

國立臺灣大學管理學院財務金融研究所

碩士論文

Department of Finance

College of Management

National Taiwan University

Master's Thesis



共同基金追加募集對基金績效之影響：

以臺灣共同基金為例

The Effects of Follow-on Fundraising on Mutual Fund

Performance: The Case of Taiwan

蔡筠孜

Yun-Tzu Tsai

指導教授：陳業寧 博士

Advisor: Yehning Chen, Ph.D.

中華民國 114 年 7 月

July, 2025



國立臺灣大學碩士學位論文  
口試委員會審定書

共同基金追加募集對基金績效之影響：以臺灣  
共同基金為例

The Effects of Follow-on Fundraising on Mutual  
Fund Performance: The Case of Taiwan

本論文係蔡筠孜君（學號 R12723063）在國立臺灣大學  
財務金融學所完成之碩士學位論文，於民國114年07月08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：

陳 翠 璞

(簽名)

(指導教授)

莊文儀

蔡宜均

系主任、所長

廖成豐

(簽名)

## 謝辭



能順利讀完這個學位，首先想謝謝爸比當初推了我一把，在我喪失目標時看穿我的徬徨，讓我今天能有機會在這裡寫下對你的感激。謝謝你總是無條件的信任我、包容我，你總是怕說錯話、不擅於表達情感，但我知道你的言行中滿滿的都是愛，對不起我很常對你生氣，但我一直很愛你，你常好像置身事外，但從小到大你對我一切的付出我都一直記在心裡，謝謝你。

謝謝媽媽把我生下來聽起來很芭樂，但畢竟你總說你喝了三杯熱可可、禮讓完所有孕婦、很認真生才把我生下來，那就把它寫進謝辭吧！謝謝你即使不懂也願意嘗試去了解，願意傾聽我的不順，小時候以為全世界的媽媽都和你一樣，長大才發覺自己擁有全世界最可愛的媽媽，謝謝你總是支持我、默默替我加油，希望你能一直這樣幸福快樂到老。

謝謝我們家笨小孩，對啦就是你蔡昀蓉不要懷疑沒有別人了！常常覺得你好像其實才是我這輩子最好的朋友，我們一起經歷過的一切無人能比，那些一起哭一起笑的日子，長大到現在才知道有多珍貴。謝謝你雖然嘴上不說但心裡總是無條件支持我，你總是能聽懂我的言外之意、理解我的不服輸，你總是先拒絕我又偷偷幫我做好所有事，你總是比我勇敢，總是用無數的鬼點子讓我知道人生可以這麼有趣而美好，我人生中好多個第一次的經驗都是因為你，謝謝你來到我身邊，希望你永遠都能幸福快樂，繼續用你的方式讓我知道世界多好玩。

謝謝彭晨晨，謝謝你是我最好的男友、最好的夥伴、最好的後盾。謝謝你用最多的愛和耐心陪伴我渡過無數個焦慮而崩潰大哭的夜晚，謝謝你總為我擔心卻還是默默為我加油、相信我能做到，謝謝你總能聽懂我的悲傷、讓我知道自己不是一個人，謝謝你總是把我擺在第一位、讓我知道原來自己也能這樣被愛。

謝謝業寧教授，在我第一次提出這個題目時就大力支持，在每次看出我的不自信和焦慮時給我最多的鼓勵，在我都不相信自己時還是願意一遍遍耐心陪我來回修改。謝謝您的財務管理課讓我決定往財金領域走，謝謝您成為我最好的指導教授，希望我沒有讓您失望。

謝謝陪我一起走過這段日子的朋友們。謝謝研究所兩年認識的所有朋友，和你們一起經歷過的汗水和笑容都是我最珍貴的禮物，謝謝你們總是無條件地接納

我，謝謝你們讓我的研究所生活如此豐富多彩。謝謝觀瑢陪我渡過難熬的重考時光，謝謝你從新生書院起就總是無條件包容我的聒噪，看起來不耐煩但還是默默記下所有我說過的事，謝謝你在我脆弱時靜靜給我的擁抱。謝謝書含、謝謝米陪我走過高中大學到研究所，總是在一起吃飯時聽我吐苦水，你們就是讓我最安心又舒適的存在。

難以一一唱名，但謝謝所有關心我什麼時候畢業卻默默沒有問出口的家人朋友們，謝謝還在我身邊的所有人。

The last but not the least，謝謝我的台中阿嬤，謝謝你一直是我心底最強大又溫暖的力量。雖然這次好像來不及讓你知道、聽到你微笑著說阿餸真好啊～但是阿嬤，我碩士畢業了喔，謝謝你從小給過我的所有的愛，我會努力成為像你一樣堅強又善良的大人。

最後的最後，謝謝自己這三年一直這麼努力，經歷過許多挫敗卻還是願意重新站起來，寫完這份謝辭好像就真的要成為大人了，希望未來的你也會一直保有這份勇氣和衝勁，繼續努力發光。

## 摘要



本研究以台灣共同基金市場特有的「追加募集」制度為研究出發點，探討基金在追加募集前後之績效變化與其潛在成因。相較於國際市場的開放式基金多無募集額度限制，台灣制度設計提供一個可明確界定的事件時點，具備良好實證分析價值。本文運用 2006 年至 2024 年間經中華民國投信投顧公會公告資料所整理之追加募集基金樣本，分別就全體樣本、成立兩年內追募樣本，以及疫情後市場資金湧入期間之基金追募樣本進行實證分析。

研究結果顯示，整體而言，基金在追加募集後之報酬表現相對同類型平均有下滑趨勢，但影響程度依樣本特性而異。快速追募樣本與疫情期間樣本中，經理人可能因績效受矚目而出現過度自信行為，進而增加交易頻率並影響後續績效，符合行為金融學相關理論。此外，在市場資金大量湧入情境下，經理人需迅速將資金配置於市場，可能導致操作壓力與策略偏離，進一步侵蝕基金報酬。

本研究為國內少數以追加募集制度為核心進行實證分析之研究，除補足現有文獻缺口，亦可提供實務上對基金規模擴張與資金行為管理之參考依據。

**關鍵字：**共同基金、追加募集、績效、規模、經理人過度自信

# Abstract

This study investigates the performance dynamics of mutual funds before and after follow-on offerings (also known as “additional fundraising”), a mechanism uniquely embedded in Taiwan’s mutual fund regulation. Unlike open-ended funds in global markets that are not subject to issuance caps, Taiwan’s system mandates a declared fundraising ceiling during the fund’s initial offering, making the subsequent follow-on offering a clearly observable event for empirical analysis. Utilizing data from the Securities Investment Trust & Consulting Association (SITCA) in Taiwan between 2006 and 2024, this paper analyzes three distinct fund samples: all follow-on offering funds, those reaching the issuance threshold within two years of inception, and funds that initiated follow-on offerings during the post-COVID-19 surge in market liquidity.

The empirical results reveal a general decline in fund performance relative to peer averages after the follow-on offering, though the extent varies by sample characteristics. In particular, funds that raised capital rapidly or during market overheating periods tend to experience more pronounced underperformance. The findings suggest that fund managers, under the spotlight of strong past performance, may become overconfident and increase trading frequency, thereby adversely affecting returns—consistent with behavioral finance theories. Furthermore, in the context of surging inflows, managers may be pressured to deploy capital quickly, potentially at unfavorable prices, leading to diminished post-offering performance.

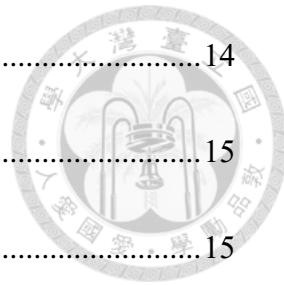
This research fills a gap in the literature by providing one of the first empirical examinations of Taiwan’s follow-on offering system, offering both academic insights and practical implications for fund governance and capital flow management.

**Keywords:** mutual funds, follow-on offering, performance, fund size, managerial overconfidence

# 目次



口試委員審定書.....	i
謝辭.....	ii
摘要.....	iv
Abstract.....	v
目次.....	vi
表次.....	viii
第壹章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	2
第貳章 文獻回顧.....	4
第一節 追加募集制度.....	4
第二節 短期資金大量流入對基金績效影響.....	5
第三節 經理人過度自信成因及對基金投資績效影響.....	6
第參章 研究設計.....	7
第一節 研究假說.....	7
第二節 研究方法.....	10
第三節 研究資料.....	14
一、 資料來源.....	14



二、 樣本資料選取.....	14
第肆章 實證結果與分析.....	15
第一節 全體樣本.....	15
一、 敘述統計量及 t 檢定 .....	15
二、 主要迴歸結果.....	20
三、 其他結果.....	23
第二節 成立至追募核准時間少於兩年樣本.....	26
一、 敘述統計量及 t 檢定 .....	26
二、 迴歸結果.....	30
三、 其他結果.....	33
第三節 台灣新冠肺炎爆發後追募樣本.....	36
一、 敘述統計量及 t 檢定 .....	36
二、 主要迴歸結果.....	40
三、 其他結果.....	43
第伍章 結論.....	46
參考文獻.....	48

## 表次

表 1、變數定義 .....	12
表 2、追加募集全體樣本敘述統計量 .....	17
表 3、全體樣本主要變數追加募集前後差異 .....	18
表 4、全體樣本追募前後變數 T 檢定結果 .....	18
表 5、變數相關係數表 .....	19
表 6、全樣本追募前各變數對基金報酬差異迴歸結果 .....	21
表 7、追募前各變數對追募後績效迴歸結果 .....	22
表 8、追募前各變數對追募後基金規模變化迴歸結果 .....	24
表 9、追募前各變數對追募後基金標的交易量迴歸結果 .....	25
表 10、成立兩年內追募樣本敘述統計量 .....	28
表 11、成立兩年內追募樣本主要變數追加募集前後差異 .....	29
表 12、成立兩年內追募樣本追募前後變數 T 檢定結果 .....	29
表 13、成立兩年內追募樣本追募前各變數對基金報酬差異迴歸結果 .....	31
表 14、成立兩年內追募樣本追募前各變數對基金追募後相對報酬迴歸結果 ....	32
表 15、兩年內追募樣本追募前各變數對追募後基金規模變化迴歸結果 .....	34
表 16、兩年內追募樣本追募前各變數對追募後基金標的交易量迴歸結果 .....	35
表 17、台灣疫情爆發後追募樣本敘述統計量 .....	38
表 18、台灣疫情爆發後追募樣本主要變數追加募集前後差異 .....	39



表 19、台灣疫情爆發後追募前後變數 T 檢定結果.....	39
表 20、新冠爆發後樣本追募前各變數對基金報酬差異迴歸結果.....	41
表 21、新冠爆發後樣本追募前各變數對追募後基金相對報酬迴歸結果.....	42
表 22、新冠爆發後樣本追募前各變數對追募後基金規模變化迴歸結果.....	44
表 23、新冠爆發後樣本追募前各變數對追募後基金標的交易量迴歸結果.....	45

