結果
Carlson (1970)	Sharpe指標與Treydor指標做皮爾曼等級相關係數檢定。	兩指標之等級相關程度皆未達顯著水準，亦即顯示基金績效不具有持續性。
Daniel(1997)	選股、擇時能力。	積極成長型基金具有擇股能力，但不具擇時能力。於整體共同基金方面則不具有擇股能力與擇時能力。
Droms & Walker (2001)	績效二分法。	一年內之國際型基金績效具有強烈之持續性，但一年後便漸漸消失。
Pastor & Stambaugh (2001)	橫斷研究。	共同基金的選擇可利用歷史的報酬和主觀判斷來決定。

資料來源：本研究整理

表 2.2 國內相關文獻

作者	研究方法	結果
陳勝源(民 88)	Markowitz之二次規劃法、Treyner's指數、夏普指數、Jensen's 指數、Chen & Stockum 模式、Chang and Lewellen模式、持股比率法、因素分析、集群分析。	國內基金具有正的選股能力，但是並不顯著。於掌握市場買賣時機，國內基金則不具此項能力。
楊朝成、廖咸興(民 87)	Treyner & Mazuy (1966)、持股比率法。	無法測出基金之擇時能力。
楊朝舜(民 82)	Treyner & Mazuy (1966) Bhattacharya & Pfleiderer (1985)、Fabozzi & Francis 評估模式。	在多頭時期基金之市場時機掌握能力方獻表現較空頭時期的表現為佳，擇股能力則相反；基金選股能力與市場時機掌握能力兩者之間，有著抵換關係存在。
王若愚(民 87)	前後期績效排名計算 Spearman等級相關係數。	國內共同基金大部分具有正向的選股及擇時能力，其中又以擇時能力為影響投資報酬率最重要的來源。

表 2.2 國內相關文獻(續)

作者	研究方法	結果
張瑞芬(民 89)	Mann-Whitney-Wilcoxon Test。	有贖回限制的基金、買斷債券比例高的基金、基金時間成立越久者表現較好。
孔秀琴、李玫 郁、蔡永聰 (民 100)	擇時、四四三三法則。	單筆投資策略之績效明顯大於定期定額投資策略。 擇時績效比四四三三法則選擇基金之績效為佳。
魏永祥(民 84)	選股能力與擇時能力。	大部分基金未具有顯著的選股與擇時能力。
游吉盛 (民 86)	Jensen 指數、Sharpe 指數、Treyner 指數。	共同基金的投資報酬率並無明顯優於市場投資組合。 開放型基金整體績效優於封閉型基金。 同一投信公司之基金報酬率無顯著相關性。 高風險高報酬與低風險低報酬之觀念對於國內共同基金而言並不存在。
王紹銘(民 88)	以 Sharpe 指標、Treyner 指標、Jensen 指標。	基金並不具有持續性之績效。
黃鴻文(民 88)	Treyner 指標。 夏普指數。	適合評估共同基金之績效。 能代表共同基金的總績效。
李鳳美(民 89)	Treyner & Mazuy (1966)、Henriksson & Merton 評估方法。	多數基金經理人具有較佳選股能力，在擇時方面則較不佳。
魏天元(民 91)	擇時能力。	基金的規模及基金成立年數對於基金的擇時能力有顯著的影響力。
毛存正 (民 93)	Sharpe 指標。	1998年至2000年間，開放式股票型基金是具有績效持續性。 2001年至2003年間，開放式股票型基金則不具有績效持續性。

作者	研究方法	結果
蔡毓翔 (民 92)	Treydor績效指標、Sharpe績效指標、Jensen績效。	股票型共同基金的績效表現在中長期無法顯著地優於大盤指數。 一般型股票基金和科技類股票基金其基金的績效不具持續性，而中小型股票基金具有績效持續性。



表 2.2 國內相關文獻(續)

作者	研究方法	結果
徐清俊、陳欣怡 (民 93)	擇時、選股。	臺灣共同基金在擇時的表現普遍優於市場，但是在選股能力表現卻不佳。
周萬順(民 93)	Treynor & Mazuy 模型。	顯示18支樣本基金中在景氣繁榮成長時期共有7支基金具有正向選股能力，但在景氣衰退時期只剩下1支基金具有正向選股能力。
黃熹、朱丹 (民 95)	擇股能力。	基金規模之大小會影響到基金的擇股能力，並間接影響到基金的績效。
黃聖崇、溫英幹、鄢欽瑞 (民 95)	Treynor 指數、Sharpe 指數及Jensen's Alpha。 Treynor & Mazuy (1966)、Henriksson & Merton (1981)。	Treynor(1965) 及 Jensen 指標(1968)對基金績效排名評比具預測能力。 開放型股票型共同基金經理人選股能力優於封閉股票型共同基金經理人。
李愷莉、郭維裕 (民 95)	The Moverstayer Model (1955)。	基金績效持續性較為弱。
陳佳汎 (民 95)	選股能力與擇時能力。	基金經理人皆不具備擇時能力且整體基金均未具有績效持續。

表 2.2 國內相關文獻(續)

作者	研究方法	結果
池祥萱、林煜恩、周賓凰 (民 96)	選股能力	股票型基金績效有短期持續性(三個月及六個月)。
謝和霖(民 96)	Treynor & Mazuy 模型、Henriksson & Merton 模型。	基金經理人擇時擇股能力並不顯著。
陳美雯(民 96)	Treynor指數、Sharpe指數、Jensen指數。	共同基金績效指數為正。
林志娟、江妙真、張慶暉、溫博仕(民 98)	Treynor指數、Sharpe指數、Jensen 指數。Treynor & Mazuy 模型 和Henriksson & Merton (1981)。	種績效評估指標與平均日報酬能提供相似的評估結果。月、近季、近半年、近年期間，部份基金經理人不具備擇時能。
李志凡(民 99)	Treynor & Mazuy (1966)。	臺灣股票型基金的擇時及選股能力並不顯著。

