

國立臺灣大學管理學院國際企業學系

碩士論文

Graduate Institute of International Business

College of Management

National Taiwan University

Master Thesis

得獎基金績效持續性分析

A Study on the Performance Persistence of Awarded Funds



Ting-Yu Tseng

指導教授：黃志典 博士

Advisor : Jyh-Dean Hwang, Ph.D.

中華民國 98 年 6 月

June, 2009

國立臺灣大學碩士學位論文
口試委員會審定書

得獎基金績效持續性分析

A Study on the Performance Persistence of Awarded Funds

本論文係曾婷郁君 (R96724022) 在國立臺灣大學國際企業學研究所完成之碩士學位論文，於民國九十八年六月二十四日承下列考試委員審查通過及口試及格，特此證明。

口試委員：

黃志典

陳明賢 (指導教授)

胡星學

所長：

林修葳

中華民國九十八年六月二十四日

謝辭

畢業時點恰巧面臨金融海嘯，在一片不景氣中，一邊承受著找工作的壓力，一邊又需將論文完成，確實是有滿大的壓力存在，在此要特別謝謝指導教授黃志典老師，花費心力與時間，指正我的論文，並以其豐富的學養指引我方向。更也要感謝同門，期間不斷的互相加油打氣、互相幫忙，更常駐研究室討論論文，培養出了革命情感。在台大國企所的日子，既充實又難忘，謝謝父母、教授與同學們，我終於要畢業了！



婷郁 謹誌於 民國 98 年 6 月

中文摘要

一般投資人在挑選基金時，常以基金的過去績效做為選購的依據，因此基金績效是否具有持續性，即成為一項重要的課題。國內投信公司經常以所獲基金獎項，作為宣傳旗下基金績效的工具。鑑於國內以基金績效持續性為主題的相關研究，較缺乏以「得獎基金」做為研究對象，故本文以 1998 年至 2008 年，期間內所有獲頒「金鑽獎」或「台灣基金獎」的國內基金作為樣本，分別以超額報酬、夏普指標、基金排名，作為基金績效的評估指標，並以得獎作為事件，利用 Wilcoxon 符號等級檢定法，探討得獎前後六個月、一年、二年、三年、五年的績效持續性，實證結果歸納如下：

(1) 若以超額報酬作為績效指標，則僅有六個月的評估期間，支持基金績效具有持續性。

(2) 若以夏普指標作為績效指標，各評估期間均顯示績效不具有持續性。但若以同時獲頒金鑽獎與台灣基金獎的基金作為樣本，則在三年、五年的評估期間，支持績效具有持續性。

(3) 若以基金排名作為績效指標，各評估期間均顯示績效不具有持續性。

關鍵詞：得獎基金、績效持續性、金鑽獎、台灣基金獎、基金績效

Abstract

General investors usually select mutual funds based on their past performance; as a result, measuring performance persistence of mutual funds has become an important issue. Investment trust companies in Taiwan often use the records of winning fund awards to advertise their investment skills. This study attempts to examine the performance persistence of awarded funds. The researching period is from 1998 to 2008, and the samples are awarded funds of “Taiwan Investment Funds Award” and “Best Fund Award” during this period. The performance of mutual funds is separately measured by excess return, Sharpe index and fund ranking. This study takes the event of winning fund prize as the reference point, and computes fund performances six months, one year, two years, three years, and five years before and after the reference point, and then uses Wilcoxon signed ranks test to examine the performance persistence of awarded funds. Major findings are summarized as follows:

a. Using excess return to measure fund performance, the performance of awarded funds persists only for the measuring period of six months.

b. Using Sharpe index to measure fund performance, all of the measuring period are not consistent. However, if we take the funds which won “Taiwan Investment Funds Award” or two prizes simultaneously as samples, the empirical results show that the measuring period of three years and five years provides evidence of performance persistence.

c. Using fund ranking to measure fund performance, all of the measuring period are not consistent.

Keywords: awarded fund, performance persistence, Taiwan Investment Funds Award, Best Fund Award, fund performance.

目錄

口試委員審定書.....	I
謝辭.....	II
中文摘要.....	III
英文摘要.....	IV
第一章 續論.....	1
第一節 研究背景.....	1
第二節 研究動機.....	4
第三節 研究目的.....	7
第四節 研究架構.....	8
第二章 文獻探討.....	10
第一節 基金績效評估理論.....	10
第二節 基金績效持續性實證研究.....	14
第三節 基金獎評比方式.....	20
第三章 研究方法.....	24
第一節 研究假說.....	24
第二節 研究期間與研究範圍.....	25
第三節 資料處理與來源.....	29
第四節 研究方法.....	33
第四章 實證結果分析.....	35
第一節 整體得獎基金績效持續性.....	35
第二節 金鑽獎得獎基金績效持續性.....	38
第三節 台灣基金獎得獎基金績效持續性.....	40
第四節 交集得獎基金績效持續性.....	43
第五章 結論與建議.....	45
第一節 結論.....	45
第二節 後續研究建議.....	49
第三節 研究限制.....	50
參考文獻.....	51

圖目錄

圖 1-1 研究架構流程圖9



表目錄

表 1-1 證券投資信託公司家數統計表	2
表 1-2 證券投資信託基金發行概況 - 開放式	3
表 1-3 證券投資信託基金發行概況 - 其他類型	3
表 1-4 排名前十名之基金前後期績效表現	5
表 1-5 第一屆金鑽獎得獎基金前後期績效表現	6
表 3-1 1998~2008 年金鑽獎、台灣基金獎名單	26
表 3-2 投信投顧公會基金分類標準	30
表 4-1 整體得獎基金績效持續性：超額報酬	36
表 4-2 整體得獎基金績效持續性：Sharpe 指標	36
表 4-3 整體得獎基金績效持續性：基金排名	37
表 4-4 金鑽獎得獎基金績效持續性：超額報酬	38
表 4-5 金鑽獎得獎基金績效持續性：Sharpe 指標	38
表 4-6 金鑽獎得獎基金績效持續性：基金排名	39
表 4-7 台灣基金獎得獎基金績效持續性：超額報酬	40
表 4-8 台灣基金獎得獎基金績效持續性：Sharpe 指標	41
表 4-9 台灣基金獎得獎基金績效持續性：基金排名	42
表 4-10 交集得獎基金績效持續性：超額報酬	43
表 4-11 交集得獎基金績效持續性：Sharpe 指標	44
表 4-12 交集得獎基金績效持續性：基金排名	44
表 5-1 研究期間遭清算之得獎基金	48
表 5-2 得獎基金規模-以 2008 年為例	48

第一章 續論

第一節 研究背景

共同基金起源於十九世紀初期的歐洲，第一個共同基金，是在 1822 年由荷蘭國王威廉一世所創立的，但屬於私人擁有，不具大眾化的性質。而英國在經歷工業革命之後，經濟大幅成長，國力也日漸強盛，中產階級累積了可觀的財富，卻苦無穩健的投資管道，於是專業的投資代理機構逐漸盛行。到了二十世紀初，共同基金才在美國萌芽，目前已成為大眾熱門的投資工具。

在台灣，共同基金的正式名稱為「證券投資信託基金」(Securities Investment Trust Fund)，它是由證券投資信託公司，以發行受益憑證的方式募集成立。國內共同基金發展始自 1983 年，財政部核准國際投信成立，此為國內第一家信託投資公司。1985 年至 1986 年間，財政部又相繼核准光華、中華、建弘投信成立，因此在開放之初，為少數投信公司寡佔的局面。早期開放共同基金，目的是為了引進海外資金，故發行的基金均是在國外募集，直到 1986 年後，才推出以國內投資者為銷售對象的共同基金，正式揭開國內基金市場的序幕。

共同基金在國內蓬勃發展的歷程，可由供給面與需求面作一探討，首先在共同基金的供給面上，國內股票市場的參與者近七成為散戶，不同於歐美股市以法人為主體，在 1990 年股市的萬點行情之後，股票就成為全民運動，散戶投資人往往因為缺乏資訊、專業知識，在股市動盪之際，容易過度地追漲殺跌，如此不僅使得散戶投資人容易遭受損失，亦使國內股票市場極不穩定。有鑑於此，政府為提高專業機構在股票市場交易的比重，並提供散戶投資人其他投資管道，於是在 1992 年密集核准 11 家新投信公司的成立，此 11 家新投信公司與原先的 4 家舊投信公司，開始大量推出多款共同基金來吸引國內投資者，國內基金市場也從以往的寡佔狀態，轉變成百家爭鳴的競爭局面。在需求面上，共同基金具有專業團隊代為管理、小額投資、降低投資風險、配合理財需要、流動性高、節稅等優點，

故隨著理財觀念的演變，有越來越多的投資人選擇共同基金作為理財工具。

共同基金在國內，目前已成為重要的投資工具，如表 1-1 所示，直至 2008 年底，國內證券投資信託公司的家數，已由最初的 4 家，成長到 39 家。而依金管會證期局的統計，直至 2009 年 3 月底，國內投信業者發行的基金總數為 496 檔，基金規模合計新台幣 18,431.44 億元，總受益人數合計為 1,804,234 人，如表 1-1-2、1-2 所示。

表 1-1 證券投資信託公司家數統計表

年	證券投資信託公司家數
1990	4
1991	4
1992	15
1993	15
1994	15
1995	17
1996	19
1997	25
1998	29
1999	35
2000	38
2001	41
2002	44
2003	43
2004	45
2005	45
2006	41
2007	39
2008	39

資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會

表 1-2 證券投資信託基金發行概況-開放式 (單位：10 億元)

年	開放式							
	投資國內有價證券		投資國內有價證券		投資國外有價證券		投資國內外有價證券	
	在國內募集		在國外募集		在國內募集		在國內募集	
	基金數	淨資產總值	基金數	淨資產總值	基金數	淨資產總值	基金數	淨資產總值
1997	108	370.45	9	48.75	13	17.71	5	14.74
1998	138	466.44			12	23.30	7	14.28
1999	175	677.50			13	36.88	6	20.31
2000	240	971.32	9	19.60	22	47.14	11	27.09
2001	263	1,664.93	9	20.85	24	36.66	11	22.52
2002	300	2,090.79	8	13.18	24	31.58	27	38.70
2003	332	2,468.19	6	13.94	32	53.08	43	83.97
2004	360	2,284.73	3	7.66	35	42.44	64	96.08
2005	369	1,646.15	2	9.50	38	78.42	91	187.11
2006	328	1,413.95	2	10.78	46	146.34	126	338.45
2007	297	1,280.22	2	12.19	53	196.07	161	491.71
2008	270	1,211.73	2	6.38	52	77.01	158	220.93
2009 Mar	269	1,469.02	2	6.82	54	79.03	156	220.60

表 1-3 證券投資信託基金發行概況-其他類型 (單位：10 億元)

年	封閉式		貨幣市場型		貨幣市場型		指數股票型	
	投資國內有價證券		投資國外貨幣市場		投資國內外貨幣市場		投資國內有價證券	
	在國內募集		在國內募集		在國內募集		在國內募集	
	基金數	淨資產總值	基金數	淨資產總值	基金數	淨資產總值	基金數	淨資產總值
1997	21	105.32						
1998	5	25.54						
1999	4	21.24						
2000	5	11.62						
2001	5	12.05						
2002	3	6.90						
2003	3	8.22					1	39.43
2004	3	8.34					1	42.00
2005	1	5.30					1	36.64
2006	1	5.49	1	3.30	1	7.55	3	40.66
2007	1	5.62	1	3.47	1	7.67	7	43.96
2008	1	2.65	1	2.63	2	2.59	11	47.46
2009 Mar	1	2.94	1	1.84	2	2.65	11	60.25

資料來源：行政院金融監督管理委員會證券期貨局

第二節 研究動機

每年三月份開始，一年一度的基金獎便陸續登場，總吸引媒體做大幅的報導與投資人的目光，各投信公司也將所獲獎項，作為宣傳旗下基金績效的工具。根據政府規定，在國內主辦的基金獎項中，只有金鑽獎與台灣基金獎得主，才能以獲獎事蹟對外宣傳行銷，故每年獲得此兩獎項的基金，頓時成為媒體與投資人的寵兒。