# 第壹章 緒論

## 第一節 研究背景與動機



「追加募集」為我國共同基金制度中的一項特殊機制，係源自早期對基金採取「申請核准制」所衍生之規範設計。根據《證券投資信託事業募集證券投資信託基金處理準則》(以下簡稱《募集準則》)，台灣的投信公司在共同基金首次募集時應檢附包含發行計畫在內的申報書，其中，發行計畫需明定本次募集的發行額度，又根據《募集準則》第8條規定：「申請（報）日前五個營業日平均已發行單位數占原申請核准或申報生效發行單位數之比率達百分之八十以上者，得辦理追加募集。」此制度使得每檔基金在設立之初須明定其初次募集之發行額度，而若未來基金規模因市場表現或投資人申購踴躍而接近上限，則須再次提出追加方可繼續擴大規模。

明定募集額度上限及後續追加募集為我國在早期基金募集多採用申請核准制，並要求明定初始募集額度而衍生的特別制度，即便現今多數基金無論首次或追加募集均已改採申報生效制，但在程序上基金若達一定規模仍需進行申報追加，且追加募集資訊被公開揭露於中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會(下簡稱投信公會)網站，因此同業或是投資人可透過基金追加募集的申報情形觀察近期將達原始規模上限的基金類型及題材，進而反映市場上特定題材的熱門程度與投資人關注焦點。

然而，過去國內外針對共同基金的文獻多著重於基金績效、資金流入、經理人行為、基金規模與報酬間的關係等主題，對於台灣特有的「追加募集」制度，學術上卻鮮少有深入討論與實證分析。既有研究往往將資金流入視為連續變數進行衡量，較難捕捉「規模達上限」這一具明確制度意涵與時點的事件對基金後續表現可能產生的影響。因此，「追加募集」作為一個具制度意涵的事件時點，不僅提供了觀察資金短期大量流入的天然實驗機會，也使研究者得以更聚焦地探討在市場熱潮下，資金集中流入對基金操作與績效的潛在影響。



實務上，基金追加募集大致可分為兩種情形：一為基金經歷長期穩定成長後自然逼近規模上限；另一則為短期內因搭上熱門投資題材或媒體行銷等因素，吸引大量資金短時間內湧入，使基金迅速達到額度上限而申請追加募集。本次究重點即放在第二類短期資金大量湧入的情況，探討當基金因市場熱度、行銷操作或投資人「績效追逐」行為而迅速成長，是否存在後續績效變化的情形。

## 第二節 研究目的

台灣共同基金市場特有之「追加募集」制度，規定基金於首次募集時須明定發行總額，當基金規模達至該額度後，需依法辦理追加募集程序，方得持續接受新資金。相較於國際上開放式基金普遍採行無總額限制之設計，此制度設計提供了可明確界定之事件時點，具備良好的實證分析價值。儘管國內外已有大量文獻探討基金規模變化與績效表現之關係，針對台灣特有之追加募集制度及其對基金後續績效影響的研究仍相對有限。

本文由追加募集制度本身出發，嘗試透過實證資料分析評估基金於追加募集事件前後是否因短期市場過熱與投資人注意力偏誤，導致資金集中湧入而造成操作彈性降低、資訊優勢稀釋、或基金經理人行為偏誤（如過度自信）等現象，進而影響績效表現，進一步探討基金規模於短期內大量擴張對後續基金績效之影響，並嘗試分析背後潛在原因，諸如市場題材於追加募集期間可能出現的短期過度熱門現象，是否導致基金投資策略調整、交易成本上升或績效表現下滑，期能補足現有文獻對追加募集制度之研究缺口，並進一步闡明資金集中與績效滑落之潛在傳導機制。相較傳統僅以資金流量為變數的研究設計，本研究以追加募集制度事件為核心進行辨識，有助於精確界定資金過熱情境並強化因果推論。

綜上所述，本次研究意欲探討以下問題：

一、追加募集後基金績效是否下降？

## 二、造成基金追募後績效變動因素為何？

本研究期望能為台灣共同基金「追加募集」制度的實證探討開啟研究契機，從制度本身出發，並以制度特性為基礎，促進更多相關實證與制度面研究的發展。衍伸出更多相關研究。



## 第二章 文獻回顧

### 第一節 追加募集制度



台灣共同基金之募集程序主要根據金融監督管理委員會（下簡稱金管會）訂定之《證券投資信託事業募集證券投資信託基金處理準則》（以下簡稱《募集準則》），以及金管會委由中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會（下簡稱投信公會）訂定之《中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會證券投資信託基金募集發行銷售及其申購或買回作業程序》（以下簡稱《作業程序》）所規範。根據《募集準則》第3條：「……證券投資信託基金之募集與發行兼採申請核准及申報生效制。」，「申請核准制」為投信公司需就募集基金備妥書件提交金管會審查，金管會未發現異常後核准，「申報生效制」為投信公司依規定備齊書件後向金管會申報，除了書件不完備或需補正等例外情形，金管會收到申報文件後經一定營業日即自動生效。《募集準則》於民國九十四年訂定之初即明定不同類型之基金募集適用不同審核制度，後續經多次修法，目前多數基金首次募集均採申報生效制。

然根據《作業程序》第6條規範，無論基金首次募集採何種制度審核，均須在開始募集前辦理相關公告，其中包括「證券投資信託基金最高淨發行總面額及受益權單位總數」，意即基金發行時即訂定了明確的規模上限，根據《作業程序》第8條：「……申請（報）日前五個營業日平均已發行單位數占原申請核准或申報生效發行單位數之比率達百分之八十以上者，得辦理追加募集。」，意即基金在接近原先規模上限時可辦理追加募集申報，以利後續基金持續募集、擴大規模。

國外法規未如台灣監管機構要求基金首次募集需明定初始規模上限，因此追加募集為台灣特有制度，而追加募集申報情形會被公佈於投信公會網站，實務上投信公司及相關從業人員或投資者可透過近期基金的追加募集申報情形觀察將達上限標的，進而掌握市場近期熱絡題材，並進一步規劃未來產品發展方向。

## 第二節 短期資金大量流入對基金績效影響

基金規模與績效之間的關係一直是資產管理領域的重要研究主題。Sirri, & Tufano (1998) 指出，資金流動與歷史績效之間存在「績效追逐」(performance chasing) 現象，並非簡單的線性正相關。投資人傾向將資金投入近期績效優異的基金，但對於表現不佳的基金則較少撤資，形成資金流入與基金規模擴張的單向趨勢。

投資人行為偏誤亦是解釋資金短期流入的關鍵機制之一。Da, Engelberg, & Gao (2011) 透過 Google 搜尋量資料實證指出，資產價格與需求會受到投資人注意力的顯著影響；Sirri, & Tufano (1998) 也提及，投資人在搜尋資訊時所承擔的成本將影響其資金配置行為，特別是當高績效基金搭配積極行銷操作時，更能吸引顯著的資金流入。

然而，大量資金流入對投資人未必有利。Lou (2012) 實證顯示，當基金每流入 1 美元的資金時，經理人平均將 62% 配置於既有持股，僅在標的持有比例過高或邊際交易成本較高時，才傾向投資於新標的。這類操作偏好導致資金流入對原有資產形成預期價格壓力，並成為預測基金未來績效的重要因子。該研究亦發現，雖然資金淨流入的基金在短期內表現優於淨流出的基金，但長期報酬存在顯著反轉，顯示資金湧入可能削弱其持續獲利能力。Berk, & Green (2004) 指出，基金經理人可辨識的投資機會屬於稀缺資源，當資金因績效表現優異而大量湧入時，基金規模快速擴張，經理人原先的資訊優勢與操作空間將受到稀釋，使得基金報酬難以維持，進而出現「規模報酬遞減」(decreasing returns to scale) 的現象。

此外，Nanda, Wang, & Zheng (2004) 指出，基金公司透過打造明星基金或特定主題的行銷操作，雖能有效推升知名度與申購量，但後續績效表現往往難以持續，顯示行銷驅動下的資金流入可能與基金長期基本面脫鉤。

### 第三節 經理人過度自信成因及對基金投資績效影響

除了市場過熱與投資人行為偏誤外，基金績效下滑亦可能來自於經理人層面的行為偏誤。過度自信為行為財務學常見的行為偏誤，過度自信被定義為個人傾向高估自身知識的精確度（Odean, 1998），Daniel, Hirshleifer, & Subrahmanyam (1998) 提出動態結果相關自信模型（Dynamic Outcome-Dependent Confidence Model），認為投資人或經理人面對成功結果時，傾向認為是源於自己具備優於常人的資訊處理能力，低估個人預測誤差，錯誤認為過往績效源自個人能力而非市場環境，進一步助長過度自信行為。

相關研究顯示，過度自信的經理人較可能進行高週轉率操作，對其資訊判斷能力抱持過度樂觀態度，忽視市場訊號與基本面資訊（Odean, 1998）。Barber, & Odean (2000) 指出，頻繁交易對投資有害，且過度自信為導致頻繁交易的主因，並認為散戶投資人的案例可以套用在共同基金上；Carhart (1997) 亦指出，基金的高週轉率與後續績效呈現負向關聯，顯示頻繁交易並未帶來超額報酬，反而可能侵蝕報酬與增加成本。

由於追加募集常發生在基金受到市場高度關注、題材熱度高漲之際，極可能伴隨短期資金集中流入的現象；追加募集後經理人過度自信亦為績效下滑的可能機制。本次研究基於以上論點，從台灣基金市場特有的「追加募集」制度出發，觀察基金在事件前後資金規模與績效變化的實證情形，檢視短期資金湧入是否導致績效顯著下滑，進一步探討背後潛在行為與操作機制，以補充既有對追加募集制度影響的討論。

## 第參章 研究設計

### 第一節 研究假說

本次研究主要透過追加募集事件前變數預測基金追募後的績效變化，並探討績效變化背後的運作機制，假說建立如下：

#### 一、熱門基金追加募集是否影響基金績效

##### 1. 正面影響——投資紀律、薪酬結構

能夠進入追加募集程序的基金，往往是過去報酬表現優異、投資策略清晰，且具備高度市場吸引力者，因而吸引大量投資人申購，快速推升基金規模。此類基金的經理人通常擁有較佳的操作能力與穩健的投資紀律，不易因資金快速擴張或市場情緒波動而偏離既定投資策略。根據 Singal, & Xu (2011) 的研究，約有三成的基金經理人存在「處分效果」(disposition effect)，即傾向過早賣出獲利資產。這些行為會對報酬產生不利影響，具處分傾向最高的經理人操作的基金，其年化報酬率平均比處分傾向最低者低 4 – 6%。此結果顯示，投資紀律良好的經理人確實能創造更高的投資績效。Guercio, & Tkac (2002) 亦指出，高績效基金更容易吸引投資人持續投入資金，進一步鞏固基金規模與策略穩定性，形成良性循環。

此外，基金規模的擴張通常也為基金公司與經理人帶來更高的經濟誘因。當基金淨資產增加，公司能收取更多的管理費與申購手續費，為整體營運帶來正向效益。Elton, Gruber, & Blake (2003) 發現，績效獎酬制度與選股能力呈正向關聯，儘管這可能伴隨較高的風險承擔；而 Massa, & Patgiri (2009) 也指出，設計良好的激勵合約與經理人風險承擔行為及風險調整後績效之間具顯著正向關係。換言之，基金績效與資產規模的增長可促使基金公司提供經理人更具誘因的薪酬結構，以維持操作動能與市場競爭力。