表 2.2 國內相關文獻(續)

作者	研究方法	結果
陳懷偉(民 100)	Treynor指數、Sharpe指數及 Jensen指數。 Treynor & Mazuy 模型、Henriksson & Merton模型、Fabozzi & Francis模型。	體基金表現並不具顯著關係，但短期績效則具有持續性。 擇股方面，多數基金具有正向擇能力，擇時便不佳。
李秋雲(民 99)	Carhart (1997)四因子模型。	股票型基金(一般型、科技類、中小型)的績效皆具有短期持續性。
黃錦川、朱美珍、留秀娟 (民 100)	四四三三法則。	三年期股票型組合型基金在效率前緣表現佳。
王純慧(民 102)	四四三三法則。	基金績效可持續至未來一年。
江郁萍(民 103)	四四三三法則。	股票型基金較優於其他投資標的之基金；定期定額之投資模式亦較優於單筆投資，有較高之報酬。

第三章 研究方法

本研究之假說為開放型股票基金績效是否具有持續性，四四三三法則是否可檢視基金之績效表現，國內常用評比基金績效之工具便為四四三三法則，故本研究便是檢視四四三三法則是否能驗證樣本基金之績效，以及投資人是否可藉由基金績效表現選購較佳之基金，並藉此獲利。

3.1 研究架構

本研究以 127 檔國內開放型股票基金做為樣本數，運用四四三三法則篩選出績效較佳之開放型股票基金，並具有其持續性(3 個月、6 個月、1 年、2 年)，擇出 28 檔具有持續性之績優開放型股票基金；運用 Sharpe 指數、Treyner 指數、擇時、擇股方式驗證此 28 檔樣本基金，以此證明四四三三法則是能有效評比基金績效。本研究之觀念性架構如圖 3.1 所示。

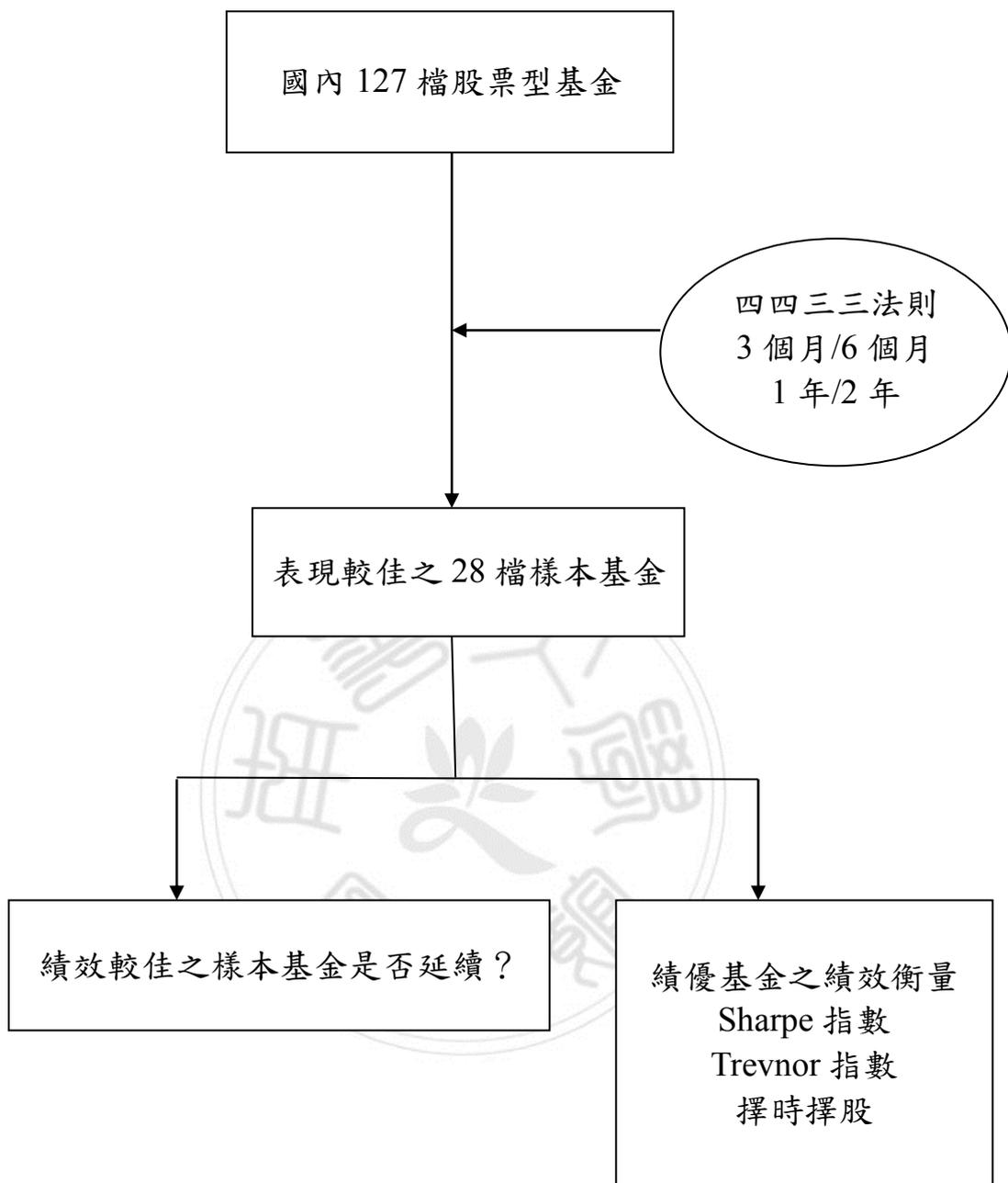


圖 3.1 研究架構圖

資料來源：本研究整理

3.2 研究假設

本研究選擇 127 支股票型基金，利用四四三三法則篩選出 28 支較佳之樣本基金後，以 Sharpe 指數、Treydor 指數、擇股方式評比，藉此篩選出較佳之股票型基金，並藉由分析 3 個月、6 個月、1 年、2 年之數據，從中評比出各時期之樣本基金優劣與其延續性。是否表現較佳之樣本基金能持續？抑或是每一個時間點的樣本基金優劣皆不同？樣本基金績效延續性為何？以及基金評比方式是否適合擇選基金？