然而得獎基金對投資人到底有何意義？依前一節對於國內共同基金市場的概述可知，目前國內共同基金市場蓬勃發展，市場上的選擇多到令一般投資人無法清楚的做出決定，在此背景下，協助投資人篩選或評鑑的機構即因應而生，基金獎項的頒發即為一例。此外，由於一般投資人缺乏充分專業知識，在挑選共同基金時，多半以過去的績效表現做為參考依據。根據德盛安聯於 2007 年 2 月所公佈的投資行為調查顯示，近七成的投資人在購買共同基金時，最重要的考量因素即為基金的績效表現，而大多數的基金廣告也是以過去績效表現作為宣傳重點，其中很大一部份即為獲獎事蹟。因此，本研究欲探討的問題，即為得獎基金過去的優良表現，是否僅是曇花一現？得獎基金的績效是否具有持續性？若以得獎基金為投資標的，是否可以長期的賺取超額報酬？

得獎基金績效是否具有持續性，為本研究關注的焦點，根據 Fama (1965) 所提出的效率市場假說，認為在效率市場成立的前提之下，各項資產的價格應該等於其投資價值，市場最終應處於均衡狀態，任何投資人均無法持續賺取超額報酬，故得獎基金過去的良好表現，未必可用來預測未來的績效。

此外，亦有學者提出「回歸均數」(Reversion to the Mean) 的概念，即勝利不會重複，基金績效無法長期維持在高檔。Bogle (2007) 曾對美國股票型基金進行研究，發現在 1997 年至 1999 年的 851 支基金中，平均績效排名在前 10 名的基金，到了 2000 年至 2002 年，平均排名掉到了 819 名，而原本排名第 9 名的基金，更是敬陪末座，跌到了最後一名。若以報酬率來看，原本榜上的前 10 名基金，在 1997

年至 1999 年，平均可為投資人賺得 55 % 的年報酬，但到了 2000 年至 2002 年，平均年報酬率卻跌至 -34 %，支持了回歸均數的概念（表 1-4）。

表 1-4 排名前十名之基金前後期績效表現

1997-1999			2000-2002	
排名*		報酬率**	排名*	報酬率**
1.	Rydex OTC	65.8 %	841	-37.1 %
2.	RS Emerging Growth	62.5 %	832	-31.2 %
3.	MorganStanley Capital Op	59.5 %	845	-40.7 %
4.	Janus Olympus	58.5 %	791	-27.4 %
5.	Janus Twenty	54.8 %	801	-28.6 %
6.	Managers Capital Appreciation	53.3 %	798	-28.2 %
7.	Janus Mercury	51.5 %	790	-27.2 %
8.	Fidelity Aggressive Growth	51.5 %	843	-39.1 %
9.	Van Wagoner Emerging Growth	50.0 %	851	-51.7 %
10.	WM Growth	49.7 %	793	-27.9 %
	平均	55 %	819	-34 %

* 基金總數共有 851 支。

** 報酬率為時間加權後的年平均報酬率。

在國內共同基金市場，根據天下雜誌在 1993 年的統計，在過去五年間，年報酬率前 10 名的共同基金，第二年只有 6% 的機率繼續保持在前 10 名之列，反而有高達二成二的機率吊車尾，績效落入最後四分之一，與 Bogle (2007) 的研究不謀而合。

對於得獎基金績效是否具有持續性，在進行實證研究之前，先選取 1998 年第一屆金鑽獎的得獎基金，仿照 Bogle (2007) 的作法，表 1-5 整理出得獎當期與後期的績效表現，發現無論是以基金排名，或是擊敗大盤的比率上，大致呈現績效惡化的走勢。在 1998 年得獎當期時，得獎基金的平均排名為 7.55 名，100% 的擊敗大盤，然而在後期卻跌至 17.62 名，僅有 41.20% 的基金足以勝過大盤。

表 1-5 第一屆金鑽獎得獎基金前後期績效表現

得獎基金	1998	1999~2008
建弘新台北	1	6.25
建弘廣福	1	12.57
建弘福元	10	43.3
保德信店頭	3	5.8
保德信金滿意	3	49.7
兆豐國際全球	2	9.2
富邦富邦	11	4
富邦幸福	44	26.8
富邦鳳凰	2	2.3
匯豐安富	3	11
景順全球科技	3	13.1
排名平均	7.55	17.62
擊敗大盤比率	100%	41.20%

然而得獎基金績效不具持續性，是否能獲得統計上的支持？對於各年度得獎的基金，是否是一個共同的現象？本研究試圖以不同的基金績效評估指標，針對不同評估期間，以統計方法作進一步的實證研究。

第三節 研究目的

有關共同基金績效持續性的議題，國內外已有許多研究，但國內相關的文獻，研究對象多半是某一類型的基金，如股票型、債券型共同基金，或是採取整體基金進行分類檢定，較缺乏以得獎基金作為樣本的研究，因此本文以金鑽獎、台灣基金獎的得獎基金作為研究對象。而在評估期間方面，過去相關的研究，多半以單一的評估期間，或少數幾個評估期間來探討績效持續性，如前後一年、二年，實證結論易受期間長短之影響。本研究以得獎作為事件，探討得獎前後六個月、一年、二年、三年、五年的績效持續性，以不同的評估期間，探討得獎基金的績效，在短期、長期下是否具有持續性。本研究之目的經歸納後，計有以下各點：

- 1、以不同基金績效指標，評估基金得獎前後的績效表現。
- 2、混合兩獎項的得獎基金，檢定得獎前後，混合樣本是否具有績效持續性。
- 3、依不同獎項作分類，檢定在不同獎項下，績效是否具有持續性。
- 4、以同時獲頒兩獎項的基金為樣本，檢定交集得獎基金，績效是否具有持續性。

第四節 研究架構

本研究之章節共分為五章，主要內容分述如下，研究架構流程則可參考圖 1-1。

第一章 緒論：本章針對研究背景、研究動機、研究目的及研究架構，做一詳細的說明。

第二章 文獻探討：本章先介紹基金績效評估理論，再針對國內外，以共同基金績效持續性為主題之文獻作一回顧，最後則是簡述金鑽獎、台灣基金獎的評比方式。

第三章 研究方法：說明本研究的研究假說、研究範圍與期間、樣本基金的選取、資料來源，變數定義、使用的績效評估方法，以及相關的統計檢定方法。

第四章 實證結果分析：依據基金樣本資料進行實證研究，探討基金績效是否具有持續性，並對實證結果加以分析與探討。

第五章 結論與建議：針對第四章之實證結果進行歸納與整理，做一整合性的說明，並對後續的研究者提出相關參考建議，最後則說明研究所面臨的限制。

茲將全文研究架構以流程圖表示，如圖 1-1 所示：

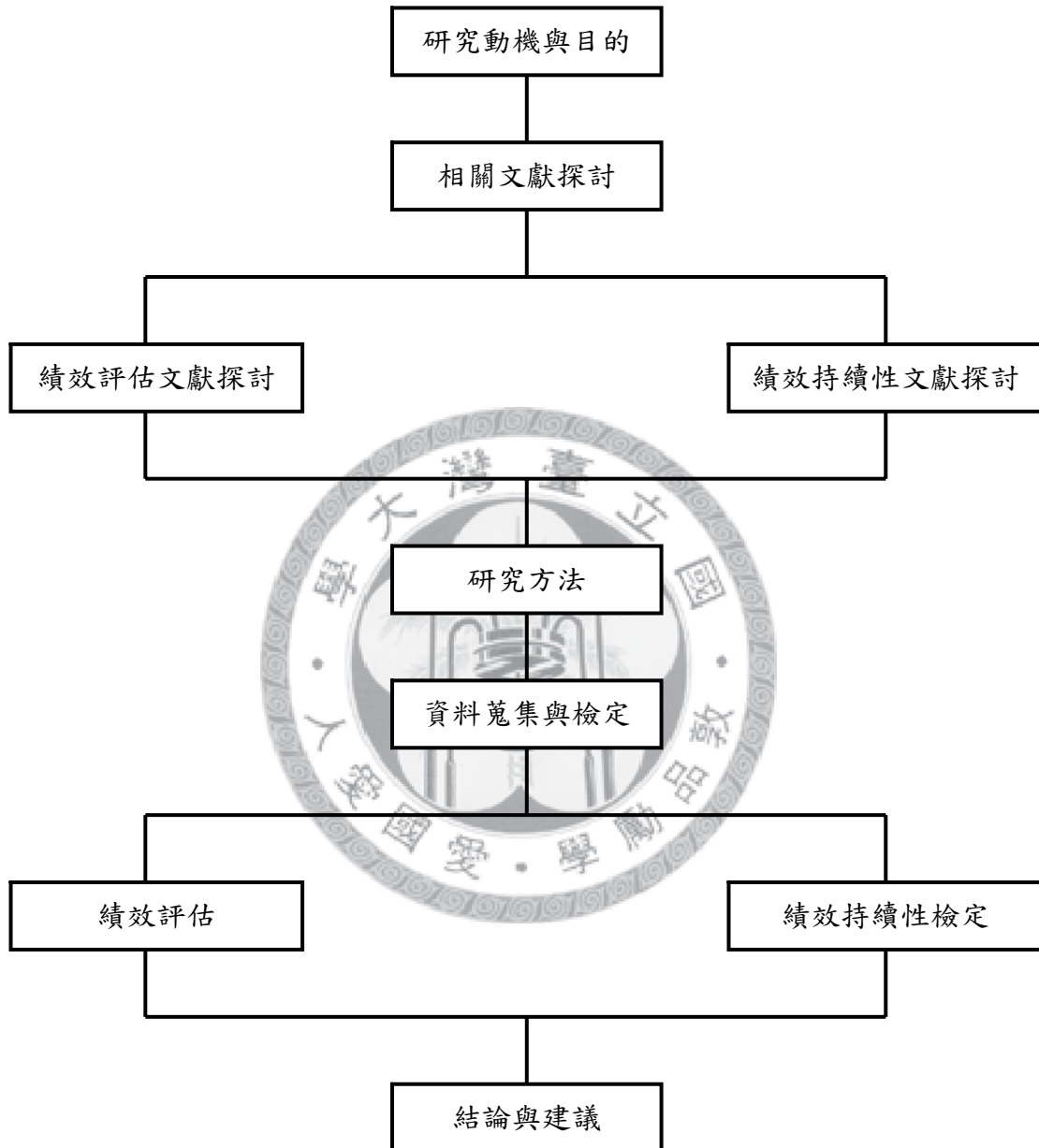


圖 1-1 研究架構流程圖

第二章 文獻探討

本章共分為三節，第一節為共同基金績效評估理論之探討；第二節針對基金績效持續性，對於國內外相關實證研究作一回顧；第三節則簡介金鑽獎與台灣基金獎的評比標準，以利下一步驟實證研究之進行。

第一節 基金績效評估理論

早期在評估共同基金績效時，通常是以基金淨值報酬率作為績效衡量指標，若基金淨值報酬率高於大盤指數報酬率，即表示該基金績效表現佳，此法在應用上雖然簡易，但因其忽略了風險的存在，故在衡量上略顯粗糙。自 1960 年代起，國外許多學者相繼提出各種評估共同基金績效的指標，其中最為大家所熟悉的便是 Treynor (1965)、Sharpe (1966) 與 Jensen (1968)。

(一) Treynor Index

Treynor (1965) 認為共同基金為一可以完全分散非系統風險之投資組合，因此無法分散的系統性風險 (β 值)，才是投資人所需考量的，故 Treynor Index 是利用系統性風險 (β 值) 作為調整報酬之績效指標，計算投資人承擔每單位系統性風險所能獲得之超額報酬，指標定義如下：

$$Tr = \frac{\overline{R_i} - \overline{R_f}}{\beta_i}$$

其中， T_r ：Treynor 績效指標。

R_i ：共同基金之平均報酬率。

R_f ：平均無風險報酬率。

β_i ：共同基金之系統性風險。

Treynor Index 源自於證券市場線（Security Market Line, SML）的概念，又稱為報酬率對波動性比率（Reward to Volatility Ratio），當指標值越高，表示該檔基金對於投資人所承擔的每一單位系統性風險，給予越高的補貼，故其操作績效越佳；反之，共同基金績效則越差。