綜合上述觀點，即使面對規模快速擴張與追加募集，部分基金仍可能因具備堅實的投資實力、穩定的操作策略以及良好的誘因制度，持續繳出亮眼表



現。因此提出假說：部分基金在追加募集後不但未出現績效下滑，反而可能因上述因素而表現更為優異。

**假說一 a：共同基金追加募集核准後，基金相對報酬較基金自身追加募集前上升。**

## 2. 負面影響——規模效應、經理人過度自信

雖然基金績效優異常被視為資金流入的主因，但過度集中的短期資金湧入卻可能對未來績效產生反效果。對於在短時間內進行追加募集的熱門題材型基金而言，資金快速流入不僅造成操作壓力，也可能稀釋原有的投資策略與績效來源，進而影響後續報酬表現。

首先，當基金進入追加募集程序後，原本受限的發行額度被放寬，管理人需要在短時間內將新增資金投入市場以維持基金操作與績效表現。然而，熱門題材基金往往在追募前即因資金追逐而推升標的資產價格，此時再度進場將面臨「高點買入」風險，壓縮未來潛在報酬空間。Lou (2012) 指出，基金經理人在面對新資金流入時，往往會選擇將大部分資金投入原有持股標的，導致加碼成本上升與報酬下滑。Chen, Hong, Huang & Kubik (2004) 亦指出基金的績效與其滯後的資產管理規模呈負相關，主因為流動性和價格影響相關的交易成本，形成所謂的「規模不經濟」(diseconomies of scale)。

其次，基金受到市場高度關注並進入追加募集階段，可能使得經理人產生過度自信心理，進而影響投資紀律與操作風格。Daniel, Hirshleifer & Subrahmanyam (1998) 的行為金融模型指出，當市場過度讚賞某些基金經理的績效時，可能導致其高估自身能力，產生「過度自信」(overconfidence) 傾向，進而增加非理性交易頻率與風險曝險程度，影響長期報酬穩定性。此外，Barber, Odean, & Zheng (2005) 的實證研究亦發現，經理人過度反應市場訊息或過度追求短期績效，在資金快速湧入時更容易進行高頻率操作，導致基金績效反而惡化。

綜上所述，基金於追加募集後若遭遇資金急遽流入，可能面臨評價過高標的難以擇時切入、主動策略效果遞減，以及經理人過度自信導致投資紀律鬆動等挑戰，進而使得基金追募後的績效出現明顯下滑。

**假說一 b：共同基金追加募集核准後，基金相對報酬較基金自身追加募集前下降。**

## 二、熱門基金追加募集後是否存在超額報酬？

1. 正面影響——經理人能力延續性、限制鬆綁使投資彈性增加

根據過往文獻，基金經理人的操作能力具有一定延續性。若基金在追募前即因績效出色而吸引大量資金，可能反映該經理人具備穩定且可持續的選股與資產配置能力 (Guercio, & Tkac 2002)。Singal, & Xu (2011) 亦指出，具備良好投資紀律的經理人其基金報酬表現明顯優於偏離投資紀律者，顯示經理人素質與基金績效具密切關聯。對於此類具備高素質經理人的基金而言，即使規模於追募後迅速擴張，亦較能避免操作效率下降、風險控制鬆動等「規模不經濟」的負面影響，因此更有可能維持相對同類型基金的相對報酬。

此外，追加募集制度本身亦代表基金在達成原始發行額度後獲得進一步募集資金之機會，使原本受限於法定上限的資金運用空間得以解放。對於投資策略具備可擴張性且操作效率不易受規模影響的基金而言，新增資金反而可能進一步強化經理人既有優勢。特別是這類基金的經理人通常已建立成熟投資架構與風險控管機制，面對大規模資金湧入時，仍能穩定執行策略並有效配置資產，因此即使在追募後，其績效仍有機會相對同類型基金維持明顯的相對報酬表現。Cremers, Fulkerson, & Riley (2019) 統整許多過去研究並指出，部分主動型基金在特定情況下具備持續產生 alpha 的能力，而這類基金經理人面對市場變動時也能展現較佳應對能力。此外，Guercio & Tkac (2002) 亦發現，高績效基金不僅能吸引更多資金，也較能在同儕間維持競爭優勢，強化績效延續性。

**假說二 a：共同基金追加募集核准後，追募基金相較同類型基金平均存在相對**

報酬。



## 2. 負面影響——進場時機不利、過度自信

根據行為金融學理論，當基金因績效佳或短期熱門題材而吸引大量資金，而追募後標的價格已被炒至高點，經理人進場加碼影響報酬。此外，經理人可能因市場高度關注與資金湧入而高估自身資訊判斷能力與選股技巧，產生過度自信的心理偏誤（Daniel, Hirshleifer, & Subrahmanyam, 1998）。此種偏誤可能導致經理人降低對風險的敏感度，偏離原有投資紀律，進行過度交易，進而侵蝕基金報酬（Odean, 1998；Gervais, & Odean, 2001）。

Gervais, & Odean (2001) 亦指出，經理人之所以會在表現優異後產生過度自信，是由於他們傾向將成功歸因於自身能力而非運氣，使其在資產配置上更為激進，增加非理性交易與風險曝險程度。此外，Carhart (1997) 亦發現，基金的高週轉率與未來績效呈現顯著負相關，顯示過度交易未能帶來額外報酬，反而提高成本並降低績效。

**假說二 b：共同基金追加募集核准後，追募基金相較同類型基金平均不存在相對報酬。**

## 第二節 研究方法

台灣共同基金市場中的追加募集制度，其申報作業具有明確且公開的時間點，提供研究者一個清晰可界定的事件觀測窗口。這項制度特性使得我們得以準確地追蹤進行追加募集之基金，在事件發生前後於資金流動、投資行為與績效表現等面向的變化，進而深入探討追加募集對基金後續發展的潛在影響。本次研究分為兩個部分討論：首先，觀察基金在追加募集前後之績效變化，評估短期資金大量流入是否影響基金績效。其次，進一步分析基金規模變化與經理人操作行為之變化，探討是否因市場題材熱門、投資人追逐效應或基金公司行銷操作，而造成基金操作策略偏移，甚至影響風險控管與資產配置決策。



## 一、熱門基金追加募集對於基金績效影響

本次研究首先以迴歸分析檢驗影響基金相對報酬變化及追募後相對報酬因素，其中迴歸式中的應變數 $Y_i$ 為 $\Delta return$ 或 $post\_AR$ ，表示基金相對報酬在追加募集事件前後三個月的變化。之所以選用三個月累積相對報酬原因為單看一個月報酬容易受到短期市場波動影響，實務上較少使用一個月績效作為績效衡量指標，而追加募集基金的熱門效應可能為短期效應，因此選用三個月報酬作為績效衡量。

而根據前述假說推論，用於檢驗相對報酬變化的自變數包括追加募集前三個月基金前十大標的的加權平均市場交易量、超額報酬，以及追加募集前三個月基金規模變化和基金本身標的交易金額，前三自變數用於檢驗基金在募集前的高熱度及標的超額報酬導致的高績效是否對於基金相對報酬變化造成影響，最後關於交易頻率的變數用於檢測追募前高交易金額是否影響基金相對報酬變化，並在控制基金募集相關特徵變數後進行線性迴歸，其中， $Y_i$ 為 $AR_{post}$ 時，為控制基金本身因素，原歸為自變數之一的 $AR_{pre}$ 視為控制變數，模型如式(1)，變數定義詳見表 1：

表 1、變數定義



變數	定義
<b>應變數</b>	
$\Delta \text{return}$	單位為%，追募後三個月相對報酬的變化，為「追募後三個月基金累積報酬減三個月同類型平均累積報酬」與「追募前三個月基金累積報酬減三個月同類型平均累積報酬」之間的差值，相當於 $\text{post\_RP} - \text{pre\_RP}$
$\text{post\_RP}$	單位為%，追募後三個月之相對報酬，為追募後三個月基金累積報酬減三個月同類型平均累積報酬
$\text{post\_fundflow}$	單位為百萬新台幣，追募後三個月末淨值*基金單位數變化
$\text{post\_trade}$	單位為百萬新台幣，追募後三個月基金標的買賣金額絕對值加總
<b>自變數</b>	
$\text{pre\_volume}$	單位為百萬新台幣，追募前三個月基金前十大標的按基金追募當月持有比重加權平均市場交易量
$\text{pre\_alpha}$	單位為%，追募前三個月基金前十大標的按基金追募當月持有比重加權平均超額報酬，其中超額報酬定義為標的實際報酬減去 CAPM 模型計算之合理報酬後之差值，採用日資料計算
$\text{pre\_fundflow}$	單位為百萬新台幣，追募前三個月末淨值*基金單位數變化
$\text{pre\_trade}$	單位為百萬新台幣，追募前三個月基金標的買賣金額絕對值加總
$\text{pre\_RP}$	單位為%，追募前三個月基金累積報酬率減同類型累積平均報酬率
<b>控制變數</b>	
$\text{Times}$	樣本基金追募當下次數
$\text{establish\_to\_approve}$	基金追加募集申請至核准／申報至生效天數
$\text{type\_stock}$	類別變數，1 表股票型基金
$\text{type\_balanced}$	類別變數，1 表平衡型基金
$\text{type\_bond}$	類別變數，1 表債券型基金



type_fundoffund	類別變數，1表組合型基金
type_reits	類別變數，1表不動產證券化型基金
type_multi	類別變數，1表多重資產型基金
<b>其他變數</b>	
$\Delta \text{volume}$	單位為百萬新台幣，追募前後三個月基金前十大標的市場交易量差異，為個別樣本前十大標的追募後三個月減追募前三個月市場交易量
$\Delta \text{alpha}$	單位為%，追募前後三個月基金前十大標的超額報酬差異，為個別樣本前十大標的按權重加權平均追募後三個月減追募前三個月超額報酬
$\Delta \text{fundflow}$	單位為百萬新台幣，追募前後三個月基金規模變動差異，為個別樣本追募後三個月減追募前三個月末淨值*基金單位數變化
$\Delta \text{trade}$	單位為百萬新台幣，追募前後三個月基金標的交易金額變動差異，為個別標的追募後三個月減追募前三個月基金標的買賣金額絕對值加總

## 二、導致績效變動因素

探討完影響基金相對報酬變化因素後，接著分別驗證假說中導致基金相對報酬變動的機制。前節假說中提及，本研究認為影響追募前後績效變化及追募後相對報酬的機制有二：一為大量資金湧入使基金發生規模稀釋效應，進而影響報酬表現，二為經理人過度自信，降低投資紀律、增加交易頻率，進而對績效產生負面影響。第一部分驗證影響報酬因素後，第二部分延續先前結果進一步探討導致追募後資金流入及交易頻率之因素，驗證是否符合原先假說推論。

此部分沿用式(1)模型，分別以 $post\_fundflow$ 及 $post\_trade$ 為應變數代入 $Y_i$ ，檢驗追募後造成基金規模變動及交易頻率，進而影響績效的因素；惟為避免基金本身規模效應，除原式(1)控制之基金募集相關特徵變數外，分別將樣本基金自身的 $pre\_fundflow$ 及 $pre\_trade$ 視為控制變數，後進行線性迴歸，應變數之變數定義詳見表 1。

### 第三節 研究資料



#### 一、資料來源

本次研究所使用之基金追加募集相關資料，主要來自中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會（投信投顧公會）網站中「境內基金申請申報案件查詢」項下所揭露之公開資訊。