本研究運用四四三三法則篩選樣本，以 127 檔股票型基金做為樣本進行取樣，結果得到 28 檔具延續性績效之樣本基金，並藉由台灣經濟新報(TEJ+)軟體取得母體數之後，運用 EXCEL 分析資料取出其中平均數，於數據表現中得出樣本基金績效之情況，並且就 Sharpe 指數、Treydor 指數、擇時擇股，依序分為短、中、長期分析樣本基金之績效表現，檢視四四三三法則之可用性。

資料來源於台灣經濟新報 TEJ 共同基金資料庫，取 2010 年至 2015 年期間之國內開放型股票基金，本研究之假說如下：

H₁：國內開放型股票基金是否具有績效持續性。

H₂：由四四三三法則篩選出的績優基金之績效是否表現優異。

H₃：由四四三三法則篩選出的績優基金之擇股擇時能力是否具有顯著性。

3.3 研究方法

本研究將選擇四四三三法則、Sharpe 指數、Treyner 指數、擇股擇時的方式評比開放型基金之績效持續性，故於下列一一說明其定義：

1. 四四三三法則

所謂「四四三三法則」，是以「時間」來檢視基金過去的中長期績效，由國內基金評比權威台大財務金融所教授邱顯比、李存修提出建議使用四四三三法則來挑選基金，為國內最常使用的基金評選方式。

- (1) 第一個「四」：代表一年期基金績效排名在同類型前四分一者。
- (2) 第二個「四」：代表兩年、三年期及自今年以來基金績效排名在同類型前四分之一者。
- (3) 第三個「三」：代表六個月績效排名在同類型前三分一者。
- (4) 第四個「三」：代表三個月績效排名在同類型前三分一者。

2. Sharpe 指數

Sharpe 指數所衡量的是每單位總風險所能獲得的超額報酬，因 Sharpe 認為基金有可能會集中在某些型態或類型的股票，故可能無法完全把非系統風險分散掉，且共同基金投資者關心的並非只是投資組合的系統風險而應是總風險，於是在評估基金績效時認為應使用總風險替代系統風險來做為超額報酬之調整權數。

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

S_i ：共同基金投資組合 Sharpe 績效指標

σ_i ：表示第 i 之共同基金投資組合報酬率的標準差

Sharpe 指數(S_i)也又稱為報酬對波動性之比率。 S_i 表示投資者承擔每一單位總風險所能獲得的超額報酬。當 S_i 值愈大時，表示共同基金投資組合績效愈佳。

3. Treynor 指數

Treynor 認為系統風險(System Risk，以 β 表示)可用來衡量投資組合的績效，因此依據證券市場線的概念，用投資組合的系統風險 β 作為風險調整的係數，調整投資組合的報酬，進而衍伸出 Treynor 績效指標。

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

T_i =共同基金投資組合 Treynor 績效指標

$E(R_i)$ =表示預期市場上的無風險利率

Treynor 指標 (T_i) 又稱為報酬對波動性之比率 (Reward-to-Volatility-Ratio)，其意義為將投資組合報酬扣無風險利率所獲得的超額報酬。當 T_i 值愈大時，表示負擔每一單位系統風險所能獲得的超額報酬愈大，共同基金的投資績效愈佳。而 β_i 為投資組合的波動性，當 β 值愈大時，表示投資組合隨著市場投資組合的波動性也就越大，其風險性愈高，投資報酬率的波動性也愈大；反之則亦然。

4. 擇股

選股能力用以計算基金報酬率除了隨著於市場(大盤)變動應有的報酬率及投資無風險資產(如政府公債)應有的無風險報酬率外，是否還有其他的超額報酬。選股能力反映共同基金經理人，因其專業素養及資訊上的優勢，可選擇表現較佳的股票，進而為基金帶來超額報酬。

擇股，基本原則是選擇具有上漲潛力抑或是目前被低估的基金，往往投資人利用各式各樣的分析與評估方式，嘗試自市場中尋找被低估價值，但未來具成長潛力的基金，故擇股便是指證券基金具有良好的選擇股票能力，而使其報酬會超越相同風險的投資組合(周孟熹，2009)。

5. 擇時

通常基金管理人對市場判斷，會透過其選擇不同資產組合在不同風險水準的證券之間的轉換具體呈現，便是所謂「擇時」能力。亦即基金經理人對於市場未來走向之預測，以及為基金所帶來之超額報酬。

擇股、擇時能力之評估在現今已有學者提出方法，藉此確診基金經理人之能力，其衡量指標有 Treynor-Mazuy 模型、Henriksson-Merton 模型、Jensen 模型、Fabozzi and Francis 模型、Chang and Lewellen 模式等，予以衡量基金管理人之擇時能力和選股能力的基金績效評價指標。

以上擇股、擇時能力，根據式(3)之迴歸模型計算得出

$$R_p - R_f = \alpha + \beta_1(R_m - R_f) + \varepsilon_p \quad (3)$$

α =擇股

β_1 =擇時

R_m =大盤指數報酬率

R_f =無風險利率

R_p =基金淨值報酬率

綜合以上說明，「四四三三」篩選基金的法則，最主要是挑選中長期績效穩定且優異(前四分之一)，短期績效良好(前三分之一)之共同基金。該法則之背後觀念為：中長期績效比短期績效重要，但也不能忽略