（二）Sharpe Index

Sharpe（1966）認為共同基金的投資標的，可能會集中於某些特徵的股票，故無法完全分散掉非系統性風險，因此投資人關心的應是總風險，而非僅是系統性風險。故 Sharpe 對於 Treynor Index 提出修正，以總風險替代系統性風險，計算投資人承擔每單位風險所能獲得之超額報酬，指標定義如下：

$$S_P = \frac{\overline{R_i} - \overline{R_f}}{\sigma_i}$$

其中， S_P ：Sharpe 績效指標。

R_i ：共同基金之平均報酬率。

R_f ：平均無風險報酬率。

σ_i ：共同基金之總風險，即基金報酬率之標準差。

Sharpe Index 源自於資本市場線（Capital Market Line, CML）的概念，又稱為報酬率對變異性比率（Reward to Variability Ratio），當指標值越高，表示該檔基金對於投資人所承擔的每一單位總風險，給予越高的補貼，故其操作績效越佳；反之，共同基金績效則越差。

(三) Jensen Index

Jensen (1968) 有鑑於 Treynor Index (1965)、Sharpe Index (1966) 僅能當作共同基金績效的相對指標，因此 Jensen 運用資本資產定價模型 (CAPM) 中，證券市場線 (SML) 的觀念，發展出 Jensen Index，以絕對績效指標 (An Absolute Measure of Performance) 作為基金績效的絕對判別標準。

Jensen (1968) 認為資本市場並不具有完全的效率性，共同基金經理人可能會因擁有優勢資訊，而使得基金的實際報酬不等於資本資產定價模式 (CAPM) 所計算出的合理報酬，故 Jensen 把截距項 (α 值) 納入證券市場線中， α 係以基金報酬與合理報酬間之差額，指標定義如下：

$$\alpha_i = R_i - [R_f + \beta_i (R_m - R_f)]$$

其中， α_i ：Jensen 績效指標。

R_m ：市場投資組合報酬率。

R_f ：無風險報酬率。

R_i ：共同基金報酬率。

β_i ：共同基金之系統性風險。

Jensen Index 是以迴歸模式的截距項 (α) 作為基金績效的絕對指標，故又稱為 Jensen's Alpha。 α 代表著共同基金與證券市場線 (SML) 的距離，可用來評估共同基金績效是否優於相同風險下市場投資組合的績效，若 α 大於零，表示其位於證券市場線 (SML) 的上方，基金績效優於市場投資組合；反之，則表示基金績效劣於市場投資組合。

比較上述三種最常用的傳統績效評估指標，Treynor Index 與 Sharpe Index 屬於相對性的衡量指標，差別僅在對風險的定義，對於投資人的意義是，若投資於多

支基金，且非系統性風險可適度分散，則應關心的為系統性風險，此時採用 Treynor Index 較適合。但若將資金全部投入單一基金，則應關心基金的總風險，因此利用 Sharpe Index 較能代表操作績效。而 Jensen Index 屬於絕對性的衡量指標，指標值可正可負，故能明確地衡量出基金績效的絕對差異。

(四) Modified Jensen Index

Smith and Tito (1969) 認為 Jensen Index 雖然可以衡量出各基金與市場投資組合的絕對差異，但卻忽略了風險而未加以調整，所以在比較各個基金績效優劣時，由於所面對的風險水準不同，故並不適合對績效進行排序。Smith and Tito (1969) 因而提出修正後的 Jensen 指標，使用系統風險來調整 Jensen Index，以方便進行投資組合績效的等級排列，指標定義如下：

$$\alpha' = \frac{\alpha}{\beta_i}$$

其中， α' ：修正後的 Jensen 指標。

α ：Jensen 指標。

β_i ：共同基金之系統性風險。

與 Jensen 指標的概念相同，當指標值越大，代表每一單位系統風險所獲得的超額報酬越大，基金的績效越好。

第二節 基金績效持續性實證研究

一、國外相關實證研究

Sharpe (1966) 的研究期間為 1954 年至 1963 年，以美國的 34 支開放式基金為樣本，使用 Sharpe 指標與 Treynor 指標，將研究期間切割為前後兩期，運用 Spearman 等級相關分析，檢定基金績效是否具有持續性。實證結果發現，Spearman 等級相關係數在兩指標下分別為 0.36 與 0.3157，均未達到顯著水準，顯示績效不具有持續性。

Jensen (1968) 選取 1945 年至 1964 年，具有完整淨資產、股利年資料的美國 115 支開放式共同基金，以 Jensen 指標評估基金績效，並以迴歸檢定績效持續性，實證結果顯示績效持續性並不存在。

Carlson (1970) 以美國 1948 年至 1967 年間的 57 支基金為樣本，分別以 Sharpe 指標、Treynor 指標作為基金績效，將研究期間分為兩期，使用 Spearman 等級相關分析，實證結果顯示在兩項指標下，績效均不具有持續性。

Grinblatt and Titman (1992) 選取美國成長型和積極成長型共同基金作為樣本，研究期間為 1974 年至 1984 年，合計 279 檔基金。以 Jensen 指標計算各基金的風險調整後報酬，再將期間劃分成前後兩期，進行迴歸分析，並檢定橫斷面迴歸斜率係數是否顯著。實證結果顯示，迴歸線斜率為 0.28，檢定結果顯著大於零，顯示共同基金績效具有持續性。

Hendricks, Darryll, Jayendu, and Richard (1993) 以 1974 至 1988 年，美國 165 支成長型基金作為樣本，以每季超額報酬，進行跨部門迴歸分析，並檢視橫斷面迴歸係數是否顯著。結果顯示基金績效在短期具有持續性，長期則不具有持續性。

Goetzmann and Ibbotson (1994) 研究 1976 年至 1988 年間美國 728 支開放式基金，分別以一年、兩年為評估期間，以績效二分法、迴歸分析法檢定基金績效持續性。在績效二分法方面，採用原始報酬率與 Jensen 指標，結果顯示績效具有

持續性。在迴歸分析方面採用 Jensen 指標，結論顯示迴歸的斜率均為正值，而且在 5 個期間中，有 4 個期間的斜率係數達到顯著，表示基金績效具有持續性。

Brown and Goetzmann(1995)的研究期間為 1976 年至 1988 年，以 Wiesenberger 資料庫的所有開放型基金為樣本，分別使用相對基準法及絕對基準法，檢驗基金績效是否具有持續性。在無存續偏差的樣本中，發現在 12 個統計量中，原始報酬率有 7 個達顯著水準，Jensen 指標則有 5 個顯著、2 個接近顯著，代表經風險調整後的基金績效，在大多數的期間內都具有持續性。

Carhart (1997) 以 1962 年到 1993 年的權益型基金為樣本，採用四因子模型，即以市場因素、規模因子、帳面價值對市值比因子，以及動能因子估算出風險調整後報酬。在排序期只用基金超額報酬率作為衡量績效的指標，但在衡量期則同時採用超額報酬率和風險調整後報酬。實證結果發現，基金績效持續性只在一年出現，在二年之後便不具績效持續性。

Blake and Timmermann (1998) 以 1972 年 2 月到 1995 年 6 月，2,375 支的英國信託基金為研究樣本，將信託基金分成權益成長型、權益一般型、權益收益型、中小型、平衡型基金，並使用多因子模型檢定基金績效持續性。實證結果發現，英國信託基金的績效表現不具有持續性。

二、國內相關實證研究

吳佩玲 (1995) 採取 1993 年 5 月到 1995 年 12 月，國內 21 支股票型基金為研究樣本，包含 16 支封閉型基金與 5 支開放型基金，利用基金每月持股明細，以投資組合變動法來評估基金績效。實證結果發現，國內基金績效具有持續性。

林煌文 (1995) 蒐集國內 1991 年 1 月前即存在的封閉型、開放型、平衡型、國際型及海外型五大類基金，使用迴歸模型，以 1991 年 1 月至 1995 年 9 月為研究期間，探討基金績效是否存在持續性。實證結果發現，五類型基金存在短期持續性效果，然而各類型基金的持續性月份並不相同，顯示持續性的現象與國外的

實證結果不同，不存在規律性的持續情況。

楊晉昌（1995）的研究對象為國內開放型共同基金，並將其區分為積極成長型、成長型、平衡型與債券型四大類，在 1994 年 4 月至 1995 年 4 月的研究期間內，樣本合計有 24 檔。分別以 Treynor 指標、Sharpe 指標、Jensen 指標與 M.C.V 指標，作為基金績效的評估標準，並以 t 檢定與 Spearman 等級相關分析，檢定基金績效是否具有持續性。研究結果顯示，在不同績效指標下的 Spearman 等級相關係數，成長型基金有顯著正相關，顯示績效具有持續性，但其他類型的基金相關係數均不顯著，無法說明基金績效具有持續性。

李明枝（1996）的研究期間為 1991 年 12 月至 1995 年 12 月，共計 74 個樣本，並區分為平衡型、債券型、海外投資型、封閉型股票、開放型股票五類。利用績效二分法，探討基金績效持續性是否存在。實證結果發現，在相對基準法下，基金績效具有短期持續性，但在絕對基準法下，不論長短期，績效均不具有持續性。

辛穎琪（1996）以 1993 年 6 月到 1995 年 12 月為研究期間，國內 21 支股票型共同基金為研究對象，利用基金持股比率，以投資組合變動法評估基金績效。實證結果顯示，無論是以無母數統計或迴歸分析法作檢定，整體而言，共同基金績效在長短期均不具有持續性。

曾少芳（1997）的研究對象為 1995 年至 1996 年，國內的 40 支開放式及封閉式股票型基金，並採取二階段集群分析法，將基金依風格予以分類。以 Spearman 等級相關檢定，探討整體與各類別基金下，績效是否具有持續性。實證結果發現，無論是以整體基金角度，或是分類別檢定，基金績效均不具持續性。

吳靜婷（1998）採用 Sharpe 指標、Treynor 指標、Jensen 指標、修正 Jensen 指標來評估基金績效。樣本選擇在 1997 年 12 月底前，已成立半年以上，類型屬開放型股票基金的國內基金，總計 56 檔。以 Spearman 等級相關係數檢定績效持續性，實證結果發現，共同基金整體績效的前後其績效排名不完全具持續性。

陳智賢（1998）的研究期間為 1991 年 1 月到民國 1997 年 12 月，樣本為 57

支國內股票型基金。分別以平均超額報酬率及 Sharpe 指標，作為績效評估指標。再以 t 檢定、Spearman 等級相關係數及 ANOVA 檢定，探討國內共同基金一季、半年、一年的績效持續性。實證結果發現，在一季、半年的評估期間內，共同基金績效不具持續性，在一年的評估期間內，若依平均超額報酬率來排序，則績效亦不具持續性，但若依 Sharpe 指標進行排序，則共同基金具有持續性。

邱顯比、林清珮（1999）試圖尋找一個適當的分類方法，使基金績效持續性在分類中可更加明顯。以 1992 年 5 月至 1997 年 9 月，美國 3,981 支股票型共同基金為對象，將基金的操作策略放入變數之中，利用因素分析法將基金分為四類，再利用 Spearman 相關係數檢定法，判定各分類下績效持續的情況。實證結果發現，基金績效持續性存在，且適當的分類可使持續性更加明顯。

張舜（1999）的研究期間為 1993 年 1 月到 1998 年 12 月，選取國內 56 支股票型基金為樣本，採用三因子模型，以風險調整後報酬作為基金績效指標，分別檢定樣本基金一年、兩年期的績效持續性。實證結果發現，不論何種評估期間，基金績效表現均與排序期一致，證明國內股票型基金之績效具持續性。

李翊菱（2000）的研究期間為 1997 年 3 月到 2000 年 3 月，以國內 52 支開放式一般股票型基金為研究對象，採用績效二分法，檢視基金是否具有績效持續性。實證結果發現，共同基金的績效在前後三個月具有持續性，但在前後六個月不具持續性。

江奕欣（2001）的研究期間為 1997 年 1 月至 2000 年 12 月，樣本為 56 支國內股票型共同基金，採用特徵基準投資組合法，探討基金績效持續性。以累積報酬率、風險調整後的 α 值作為績效指標，分別以一年、二年作為觀察期間，檢定基金績效是否具有持續性，結論顯示無論是採何種指標，在兩觀察期間內，基金績效均不具有持續性。

翁詩惠（2002）以國內 46 支開放型共同基金為研究樣本，研究期間為 1996 年 10 月至 2001 年 11 月。運用四因子模型與修正後二因子模型評估共同基金績效，

並採用投資組合建構法來衡量基金績效的持續性。實證結果發現，當衡量期為季時，基金績效具有顯著的持續性；當衡量期為半年時，亦具有持續性，但不顯著；衡量期為年時，則不具有持續性。而採用 Spearman 等級相關性檢定，其等級亦沒有持續性，整體而言，基金短期間具有持續性現象，但長期間並不具有持續性。