基金個別報酬率及同類型基金平均報酬，則取自該網站「境內基金明細資料」中，由台大教授團隊整理版本的基金績效評比資料。

其餘相關變數（如市場交易量、標的超額報酬、基金規模變動等）則皆取自 Bloomberg 資料庫。

#### 二、樣本資料選取

投信投顧公會網站公布之追加募集資料，其申請與申報資料自 2006 年 12 月起開始公開揭露，因此樣本期間自 2006 年 12 月起至 2024 年 12 月底，篩選所有於該期間內曾辦理追加募集之主動型共同基金作為研究對象。

在基金類型的篩選上，雖部分指數型基金與 ETF 連結基金在分類上屬於主動型基金，但其實際投資策略與報酬結構接近被動追蹤指數之設計，與本研究關注的主動操作機制有所差異，故予以剔除。此外，貨幣市場型基金主要作為短期資金停泊工具，報酬率波動極低，且其投資標的更換頻繁，缺乏穩定的可觀察資料，因此亦不納入分析範圍。

## 第肆章 實證結果與分析



本章共分為三個部分。第一節呈現全體追加募集樣本之實證結果，第二節則聚焦於成立兩年內即進行追加募集的基金，探討快速吸引資金湧入的基金之特性與後續表現；第三節進一步鎖定台灣於新冠疫情爆發後，市場交易量明顯放大後進行追加募集的樣本，檢驗在市場高度活躍、資金短期大量湧入的背景下，基金追加募集後的績效是否更貼近假說預期。以上各節皆依據前述研究設計與方法進行實證分析，並就結果進行進一步探討及分析。

### 第一節 全體樣本

本節採用全體追加募集樣本作為分析對象，旨在檢視未經分群基金於辦理追加募集前後，績效表現是否出現一致性變動，並進一步探討其背後可能的變動機制以及是否符合先前假說所提出之理論預期。

#### 一、敘述統計量及 t 檢定

表 2 分別列示樣本敘述統計量，其中，資料處理過程部分變數資料未用於迴歸模型，但此部分變數呈現樣本基金在追募前後更細節樣態，為觀察主要變數在追加募集前後變動情形，並完整樣本群體推論，特整理表 3 列示樣本基金主要變數追加募集前後差異及相關統計量。

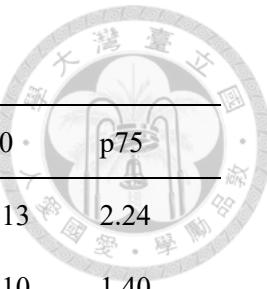
應變數部分， $\Delta return$  和  $post\_AR$  之 t 檢定結果呈現於表 4。平均而言基金追募後三個月相對報酬較追募前下降 0.18%，t 檢定結果顯示其下降並不顯著；追募後相對報酬為負值，但 t 檢定結果同樣未顯著異於 0，顯示基金績效雖有所下滑但統計上不顯著、追募後基金與同類型基金平均無明顯差異。若將相對報酬變化分為細項，分別觀察  $pre\_AR$  及  $post\_AR$ ，追募前三個月相較同類型平均有 0.13% 相對報酬，追募後相較同類型平均相對報酬反而僅有 -0.04%，表現甚至遜於同類平均。

自變數部分，基金前十大標的的市場交易量及超額報酬和基金規模變化在追募後均較追募前有所下滑，其中，前十大標的之超額報酬平均而言較追募前下滑達 28%，顯示市場在追加募集後確實有熱度下滑情形。而基金之交易金額在追加募集後三個月較追募前有所上升，符合假說預期。

其他特徵變數部分，平均而言有追募基金僅追募 2 次以內，自成立至追募核准平均需 1207 天，約 3 年又 4 個月，顯示綜觀而言，主動型基金達追加募集規模並非易事；就追募基金類型分佈而言，股票型基金為最大宗，其次為債券型基金，顯示股票型基金仍為市場追捧主流。

變數相關係數表如表 5 所示。由相關係數表可得， $post\_AR$  為與  $\Delta return$  相關性最高變數，相關係數達 0.7155，顯示追募後之相對報酬越高，追募前後績效變化傾向越大。追募後的基金規模變動及交易頻率亦有較高相關性，相關係數達 0.8615，顯示追募後的資金流入可能使交易頻率上升，然而追募前的基金規模變動及交易頻率未有如此高相關性，相關係數僅 0.4508，顯示追募前有較多其他因素影響交易頻率。其餘變數之間相關係數均低於 0.5，較毋需擔心變數間共線性問題。

表 2、追加募集全體樣本敘述統計量



Stats	N	mean	sd	p25	p50	p75
$\Delta$ return	108	-0.18	5.36	-2.12	-0.13	2.24
pre_RP	63	0.13	4.13	-1.28	-0.10	1.40
post_RP	103	-0.04	5.07	-1.42	0.01	1.19
pre_volume	106	999.28	1349.33	9.61	283.42	1561.28
pre_alpha	56	17.67	56.35	-12.75	6.36	30.64
pre_fundflow	54	392.81	951.87	-0.67	156.23	691.02
post_fundflow	69	59.43	1031.30	-368.68	14.79	269.84
pre_trade	78	26.24	59.15	0.28	2.83	24.29
post_trade	63	38.66	146.34	0.13	2.87	41.15
Times	70	1.73	1.16	1	1	2
establish_to_approve	108	1207.44	1523.36	185.50	768.00	1578.50
type_stock	108	0.34	0.48	0	0	1
type_balanced	108	0.05	0.21	0	0	0
type_bond	108	0.27	0.45	0	0	1
type_fundoffund	108	0.18	0.38	0	0	0
type_reits	108	0.04	0.19	0	0	0
type_multi	108	0.13	0.34	0	0	0

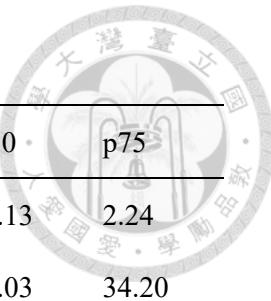


表 3、全體樣本主要變數追加募集前後差異

Stats	N	mean	sd	p25	p50	p75
$\Delta$ return	108	-0.18	5.36	-2.12	-0.13	2.24
$\Delta$ volume	103	-77.43	374.80	-43.43	-0.03	34.20
$\Delta$ alpha	56	-28.39	83.35	-39.79	-12.16	19.38
$\Delta$ fundflow	54	-290.63	1260.48	-911.86	-135.06	180.58
$\Delta$ trade	67	12.89	107.59	-2.23	0	0.70

表 4、全體樣本追募前後變數 t 檢定結果

p 值	
$\Delta$ return = 0	0.7355
post_RP = 0	0.9359

表 5、變數相關係數表

	$\Delta$ return	pre_RP	post_RP	pre_volume	pre_alpha	pre_fundflow	pre_trade	post_fundflow	post_trade	establish_to_approve	Times
	1										
pre_RP		-0.2815	1								
post_RP		0.7155	0.4689	1							
pre_volume		-0.1548	0.1673	-0.0207	1						
pre_alpha		0.1336	0.4209	0.4294	0.1023	1					
pre_fundflow		0.0317	0.0129	0.0386	0.2105	0.3882	1				
pre_trade		-0.319	-0.1014	-0.3675	0.0544	0.0471	0.4508	1			
post_fundflow		-0.043	-0.1499	-0.1488	-0.2441	0.0368	0.1913	0.3421	1		
post_trade		-0.0066	0.0048	-0.0026	-0.1437	-0.0186	0.0748	0.2821	0.8615	1	
establish_to_approve		-0.2306	0.2048	-0.0632	-0.1571	-0.0605	-0.2002	-0.2182	-0.1831	-0.0607	1
Times		0.0032	-0.0121	-0.0058	0.0517	-0.3413	0.029	-0.1018	-0.1967	-0.1172	0.2577





## 二、主要迴歸結果

表 6 呈現基金追募前變數對於基金績效變化迴歸結果，對應假說一，迴歸結果顯示，僅有追募前基金本身相對同類型平均的相對報酬對於績效下降有顯著影響。表 7 列示基金追募前各變數對於基金追募後相對報酬迴歸結果，迴歸結果顯示，在控制追募前相對報酬情況，各變數對於追募後相較同類型平均的相對報酬並無顯著影響，與表 6 結果相似。

根據上述迴歸結果，顯示在全體追募基金樣本下，除追募前基金本身的相對報酬外，無明顯有其他變因導致績效變化，並影響追募後相對報酬。

表 6、全樣本追募前各變數對基金報酬差異迴歸結果

Dependent Variable	$\Delta$ return					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
pre_volume	-0.0001 (-0.085)					-0.0001 (-0.054)
pre_alpha		0.0077 (0.325)				0.0397 (1.066)
pre_fundflow			0.0000 (0.071)			-0.0003 (-0.131)
pre_trade				-0.0112 (-0.806)		-0.0106 (-0.820)
pre_RP					-0.5673*** (-3.192)	-0.6177 (-1.605)
Times	0.4178 (0.656)	0.5807 (1.071)	0.4354 (0.791)	0.2913 (0.553)	0.2250 (0.425)	0.5872 (1.288)
establish_to_approve	-0.0013*** (-2.700)	-0.0011** (-2.153)	-0.0010** (-2.405)	-0.0006* (-1.947)	-0.0007* (-1.861)	
type_balanced	-2.1585 (-0.671)	-1.0027 (-0.277)	1.4332 (0.727)	-5.4072* (-1.766)	-1.9184 (-0.859)	1.1291 (0.385)
type_bond	-0.6215 (-0.339)	-0.6848 (-0.309)	-0.5371 (-0.432)	-0.6894 (-0.528)	0.4118 (0.321)	1.1506 (0.357)
type_fundofffund	-0.2333 (-0.117)	0.5731 (0.225)	0.2638 (0.225)	-0.0822 (-0.054)	0.0553 (0.043)	2.7304 (0.818)
type_reits	2.2155 (1.235)	3.3489 (1.623)	3.3341*** (2.914)	4.8906** (2.237)	-0.3590 (-0.131)	6.5035** (2.456)
type_multi	-3.3333 (-1.458)	-2.7824 (-1.273)	-2.5689 (-1.502)	-2.8388* (-1.754)	-0.9607 (-0.577)	0.0730 (0.024)
Constant	2.2980 (1.426)	0.8679 (0.386)	1.1405 (1.066)	1.3239 (0.886)	0.4481 (0.344)	-2.6320 (-0.782)
Observations	54	52	69	62	103	38
R-squared	0.164	0.123	0.147	0.137	0.229	0.265