短期績效，該法則顯然符合「投資應注重長期績效」的精神。而 Sharpe 指數、Treyner 指數、擇股則是著重於報酬與風險之間的關係，投資人不應只是著重於眼前所得到之報酬，而是扣除風險後所得之報酬，才是基金之績效，縱使報酬與風險往往因市場波動性致所承擔之比例較為不同，卻仍是投資人不可忽視之。



第四章 研究結果

本研究運用 EXCEL 統計方式，計算出開放型股票基金樣本中，具有持續性績效之樣本基金有哪些，績效佳之樣本基金，其績效持續性是肯定的，並不僅單出現 1 個月，甚至有部分樣本基金，其較佳之績效表現甚至可達 13 個月，由此證明，就針對本研究之樣本基金而言，投資人如欲藉由前一季基金表現而選購基金，其獲利是可期待的，且其獲利至少可在 5 個月內看見成效，其持續時間又長達多久，結果如表 4.1 所示：

4.1 開放型股票基金績效之持續性

根據研究結果指出，具有較佳績效之樣本基金是具有持續性的，我們可由下表所得知，績效佳的樣本基金其延續性甚至可達 13 個月，而至少都可有連續 5 個月之佳績，即便連續超過 5 個月次數僅 1 次，但我們仍可藉由其持續之績效，所獲得之報酬極高，因樣本基金穩定性較佳，相對於風險便較小。

表 4.1 四四三三法則所篩選出 28 組具持續性績效之樣本基金

基金	連續超過 5 個月次數	最多連續月數	基金	連續超過 5 個月次數	最多連續月數	基金	連續超過 5 個月次數	最多連續月數
野村鴻運	1	10	德盛安 聯台灣 智慧	1	8	統一黑 馬	1	5
匯豐成功	1	10	復華基 金	1	6	統一大 滿貫	1	5
德信大 發	1	11	復華高 成長	1	12	元大寶 來 2001 基金	1	7
宏利台 灣動力	1	6	復華全 方位	1	10	台新主 流	2	9
貝萊德 寶利基 金	2	11	富邦高 成長	1	8	凱基開 創	1	5

表 4.1 四四三三法則所篩選出 28 組具持續性績效之樣本基金(續)

基金	連續 超過 5 個 月次 數	最多 連續 月數	基金	連續 超過 5 個月 次數	最多 連續 月數	基金	連續 超過 5 個月 次數	最多連續月 數
群益長安	1	5	野村 優質	1	9	保德 信新 世紀	1	5
群益奧斯卡	1	6	野村 成長	1	11	統一 全天候	2	9
群益葛萊美	1	6	野村 台灣 運籌	1	6	德盛 台灣 大壩	2	12
匯豐龍鳳	1	5	野村 積極 成長	1	11	兆豐 國際 豐台 灣	1	13
景順主流	1	5						

資料來源：本研究整理

本研究將國內 127 檔國內股票型開放性基金運用四四三三法則將其作樣本基金績效持續性之篩選，而所得發現其中有 28 檔樣本基金是具有績效持續性的，甚至可持續至 11-13 個月，甚至連續出現 5 個月的次數可達 2 次，由此，便可得知，倘若投資人欲選擇開放型股票基金時，是可將投顧網站上運用四四三三法則所選擇出具績效持續性之開放型股票基金做為投資參考。四四三三法則以 3 個月、6 個月、1 年、2 年檢視基金之績效表現，故以中長期投資而言，具有持續性績效之開放型股票基金是可做為投資人標的之。

依照本研究之結果，四四三三法則所篩選出基金，其績效表現是較佳的，並且驗證了本研究之假說，樣本基金之績效是具有持續性的，換言之，對於投資國內開放型股票基金的投資者，其確實可參考過往之績

效表現選購基金，尤其得參考國內常用之評比基金績效之四四三三法則，其得以選擇出具有績效持續性的基金，也就是說，即使是投資人僅參考一般網站所提供符合四四三三法則之績優基金做為投資標的，仍可因績效具有持續性之特性，獲取較佳的報酬。

4.2 績優開放型股票基金之績效衡量

根據四四三三法則所篩選出 28 檔股票型開放性基金，本研究利用 Sharpe 指數、Treydor 指數、擇時擇股驗證四四三三法則是否具有其效力，由於國內常使用四四三三法則檢定開放型股票基金之績效，投資人亦常於投顧網站參考其數值，倘若四四三三法則並不具有效力，那麼投資人是否常參考了不正確的數字，間接導致投資失利？故，驗證四四三三法則便具有其意義，以下便是藉由 Sharpe 指數、Treydor 指數、擇時擇股檢定四四三三法則之衡量。