陳馨宜（2002）的研究旨在探討國內債券型基金的績效持續性，樣本採取國內 29 檔債券型基金，研究期間自 1997 年 1 月至 2001 年 12 月，分別以淨值報酬率、Treydor 績效指標、Sharpe 績效指標、Jensen 績效指標及修正的 Jensen 績效指標，利用 Spearman 等級相關係數衡量基金績效持續性，實證結果顯示基金前後期績效具有持續性。

徐清俊、姜志堅（2003）以 1998 年 1 月至 2002 年 12 月，國內全體共同基金為樣本，每六個月為一個觀察單位，將期間分為連續的 9 個時段，並以原始報酬率、Sharpe 指標作為績效指標，使用 Spearman 等級相關檢定績效持續性。在不對基金作分類的情況下，並不是每段期間都有績效持續性的現象。若把股票型基金分成上市一般股票型、科技型、特殊型、上櫃股票型、國外募集投資國內股票型、和平衡型等六種，債券型基金也分為有買回限制與無買回限制兩類，實證發現分類愈細，績效持續性的現象愈明顯，績效反轉的情形也愈小，甚至所有的債券型基金都沒有績效反轉的情形發生。

張正哲（2004）的研究期間為 1994 年 1 月至 2003 年 12 月，以成立滿三年以上，且在國內募集、投資國內的共同基金為研究對象，共計 136 檔基金。採用 Carhart 四因子模型，並以一年作為評估期間，探討基金績效持續性，實證結果發現，整體而言基金績效不具持續性，若進一步探討科技型與一般型基金的績效持續性，亦發現兩者均不具持續性。

黃昱詠（2006）的樣本為 2001 年至 2005 年，國內的 125 支開放式股票型基金，分別以績效二分法、Spearman 等級相關法與迴歸分析法，以一年為評估期間，分析績效是否具有持續性。再以變數遞迴最小平方迴歸分析，探討隨市場風險等

變數的遞增，對基金績效持續性之影響是否發生結構性改變，進而以變數門檻模型加以分段估計。實證結果顯示，基金績效不具持續性，且存在反轉現象。

陳佳汎(2006)以1997年至2006年為研究期間，國內163支股票型基金為樣本，並區分為科技型、一般型、中小型、價值型、特殊型與中概型等六類，以半年、一年作為衡量期間，利用Carhart四因子模型計算出基金績效，與上一期績效作迴歸，檢測績效表現是否具有持續性。實證結果發現，若評估期間為半年，基金績效不具有持續性；若評估期間為一年，則僅有特殊型基金在10%的顯著水準下，績效具有持續性，因此整體而言，無論衡量期間為半年或一年，基金績效均不具持續性。

陳美雯(2007)以1997年1月至2006年12月為研究期間，選取在國內募集、投資於國內的開放式股票型基金，並剔除在研究期間內，不具完整資料或經轉型的基金。以Jensen指標作為基金之績效，將研究期間區分為7個4年期，進行Spearman等級相關檢定，結果顯示樣本基金不具績效持續性。


杜玉雯(2009)的研究期間為1998年1月至2007年12月，研究對象為美國投資於S&P500的股票型基金，去除在研究期間內被清算、成立時間不足10年之樣本，並以選股模式區分為主動式、被動式兩類，共計有主動式基金32檔、被動式基金26檔。資料型態為月資料，共計120筆，計算平均淨值報酬率、Sharp指標，作為基金績效的指標，再運用Spearman等級相關係數檢定績效持續性，實證結果發現，基金績效並未具有持續性。

由以上可知，國內外對於基金績效持續性的研究，並未有一致性的結論，且實證結果會受基金屬性、不同評估期間等因素的影響。本研究的貢獻，在於首度納入金鑽獎、台灣基金獎的得獎基金作為樣本，並分別以六個月、一年、二年、三年、五年作為評估期間，檢測得獎基金在不同的期間下，績效是否具有持續性。

第三節 基金獎評比方式

本研究以金鑽獎與台灣基金獎的得獎基金作為研究對象，檢定樣本基金在不同評估期間下的績效持續性。無論是金鑽獎或是台灣基金獎，除國內有主辦機構以外，均與國外經認可的評等機構合作，由其給予技術指導。在進行實證研究前，應先了解兩基金獎的評鑑規則，若兩基金獎對於基金績效有著不同的考量點，則可能影響本文實證結果。此處試圖找出兩基金獎的篩選評鑑規則，並分述如下：

一、金鑽獎評鑑標準

- 
- (一) 主辦單位：台北金融研究發展基金會。
 - (二) 評等機構：理柏 (Lipper)。
 - (三) 合作媒體：今周刊。
 - (四) 獎項成立期間：1998 年起，至今已有 12 年。
 - (五) 評鑑方式¹：以量化指標為依據。
 - (1) 國內基金：
 - 1、以「風險調整後報酬率」計算各類型基金績效。
 - 2、績效優於同期大盤或相關之標竿投資組合，且同期報酬率必須為正數。
 - 3、若同期報酬率為負數，但其負報酬率低於大盤跌幅之 1/3 者，得擇優給予「入圍」獎勵。
 - 4、評比期間未受主管機關警告以上處份。
 - 5、基金分類依照投信投顧公會之分類準則。
 - 6、各類型基金原則上均列入評比，但股票型基金各子分類最少需有 10 支，其他各類型基金至少 5 支始列入評比。
 - 7、同類型基金超過 50 支，則每滿 50 支得增加 1 名得獎。

¹ 資料來源：台北金融研究發展基金會、普羅財旺。

(2) 海外基金：

- 1、對各類別基金分別進行期間之「穩定回報」值計算，以各類別「穩定回報」值最高者得獎。
- 2、各類型基金至少需有 10 支始列入評比。

(六) 頒獎類別：

- (1) 國內基金：1、3、5、10 年期。
- (2) 海外基金：3、5、10 年期。

(七) 備註：

- (1) 第六屆起，才開始頒發海外基金獎。
- (2) 第九屆起停辦「傑出經理人獎」，目前亦暫停舉辦「傑出研究人員獎」。

二、台灣基金獎—舊評鑑標準

台灣基金獎是由《Smart 智富》月刊主辦，於 2007 年以前，合作的評等機構均為標準普爾公司，然而 2007 年 2 月標準普爾公司 (S&P Micropal) 的基金資料庫被晨星 (Morningstar) 所購併，因此於 2008 年後的台灣基金獎，改由《Smart 智富》月刊與晨星共同主辦，因此對於新舊兩種評鑑標準均作整理。

- (一) 主辦單位：Smart 智富月刊。
- (二) 評等機構：標準普爾 (S&P Micropal)。
- (三) 獎項成立期間：2000 年起，至今已有 10 年。
- (四) 評鑑方式²：以量化指標為依據。
 - (1) 以「風險調整後報酬率」計算各類型基金績效。
 - (2) 參選基金必須在去年 12 月底已在台灣註冊或核准在台灣銷售。
 - (3) 以標準普爾環球投資基金分類法 (S&P GIFS) 進行分類。
 - (4) 各類型基金至少需有 10 支始列入評比。

² 資料來源：Smart 智富月刊、黃純蘭 (2007)。

(五) 頒獎類別：1、3、5、10 年期。

(六) 備註：亦頒發「傑出基金團隊獎」，評比是以基金的報酬率排名作為計算基準，並除以該基金公司所管理的基金數目，計算出平均得分。得分越低的基金公司平均表現越好，排名也越高。參選的基金公司必須至少管理五檔屬於不同類別的基金。

三、台灣基金獎—新評鑑標準

(一) 主辦單位：Smart 智富月刊。

(二) 評等機構：晨星 (Morningstar)。

(三) 獎項成立期間：2000 年起，至今已有 10 年，由晨星擔任評比始自 2008 年。

(四) 評鑑方式³：以量化指標為依據，再對各類基金中的前 10 名進行質化分析。

(1) 計算基金 6 個月、1 年、2 年、3 年的績效。

(2) 篩選出 6 個月、1 年、2 年、3 年績效均位於同類型基金前 1/2 的基金。

(3) 分別排序基金在 6 個月、1 年、2 年、3 年的績效、以及 3 年夏普值，做等級排名。

(4) 綜合計算基金的績效表現與風險，評選架構的權重上，績效表現佔 70 %、風險調整後表現佔 30%。

(五) 頒獎類別：分晨星年度大獎及智富 2008 台灣基金獎。

(六) 備註：亦頒發「團隊研究獎」，門檻如下：

(1) 股票型基金：發行 5 支基金，並滿 3 年以上才得列入評選。

(2) 平衡型基金：發行 3 支基金，並滿 3 年以上才得列入評選。

四、基金獎評鑑比較

比較兩獎項給獎標準，在國內基金方面，金鑽獎與 2008 年以前的台灣基金獎，

³ 資料來源：普羅財旺。

均以「風險調整後報酬率」作為基金績效的指標，故在績效衡量上均有考量風險。在績效評估期間上，兩者均分別頒發 1、3、5、10 年期的獎項，兼顧基金的長短期績效。由於台灣市場與國外相比，具有投信公司、基金成立期普遍較短的特性，因此兩者針對國內基金，均有一年期的獎項。

此外，金鑽獎頒發的獎項較多，除得獎基金外，亦同時公佈入圍基金供投資人參考。而在投資環境日趨複雜下，基金投資的趨勢轉向團隊合作，較少由個人單打獨鬥，因此金鑽獎於第九屆起取消「傑出經理人獎」，台灣基金獎則設有「團隊研究獎」項目。

由上可知，金鑽獎與 2008 年以前的台灣基金獎，在評鑑的立意上大致相同。台灣基金獎在 2008 年因為更換合作夥伴，改由 Morningstar 進行評鑑，故標準有所更動，但主要是提高了參與評選基金和基金公司的門檻，並縮減了給獎數目。整體而言，對於基金績效的評估仍考量風險因素，立意並無太大改變。



第三章 研究方法

本章共分為四節，第一節說明本研究之研究假說；第二節說明研究的範圍與期間、樣本基金的選取；第三節詳述相關的資料處理方法、資料來源，以及相關變數的定義；第四節說明採用的研究方法，包括基金績效的評估指標，以及實證分析所使用的統計檢定方法。

第一節 研究假說

投資人在選擇共同基金時，常以過去的績效作為重要的考量指標，因此基金的績效是否具有持續性，即成為一個重要的議題。國外自 1960 年代開始，就有學者投入相關的實證研究，國內亦有多筆相關的文獻，然而國內外對於基金績效持續性的研究，並未有一致性的結論，實證結果會受基金屬性、不同評估期間等因素的影響。

國內投信公司在宣傳旗下基金時，常以所獲得的基金獎項大肆廣告，而國內相關的文獻，較缺乏以得獎基金作為研究對象，故本文旨在以得獎基金為樣本，使用不同的評估期間，探討得獎前後六個月、一年、二年、三年、五年，得獎基金的績效，在短期、長期下是否具有持續性。

因此，以得獎前作為前期，得獎後作為後期，本研究的假說為：

H₀：後期績效至少如同前期一樣好，即基金績效具有持續性。

H₁：後期績效表現不如前期，即基金績效不具持續性。

第二節 研究期間與研究範圍

根據政府規定，在國內主辦的基金獎項中，只有金鑽獎與台灣基金獎得主，才能以獲獎事蹟對外宣傳行銷，金鑽獎自 1998 年開始頒發，至今已有 12 年，台灣基金獎則自 2000 年起，至今已有 10 年，故本文的研究對象為 1998 年至 2008 年，期間所有獲頒「金鑽獎」或「台灣基金獎」的基金。

由於海外基金與國內基金相較，資料較不集全，且金鑽獎是自第六屆起，才開始頒發海外基金獎，故樣本數較為不足，因此本研究以「國內基金」為限，海外基金與國內基金之定義如下：

(1) 國內基金：由國內投信公司所發行，在國內註冊，以國內投資人為銷售對象，受到國內相關法律的監督，投資標的市場則可以是台灣股市或海外股市。

(2) 海外基金：由國外基金管理公司所發行，大多數是開放型基金，均由國外的投信擔任基金經理公司，以全球投資人為銷售對象，在國際間籌資後，再投入目標國家的市場進行投資。

為了避免存續誤差 (Survivor Bias)，以及尋求較大規模的樣本，本研究亦納入期間遭清算的基金，因為面臨清算的基金，多半是在後期績效表現不佳，若將其從樣本中刪除，會高估整體基金的績效。