Robust t-statistics in parentheses \*\*\* p&lt;0.01, \*\* p&lt;0.05, \* p&lt;0.1

表 7、追募前各變數對追募後績效迴歸結果

Dependent Variable	post_RP				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
pre_volume	-0.0001 (-0.153)				0.0002 (0.268)
pre_alpha		0.0364 (1.544)			0.0439 (1.169)
pre_fundflow			0.0001 (0.105)		-0.0008 (-0.402)
pre_trade				-0.0112 (-0.727)	-0.0142 (-1.041)
pre_RP	0.5505** (2.143)	0.2206 (0.865)	0.7509*** (2.826)	0.5243** (2.270)	0.4925 (1.341)
Times	0.2415 (0.354)	0.5935 (1.059)	0.3435 (0.626)	0.1582 (0.286)	1.0138* (1.891)
establish_to_approve	-0.0008 (-1.272)	-0.0004 (-0.738)	-0.0008* (-1.988)	-0.0003 (-0.977)	-0.0016* (-2.020)
type_balanced	-1.2303 (-0.461)	1.4229 (0.501)	1.3337 (0.810)	-3.7657 (-1.283)	0.7534 (0.278)
type_bond	0.1098 (0.063)	1.2409 (0.631)	-0.2529 (-0.204)	-0.2875 (-0.247)	2.1837 (0.741)
type_fundoffund	0.0287 (0.017)	2.1672 (1.013)	0.4096 (0.383)	0.1660 (0.124)	4.6733 (1.428)
type_reits	2.6972 (1.623)	4.4220** (2.621)	3.2129*** (2.804)	4.8335** (2.076)	5.7383** (2.276)
type_multi	-1.4045 (-0.516)	0.2172 (0.097)	-1.9302 (-1.089)	-1.3006 (-0.727)	-1.3116 (-0.413)
Constant	1.0040 (0.689)	-2.3563 (-1.286)	0.8149 (0.770)	0.4834 (0.361)	-1.4872 (-0.471)
Observations	54	52	69	62	38
R-squared	0.195	0.273	0.285	0.219	0.465

Robust t-statistics in parentheses \*\*\* p&lt;0.01, \*\* p&lt;0.05, \* p&lt;0.1



### 三、其他結果

在瞭解追加募集前後基金績效變化的敘述統計量基本趨勢後，雖在全樣本下並未找到明確變因影響基金績效變化，但為進一步探討績效表現未如原先假說預期的原因，本節將針對假說所涉及的潛在機制進行迴歸分析。

表 8 列示追募前各變數對於追募後基金規模變化迴歸結果，迴歸結果顯示，追募前各變數中僅有 *pre\_trade* 對追募後的 fundflow 有顯著的正向影響，再結合表 2 中顯示追募前基金具有相對報酬，推測可能的原因為經理人積極調整投資組合，在標的操作上大幅變動且伴隨短期績效提升情形下，釋出正向訊號吸引投資人申購，且基金本屬於熱門題材，使投資人更願意投資，符合假說一 b 前段所述，熱門基金吸引投資人大量申購導致規模增加機制。根據研究原先推論，在制度限制解除後，追加募集應帶動顯著資金流入。然而，從表 3 結果觀察，基金在追募後三個月的規模增幅不升反降，呈現規模成長放緩的情形，意即，即便追募前較佳績效確實吸引投資人投入資金，但追加募集核准、放寬規模上限後規模成長卻未如預期，導致即使追募前後績效確實下滑，統計結果上仍未顯著。

此外，假說一 b 亦指出，基金經理人在追加募集後可能產生「過度自信」心理偏誤，亦即過度高估自身能力，導致增加非理性交易行為、頻繁操作或提高風險曝險水準，進而損及基金績效。為驗證此機制，本節亦將透過實證資料檢視追加募集後基金在操作頻率、風險水準等面向的變化，藉此評估過度自信是否為影響績效下滑的潛在原因。

雖敘述統計量顯示追募後三個月基金的交易金額平均而言確實有所上升，但表 9 迴歸結果顯示，各變數中未有顯著對基金交易狀況造成影響因素，因此推測此處基金交易金額上升乃為規模增加後資金需投入市場導致的自然現象，非為經理人過度自信所致。

表 8、追募前各變數對追募後基金規模變化迴歸結果

Dependent Variable	post_fundflow				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
pre_volume	-0.0871 (-1.111)				-0.1075 (-1.250)
pre_alpha		-1.7298 (-0.494)			-2.3504 (-0.703)
pre_trade			2.3318** (2.362)		2.1149*** (3.318)
pre_RP				50.1052 (0.958)	-2.7061 (-0.096)
pre_fundflow	0.4160** (2.522)	0.4400** (2.665)	0.2614* (1.740)	0.1682 (0.841)	0.4107** (2.276)
Times	-70.1974 (-1.046)	-54.0185 (-0.832)	-68.2417 (-1.030)	-74.2056 (-0.963)	-76.6693 (-1.195)
establish_to_approve	0.0132 (0.182)	0.0255 (0.322)	-0.0415 (-0.893)	-0.0893 (-0.760)	0.0206 (0.234)
type_balanced	-906.9172 (-1.050)	-915.9825 (-1.054)	79.2194 (0.559)	-1,255.1264 (-1.524)	7.5244 (0.030)
type_bond	-301.6521 (-0.977)	-277.0688 (-0.683)	-194.1621 (-0.775)	-450.4813 (-1.082)	-410.0357 (-0.790)
type_fundoffund	57.3492 (0.243)	18.6466 (0.064)	20.0862 (0.122)	-275.8629 (-0.677)	-196.1348 (-0.733)
type_reits	-88.0204 (-0.395)	-8.1035 (-0.036)	-443.0137** (-2.171)	-446.7487 (-1.149)	-465.2911* (-2.008)
type_multi	314.2356 (1.171)	116.5902 (0.441)	158.9073 (0.725)	-252.7329 (-0.598)	306.7788 (0.923)
Constant	94.2479 (0.379)	23.4176 (0.084)	116.3299 (0.535)	573.6419 (1.159)	202.1256 (0.690)
Observations	47	42	48	67	38
R-squared	0.281	0.295	0.310	0.127	0.379

Robust t-statistics in parentheses \*\*\* p&lt;0.01, \*\* p&lt;0.05, \* p&lt;0.1

表 9、追募前各變數對追募後基金標的交易量迴歸結果

Dependent Variable	post_trade				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
pre_volume	0.0051 (0.701)				0.0149 (1.141)
pre_alpha		0.1072 (0.352)			0.1928 (0.485)
pre_fundflow			-0.0201 (-1.167)		-0.0284 (-1.403)
pre_RP				2.7116 (0.792)	3.7085 (0.637)
pre_trade	2.6543*** (6.056)	2.6393*** (5.944)	2.6299*** (5.791)	2.5548*** (5.326)	2.7415*** (6.460)
Times	1.2412 (0.161)	1.5563 (0.285)	3.1882 (0.427)	2.7624 (0.499)	8.8034 (1.060)
establish_to_approve	0.0034 (0.325)	0.0045 (0.587)	0.0006 (0.061)	-0.0010 (-0.272)	-0.0042 (-0.283)
type_balanced	96.3148** (2.580)	94.5386*** (2.728)	61.8167** (2.275)	58.5528** (2.039)	89.3529* (1.881)
type_bond	85.2906** (2.268)	75.4125** (2.334)	57.3105* (1.983)	54.4046** (2.159)	87.2931 (1.672)
type_fundoffund	103.1414** (2.525)	101.8659*** (2.883)	76.4048** (2.245)	72.7100** (2.497)	118.2006** (2.140)
type_reits	-282.4210*** (-5.366)	-284.0978*** (-5.685)	-314.7783*** (-5.836)	-299.6608*** (-5.359)	-285.1279*** (-5.602)
type_multi	89.1398** (2.339)	97.2297*** (2.760)	73.5390** (2.482)	63.7764** (2.253)	66.6022 (1.459)
Constant	-102.7369** (-2.590)	-100.9469*** (-2.857)	-68.3651** (-2.034)	-66.5699** (-2.260)	-114.4068* (-2.047)
Observations	49	48	48	62	38
R-squared	0.870	0.866	0.865	0.853	0.888

Robust t-statistics in parentheses \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

## 第二節 成立至追募核准時間少於兩年樣本

在研究背景中，我們將基金申請追加募集的情形大致歸納為兩種類型：其一為基金歷經多年穩定申購，隨著時間累積自然使規模突破原定發行額度；其二則為短期內因搭上熱門投資題材或市場風潮，導致投資人短時間內大量湧入資金，使基金迅速達到追加募集標準。考量本研究欲檢驗之核心假說——即熱門題材所引發的資金快速流入是否會對基金績效及規模產生相關影響，第二種情形更貼近本研究問題意識與實證設計。因此，本節將樣本範圍限縮為從基金成立日至追加募集核准日期小於兩年者，以捕捉那些在短期內因市場熱度而快速達到追募標準的基金，進一步觀察其在追加募集前後的操作行為與績效變化。

### 一、敘述統計量及 t 檢定

表 10 分別列示樣本敘述統計量，表 11 如前節所述相同原因，同樣整理主要變數在追募前後變化及其相關統計量資料。

應變數部分， $\Delta return$  和  $post\_AR$  之 t 檢定結果如表 12 所示。平均而言基金追募後三個月相對報酬較追募前僅下降 0.05%，t 檢定結果顯示未顯著異於追募前，而追募後相對報酬為負值，但 t 檢定結果同樣未顯著異於 0。若將相對報酬變化分為細項，分別觀察  $pre\_AR$  及  $post\_AR$ ，追募前三個月相較同類型平均不存在相對報酬，且追募後較同類型平均相對報酬亦僅有 -0.03%，遜於同類平均。若與前節全體樣本相較，兩年內追募樣本追募前後相對報酬變化下滑幅度較小，但主因為兩年內追募樣本在追募前相較同類型平均報酬本就不存在較佳績效，導致績效下滑情形也較不顯著。

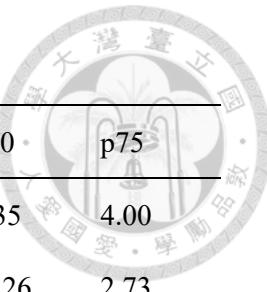
自變數部分，在兩年內追募樣本中，所有自變數包括基金前十大標的的市場交易量及超額報酬和基金規模變化及基金之交易金額在追募後均較追募前有所下滑，其中，前十大標的之市場交易量下降約 153.5 百萬新台幣，下滑幅度約 16%，為全體樣本下降幅度的兩倍，而超額報酬平均而言較追募前下滑達 30% 亦更加

劇烈，顯示兩年內追募基金相較全體樣本，平均而言在追募後市場熱度下滑情形更為嚴重。

其他特徵變數部分，平均追募次數為 1.33 次，自成立至追募核准平均僅需 255 天，約 8 個半月，其中位數 180 天顯示此類樣本中有半數基金僅花不到半年，規模即達追募門檻，受市場熱烈追逐程度更高；就追募基金類型分佈而言，與全體樣本相同，股票型基金同為最大宗，其次為債券型基金。

根據上述敘述統計量結果可得，兩年內追募樣本多為新穎、熱門題材基金，相較全體樣本規模增長速度更快，但並非由於其績效相對市場上之競品優異，而源於市場熱度使資金大量流入，但這類資金來源也導致資金在追募後、題材熱度逐漸散去情況下流入放緩，使規模增長情形有較快速下滑。