表 4.2 Sharpe 指數、Treydor 指數之平均數驗證基金中長期績效

	3 個月	6 個月	1 年	2 年
	Sharpe/Treynor	Sharpe/Treynor	Sharpe/Treynor	Sharpe/Treynor
野村鴻運	0.57/4.27	0.65/7.80	1.05/17.66	3.75/45.40
匯豐成功	0.27/5.01	0.36/9.56	0.52/22.88	1.12/62.42
德信大發	0.69/3.82	1.01/6.84	1.42/17.76	1.13/41.00
宏利台灣動力	0.71/4.04	0.89/7.53	1.63/16.91	4.18/43.14
貝萊德寶利基金	1.01/5.92	1.03/11.04	1.20/23.47	1.21/48.61
群益長安	0.38/3.63	0.54/6.68	1.25/16.52	1.93/42.73
群益奧斯卡	0.24/2.42	0.36/4.48	0.65/12.58	1.07/37.81
群益葛萊美	0.46/3.11	0.74/5.77	1.62/14.92	0.88/40.40
匯豐龍鳳	0.49/6.07	0.48/11.21	0.71/24.70	1.64/58.29
景順主流	0.27/2.34	0.29/4.14	2.34/10.95	0.63/35.07
德盛台灣大壩	0.35/6.40	0.64/11.96	1.13/25.98	2.43/59.23
德盛安聯台灣智慧	0.79/8.02	1.00/6.04	1.25/13.58	5.21/32.04
復華基金	2.26/19.03	0.81/13.25	2.48/32.25	3.11/69.36
復華高成長	2.33/7.90	1.13/4.53	1.47/11.38	1.14/26.33
復華全方位	2.42/11.96	1.34/7.60	1.32/17.64	1.08/35.46
富邦高成長	1.54/17.87	0.41/7.26	1.30/22.32	0.97/65.38
野村優質	1.84/11.03	0.82/6.45	0.99/14.35	2.94/37.84
野村成長	2.03/12.12	1.06/9.73	1.35/22.74	5.97/62.08

資料來源：本研究整理

表 4.2 Sharpe 指數、Treynor 指數之平均數驗證基金中長期績效(續)

	3 個月	6 個月	1 年	2 年
	Sharpe/Treynor	Sharpe/Treynor	Sharpe/Treynor	Sharpe/Treynor
野村台灣運籌	1.40/10.23	0.94/6.34	3.49/14.24	15.92/33.31
野村積極成長	1.98/12.96	1.04/9.46	1.28/22.49	4.49/61.93
兆豐國際豐台灣				
凱基開創	0.21/4.43	0.40/8.24	1.18/21.83	3.89/62.91
保德信新世紀	0.46/9.82	0.40/16.27	0.58/36.41	6.73/84.96
統一全天	0.33/3.91	0.58/7.20	1.10/16.87	1.64/46.26
統一黑馬候	0.45/13.17	0.54/24.39	1.07/57.62	0.89/142.50
統一大滿貫	0.55/6.24	0.99/11.85	1.40/29.13	1.73/71.25
元大寶來	1.52/21.58	1.86/40.16	2.75/99.64	1.37/267.00
2001 基金	0.71/3.28	0.89/5.43	1.34/12.94	1.11/28.83
台新主流	0.90/3.11	1.29/5.91	1.50/13.89	1.77/35.26

資料來源：本研究整理

據上表可得知，不論是 Sharpe 指數、Treynor 指數之平均數皆為「正」數，四四三三法則所篩選出績優樣本基金，其在績效指標 Sharpe 指數、Treynor 亦有不弱表現，其結果得做為四四三三法則可擇選出績優樣本基金之佐證。

於本研究預期中，便是希望得出四四三三法則於 Sharpe 指數、Treynor

指數佐證下，是可確切檢視樣本基金之績效表現，不論於短、中、長期之時間限制下，樣本基金之績效表現皆呈現較佳之狀態，驗證了四四三三法則與 Sharpe 指數、Treydor 指數在檢視樣本基金績效之作用，是相互對應的，故無論使用哪種方式，皆可得其結果。



表 4.3 擇時擇股驗證基金中長期績效是否具持續性

	3 個月	6 個月	1 年	2 年
	擇股/擇時	擇股/擇時	擇股/擇時	擇股/擇時
野村鴻運	12.00 ***/0.65	12.00 ***/0.65	12.00 ***/0.65	12.00 ***/0.65
匯豐成功	9.75 ***/0.41	9.75 ***/0.41	9.75 ***/0.41	9.75 ***/0.41
德信大發	11.78 ***/0.63	11.78 ***/0.63	11.78 ***/0.63	11.78 ***/0.63
宏利台灣動力	11.53 ***/0.65	11.53 ***/0.65	11.53 ***/0.65	11.53 ***/0.65
貝萊德寶利基金	13.02 ***/0.53	13.02 ***/0.53	13.02 ***/0.53	13.02 ***/0.53
群益長安	9.34 ***/0.54	9.34 ***/0.54	9.34 ***/0.54	9.34 ***/0.54
群益奧斯卡	9.45 ***/0.70	9.45 ***/0.70	9.45 ***/0.70	9.45 ***/0.70
群益葛萊美	11.93 ***/0.75	11.93 ***/0.75	11.93 ***/0.75	11.93 ***/0.75
匯豐龍鳳	7.18 ***/0.28	7.18 ***/0.28	7.18 ***/0.28	7.18 ***/0.28
景順主流	7.96 ***/0.96	7.96 ***/0.67	7.96 ***/0.67	7.96 ***/0.67
德盛台灣大壩	15.82***/0.59	15.82***/0.59	15.82***/0.59	15.82***/0.59
德盛安聯台灣智 慧	14.39***/0.99	14.39***/0.99	14.39***/0.99	14.39***/0.99
復華基金	15.89***/0.48	15.89***/0.48	15.89***/0.48	15.89***/0.48
復華高成長	12.64***/1.03	12.64***/1.03	12.64***/1.03	12.64***/1.03
復華全方位	12.47***/0.67	12.47***/0.67	12.47***/0.67	12.47***/0.67
富邦高成長	10.14***/0.44	10.14***/0.44	10.14***/0.44	10.14***/0.44
野村優質	9.75***/0.64	9.75***/0.64	9.75***/0.64	9.75***/0.64
野村成長	12.10***/0.51	12.10***/0.51	12.10***/0.51	12.10***/0.51

	3 個月	6 個月	1 年	2 年
	擇股/擇時	擇股/擇時	擇股/擇時	擇股/擇時
野村台灣運籌	11.97***/0.79	11.97***/0.79	11.97***/0.79	11.97***/0.79
野村積極成長	11.36***/0.49	11.36***/0.49	11.36***/0.49	11.36***/0.49