本研究以得獎作為事件，以得獎為時點劃分前後期，採用的評估期間為六個月、一年、二年、三年、五年，分別檢定在這些評估期間下，得獎前後的績效表現是否具有持續性。在樣本數方面，六個月期有 194 筆、一年期有 193 筆、二年期有 165 筆、三年期有 129 筆、五年期則有 51 筆。

綜合以上所述，本研究選取的樣本，為 1998 年至 2008 年，所有獲頒「金鑽獎」或「台灣基金獎」的「國內基金」，並且納入遭清算之基金，研究樣本資料如表 3-1 所示，其中標明星號 (*) 者，為同時獲頒兩獎項之基金，於金鑽獎列示後，便不再於台灣基金獎中重複列示：

表 3-1 1998~2008 年金鑽獎、台灣基金獎名單

得獎基金	獎項	得獎基金	獎項
1998 年 第一屆金鑽獎		2004 年 第七屆金鑽獎	
建弘新台北	三/五年期國外募集型	建弘電子	三年期科技類股
建弘廣福	一/三年期平衡型	兆豐國際電子*	五年期科技類股
建弘福元	五年期封閉式	新光台灣富貴	三年期一般類股
保德信店頭	一年期上櫃股票型	新光千里馬*	三年期平衡型
保德信金滿意	一年期開放型國內股票	新光店頭*	一/三/五年期上櫃股票
兆豐國際全球	三年期跨國投資型	新光國家建設*	五年期一般類股
富邦富邦	一/三年期封閉型	元大卓越	一年期一般類股
富邦幸福	三年期開放式國內股票	國泰中小成長	一年期中小型股
富邦鳳凰	一年期國外募集型	凱基先進	一年期科技類股
匯豐安富	五年期債券股票平衡型	凱基開創	一年期一般類股
景順全球科技	一年期跨國投資型	倍立磐石*	三年期中小型股
1999 年 第二屆金鑽獎		台壽保平衡	一年期平衡型
建弘雙福	五年期開放式股票型	2004 年 第五屆台灣基金獎	
建弘新台北	一/五年期國外募集	富邦精準	三年期台灣股票基金
建弘廣福	一/五年期平衡型	JF 怡富	十年期台灣股票基金
保德信高成長	一年期開放式股票型	復華有利	三年期新台幣債券
保德信金滿意	三年期開放型股票類	景順台灣科技	五年期台灣科技媒體通訊
兆豐國際全球	三/五年期跨國投資型	2005 年 第八屆金鑽獎	
兆豐國際國民	一/三年期封閉式股票型	JF 平衡	一/三年期平衡型基金
兆豐國際萬全	三年期債券股票平衡型	富邦店頭	一年期上櫃股票型
富邦富邦	五年期封閉式股票型	新光店頭	五年期上櫃股票型
富邦鳳凰	三年期國外募集型	元大多多	三年期一般類股
群益店頭市場	一年期上櫃股票型	國泰科技生化	一年期科技類股
中華萬邦	一年期跨國投資型	國泰大中華	一年期一般類股
2000 年 第三屆金鑽獎		國泰中小成長*	一/三年期中小型
建弘新台北	五年期國外募集	復華傳家	五年期平衡型基金
建弘廣福	五年期平衡型	復華數位經濟*	三年期科技類股
建弘小型	一年期開放式中小型	統一統信*	五年期一般類股
保德信店頭	三年期上櫃股票型	統一店頭*	三年期上櫃股票型
保德信高成長	五年期開放式股票型	日盛精選五虎*	三年期一般類股
兆豐國際全球	五年期跨國投資型	宏利金復華	一年期一般類股
兆豐國際國民	三年期封閉式股票型	2005 年 第六屆台灣基金獎	
兆豐國際祥龍	一年期國外募集型	保誠理財通	三年期台灣中性平衡
JF 東方科技	一年期跨國投資型	統一全天候	十年期台灣股票基金

JF 新興科技*	三年期開放型科技類	復華有利	三年期新台幣債券
富邦富邦	五年期封閉式股票型	金鼎鼎益	五年期新台幣債券
群益店頭市場	一年期上櫃股票型	群益店頭市場	五年期店頭型股票
群益中小型	一年期封閉式	建弘電子	五年期台灣科技媒體通訊
群益馬拉松	三年期開放式	2006年 第九屆金鑽獎	
金鼎大利*	一年期開放式一般類股	建弘電子*	五年期科技類
匯豐安富	一年期/三年期平衡型	保德信店頭	一/三年期上櫃股票
景順全球科技	三年期跨國投資型	保德信高成長	一年期一般類股
荷銀福爾摩莎	三年期國外募集型	保德信金平衡	一年期平衡型價值型
聯合領航科技	一年期開放式科技類	JF 平衡	三/五年期平衡型價值型
2000年 第一屆台灣基金獎		元大多福	三年期一般類股
保德信金滿意	三年期台灣股票基金	元大經貿	三年期一般類股
統一全天候	五年期台灣股票基金	元大雙盈	一年期平衡型一般型股
中華成龍	一/三年期新台幣貨幣	國泰中小成長*	三年期中小型股
新光店頭	一年期台灣店頭市場	復華傳家二號	三/五年期平衡型一般型
2001年 第四屆金鑽獎		金鼎寶櫃	五年期上櫃股票型
保德信高成長*	五年期開放型一般類	保誠中小型股*	五年期中小型股
兆豐國際全球	五年期跨國投資型	日盛上選	一年/五年期一般類股
JF 新興科技*	三年期開放型科技類	永豐高科技	一年期科技類
JF 新興日本	三年期跨國投資型	華頓中小型	一年期中小型股
富邦鳳凰	五年期國外募集型	盛華 2000*	三年期科技類
群益店頭市場*	三年期上櫃股票型	2006年 第七屆台灣基金獎	
群益馬拉松*	三年期開放型一般類	國泰平衡	三年期台灣中性平衡
2001年 第二屆台灣基金獎		新光千里馬	五年期台灣中性平衡
大眾大眾	一年期台灣股票基金	國泰國泰	三年期台灣股票基金
國際店頭	一年期台灣店頭市場	富邦精準	五/十年期台灣股票基金
建弘小型	一年期台灣小型企業	金鼎鼎益	三/五年期新台幣債券
金鼎鼎益	一年期新台幣貨幣	國際萬寶	三/十年期新台幣債券
中華成龍	三年期新台幣貨幣	2007年 第十屆金鑽獎	
元大多利	五年期新台幣貨幣	建弘小型	一年期中小型股
2002年 第五屆金鑽獎		保德信店頭	三/十年期上櫃股票型
保德信店頭	五年期上櫃股票型	保德信高成長*	三/十年期一般類股
保德信科技島	三年期科技類股	保德信金平衡*	一/三年期平衡型-價值
保德信大中華	一年期跨國投資型	台商全方位	三年期一般類股
國際台灣祥龍	三年期國外募集型	JF 平衡	五年期平衡型價值型
JF 東方科技	三年期跨國投資型	群益創新科技*	三年期科技類股
JF 中小	三年期中小型股	元大店頭	一年期上櫃股票型
富邦鳳凰	一年/五年期國外募集型	國泰中小成長*	五年期中小型股

群益店頭市場*	三年期上櫃股票型	統一店頭	五年期上櫃股票型
群益馬拉松*	五年期一般類股	金鼎首選平衡	一/三年期平衡型-一般
群益長安	三年期一般類股	保誠高科技	十年期科技類股
群益真善美*	一年期平衡型	保誠理財通*	五年期平衡型一般型
統一奔騰	一年期科技類股	日盛精選五虎	五年期一般類股
金鼎寶櫃*	一年期上櫃股票型	德信大發	一年期一般類股
保誠外銷*	一年期一般類股	德信數位時代	一年期科技類股
景順全球科技	五年期跨國投資型	永豐大華	一年期一般類股
倍立磐石	一年期中小型股	華頓中小型*	三年期中小型股
瑞銀雅典娜	一年期價值型股	盛華 2000*	五年期科技類股
2002 年 第三屆台灣基金獎		2007 年 第八屆台灣基金獎	
群益安利	一年期新台幣貨幣	元大新主流	五年期台灣股票基金
復華債券	三年期新台幣貨幣	群益馬拉松	十年期台灣股票基金
德信萬年	五年期新台幣貨幣	金鼎鼎益	三年/五年期新台幣債券
金鼎大利	三年期台灣股票基金	安泰鴻揚	十年期新台幣債券
保誠高科技	一年期台灣科技基金	2008 年 第十一屆金鑽獎	
景順台灣科技	三年期台灣科技基金	保德信店頭	三/五年期上櫃型股
2003 年 第六屆金鑽獎		保德信高成長	三年期一般類股
保德信店頭	五年期上櫃股票型	保德信金平衡	一/三/五年期平衡型價值
JF 平衡	一年期平衡型	群益店頭市場	一年期上櫃型股
群益店頭*	五年期上櫃股票型	群益中小型股	十年期中小型股
新光競臻笠	一年期一般類股	群益安家	一/三年期平衡型模組
新光台灣富貴	五年期一般類股	元大多福	三/五年期一般類股
元大巴菲特	一年期一般類股	元大雙盈	三年期平衡型一般型
復華傳家	三年期平衡型	國泰平衡	五年期平衡型一般型
統一統信*	三年期一般類股	國泰中小成長	五年期中小型股
2003 年 第四屆台灣基金獎		統一奔騰	一年期科技類股
金鼎大利	五年期台灣股票基金	統一大滿貫	一年期一般類股
金鼎鼎益	三年期新台幣貨幣	保誠高科技	十年期科技類股
荷銀鴻揚	五年期新台幣貨幣	日盛上選	十年期一般類股
保誠高科技	三年期台灣科技媒體通訊	永豐中小*	一/三年中小型股
		永豐趨勢*	一年期平衡型一般型
		盛華 2000	三/五年期科技類股
		安泰高股息	一年期一般類股
		2008 年 第九屆台灣基金獎	
		安泰鴻揚	台灣債券型基金獎
		建弘亞洲科技	科技股票型基金獎

資料來源：台北金融研究發展基金會、Smart 智富月刊

第三節 資料處理與來源

一、資料處理說明

(一) 事件日處理

以「基金獎獲獎名單公佈日」作為事件日，但在資料蒐集上出現一些困難，第一、金鑽獎、台灣基金獎公佈日大多在每年的三月，但部份資料因時代久遠，缺乏明確的日期，僅取得月份的資料，如三月上旬。第二、計算基金績效指標時，部份資料型態僅有月資料，如 NCDs 利率，其設算期間為月初至月底，並無特定日期間的資料。

因此在事件日的處理上，對時點的設定採取估計法，資料型態為月資料，衡量期間為月初至月底。舉例而言，2000 年台灣基金獎的公佈日在三月上旬，則以 2000 年 3 月 1 日為事件日。此法雖然無法達到完全的精確，但為資料處理的折衷方式，為了降低事件日的影響程度，本研究亦拉長評估期間，去除一個月、三個月的評估期間，以六個月的評估期間來衡量短期績效，降低天數的影響。

(二) 基金分類

金鑽獎、台灣基金獎對於基金分類的標準不同，本文依照投信投顧公會所定的標準重新分類，若基金曾經改型，則以評估期間所在分類為準。

(三) 基金排名

承上，為該基金位於「同類型基金」的「排名百分比」，定義如下。並依投信投顧公會所定之分類表，採取「細分類」，如表 3-2 所示：

$$\text{基金排名} = \text{基金位於同類型基金之排名} \div \text{同類型基金數} \times 100\%$$

表 3-2 投信投顧公會基金分類標準

大/中分類	細分類
一、股票型	
1.投資國內	a.科技類 b.中小型 c.價值型 d.一般股票型 e.中概股型 f.指數型 g.上櫃股票型 h.特殊類
2.跨國投資	a.全球市場 b.區域型 c.單一國家
二、債券股票平衡型	
1.國內價值型股票型 2.國內一般股票型 3.跨國投資型 4.模組操作型	
三、債券型	
1.國內債券 2.海外債券	a.類貨幣市場基金 b.固定收益型基金
四、貨幣市場型	
五、組合型	
1.國內組合型 2.全球組合型	a.跨國組合 - 股票型 b.跨國組合 - 債券型 c.跨國組合 - 平衡型 d.跨國組合 - 其他
六、保本型	
七、資產證券化型	
1.不動產證券化型 2.金融資產證券化	