表 10、成立兩年內追募樣本敘述統計量



stats	N	mean	sd	p25	p50	p75
Δ return	52	-0.05	6.98	-2.12	0.35	4.00
pre_RP	20	0.00	5.31	-2.66	-0.26	2.73
post_RP	47	-0.03	6.74	-2.36	0.01	2.21
pre_volume	50	952.86	1403.08	1.89	372.75	1400.70
pre_alpha	23	9.30	57.80	-26.99	13.61	31.80
pre_fundflow	22	385.43	1202.48	3.85	220.83	1157.60
post_fundflow	25	169.41	1380.27	-706.84	37.60	796.63
pre_trade	35	30.12	48.93	0.28	5.10	35.16
post_trade	20	26.31	39.09	0.13	3.27	66.35
Times	27	1.33	0.68	1	1	1
establish_to_approve	52	254.87	209.11	97	180	354.5
type_stock	52	0.46	0.50	0	0	1
type_balanced	52	0.08	0.27	0	0	0
type_bond	52	0.17	0.38	0	0	0
type_fundoffund	52	0.13	0.34	0	0	0
type_reits	52	0.08	0.27	0	0	0
type_multi	52	0.08	0.27	0	0	0

表 11、成立兩年內追募樣本主要變數追加募集前後差異

stats	N	mean	sd	p25	p50	p75
$\Delta \text{return}$	52	-0.05	6.98	-2.12	0.35	4.00
$\Delta \text{volume}$	47	-153.48	503.05	-127.26	-0.15	33.69
$\Delta \text{alpha}$	23	-30.58	101.25	-65.96	-12.61	29.27
$\Delta \text{fundflow}$	22	-183.75	1623.59	-1134.55	-418.44	33.23
$\Delta \text{trade}$	25	-6.64	38.36	-5.58	-1.39	0.00

表 12、成立兩年內追募樣本追募前後變數 t 檢定結果

p 值	
$\Delta \text{return} = 0$	0.9645
$\text{post\_RP} = 0$	0.9773



## 二、迴歸結果

表 13 列示追募前各變數對追募前後相對報酬差異迴歸結果。結果與全樣本相似，各變數均無法解釋相對報酬變化的差異，僅有追募前相對報酬對於  $\Delta return$  有顯著解釋能力，追募前相對報酬每上升 1%，追募前後相對報酬差異傾向下降 0.53 %。

表 14 則呈現追募前各變數對追募後相對報酬迴歸結果，其中，原先 Column (5) 應為所有變數對  $post\_AR$  之迴歸，但由於樣本數不足無法跑出結果。迴歸結果顯示，追募前變數對追募後的相對報酬有顯著解釋力，與全體樣本結果不同，追募前三個月前十大標的加權平均 alpha 每上升 1%，追募後相對報酬平均而言在 95% 信心水準下將使追募後相較同類型平均之相對報顯著上升 0.08 %，表 10 敘述統計量中顯示追募前 alpha 平均為正，可得基金主要標的在市場上的超額報酬為追募後基金相對報酬主要正貢獻來源。

值得注意的是， $pre\_trade$  對於  $post\_AR$  復歸結果雖不顯著，但其復歸係數為負值且各變數中僅有此變數為負值，顯示經理人在追募前提高交易頻率確實對於基金相對報酬帶來負面影響，且可能為基金追募後相對報酬之主要負貢獻來源，符合假說二 b 中提及經理人過度自信導致基金不存在相對報酬情況。

表 13、成立兩年內追募樣本追募前各變數對基金報酬差異迴歸結果

Dependent Variable	$\Delta\text{return}$					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
pre_volume	0.0008 (0.540)					0.0002 (0.120)
pre_alpha		0.0321 (0.866)				0.1429 (1.688)
pre_fundflow			0.0005 (0.629)			-0.0006 (-0.278)
pre_trade				-0.0463 (-0.901)		-0.1222 (-1.399)
pre_RP					-0.5348** (-2.548)	-1.1107 (-1.000)
Times	-1.5581 (-0.516)	-0.0322 (-0.011)	-1.5327 (-0.560)	-0.7491 (-0.308)	-0.2022 (-0.074)	7.6235 (1.111)
establish_to_approve	-0.0078 (-0.902)	-0.0060 (-0.803)	-0.0089 (-1.538)	-0.0049 (-0.530)	-0.0068 (-1.538)	
type_balanced	-3.9711 (-0.646)	-1.3195 (-0.185)	1.7103 (0.767)	-13.0609*** (-3.282)	-2.2414 (-0.628)	
type_bond	-2.6704 (-0.870)		-3.0802 (-1.398)		0.4363 (0.191)	
type_fundoffund	-6.1236 (-1.396)	-2.9513 (-0.505)	-2.9225 (-1.170)	-5.3100 (-1.398)	-1.1688 (-0.482)	12.2039 (0.896)
type_reits	-0.5743 (-0.202)	1.3142 (0.327)	-0.3049 (-0.124)	6.1304 (0.818)	-0.1756 (-0.071)	26.6068 (1.816)
type_multi	-6.0209 (-0.979)	-2.3210 (-0.467)	-3.8576 (-1.108)	-4.3309 (-0.918)	-0.8691 (-0.362)	5.9163 (0.476)
Constant	7.5824 (1.488)	3.5364 (0.526)	7.3726 (1.570)	6.5296 (1.255)	2.3411 (0.559)	-16.2695 (-0.853)
Observations	21	20	25	19	47	11
R-squared	0.216	0.206	0.297	0.333	0.202	0.926

Robust t-statistics in parentheses \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

表 14、成立兩年內追募樣本追募前各變數對基金追募後相對報酬迴歸結果

Dependent Variable	post_RP			
	(1)	(2)	(3)	(4)
pre_volume	0.0008 (0.505)			
pre_alpha		0.0774* (2.006)		
pre_fundflow			0.0005 (0.667)	
pre_trade				-0.0630 (-0.960)
pre_RP	0.7987 (1.526)	0.1459 (0.464)	1.2040** (2.743)	0.6709 (0.930)
Times	-1.2025 (-0.349)	2.4993 (0.895)	-1.7219 (-0.640)	0.1825 (0.073)
establish_to_approve	-0.0085 (-1.002)	-0.0086 (-1.051)	-0.0078 (-1.398)	-0.0059 (-0.763)
type_balanced	-3.0433 (-0.497)	4.5685 (0.789)	1.6134 (0.671)	-11.1250 (-1.712)
type_bond	-1.8417 (-0.463)		-3.8996 (-1.267)	
type_fundoffund	-5.1944 (-1.025)	3.6633 (0.818)	-3.6322 (-1.166)	-4.0222 (-0.819)
type_reits	0.0707 (0.021)	4.9018* (2.002)	-0.2763 (-0.109)	9.0958 (0.850)
type_multi	-5.0805	2.6943	-4.1724	-3.4327
Constant	6.2134 (0.937)	-4.8696 (-1.001)	7.8747 (1.561)	4.4351 (0.672)
Observations	21	20	25	19
R-squared	0.363	0.503	0.590	0.500

Robust t-statistics in parentheses \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1



### 三、其他結果

前小節已驗證兩年內追募樣本績效下滑原因，此小節希望能進一步探究假說一 b 及假說二 b 所述影響基金規模變動因素及過度自信來源。

表 15 列出追募前變數對追募後規模變動迴歸結果，其中，原先 Column (5) 應為所有變數對 *post\_fundflow* 之迴歸，但由於樣本數不足無法跑出結果。除追募前交易頻率對規模變動影響與全體樣本結果同樣顯著外，此處追募前十大標的市場交易量同樣顯著影響追募後規模變動，追募前三個月基金前十大標的加權平均後市場交易量每增加一百萬新台幣，追募後基金規模在 95% 信心水準下顯著下降約 0.37 單位，根據此節第一小節推論，成立兩年內追募樣本題材新穎且在追募前十分熱門，並已流入大量資金，迴歸結果顯示此類基金在追募前越熱門、主要標的市場交易量越高，追募後熱度下降後，資金將更傾向流出至其他投資標的。

表 16 列出追募前變數對追募後交易頻率迴歸結果，其中，原先 Column (5) 應為所有變數對 *post\_trade* 之迴歸，但由於樣本數不足無法跑出結果。與全樣本結果不同之處在於，Column (2) 顯示兩年內追募的樣本中，追募前標的 alpha 每上升 1%，追募後基金買賣標的金額在 95% 信心水準下顯著上升約 0.32 百萬新台幣，確實影響追募後經理人的基金交易頻率，意即，追募前標的較高的超額報酬導致基金的高報酬率，並確實導致經理人的過度自信，且體現於較高的交易頻率上。

表 15、兩年內追募樣本追募前各變數對追募後基金規模變化迴歸結果

Dependent Variable	post_fundflow			
	(1)	(2)	(3)	(4)
pre_volume	-0.3668** (-2.542)			
pre_alpha		3.5607 (0.757)		
pre_trade			8.9202* (2.147)	
pre_RP				132.3560 (1.129)
pre_fundflow	0.4816*** (6.124)	0.3254* (2.462)	0.3152** (3.254)	0.2848 (1.182)
Times	-159.5579 (-1.030)	169.1086 (0.488)	-174.8744 (-0.694)	-667.0286 (-1.121)
establish_to_approve	3.1118*** (4.104)	3.1215*** (4.207)	0.2285 (0.394)	3.0263* (1.899)
type_balanced	-1,665.5763** (-2.794)	-731.8261 (-0.980)		-2,480.1956** (-2.566)
type_fundoffund	35.6740 (0.099)	1,073.6327 (1.518)	256.6941 (0.870)	-1,355.4519 (-0.951)
type_reits	536.1531 (1.304)	1,441.6565** (2.801)	-1,091.8165 (-1.456)	-342.2441 (-0.338)
type_multi	1,395.7152** (3.325)	1,400.4116* (2.297)	248.7488 (0.554)	-402.5635 (-0.347)
type_bond				-1,154.4790 (-0.805)
Constant	-689.1263 (-1.266)	-1,977.0213* (-2.228)	-102.6987 (-0.178)	984.9643 (0.572)
Observations	15	14	13	25
R-squared	0.901	0.861	0.796	0.351

Robust t-statistics in parentheses \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

表 16、兩年內追募樣本追募前各變數對追募後基金標的交易量迴歸結果

Dependent Variable	post_trade			
	(1)	(2)	(3)	(4)
pre_volume	0.0015 (0.383)			
pre_alpha		0.3154** (2.598)		
pre_fundflow			0.0120 (1.771)	
pre_RP				2.0058 (1.547)
pre_trade	0.6980** (2.559)	0.7179*** (5.546)	0.7433*** (4.551)	0.8197*** (4.272)
Times	12.4145 (1.195)	19.4946** (2.649)	8.6080 (1.471)	5.8198 (0.601)
establish_to_approve	-0.0097 (-0.179)	0.0006 (0.028)	-0.0468 (-1.270)	0.0072 (0.250)
type_balanced	-3.5127 (-0.124)	7.7005 (0.569)		-10.3075 (-0.738)
type_fundoffund	-5.4446 (-0.234)	15.8356 (1.390)	-11.7045 (-0.745)	-5.6753 (-0.526)
type_reits	-105.7633** (-2.574)	-99.6049*** (-5.988)	-121.4933*** (-5.274)	-122.8612*** (-5.012)
type_multi	-12.9631 (-0.449)	5.1184 (0.380)	-17.8414 (-0.853)	-11.2512 (-0.790)
Constant	-6.7675 (-0.225)	-28.5420* (-1.908)	9.0662 (0.381)	2.2213 (0.154)
Observations	16	16	13	19
R-squared	0.815	0.939	0.912	0.840