資料來源：本研究整理



表 4.3 擇時擇股驗證基金中長期績效是否具持續性(續)

	3 個月	6 個月	1 年	2 年
	擇股/擇時	擇股/擇時	擇股/擇時	擇股/擇時
兆豐國際豐台灣	11.19***/0.49	11.19***/0.49	11.19***/0.49	11.19***/0.49
凱基開創	5.43***/0.15	5.43***/0.15	5.43***/0.15	5.43***/0.15
保德信新世紀	7.72***/0.43	7.72***/0.43	7.72***/0.43	7.72***/0.43
統一全天	13.22***/0.23	13.22***/0.23	13.22***/0.23	13.22***/0.23
統一黑馬候	12.10***/0.40	12.10***/0.40	12.10***/0.40	12.10***/0.40
統一大滿貫	12.04***/0.12	12.04***/0.12	12.04***/0.12	12.04***/0.12
元大寶來 2001 基金	7.76***/0.56	7.76***/0.56	7.76***/0.56	7.76***/0.56
台新主流	14.36***/1.01	14.36***/1.01	14.36***/1.01	14.36***/1.01

註：***表示在顯著水準 0.1%下呈現顯著關係

資料來源：本研究整理

據上表示，於擇時擇股方面，四三三法則所篩選之績優樣本基金，其擇股參數皆顯著大於零，意謂所有績優樣本基金皆具有擇股能力，然而在擇時表現則不具有顯著性。

樣本基金於擇時方面表現較為不佳，可以推斷出，在研究期間 2010 年至 2015 年期間，由於因國際原物料、能源價格上漲及新興國家崛起競爭因素，致使台灣進口物價上漲、出口品價格下滑，導致貿易條件惡化，於是在國際市場中的實質競爭力便無法提升，再加上薪資停滯不前，與外資並未看好台灣市場，使投資人在投資信心方面較為薄弱，再者，於國際經濟方面，由於美國與日本採取貨幣寬鬆政策、歐盟部分國家之倒債危機與難民問題、中國大陸適逢經濟改革陣痛期，使全球經濟趨勢呈

現牛步般成長，故於樣本基金績效表現上，便較為不樂觀。

基金在四四三三法則篩選下，本研究之研究標的-股票開放型基金，部份具有績效持續性，其中入選基金最久可持續 13 個月，而由四四三三法則擇選出之樣本基金，其在績效指標，Sharpe 指數、Treydor 指數、擇時擇股再次檢視其績效表現，除擇時能力不具顯著性之外，其它指標皆佐證由四四三三法測挑選之績優樣本基金皆具有相對較佳的表現，由此得以判斷四四三三法則適用於挑選開放型股票基金之績優基金，同時該績優開放型股票基金具有績效持續的表現。

驗證四四三三法則是具尤其效力的，所以不論是使用四四三三法則、Sharpe 指數、Treydor 指數、擇時擇股皆可以評斷開放型股票基金之績效，當投資人對於開放型股票基金之獲利情形感到困惑時，又對於一種驗證方式感到不安時，是可以有多重選擇去檢視開放型股票基金之績效，於多樣參考資料下，投資人有多重選擇，亦有較多信心。

歸納以上實證結果：

1. 國內開放型股票基金具有基效持續性，支持 H_1 。
2. 由四四三三法則篩選出的基金之績效透過 Sharpe 指數、Treydor 指數皆具有績優之表現，換言之，四四三三法則能篩選出績優之基金，支持 H_2 。
3. 由四四三三法則篩選出的績優基金之擇股具有顯著性，而擇時能力並無顯著性，部分支持 H_3 。

第五章 結論

對於投資市場而言，私訊交易者因具有訊息領先的優勢，往往得以獲取超常報酬；反之小額投資人因訊息成本考量，僅能參考一般投資網路平台的公開訊息做為投資的參考依據，也就是說，散戶投資人在訊息上具有相對的弱式。然而公開訊息確實無法提供具有價值的訊息嗎？若市場的效率性不如預期佳，是否公開訊息仍蘊含具有價值的訊息呢？本文的主要目的即在檢視基金投資上常做為選擇績優基金之工具—四四三三法則，是否仍能夠為投資人提供有用的資訊內涵。

本研究的檢視依據，在根據四四三三法則所篩選出基金是否具有持續性做為檢視依據，尚未根據四四三三法則所選擇之基金，其具有績效持續性，意謂投資人即使參考公開網站訊息所提供之績優基金，做為選擇未來投資標的的依據，似乎亦能在投資基金上獲取不弱的績效表現。

據研究結果言，可知開放型股票基金之績效是具有持續性的，投資人可藉由投顧網站上所揭示之短、中、長期績效表現選購開放型股票基金，而四四三三法則確實是可以驗證開放型股票基金之績效，在 Sharpe 指數、Treyner 指與擇股之評比下，得到顯著之結果，故不論使用何種檢視方式，皆可做為投資人亦或投顧經理公司之參考，為其帶來較佳之獲利；擇時方面，並未得到顯著之結果，可能之原因在於全球經濟之表現，以及台灣於貿易出口較為減緩、政治較為動盪有關，由於大盤表現略遜，間接影響了開放型股票基金之表現，使投資人無法獲得較高之報酬；即便於此，投資人仍可參考基金之獲利表現進行投資。

投資開放型股票基金有賺有賠，投資人應於申購前詳閱開放型股票基金之種類、獲利情形、投資狀況，在多聽、多看、多學下，不做一個

盲從的投資人，期望能將小小的資金發揮其最大的效用，而本研究便是藉由四四三三法則檢視股票型開放式基金之績效，使投資人能在面對中長期數值時，可作為較有益之參考，當開放型股票基金之獲利具有持續性時，那麼即便在中途申購，便能有獲利之機會。