資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會

二、研究變數定義

(一) 基金淨值報酬率

本研究採用投信投顧公會所使用的公式，將基金所發放的股息納入考量，計算基金報酬率，評估之公式如下：

(1) 在績效評估期間內無股息：

$$R_Q = \frac{NAV_1 - NAV_0}{NAV_0} \quad (\text{淨值報酬率})$$

(2) 在績效評估期間內有股息：

$$R_Q = (1 + R_A)(1 + R_B) - 1$$

$$R_A = \frac{NAV_A - NAV_0}{NAV_0}$$

$$R_B = \frac{NAV_1 - NAV_A + D}{NAV_0 - D}$$

$$TR = \left[\prod_{Q=1}^n (1 + R_Q) \right] - 1 \quad (\text{累積報酬率})$$

其中， R_Q ：本基金在績效評估期間之淨值報酬率。

TR ：本基金在績效評估期間之累計報酬率。

NAV_1 ：基金在本績效評估期間最後一日每股淨值。

NAV_0 ：基金在上一績效評估期間最後一日每股淨值。

D ：基金在本績效評估期間所配發股息。

NAV_A ：在本績效評估期間除息日前一天之每股淨值。

(二) 市場投資報酬率

採取台灣經濟新報 (TEJ) 資料庫中，經除權除息調整之證交所發行量加權股價指數報酬率，作為市場投資組合之報酬率，其計算方法如下：

$$R_t = \frac{P_t \times (1 + \alpha + \beta) + D}{P_{t-1} + \alpha \times C} - 1$$

其中， P_t ：第 t 期收盤價 (指數)。

P_{t-1} ：第 $t-1$ 期收盤價 (指數)。

α ：當期除權之認購率。

β ：當期除權之無償配股率。

C：當期除權之現金認購價格。

D：當期發放之現金股利。

(三) 無風險利率

國外的相關實證研究中，通常以政府發行的三個月國庫券利率，作為無風險利率，但國內債券市場並不發達，並非每個月均有國庫券的交易，故國內大部份的研究，多半是以郵局一個月定存利率，或是銀行一個月定存利率替代。但銀行與郵局的定存，無法如國庫券般在市場上交易，因此利率變動幅度小，無法確切反應市場的真實狀況。為了改善上述缺點，本研究以 1-90 天期之次級市場可轉讓定期存單 (NCDs) 利率，作為無風險利率的替代。

三、資料來源

(一) 基金基本資料：包含所屬類型、上市、合併、清算、改型、名稱更動等基本資料，取自「中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會」網站。

(二) 得獎基金名單：金鑽獎取自「台北金融研究發展基金會」網站，台灣基金獎則逐月蒐尋當年度的《Smart 智富》月刊。

(三) 可轉讓定期存單 (NCDs) 利率：取自「中華民國統計資訊網」中的總體統計資料庫。

(四) 市場投資報酬率：取自「台灣經濟新報」(TEJ) 資料庫。

(五) 基金月報酬：取自投信投顧公會，邱顯比、李存修製作之「基金績效評比表」；自行設算已清算基金、債券型基金的月報酬，其中基金淨值與股息配發資料，均取自「台灣經濟新報」(TEJ) 資料庫。

(六) 同類型基金：基金分類標準取自「中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會」網站，同期間同類型的基金資料，取自「台灣經濟新報」(TEJ) 資料庫，以及當期邱顯比、李存修製作之「基金績效評比表」。

第四節 研究方法

本文分別以超額報酬、夏普指標、基金排名，作為評估基金績效的指標，在統計方法上，以得獎作為事件，令得獎前後特定期間之基金績效作為成對樣本，進行 Wilcoxon 符號等級檢定，本研究分別探討六個月、一年、二年、三年、五年的評估期間下，得獎基金績效是否具有持續性。

首先，為了尋求較大規模的樣本，第一部份先將金鑽獎、台灣基金獎之得獎基金混合，以不同的績效指標與評估期間，檢定混合樣本是否具有績效持續性；其次，再依不同獎項將樣本分成金鑽獎、台灣基金獎，進行分獎項的檢定；最後，以同時獲頒金鑽獎與台灣基金獎的樣本，檢定交集得獎基金是否具有績效持續性。

一、基金績效評估指標

(一) 超額報酬

為共同基金報酬率與市場投資組合報酬率的差額，衡量基金績效是否足以大敗大盤，在本研究中，以證交所之台灣發行量加權股價報酬率，作為市場投資組合報酬率的替代。評估之公式如下：

$$R_i - R_m$$

(二) 夏普指標

將風險因素納入考量，衡量投資人承擔每一單位總風險，可獲得之超額報酬，當指標值越高，表示共同基金操作績效越佳，評估之公式如下：

$$S_p = \frac{\overline{R_i} - \overline{R_f}}{\sigma_i}$$

(三) 基金排名

以同類型基金作為比較對象，計算各基金於評估期間內的淨值報酬率，再依高低順序加以排序，得到基金位於同類型基金之排名百分比。本研究的分類方式，以投信投顧公會所公佈之分類方式為準，並採用細分類，相關分類可參考表 3-1。

二、統計檢定方法

本文採用 Wilcoxon 符號等級檢定法，此法又稱為 Wilcoxon 成對觀測檢定法，可用來檢定兩有關樣本所來自母體的平均數是否具有顯著差異，因此適用於本研究以得獎作為事件、得獎前後期基金績效作為成對樣本的資料屬性。本研究採取無母數統計方法，是因本文分別以不同的評估期間作檢定，在較長的評估期間下，樣本數較少，較不適合使用一般的有母數統計方法；其次，部份資料屬於序列資料 (Ordinal Scale)，如基金排名指標，因此需以無母數方法處理。

根據林惠玲、陳正倉 (2004) 與顏月珠 (2006)，Wilcoxon 符號等級檢定，是先計算成對樣本觀察值的差異 ($D = X_1 - X_2$)，並剔除無差異 ($D = 0$) 的樣本，再取絕對值，由小到大排序並賦予等級，若遇 D 值相同者，則以平均數作為等級。令 R^+ 為正的 D 值等級和， R^- 為負的 D 值等級和。若為雙尾檢定，檢定統計量為 $R = \min(R^+, R^-)$ ；若為右尾統計，檢定統計量為 $R = R^-$ ；若為左尾檢定，檢定統計量為 $R = R^+$ 。

在選定 α 水準後，決策法則如下：

- (1) 雙尾檢定：當 $R \leq R_{\alpha/2}$ 時，則拒絕 H_0 。
- (2) 單尾檢定：當 $R \leq R_{\alpha}$ 時，則拒絕 H_0 。

另外，在大樣本 ($n \geq 30$) 時， R 的分配會趨近於常態分配，可改以 Z 作為檢定統計量：

$$Z = \frac{R - \frac{n(n+1)}{4}}{\sqrt{\frac{n(n+1)(2n+1)}{24}}}$$

決策法則如下：

- (1) 雙尾檢定：當 $Z \leq -Z_{\alpha/2}$ 時，則拒絕 H_0 。
- (2) 單尾檢定：當 $Z \leq -Z_{\alpha}$ 時，則拒絕 H_0 。

第四章 實證結果分析

本章分為四節，第一節將金鑽獎、台灣基金獎得獎基金作混合，以混合樣本探討整體基金績效是否具有持續性；第二、三節則是依不同獎項區分樣本，分別以金鑽獎、台灣基金獎得獎基金作為討論對象；第四節則以交集得獎基金，即同時獲頒兩基金獎之得獎基金，檢定績效是否具有持續性。

針對不同的研究對象，分別以超額報酬、Sharpe 指標、基金排名作為基金績效評估指標，以得獎作為事件，得獎前後六個月、一年、二年、三年、五年作為評估期間，檢定得獎基金在得獎前後，績效是否具有持續性。

第一節 整體得獎基金績效持續性

一、超額報酬

在超額報酬部份，由於比較基準為大盤報酬率，故僅檢定股票型基金，去除債券型、股債平衡型基金。假設檢定為：

$H_0: \mu_1 \leq \mu_2$ (後期績效至少如同前期一樣好，基金績效具有持續性)。

$H_1: \mu_1 > \mu_2$ (後期績效表現不如前期，基金績效不具持續性)。

實證結果發現，若以超額報酬作為基金績效指標，則僅在評估期間為六個月時，支持基金績效具有持續性；一年、二年、三年與五年期，均顯示績效不具有持續性(表 4-1)。顯示得獎基金在短期內，可擊敗大盤賺取超額報酬，然而此持續性屬於短暫現象，長期並不存在。可能的原因，為基金經理人在某段時間的操作，恰好符合盤勢，因而在短期內可獲得不錯的超額報酬。

表 4-1 整體得獎基金績效持續性：超額報酬

評估期間	樣本數	正等級和	負等級和	檢定統計量	決策($\alpha=0.05$)
六個月	148	5220.00	5806.00	0.561 (1.645)*	不拒絕 H_0
一年	147	8929.50	1948.50	-6.750 (1.645)	拒絕 H_0
兩年	127	6844.00	1284.00	-6.689 (1.645)	拒絕 H_0
三年	99	4432.00	518.00	-6.830 (1.645)	拒絕 H_0
五年	42	856.00	47.00	-5.508 (1.645)	拒絕 H_0

* $\alpha=0.05$ 下的臨界值

二、Sharpe 指標

此部份納入所有得獎基金作為研究對象，包括債券型、股債平衡型基金。相對於超額報酬以市場投資組合報酬率為基準，Sharpe 指標是以無風險報酬率為基準，並加計風險因素對報酬進行調整，為風險修正後的報酬率，將報酬的「穩定度」納入考量，假設檢定同超額報酬。

實證結果發現，在考量基金績效的風險下，在六個月、一年、二年、三年、五年的評估期間，均顯示績效不具有持續性（表 4-2）。

表 4-2 整體得獎基金績效持續性：Sharpe 指標

評估期間	樣本數	正等級和	負等級和	檢定統計量	決策($\alpha=0.05$)
六個月	194	13451.00	5464.00	-2.343 (1.645)	拒絕 H_0
一年	193	13518.00	5203.00	-5.351 (1.645)	拒絕 H_0
兩年	165	10186.50	3508.50	-5.433 (1.645)	拒絕 H_0
三年	129	6236.50	2148.50	-4.805 (1.645)	拒絕 H_0
五年	51	913.00	413.00	-2.343 (1.645)	拒絕 H_0

三、基金排名

比較基準為同類型基金，為基金在同類型基金中的排名百分比，假設檢定為：

H_0 ： $R_1 \geq R_2$ （後期排名百分比至少如同前期一樣好，基金績效具有持續性）。

H_1 ： $R_1 < R_2$ （後期排名百分比不如前期，基金績效不具持續性）。

其中， R_i 是當期基金在同類型基金中的排名百分比，為基金排名除以同類型基金數。實證結果發現，若以同類型基金作為比較標準，在六個月、一年、二年、三年、五年的評估期間，均顯示績效不具有持續性（表 4-3）。

表 4-3 整體得獎基金績效持續性：基金排名

評估期間	樣本數	正等級和	負等級和	檢定統計量	決策($\alpha=0.05$)
六個月	194	5109.00	12657.00	-5.052 (1.645)	拒絕 H_0
一年	193	2750.50	15015.50	-8.209 (1.645)	拒絕 H_0
兩年	165	1855.50	11024.50	-7.810 (1.645)	拒絕 H_0
三年	129	1043.50	7084.50	-7.268 (1.645)	拒絕 H_0
五年	51	180.50	995.50	-4.180 (1.645)	拒絕 H_0



第二節 金鑽獎得獎基金績效持續性

一、超額報酬

以不同基金獎區分樣本，進行分獎項檢定，探討不同基金獎項是否會呈現不同態樣，是否與整體基金檢定結果一致。

此處以超額報酬為指標，對金鑽獎得獎基金進行檢定。實證結果發現，金鑽獎得獎基金與整體基金檢定結果相符，僅在評估期間為六個月時，支持基金績效具有持續性；一年、二年、三年與五年期，則均顯示績效不具有持續性（表 4-4）。

表 4-4 金鑽獎得獎基金績效持續性：超額報酬

評估期間	樣本數	正等級和	負等級和	檢定統計量	決策($\alpha=0.05$)
六個月	126	3685.00	4316.00	0.768 (1.645)	不拒絕 H_0
一年	125	6538.50	1336.50	-6.409 (1.645)	拒絕 H_0
兩年	107	4960.00	818.00	-6.437 (1.645)	拒絕 H_0
三年	82	3093.00	310.00	-6.433 (1.645)	拒絕 H_0
五年	34	565.00	30.00	-4.573 (1.645)	拒絕 H_0