Robust t-statistics in parentheses \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

### 第三節 台灣新冠肺炎爆發後追募樣本

本研究假說指出，當基金因搭上特定熱門投資題材而吸引大量資金短期內湧入，將可能導致基金規模迅速膨脹並觸及追加募集門檻，而在追募後，因投資標的分散、交易成本上升或管理難度增加，進而影響基金後續績效及規模。然而，前兩節針對全體樣本與限縮於「成立兩年內即達追募標準」的基金所進行的實證分析中，結果並未完全支持研究假說。

為進一步驗證本研究假說的適用條件，我們回顧近期台灣市場資金快速湧入的具體實例。近年最具代表性的資金大量進入市場事件，發生於 COVID-19 疫情期間台灣實施三級警戒的階段。自 2008 年金融海嘯以來，台股日均交易量長期穩定於約新台幣 1,000 億元水準，儘管 2020 年全球疫情爆發後，交易量略為提升至 2,000 億元左右，但真正劇烈成長的轉折點，出現在 2021 年 4 月至 5 月。此期間，台灣爆發本土感染與不明感染源案例，並於 2021 年 5 月正式宣布進入三級警戒，市場自此開始一波投資熱潮。2021 年 4 月 22 日，台股單日成交量首次突破 6,000 億元；至 5 月 11 日，更首度達到 7,000 億元水準，顯示短期內投資人資金大量湧入市場的極端現象。

因此，本節進一步以 2021 年 4 月作為關鍵分水嶺，針對 2021 年 4 月之後發生追加募集的基金樣本進行分析，觀察在此一市場明顯過熱、資金短期集中湧入的特殊背景下，是否更能呈現本研究假說所預期之現象。

#### 一、敘述統計量及 t 檢定

表 17 列示樣本敘述統計量，表 18 如前節所述相同原因，同樣整理主要變數在追募前後變化及其相關統計量資料。

應變數部分， $\Delta return$  和  $post\_AR$  之 t 檢定結果如表 19 所示。平均而言基金追募後三個月相對報酬較追募前下降 0.14%，t 檢定結果顯示未顯著異於追募前，而追募後相對報酬為負值，但 t 檢定結果同樣未顯著異於 0。若將相對報酬變化



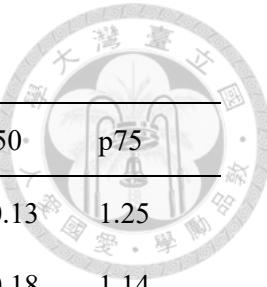
分為細項，分別觀察 $pre\_AR$ 及 $post\_AR$ ，追募前後三個月相對報酬分別為-0.21%及-0.36%，相較同類型平均均不存在相對報酬，顯示疫情爆發後追募樣本在追募前本身報酬便落後同類型平均，且落後幅度相較兩年內追募樣本更大，追募後績效又進一步下滑，惟其下滑情形並不顯著。

自變數部分，在疫情爆發後追募樣本中，基金前十大標的的市場交易量及超額報酬和基金規模變化在追募後均較追募前有所下滑，其中，基金規模變化在追募後三個月較追募前三個月平均下降約 266.6 百萬新台幣，自追募前資金淨流入轉為資金淨流出，前十大標的之市場交易量在追募前後平均下滑約 15%，與兩年內追募基金相仿，而前十大標的超額報酬下降情形平均而言雖較其他樣本和緩，但仍較追募前下滑 22%，而基金交易金額與前節有所不同，在追募後有顯著上升。

其他特徵變數部分，平均追募次數為 2.58 次，自成立至追募核准平均約 1862 天，約 5 年又 1 個月，顯示此時期資金大量湧入對象多為過去曾追加募集基金，或是存在市場已較長時間基金；就追募基金類型分佈而言，多重資產型基金為此時期追加募集最大宗，其次為股票型及債券型基金並列。

根據上述結果可得，新冠爆發後追募基金多為老牌基金，其相對同類平均不一定存在相對報酬，但成立時間較長亦較為知名，顯示市場在資金短期大量湧入情況下傾向將資金投入家喻戶曉但績效未必真的較佳的基金市場長青樹，在市場資金潮退卻後也迅速撤出，使追募後樣本呈現平均而言資金淨流出的情形。

表 17、台灣疫情爆發後追募樣本敘述統計量



stats	N	mean	sd	p25	p50	p75
$\Delta$ return	31	-0.14	4.76	-2.12	-0.13	1.25
pre_RP	28	-0.21	2.99	-1.19	-0.18	1.14
post_RP	29	-0.36	5.15	-1.05	-0.05	0.56
pre_volume	31	1154.87	1550.14	1.72	290.75	2612.71
pre_alpha	28	3.38	46.79	-23.87	1.83	22.72
pre_fundflow	24	234.65	788.12	18.47	83.61	502.73
post_fundflow	23	-94.47	672.19	-452.42	-25.78	256.58
pre_trade	27	13.42	31.29	0.28	1.56	6.83
post_trade	28	23.07	38.41	0.35	2.62	20.36
Times	31	2.58	1.50	1	2	4
establish_to_approve	31	1862.68	1859.66	403	1580	2614
type_stock	31	0.26	0.44	0	0	1
type_balanced	31	0.03	0.18	0	0	0
type_bond	31	0.26	0.44	0	0	1
type_fundoffund	31	0.16	0.37	0	0	0
type_reits	31	0	0	0	0	0
type_multi	31	0.29	0.46	0	0	1

表 18、台灣疫情爆發後追募樣本主要變數追加募集前後差異

stats	N	mean	sd	p25	p50	p75
$\Delta$ return	31	-0.14	4.76	-2.12	-0.13	1.25
$\Delta$ volume	29	-174.98	416.22	-217.87	-0.03	6.32
$\Delta$ alpha	28	-22.39	75.26	-38.13	-9.35	31.94
$\Delta$ fundflow	24	-266.63	683.30	-710.36	-79.37	104.60
$\Delta$ trade	23	4.66	16.56	-0.30	0.01	0.67

表 19、台灣疫情爆發後追募前後變數 t 檢定結果

p 值	
$\Delta$ return = 0	0.8748
post_RP = 0	0.7033



## 二、主要迴歸結果

表 20 列示各變數在基金追募前對 $\Delta return$ 影響，若就單一變數而言，僅有追募前基金標的的交易頻率對基金相對報酬變化有顯著負面影響，追募前基金標的買賣金額每增加一百萬新台幣，在 95% 信心水準下，樣本基金的相對報酬在追募後傾向較追募前下滑 0.12%。若觀察 column (6) 之所有變數迴歸，追募前主要標的之超額報酬、基金規模增長及基金標的交易頻率均對基金相對報酬變化有顯著影響，但其中仍僅有 *pre\_trade* 為負向影響，推估基金經理人交易頻率增加確為導致績效下滑主因，符合假說一 b 關於經理人過度自信的描述。

表 21 則顯示追募前各變數對追募後基金相對報酬影響。追募前基金交易金額對追募後的相對報酬同樣為顯著，基金每增加交易一百萬新台幣，追募後三個月相對報酬則傾向下降 0.1 %。若觀察 column (5) 之所有變數迴歸，與表 20 結果相同，追募前主要標的之超額報酬、基金規模增長及基金標的交易頻率均對基金相對報酬變化有顯著影響，但其中同樣僅有 *pre\_trade* 為負向影響，顯示追募前的頻繁交易確為追募後相對報酬的主要貢獻來源，符合假說二 b 關於經理人過度自信的陳述。

表 20、新冠爆發後樣本追募前各變數對基金報酬差異迴歸結果

Dependent Variable	$\Delta\text{return}$					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
pre_volume	0.0005 (0.720)					0.0005 (0.373)
pre_alpha		0.0638 (1.734)				0.0444* (2.075)
pre_fundflow			-0.0004 (-0.172)			0.0046*** (3.557)
pre_trade				-0.1216** (-2.127)		-0.2886*** (-5.954)
pre_RP					0.1859 (0.260)	-0.9513* (-1.874)
Times	0.6694 (1.445)	1.5793** (2.462)	0.5721 (1.515)	0.5370 (1.644)	0.4482 (0.743)	0.0547 (0.113)
establish_to_approve	-0.0019*** (-3.037)	-0.0034* (-2.066)	-0.0010 (-1.025)	-0.0006* (-2.039)	-0.0007** (-2.268)	
type_balanced	-8.7583** (-2.248)	-8.0855** (-2.202)		-14.7580*** (-3.075)	-9.7414*** (-3.188)	
type_bond	2.6228 (0.592)	6.2970 (1.181)	1.5522 (0.518)	-5.6324 (-1.187)	0.0091 (0.003)	-17.8856*** (-5.139)
type_fundoffund	3.0919 (0.635)	7.9591 (1.260)	1.2404 (0.510)	-5.8703 (-1.277)	-0.7372 (-0.240)	-15.7417*** (-4.890)
type_multi	-2.6064 (-0.501)	-0.3557 (-0.092)	-1.2908 (-0.368)	-8.7255* (-1.882)	-3.2235 (-1.046)	-20.9300*** (-5.903)
Constant	0.4856 (0.129)	-1.6295 (-0.375)	-0.0332 (-0.008)	6.9282 (1.392)	1.4542 (0.472)	17.9337*** (3.908)
Observations	26	22	23	27	29	18
R-squared	0.195	0.466	0.065	0.517	0.189	0.934

Robust t-statistics in parentheses \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

表 21、新冠爆發後樣本追募前各變數對追募後基金相對報酬迴歸結果

Dependent Variable	post_RP				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
pre_volume	0.0007 (0.656)				0.0004 (0.608)
pre_alpha		0.1038* (2.109)			0.0497** (2.782)
pre_fundflow			-0.0012 (-0.702)		0.0041*** (4.580)
pre_trade				-0.1030** (-2.278)	-0.2641*** (-8.127)
pre_RP	1.2363 (1.576)	0.1161 (0.228)	2.4151*** (3.331)	1.7243*** (3.207)	0.1777 (0.477)
Times	0.8204 (1.154)	1.5851** (2.169)	1.4219** (2.359)	1.0443** (2.195)	0.4619 (1.600)
establish_to_approve	-0.0022** (-2.164)	-0.0029 (-1.755)	-0.0019* (-1.924)	-0.0008** (-2.415)	-0.0020*** (-5.128)
type_balanced	-9.7209*** (-3.060)	-3.7574 (-0.816)		-15.0173*** (-4.219)	
type_bond	2.6209 (0.576)	7.0750 (1.338)	2.0174 (0.701)	-4.1628 (-1.146)	-12.3267*** (-4.915)
type_fundoffund	3.1331 (0.628)	9.4551 (1.476)	1.5007 (0.423)	-4.8402 (-1.297)	-9.6145*** (-4.224)
type_multi	-3.5681 (-0.710)	2.2791 (0.506)	-3.2678 (-1.357)	-8.8648** (-2.485)	-17.6382*** (-10.475)
Constant	0.7311 (0.203)	-4.4879 (-0.972)	0.0758 (0.028)	5.0496 (1.395)	16.4317*** (5.488)
Observations	26	22	23	27	18
R-squared	0.370	0.666	0.646	0.748	0.980

Robust t-statistics in parentheses \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1