在多種評比開放型股票基金績效之方式下，不僅可以得知開放型股票基金績效具有其持續性，可證實了驗證方式彼此間之效力，不論使用哪種方式評斷開放型股票基金績效，皆有其意義存在，國內普遍使用四四三三法則，原因便在於其可看出中長期績效表現，經理人不僅可以回顧更能預測開放型股票基金之成長；而 Sharpe 指數、Treydor 指數則較強調於開放型股票基金獲利與風險間之關係，投資有其風險存在，投資人不應僅抱持著穩賺不賠之理念，更應時時警惕於風險，倘若較為保守之投資人，在風險評比時，便是更加謹慎；於擇時擇股方面，則較著重於投資經理人之能力，選擇何種股票基金與其進場時機，皆考驗著經理人之經驗與識能，由於開放型股票基金較易受大環境經濟影響，對於每次大蕭條與國內外經濟趨勢皆須有所掌握及充分了解，而投資人不應僅仰賴於經理人，自身亦關心國際經濟走向，對開放型股票基金獲利亦能略知有無。

如本研究之假說一，開放型股票基金績效是否具有持續性，假設成立，績效是呈現持續性的，不論是藉由四四三三法則篩選，抑或是使用 Sharpe 指數、Treydor 指數、擇股，樣本基金所呈現之績效表現，不僅可長達 13 個月，甚至可連續 5 個月皆出現較佳之績效成果，因此投資人可觀察基金表現而選擇較佳之股票型基金投資，便可有較大機會獲利。

本研究之假說二，四四三三法則是否可驗證基金之績效表現，假設成立，在四四三三法則篩選中，可得知樣本基金之績效表現是具持續性

的，並且表現亦是受肯定的，而再次使用 Sharpe 指數、Treydor 指數、擇股、擇時檢視樣本基金之績效表現，所得之結果，便是 Sharpe 指數、Treydor 指數、擇股中，樣本基金之績效表現不僅具持續性，更甚者，證明了四三三法則所篩選之樣本基金表現是好的，故，當投資人參考四三三法則所篩選之基金時，便可選擇到績效較佳之基金投資，即便投資人選擇參考 Sharpe 指數、Treydor 指數、擇股，亦可得同樣之結果。

然而於擇時方面之表現並未證實本研究假說，可推測出由於全球經濟體系之影響，使基金績效表現較不佳，導致無法證實四三三法則與擇時間之正向關係，而此也提醒了投資人，不論參考那些檢驗方式，皆須考慮投資之風險，投資與賭博相同，沒有永遠的贏家，即便運氣再好，仍需考慮各種因素之影響，當大盤表現較差時，外資對於台灣投資環境不具有興趣或是信心時，便容易導致基金績效表現不如預期，投資人需了解此一條件，更須牢記風險之存在，而非只期望著獲利。

參考文獻

一、中文部分

1. 王若愚(民 87)，台灣共同基金績效評估-以個股特徵為基準投資組合之研究，台灣科技大學管理技術研究所碩士論文。
2. 王紹銘(民 88)，不同投資運作型態的共同基金之績效比較，交通大學管理研究所碩士論文。
3. 王德仁(民 89)，風險值評估之統計方法與實證研究，國立台北大學統計學系碩士論文。
4. 王隆(民 89)，共同基金績效之研究-風險值模型之應用，國立成功大學國際企業研究所碩士論文。
5. 王純慧(民 102)，基金篩選與四四三三法則之運用，國立高雄第一科技大學財務管理研究所學位論文。
6. 毛存正(民 93)，台灣股票型基金績效與費用對流量影響之探討，東海大學管理碩士在職專班碩士論文。
7. 孔秀琴、李玫郁、蔡永聰(民 100)，擇時、四四三三法則與貝它避險策略下基金之績效分析-短期效率市場之驗證，台灣銀行季刊，第 62 卷，第 1 期，242-255 頁。
8. 池祥萱、林煜恩、周賓凰(民 96)，基金績效持續與聰明錢效果：台灣實證，管理學報，第 24 卷，第 3 期，307-330 頁。
9. 江郁萍(民 103)，基金投資操作績效之研究：以全球型基金為例，樹德科技大學金融與風險管理系碩士論文。
10. 李鳳美(民 89)，基金流量與績效評估之實證研究—以國內開放型股票基金為例，輔仁大學研究所碩士論文。
11. 李愷莉、郭維裕(民 95)，台灣共同基金短期績效持續性的研究—以

「漂移者—停駐者」模型為例，經濟論文，第 34 卷，第 4 期，469-504 頁。

12. 李淑萍(民 96)，國內共同基金績效持續性之探討，嶺東科技大學財務金融研究所碩士論文。
13. 李志凡(民 99)，共同基金經理人擇時能力與績效持續性之探討—以國內開放型股票基金為例，私立銘傳大學管理研究所碩士論文。
14. 李秋雲(民 99)，基金績效持續性與基金經理人擇時能力之研究—以台灣股票型基金為例，國立高雄應用科技大學金融資訊研究所論文。
15. 林志娟、江妙真、張慶暉、溫博仕(民 98)，共同基金績效評估與擇時能力研究，銘傳大學 2005 年國際學術研討會論文集。
16. 周孟熹(民 98)，大陸開放性基金之擇時選股能力分析，中華管理評論國際學報，第 12 卷，第 1 期，1-16 頁。
17. 周萬順(民 93)，共同基金在景氣循環下操作績效之研究，世新大學經濟學系論文。
18. 林振宸(民 103)，基金管理—資產管理的入門寶典，台北：智勝文化事業有限公司。
19. 徐清俊、陳欣怡(民 93)，基金經理人擇時能力與選股能力—評估國內股票，大葉學報，第 13 卷，第 2 期，49-59 頁。
20. 陳勝源(民 89)，我國共同基金投資組合績效之研究，國立臺灣大學商學研究所碩士論文。
21. 陳安琳、洪嘉苓、李文智(民 90)，共同基金經理團隊屬性與基金績效之研究，證券市場發展季刊，第 13 卷，第 3 期，1-27 頁。
22. 陳佳汎(民 96)，台灣股票型共同基金績效之評估，台灣大學國際企業學研究所碩士論文。