二、Sharpe 指標

若以 Sharpe 指標衡量基金績效，實證結果發現，金鑽獎得獎基金與整體基金檢定結果亦呈現一致，在考量基金績效的風險下，無論是在六個月、一年、二年、三年、五年的評估期間下，均顯示績效不具有持續性（表 4-5）。

表 4-5 金鑽獎得獎基金績效持續性：Sharpe 指標

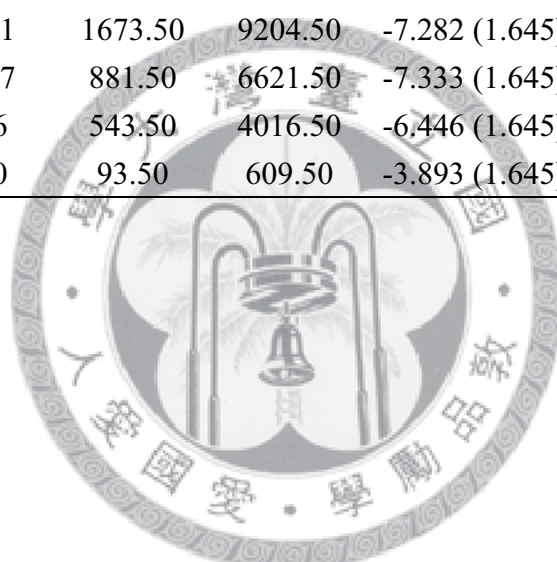
評估期間	樣本數	正等級和	負等級和	檢定統計量	決策($\alpha=0.05$)
六個月	152	8293.00	3335.00	-4.560 (1.645)	拒絕 H_0
一年	151	8763.00	2713.00	-5.620 (1.645)	拒絕 H_0
兩年	127	6391.00	1737.00	-5.599 (1.645)	拒絕 H_0
三年	96	3886.50	769.50	-5.695 (1.645)	拒絕 H_0
五年	40	665.00	155.00	-3.428 (1.645)	拒絕 H_0

三、基金排名

若以基金排名作為基金績效指標，實證結果發現，在六個月、一年、二年、三年、五年的評估期間下，均顯示績效不具有持續性（表 4-6）。金鑽獎得獎基金無論在超額報酬、Sharpe 指標，以及基金排名指標上，結論均與整體得獎基金結果一致。

表 4-6 金鑽獎得獎基金績效持續性：基金排名

評估期間	樣本數	正等級和	負等級和	檢定統計量	決策($\alpha=0.05$)
六個月	152	3152.00	7726.00	-4.423 (1.645)	拒絕 H_0
一年	151	1673.50	9204.50	-7.282 (1.645)	拒絕 H_0
兩年	127	881.50	6621.50	-7.333 (1.645)	拒絕 H_0
三年	96	543.50	4016.50	-6.446 (1.645)	拒絕 H_0
五年	40	93.50	609.50	-3.893 (1.645)	拒絕 H_0



第三節 台灣基金獎得獎基金績效持續性

一、超額報酬

實證結果發現，若以超額報酬為指標，僅有得獎前後六個月的評估期間，基金績效具有持續性，其餘的評估期間如一年、二年、三年、五年，均顯示績效不具有持續性（表 4-7）。

此實證結果，與整體基金、金鑽獎得獎基金之檢定結果相同，顯示得獎基金在短期（六個月）內，可持續贏得超額報酬，並不因為基金獎項不同而有相異的結論。但此種持續性僅限於短期，長期而言，若以超額報酬為基金績效指標，則無論是整體基金，或是分獎項檢定，持續性的效果均不存在。

表 4-7 台灣基金獎得獎基金績效持續性：超額報酬

評估期間	樣本數	正等級和	負等級和	檢定統計量	決策($\alpha=0.05$)
六個月	53	849.00	582.00	-1.182 (1.645)	不拒絕 H_0
一年	53	1158.00	273.00	-3.917 (1.645)	拒絕 H_0
兩年	50	1030.00	245.00	-3.789 (1.645)	拒絕 H_0
三年	42	760.00	143.00	-3.857 (1.645)	拒絕 H_0
五年	18	169.00	2.00	2.000 (47.00)	拒絕 H_0

二、Sharpe 指標

以 Sharpe 指標對全體得獎基金、金鑽獎得主進行檢定，在六個月、一年、二年、三年、五年，均顯示績效不具有持續性。此處改以台灣基金獎作為研究對象，實證結果卻有些不同（表 4-8），結論顯示在六個月、一年、二年的評估期間，未有證據證明績效具有持續性，但在三年、五年，卻支持績效具有持續性。

表 4-8 台灣基金獎得獎基金績效持續性：Sharpe 指標

評估期間	樣本數	正等級和	負等級和	檢定統計量	決策($\alpha=0.05$)
六個月	78	2287.00	794.00	-3.718 (1.645)	拒絕 H_0
一年	78	2081.00	1000.00	-2.692 (1.645)	拒絕 H_0
兩年	72	1815.00	813.00	-2.811 (1.645)	拒絕 H_0
三年	59	1029.50	740.50	-1.091 (1.645)	不拒絕 H_0
五年	21	106.00	125.00	125.00 (68.00)	不拒絕 H_0

綜觀台灣基金獎三年期、五年期的樣本，由於評估期間較長，故樣本數較少。在三年期為 59 支，但五年期僅有 21 支。其次，與金鑽獎三年期、五年期的樣本相較，發現在台灣基金獎三年期、五年期的樣本中，債券型基金的比重較金鑽獎高出許多。舉例而言，台灣基金獎三年期的 59 支樣本中，股票型基金佔 42 支、債券型基金佔 13 支、股債平衡型基金佔 4 支；金鑽獎三年期的 96 支樣本中，股票型基金佔 82 支、股債平衡型基金佔 14 支，其中並無債券型基金。

國內一些相關文獻，陳馨宜（2002）以國內債券型基金為樣本，實證結果顯示基金前後期績效具有持續性；徐清俊、姜志堅（2003）的研究亦顯示國內債券型基金績效具有持續性，且持續性的狀況較股票型基金為佳。由於 Sharpe 指標是以風險對報酬進行調整，著重基金報酬的「穩定性」，而債券型基金的報酬波動性不大，若以 Sharpe 指標作為基金績效的判準，較易維持較好的表現，故尚待未來新樣本的納入與後續的研究，針對不同類型的基金進行分類檢定，才能釐清台灣基金獎三年期、五年期的基金績效持續性，是否與樣本基金屬性有關。

三、基金排名

與整體基金、金鑽獎的檢定結果一致，若以基金排名作為績效指標，實證結果發現，在六個月、一年、二年、三年、五年的評估期間內，均顯示績效不具有持續性（表 4-9）。

表 4-9 台灣基金獎得獎基金績效持續性：基金排名

評估期間	樣本數	正等級和	負等級和	檢定統計量	決策($\alpha=0.05$)
六個月	78	862.00	2064.00	-3.112 (1.645)	拒絕 H_0
一年	78	490.00	2513.00	-5.136 (1.645)	拒絕 H_0
兩年	72	404.50	2151.50	-5.005 (1.645)	拒絕 H_0
三年	59	185.50	1525.50	-5.187 (1.645)	拒絕 H_0
五年	21	26.00	205.00	26.00 (68.00)	拒絕 H_0



第四節 交集得獎基金績效持續性

若同時獲得金鑽獎、台灣基金獎肯定的基金，是否能夠具有較佳的績效持續性？本節以交集得獎基金，即同時獲頒兩基金獎之得獎基金，檢定績效持續性是否存在。

一、超額報酬

與全體基金、分獎項檢定的結果一致。實證結果發現，若以超額報酬作為基金績效指標，則僅在評估期間為六個月時，支持基金績效具有持續性；一年、二年、三年與五年期，均顯示績效不具有持續性（表 4-10）。

表 4-10 交集得獎基金績效持續性：超額報酬

評估期間	樣本數	正等級和	負等級和	檢定統計量	決策($\alpha=0.05$)
六個月	31	299.00	197.00	-0.999 (1.645)	不拒絕 H_0
一年	31	417.00	79.00	-3.312 (1.645)	拒絕 H_0
兩年	30	394.50	71.00	-3.322 (1.645)	拒絕 H_0
三年	25	284.00	41.00	41.00 (101.0)	拒絕 H_0
五年	10	55.00	0.00	0.000 (11.00)	拒絕 H_0

二、Sharpe 指標

實證結果與台灣基金獎檢定結果一致，在六個月、一年、二年的評估期間內，均顯示績效不具有持續性，而在長期（三年、五年）的評估期間內，支持績效具有持續性（表 4-11），但由於評估期間較長，亦有樣本數較小的問題，在三年期為 26 支，在五年期僅為 10 支，故交集得獎基金的過去績效，對於未來的長期績效，是否具有較佳的預測能力，尚待未來新樣本的納入與後續的研究，才可有較具說服力的結論。

表 4-11 交集得獎基金績效持續性：Sharpe 指標

評估期間	樣本數	正等級和	負等級和	檢定統計量	決策($\alpha=0.05$)
六個月	36	524.00	142.00	-3.001 (1.645)	拒絕 H_0
一年	36	520.00	146.00	-2.938 (1.645)	拒絕 H_0
兩年	34	462.00	133.00	-2.812 (1.645)	拒絕 H_0
三年	26	230.50	120.50	120.50 (110.0)	不拒絕 H_0
五年	10	36.00	19.00	19.00 (11.00)	不拒絕 H_0

三、基金排名

實證結果顯示，在六個月的短期評估期間內，交集得獎基金的績效具有持續性，表現可優於同類型的基金。但一年、二年、三年、五年等評估期間，均顯示績效不具有持續性（表 4-12）。

表 4-12 交集得獎基金績效持續性：基金排名

評估期間	樣本數	正等級和	負等級和	檢定統計量	決策($\alpha=0.05$)
六個月	36	204.00	426.00	-1.818 (1.645)	拒絕 H_0
一年	36	113.00	553.00	-3.456 (1.645)	拒絕 H_0
兩年	34	39.00	522.00	-4.315 (1.645)	拒絕 H_0
三年	26	20.00	331.00	20.00 (110.0)	拒絕 H_0
五年	10	0.00	55.00	0.000 (11.00)	拒絕 H_0

第五章 結論與建議

本章共分三節，第一節歸納前一章的實證研究，並作出結論；第二節則提出後續研究建議，作為後續研究者之參考資料；第三節則對本文面臨到的研究限制作一說明。

第一節 結論

共同基金在國內蓬勃發展，目前已成為重要的投資工具，一般投資人在挑選基金時，常以基金的過去績效做為選購依據，因此基金績效是否具有持續性，即成為重要的課題。每年三月份開始，一年一度的基金獎便陸續登場，各投信公司也將所獲獎項，作為宣傳旗下基金績效的工具。鑑於國內以基金績效持續性為主題的相關研究，較缺乏以「得獎基金」做為研究對象，故本文以 1998 年至 2008 年，期間所有獲頒「金鑽獎」或「台灣基金獎」的「國內基金」作為樣本，探討基金績效是否存在持續性。

首先，為了尋求較大規模的樣本，第一步先將金鑽獎、台灣基金獎之得獎基金混合，檢定混合樣本是否具有績效持續性；其次，再依不同獎項將樣本分成金鑽獎、台灣基金獎，進行分獎項的檢定；最後，以同時獲頒金鑽獎與台灣基金獎的樣本，檢定交集得獎基金是否具有績效持續性。

針對上述不同的樣本群，分別以超額報酬、夏普指標、基金排名，作為評估基金績效的指標，並以得獎作為事件，得獎前作為前期，得獎後作為後期，探討得獎前後六個月、一年、二年、三年、五年是否具有績效持續性，本研究之實證結果歸納如下：

一、整體得獎基金績效持續性

- (一) 超額報酬：僅有六個月的評估期間，顯示基金績效具有持續性。
- (二) Sharpe 指標：各評估期間均顯示績效不具有持續性。
- (三) 基金排名：各評估期間均顯示績效不具有持續性。

二、金鑽獎得獎基金績效持續性

- (一) 超額報酬：僅有六個月的評估期間，顯示基金績效具有持續性。
- (二) Sharpe 指標：各評估期間均顯示績效不具有持續性。
- (三) 基金排名：各評估期間均顯示績效不具有持續性。