### 三、其他結果

最後同樣進一步探究假說一 b 及假說二 b 所述影響基金規模變動因素及過度自信來源。表 22 列示追募前各變數對於追募後基金規模變化迴歸結果，結果顯示追募前基金標的市場交易量及超額報酬均對此樣本追募後規模變化有顯著負向影響，追募前交易頻率則對追募後規模變動有顯著正向影響。顯示追募前市場越熱絡，在追募後熱度下降情形對基金規模負面影響越大，結合敘述統計量資訊，疫情後追募樣本多為存在已久基金，非為特定新穎題材，且無論追募前後之樣本報酬率均落後於同類型平均，因此市場熱度消散後，資金退撤出速度較特定投資主題更快，導致平均而言基金規模不只是成長放緩，而是規模縮減，因此較無假說一 b 及假說二 b 中規模稀釋情形發生。

樣本基金追募前各變數對追募後交易頻率迴歸結果如表 23 所示。與前兩節的結果不同，在控制追募前交易頻率的影響後，疫情後追募樣本顯著影響追募後交易頻率的因素為追募前的基金規模增長，意即基金的規模成長使經理人有更多的資金需投入市場；敘述統計量資料顯示追募後基金交易頻率增加，結合前兩小節內容可推得，經理人在市場大量資金流入的情況下，該時期樣本基金交易的增加可能並非由於假說一 b 及假說二 b 所主張的經理人過度自信，而更可能僅是為將短期大量流入資金投入市場，然而短期內市場可能並不存在如此多良好投資機會，這也才使得追募前大量將資金投入市場的行為導致基金績效進一步較追募前下降，並且落後於同類型平均更多。

表 22、新冠爆發後樣本追募前各變數對追募後基金規模變化迴歸結果

Dependent Variable	post_fundflow				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
pre_volume	-0.4758*				-0.3350
	(-1.867)				(-1.002)
pre_alpha		-7.3507***			-11.8352
		(-3.814)			(-1.396)
pre_trade			15.0435***		-1.9229
			(5.276)		(-0.140)
pre_RP				-91.8883	90.0508
				(-1.699)	(0.666)
pre_fundflow	0.6280***	0.6081***	0.2643**	0.5766***	0.7267
	(4.127)	(7.568)	(2.648)	(3.646)	(1.853)
Times	-171.9302*	-109.4545	-50.5134	-84.8992	-180.4476
	(-1.827)	(-1.763)	(-0.670)	(-1.088)	(-1.503)
establish_to_approve	0.2572	0.5232*	0.2277	0.1380	0.4649
	(1.526)	(2.002)	(1.648)	(0.697)	(1.808)
type_bond	-958.3496	-1,563.6617	470.0430	-166.0838	-1,726.3169
	(-1.577)	(-1.679)	(1.090)	(-0.298)	(-1.302)
type_fundoffund	-772.3810	-1,234.0974	293.5880	-42.8527	-1,412.4273
	(-1.404)	(-1.638)	(1.070)	(-0.076)	(-1.390)
type_multi	1,125.3665	-237.3894	898.3100***	301.6196	451.2640
	(1.273)	(-0.551)	(3.272)	(0.715)	(0.543)
Constant	547.7132	-191.5618	-1,048.7509***	-227.9907	447.3161
	(1.095)	(-0.731)	(-3.526)	(-0.639)	(0.334)
Observations	22	18	23	23	18
R-squared	0.494	0.699	0.519	0.428	0.752

Robust t-statistics in parentheses \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

表 23、新冠爆發後樣本追募前各變數對追募後基金標的交易量迴歸結果

Dependent Variable	post_trade				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
pre_volume	0.0011 (0.480)				-0.0161 (-1.619)
pre_alpha		0.1038 (0.978)			-0.0868 (-0.361)
pre_fundflow			0.0126** (2.916)		0.0406** (2.856)
pre_RP				1.6280 (1.074)	-4.9011* (-1.994)
pre_trade	0.7454** (2.428)	0.8295** (2.676)	0.6104** (2.630)	0.9610*** (4.810)	-0.5177 (-1.081)
Times	3.4099 (1.112)	4.8045 (1.232)	3.6734 (1.137)	3.8285 (1.524)	-6.9703 (-1.406)
establish_to_approve	-0.0026 (-0.648)	-0.0048 (-1.085)	-0.0095 (-1.528)	-0.0017 (-1.447)	0.0012 (0.307)
type_balanced	-26.2743 (-0.721)	-20.1014 (-0.577)		-10.4940 (-0.597)	
type_bond	-27.1603 (-0.725)	-20.3808 (-0.528)	-15.6918 (-0.776)	-8.1608 (-0.428)	-112.9011*** (-4.094)
type_fundoffund	-24.1208 (-0.669)	-12.1301 (-0.311)	-2.4213 (-0.112)	-9.5414 (-0.521)	-97.6437*** (-3.746)
type_multi	-27.9558 (-0.782)	-18.0339 (-0.487)	-17.5228 (-0.861)	-8.8875 (-0.440)	-55.9181*** (-3.973)
Constant	24.9307 (0.658)	16.5030 (0.440)	24.8860 (1.422)	5.2817 (0.273)	131.6704** (2.890)
Observations	25	21	23	27	18
R-squared	0.850	0.854	0.872	0.836	0.953

Robust t-statistics in parentheses \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

## 第五章 結論

本研究由台灣特有的追加募集制度出發，結合投信投顧公會公開揭露的追加募集基金資訊及各項基金相關變數，旨在探討基金於追加募集前的操作行為是否對追加募集後的相對報酬造成影響，並進一步分析不同變數對追加募集後績效表現之解釋力。

實證結果顯示，雖在統計上多數變數未達顯著水準，然整體樣本在追加募集後的相對報酬普遍呈現下滑趨勢，且追募後三個月的累積相對報酬相對同類型基金平均值皆為負，顯示追加募集後基金報酬表現平均而言不如同類型基金。針對不同樣本進一步分析亦發現其潛在原因有所差異。

在全體樣本中，各變數對追加募集後績效變動與相對報酬的影響並不顯著，推測可能因為追募前績效帶動基金規模穩定成長，但追募後並未出現預期中的資金迅速湧入，因此未顯著形成規模稀釋效應。針對成立未滿兩年即進行追募的基金樣本，該類基金多屬新題材熱門產品，因短期市場熱度而快速募資，惟其追募前績效即已落後同類平均，導致其追募後績效下滑相對有限。進一步的迴歸結果指出，追募前標的的 alpha 對經理人追募後交易頻率具有正向影響，雖不顯著，仍可合理推論交易頻率上升可能為導致追募後績效表現不佳的因素之一，與本研究假說二 b 「經理人因過度自信而導致績效下滑」的邏輯相符。

至於疫情期間市場資金大量湧入後所進行追加募集的基金樣本，則多屬存在市場已久之大型基金。該類基金雖於追募前即已落後同類型平均，但因市場資金充沛，仍吸引大量申購，然而在市場熱度退潮後，資金迅速流出，加上經理人需於短期內將龐大資金投入市場，操作壓力與配置難度同步提升，進一步導致基金績效惡化，其追募後報酬與同類平均差距擴大。

綜上所述，追加募集制度雖為台灣共同基金市場的特殊設計，提供了觀察基金規模與績效變化之良好事件研究基礎，但本研究結果亦顯示，基金是否在追加募集後出現績效下滑，需視基金類型、資金流入動能、經理人行為與市場

環境等因素綜合判斷。未來研究可進一步探討追加募集對不同產業主題基金、風險特性或投資策略之影響，並可納入更長期的績效追蹤資料，以提供資產管理實務更具深度的政策建議與操作參考。

目前針對台灣共同基金「追加募集」制度的學術研究相對稀少，本文期望作為相關議題探討之起點，開啟更多針對追募制度的實證研究與理論建構，進而豐富台灣基金制度在學術領域中的討論。未來研究可進一步將是否辦理追加募集納入控制變數，擴大樣本涵蓋範圍，將未曾追募之基金一併納入分析，改善本研究在樣本數量上的限制。

此外，本文曾初步探討不同基金類型於追加募集前後績效表現之差異，但礙於樣本規模不足，結果未臻顯著。後續研究可聚焦特定類型基金（如股票型、債券型等）於特定市場事件或經濟環境下進行追加募集時的績效變動，以深化對制度效果與市場行為互動關係的理解。

最後，在經理人層面，未來亦可納入更多操作者特性變數，如是否曾獲得外部績效評鑑獎項、其過往管理績效、投資風格穩定性等，進一步探討經理人特質與追加募集後基金表現之關聯，補足現有研究中對基金操作行為與管理誘因探討的不足。

## 參考文獻

- Barber, B. M., & Odean, T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *The Journal of Finance*, 55(2), 773-806.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292.
- Barber, B. M., Odean, T., & Zheng, L. (2005). Out of sight, out of mind: The effects of expenses on mutual fund flows. *The Journal of Business*, 78(6), 2095-2120.
- Berk, J. B., & Green, R. C. (2004). Mutual fund flows and performance in rational markets. *Journal of Political Economy*, 112(6), 1269-1295.
- Carhart, M. M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *The Journal of Finance*, 52(1), 57-82.
- Chen, J., Hong, H., Huang, M., & Kubik, J. D. (2004). Does fund size erode mutual fund performance? The role of liquidity and organization. *American Economic Review*, 94(5), 1276-1302.
- Cremers, K. M., Fulkerson, J. A., & Riley, T. B. (2019). Challenging the conventional wisdom on active management: A review of the past 20 years of academic literature on actively managed mutual funds. *Financial Analysts Journal*, 75(4), 8-35.
- Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2011). In search of attention. *The Journal of Finance*, 66(5), 1461-1499.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor psychology and security market under-and overreactions. *the Journal of Finance*, 53(6), 1839-1885.
- Del Guercio, D., & Tkac, P. A. (2002). The determinants of the flow of funds of managed portfolios: Mutual funds vs. pension funds. *Journal of Financial and*

Quantitative Analysis, 37(4), 523-557.

Elton, E. J., Gruber, M. J., & Blake, C. R. (2003). Incentive fees and mutual funds. The Journal of Finance, 58(2), 779-804.

Gervais, S., & Odean, T. (2001). Learning to be overconfident. The Review of Financial Studies, 14(1), 1-27.

Kopsch, F., Song, H. S., & Wilhelmsson, M. (2015). Determinants of mutual fund flows. Managerial Finance, 41(1), 10-25.

Lou, D. (2012). A flow-based explanation for return predictability. The Review of Financial Studies, 25(12), 3457-3489.

Massa, M., & Patgiri, R. (2009). Incentives and mutual fund performance: higher performance or just higher risk taking?. The Review of Financial Studies, 22(5), 1777-1815.

Nanda, V., Wang, Z. J., & Zheng, L. (2004). Family values and the star phenomenon: Strategies of mutual fund families. The Review of Financial Studies, 17(3), 667-698.

Odean, T. (1998). Volume, volatility, price, and profit when all traders are above average. The Journal of Finance, 53(6), 1887-1934.

Singal, V., & Xu, Z. (2011). Selling winners, holding losers: Effect on fund flows and survival of disposition-prone mutual funds. Journal of Banking & Finance, 35(10), 2704-2718.

Sirri, E. R., & Tufano, P. (1998). Costly search and mutual fund flows. The Journal of Finance, 53(5), 1589-1622.