23. 陳美雯(民 96)，共同基金績效評估與持續性分析，台灣大學國際企業學研究所碩士論文。
24. 陳懷偉(民 100)，中國開放式股票型基金績效評估與持續性分析，台灣大學財務金融學研究所學位論文。
25. 游吉盛(民 86)，國內共同基金績效評估之研究，中興大學企業管理研究所碩士論文。
26. 黃聖棠、溫英幹、鄺欽瑞(民 95)，共同基金之績效評比-台灣地區之實證研究(1995-2002)，華岡經濟論叢，第 5 卷，第 2 期，31-67 頁。
27. 黃鴻文(民 89)，共同基金績效評估方法一文獻探討與實證主題研究，政治大學國際貿易學系研究所碩士論文。
28. 黃熹、朱丹(民 95)，基金規模對開放式基金擇機選股能力影響探析，商場現代化，第 485 卷，24-25 頁。
29. 黃錦川、朱美珍、留秀娟(民 102)，國內組合型基金之風險與效率前緣分析，輔仁管理評論，第 18 卷，第 2 期，103-120 頁。
30. 理財工具及其應用編撰委員會(民 91)，理財工具及其應用，台北：台灣金融研訓院。
31. 楊朝舜(民 82)，台灣共同基金選股能力與時機掌握能力之研究，國立臺灣大學商學研究所論文。
32. 楊朝成、廖咸興(民 87)，台灣封閉型基金擇時能力之研究—持股比率分析，台大管理論叢，第 9 卷，第 1 期，87-111 頁。
33. 蔡毓翔(民 92)，台灣股票型共同基金績效之研究，淡江大學財務金融研究所碩士論文。
34. 魏永祥(民 84)，臺灣地區共同基金選股能力與擇時能力之實證研究，國立中山大學企業管理研究所。

35. 魏天元(民 91)，考量總體資訊因素之基金擇時能力與基金特性之關係，國立中山大學企業管理研究所碩士論文。
36. 謝和霖(民 96)，共同基金之績效評估－以灰關聯法應用於台灣股票型基金，國立臺北商業技術學院財務金融研究所碩士論文。
37. 中央社(民 105)，台灣人買股票型基金，穩定配息最重要，2016 年 3 月 18 日，取自 <http://www.epochtimes.com/b5/16/3/18/n4665618.htm>。
38. 楊雅婷(民 104)，台股今年來全都負中小型抗跌，經濟日報，2016 年 4 月 14 日，取自 <http://udn.com/news/story/6/1381069>。
39. 晨星亞洲研究部(民 104)，MORNINGSTAR 基金市場月報(截至 9 月 30 日)，2015 年 10 月 6 日，取自 <http://fund.udn.com/fund/story/5880/1230173-MORNINGSTAR%E5%9F%BA%E9%87%91%E5%B8%82%E5%A0%B4%E6%9C%88%E5%A0%B1-%EF%BC%88%E6%88%AA%E8%87%B39%E6%9C%8830%E6%97%A5%EF%BC%89>。
40. 摩根證券投資信託股份有限公司(民 90)，共同基金獲利來源，取自 https://www.jpmrich.com.tw/wps/portal/lut/p/b0/04_Sj9CPykssy0xPLMnMz0vMAfGjzOK9AkIDjEJcDQz83XycDIxczlyd3TzcDAw8zPULsh0VAYs0V9I!/?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/wps/wcm/connect/jpmrich/portal/lb_b2c_102/b2c_102p400/b2c_102p410/b2c_102p410_01/b2c_102p410_01_003
41. 闕嘉蓁(民 101)，產業分析：基金管理業發展趨勢台灣趨勢研究，台灣趨勢股份有限公司 2012 年 4 月，取自 http://www.twtrend.com/share_cont.php?id=34。

二、 英文部分

1. Carlson, R. S. (1970), Aggregate Performance of Mutual Funds, 1948-1967, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 5, No. 1, pp.1-32.
2. Chang, E. C. & Lewellen, W. G., (1984), Market Timing and Mutual Fund Investment Performance , Journal of Business, January, pp.57-72.
3. Chen, C, R., & Steve, S. (1986), Selectivity Market Timing, and Random Beta Behavior of Mutual Fund: A Generalize Model, Journal of Financial Research, Spring, pp.87-96.
4. Daniel, K., Mark, G., Sheridan, T., & Russ, W. (1997), Measuring Mutual, Finance, Vol. 23, No. 1, pp.389-416.
5. Droms, W. G., & Walker, D. A. (2001), Performance Persistence of International Mutual Funds, Global Finance Journal, Vol. 12, No. 2, pp. 237-248.
6. Henriksson, R. D., & Merton R. C. (1981), On Market Timing and Investment Performance, Journal of Business, Vol. 54, pp.513-533.
7. Jensen, M. C., (1968), The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-64, Journal of Finance ,Vol. 23, pp.389-416.
8. Pastor, L., & Stambaugh, R. F. (2002), Mutual Fund Performance and Seemingly Unrelated Assets, Journal of Financial Economics, Vol. 63, No. 3, pp. 315-349.
9. Sharp, W. F. (1966), Mutual Fund Performance, Journal of Business, Vol. 39, No. 1 , pp.119-13.
10. Treynor, J. L., & Mazuy, K. K. (1965), Can Mutual Funds Outguess the Market? , Harvard Business Review, Vol.43, pp.131-136.