三、台灣基金獎得獎基金績效持續性

- (一) 超額報酬：僅有六個月的評估期間，顯示基金績效具有持續性。
- (二) Sharpe 指標：在六個月、一年、二年的評估期間，顯示績效不具有持續性，但在三年、五年，卻顯示基金績效具有持續性。
- (三) 基金排名：各評估期間均顯示績效不具有持續性。

四、交集得獎基金績效持續性

- (一) 超額報酬：僅有六個月的評估期間，顯示基金績效具有持續性。
- (二) Sharpe 指標：在六個月、一年、二年的評估期間，顯示績效不具有持續性，但在三年、五年，卻顯示基金績效具有持續性。
- (三) 基金排名：各評估期間均顯示績效不具有持續性。

綜合以上各點，超額報酬以大盤報酬率為比較基準；基金排名則以同類型基金為比較基準，以評估期間的基金淨值報酬率高低作為排序，兩者均未考量風險，即基金報酬的波動程度。若以「基金排名」作為績效指標，不論是以整體得獎基

金、分獎項檢定，或是交集得獎基金來看，在各評估期間內均不具有績效持續性，基金相對於同類型基金的表現，前期績效並不能用來預測後期。

若以「超額報酬」作為指標，不論研究對象是整體得獎基金、分獎項檢定，或是交集得獎基金，均具有短期（六個月）績效持續性。因超額報酬的比較基準為大盤報酬率，所以若是基金經理人當時的操作策略符合盤勢，在短期內可持續獲得超額報酬。

Sharpe 指標則有考量風險因素，以整體得獎基金、金鑽獎得獎基金而言，在各評估期間內均不具有績效持續性。但若以台灣基金獎得獎基金、兩獎項交集得獎基金來看，在長期（三年、五年）得到績效具有持續性的結果。然而本研究對此長期績效持續性的結果，抱持保留的態度，原因如下：

（一）樣本數過少：台灣基金獎在三年期為 59 支，但五年期僅有 21 支；交集得獎基金在三年期為 26 支，在五年期僅為 10 支，故台灣基金獎、交集得獎基金是否具有長期績效持續性，尚待未來新樣本的納入與後續的研究，才可有較具說服力的結論。

（二）基金屬性：台灣基金獎在三年、五年期有完整資料者，很大一部份屬於債券型基金，與金鑽獎三年期、五年期的樣本相較，債券型基金佔樣本總數的比重高出許多，由於債券型基金之報酬率波動較小，故依照 Sharpe 指標的設算方式，較易有較佳的績效表現。依據陳馨宜（2002）與徐清俊、姜志堅（2003）的研究顯示，國內債券型基金績效具有持續性，故台灣基金獎是否具有長期績效持續性，尚待未來新樣本的納入，針對不同類型的基金進行分類檢定，才能釐清台灣基金獎三年期、五年期的基金績效持續性，是否與樣本基金屬性有關。

為了避免存續誤差（Survivor Bias）並尋求較大規模的樣本，本研究亦納入期間遭受清算的基金，此種處理方式是否會影響實證結果？此處將清算的基金另行刪除，並進行相同的檢定步驟，與前述之實證結論作一比較，統計結果顯示，無論是否納入受清算的基金，檢定結果均呈現一致，亦即資料處理方法並不會影響

本文之結論，期間遭清算的基金如表 5-1 所示。

表 5-1 研究期間遭清算之得獎基金

基金名稱	成立日	清算日
建弘新台北基金	1992/01/08	2003/10/03
建弘廣福基金	1991/12/13	2006/08/23
匯豐中華萬邦基金	1988/12/15	2007/11/15
荷銀福爾摩莎成長基金	1991/11/01	2003/12/15

資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會

至於得獎基金績效無法持續，是否乃因盛名之累？如彼得林區（Peter Lynch）在 1977 年接管麥哲倫基金（Fidelity Magellan Fund）後，成績斐然，因此吸引大批投資人，基金規模由 2,000 萬美元增長到 130 億美元。也由於基金規模龐大，必須分散持股以降低風險，因此隨著基金規模的增長，基金報酬率也愈貼近大盤報酬率，而使過去的高報酬不再。綜觀台灣的得獎基金，應可避免此種問題，第一，就絕對數值而言，台灣的個別基金規模並不算太大；第二，就相對數值而言，個別基金佔總市值的比重均小，以 2008 年得獎基金為例（表 5-2），基金規模市佔率僅佔 0.03% 至 1.37%。

表 5-2 得獎基金規模-以 2008 年為例

名稱	規模	市佔率	名稱	規模	市佔率
保德信店頭	2,418,518,139	0.15%	統一奔騰	1,526,401,469	0.10%
保德信高成長	4,690,921,965	0.30%	統一大滿貫	4,156,656,176	0.26%
保德信金平衡	706,280,169	0.04%	保誠高科技	1,561,661,458	0.10%
群益店頭市場	1,265,702,896	0.08%	日盛上選	7,548,719,744	0.48%
群益中小型股	3,013,621,720	0.19%	永豐中小	3,852,749,942	0.25%
群益安家	510,305,367	0.03%	永豐趨勢平衡	543,502,384	0.03%
元大多福	5,412,349,582	0.34%	台灣工銀 2000 高科技	1,060,960,470	0.07%
元大雙盈	457,141,528	0.03%	安泰 ING 台灣高股息	2,212,055,445	0.14%
國泰平衡	507,656,023	0.03%	安泰 ING 鴻揚債券	21,534,042,629	1.37%
國泰中小成長	4,147,130,491	0.26%	建弘亞洲科技	513,177,656	0.03%

資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會（單位：新台幣）

第二節 後續研究建議

(一) 基金分類檢定：邱顯比、林清珮（1999）研究發現，不同的基金分類方式，會影響到基金績效的持續，徐清俊、姜志堅（2003）亦發現，基金分類愈細，績效持續性的現象就愈明顯。因此未來若樣本足夠，則可再針對每一區塊，區分成不同類型的基金進行檢定，如股票型、債券型基金。

(二) 探討不同年期獎項：金鑽獎、台灣基金獎根據每一類基金，又分成一年、三年、五年、十年期的獎項，未來可針對不同年期的獎項作討論，如得長期獎項者，是否能夠具備較佳的績效持續性。

(三) 經理人異動：可將經理人異動納入考量，作為變數因子。

(四) 基金操作策略：可納入經理人的操作策略與投資風格，探討得獎是否會影響經理人的操作策略。

(五) 海外基金：若有完整的得獎海外基金資料，亦可納入樣本。



第三節 研究限制

(一) 本研究所估算的共同基金報酬率，並未扣除購買基金的相關費用，例如手續費，因此計算的報酬率將略高於實際報酬率。

(二) 僅納入國內基金：因海外基金的資料較不完整，亦缺乏已清算基金的過去歷史資料，而金鑽獎是自第六屆起，才開始頒發海外基金獎，樣本較少。故在資料與樣本的考量下，僅納入國內基金作為研究對象。

(三) 事件日：欲以「基金獎獲獎名單公佈日」作為事件日，但部份資料因時代久遠，缺乏明確的日期，僅取得月份的資料，如三月上旬。其次，計算基金績效指標時所需的資料，部份資料型態僅有月資料，故為求一致，設算期間為月初至月底，舉例而言，2000年台灣基金獎的公佈日在三月上旬，則以2000年3月1日為事件日。



參考文獻

壹、中文部份

- 江奕欣，2001，《共同基金績效能力分解及持續性之研究》，國立中山大學財務管理研究所碩士論文。
- 李明枝，1996，《國內共同基金績效持續性之研究》，國立中興大學企業管理研究所，未出版碩士論文。
- 李翊菱，2000，《台灣股票型基金投資人報酬能力之研究》，國立政治大學財務管理研究所碩士論文。
- 吳佩玲，1995，《影響共同基金績效因素之探討—台灣地區共同基金之實證研究》，國立政治大學企業管理研究所碩士論文。
- 吳靜婷，1998，《共同基金績效持續性及投信公司績效差異之探討》，國立中央大學企業管理研究所，未出版碩士論文。
- 辛穎琪，1996，《台灣股票型基金之績效評估—持股比率分析法》，國立政治大學財務管理研究所碩士論文。
- 杜玉雯，2009，《主被動式股票型基金長期績效持續性之研究—以美國為例》，靜宜大學管理碩士在職專班碩士論文。
- 邱顯比、林清珮，1999，《共同基金分類與基金績效持續性之研究》，中國財務學刊，第7卷第2期，頁63-88。
- 林煌文，1995，《台灣地區共同基金績效持續性效果實證研究》，國立中山大學企業管理研究所碩士論文。
- 林惠玲、陳正倉，2004，《統計學方法與應用》，三版（下），頁471-474。
- 徐清俊、姜志堅，2003，《基金績效持續性與基金類型之相關性研究》，遠東學報第20卷第4期，頁785。
- 張舜，1999，《Fama-French 三因子模型下共同基金績效持續性研究》，國立中山大學企業管理學系，未出版碩士論文。
- 張正哲，2004，《共同基金選股能力與績效持續性之再驗證》，東海大學企業管理研究所碩士論文。
- 翁詩惠，2002，《以 Gruber 四因子模型與修正後二因子模型評估共同基金績效及其持續性之研究》，國立交通大學管理科學研究所碩士論文。
- 陳智賢，1998，《以因子模型探討台灣共同基金績效之持續性》，國立中正大學財務金融研究所碩士論文。
- 陳馨宜，2002，《債券型共同基金績效及績效持續性研究》，淡江大學財務金融研究所碩士論文。
- 陳佳汎，2006，《台灣股票型共同基金績效之評估》，國立台灣大學國際企業研究所碩士論文。

- 陳美雯，2007，《共同基金績效評估與持續性分析》，國立台灣大學國際企業研究所碩士論文。
- 黃昱詠，2006，《基金報酬持續性之探討-以門檻模型分析之》，義守大學管理碩士班碩士論文。
- 黃純蘭，2007，《台灣國內/外基金評等方法之探討》，義守大學資訊管理研究所碩士論文。
- 曾少芳，1997，《國內股票型基金風格與績效持續性之研究》，國立台灣大學財務金融研究所碩士論文。
- 楊晉昌，1995，《共同基金型態與操作績效之研究》，國立政治大學企業管理研究所碩士論文。
- 顏月珠，2006，《無母數統計方法》，六版，頁 211-215。

貳、英文部份

- Blake, D. and Timmermann, A., (1998), "Mutual Fund Performance: Evidence from the UK." *European Review of Finance*, Vol.2, No.1, pp. 55-77.
- Bogle, J. C., (2007), "Yesterday's Winners, Tomorrow's Losers", *The Little Book of Common Sense Investing*, pp. 88-99.
- Brown, S. J. and Goetzmann, W. N., (1995), "Performance Persistence." *Journal of Finance*, Vol.50, No.2, pp. 679-698.
- Carhart, M. M., (1997), "On Persistence in Mutual Fund Performance." *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 1, pp.57-82.
- Carlson, R. S., (1970), "Aggregate Performance of Mutual Funds." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.5, No.1, pp. 1-31.
- Fama, E. F., (1965), "The Behavior of Stock-Market Prices." *Journal of Business* , Vol.38, pp. 34-106.
- Goetzmann, W. N. and Ibbotson, R. G. (1994), "Do Winners Repeat? Pattern in Mutual Fund Performance." *Journal of Portfolio Management*, Vol. 20, No. 2, pp. 9-18.
- Grinblatt, M. and Titman, S., (1992), "The Persistence of Mutual Fund Performance." *Journal of Finance*, Vol. 47, No. 5, 1977-1984.
- Hendricks, D., Patel, J. and Zeckhauser, R., (1993). "Hot Hands in Mutual Funds: Shot-Run Persistence of Relative Performance, 1974-1988." *Journal of Finance*, Vol. 48, pp. 93-130.
- Jensen, M., (1968), "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964." *Journal of Finance*, Vol. 23, pp. 389-416.
- Sharpe, W. F., (1966), "Mutual Fund Performance." *Journal of Business*, Vol. 39, pp. 119-138.
- Smith, K. V. and Tito, D. A., (1969), "Risk-Return Measures Of Ex-Post Portfolio

Performance.” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.4, pp. 449-471.
Treydor, J. L., (1965), “How to Rate Management Investment Fund.” *Harvard Business Review*, Vol. 43, pp. 63-75.

