

# 臺灣共同基金規模經濟之研究

李顯峰、廖麗娟

## 摘 要

本文乃檢討臺灣證券投資信託基金(簡稱「共同基金」)之現況,由基金規模結構、固定經理費、投資目標及基金管理費高低等方面加以探討,並且探討臺灣證券投資信託基金(即共同基金)之規模經濟現象。至 2003 年 12 月止,臺灣共同基金資產規模計達新台幣 2 兆 6,668.4 億元,計有 417 檔基金,計有其中以債券型(投資國內)基金規模計達 2 兆 1,075.8 億元占 79.03%高居首位,其次是開放式股票型(投資國內),實有別於其他各國主要基金市場大都以「股票型基金」為主。我國現行基金資產規模之比重與受益人之比重顯然呈現反向關係。而有平均週轉率較高或一年期平均報酬率較高股票型基金及債券型基金負擔之平均費率似乎未明顯較高。「高週轉、低淨值、多檔數、少樣化」是臺灣共同基金市場的特性。

其次,應用棋盤式資料隨機效果(panel data, random effects)計量方法估計超越對數成本函數(translog cost function),樣本期間自 1997 年 5 月至 2003 年 12 月計 21,222 支基金觀察值,估計結果發現整體基金市場與七類型基金個別之經理費用對其總資產規模之成本彈性(cost elasticity)皆小於一,即臺灣共同基金皆具有規模經濟現象,投資人負擔之經理費用為合理。若再以基金規模別估計,亦皆顯示具有規模經濟現象。基於上述討論分析之結論,擬提出下列三項有關臺灣基金市場發展之改進建議:(1)取消各類型開放式基金規模上限之限制,以避免基金規模因達滿額之一定成數即需向證期局申請再次募集,徒增行政成本。(2)仿現行創業投資事業經營管理訂價模式,全面開放投信公司經理基金得以比照經營全權委託投資業務,與投資人簽訂績效報酬契約,相當於補貼基金經理公司之風險貼水(risk premium),期使有誘因合理地經營管理基金,以降低道德風險。(3)參照美國實施基金 12b-1 費用制度,俾利於基金全球行銷及藉以擴大基金規模減輕投信公司與基金通路商私下交易及牟取不當得利之行徑。

## 壹、前言

截至 2003 年底,國內投信公司發行之證券投資信託基金(以下簡稱「投信基金」)已

累計達新台幣 2 兆 6,668.48 億元，金額相當龐大。惟一個理想的證券市場所應具有的屬性，包括市場適正性及市場效率性，維持適當的交易秩序甚為重要。誠如美國證券管理委員會（SEC）於 2003 年底對年交易值高達 7 兆美元的共同基金市場進行雷厲風行的改革，紐約州檢察長史匹哲(Eliot Spitzer)曾在受訪中表示：「(業者的)手續費太高了，我會在和解條件中試著加入一套談判降低費率的治理規範。」<sup>1</sup> 迄今國內對於共同基金之規模經濟似乎尚無實證研究文獻。

雖截至 2003 年底國內投信基金規模雖累計高達新台幣 2 兆 6 千餘億元，但卻是以「債券型基金」之比重占大宗，實有別於其他各國主要基金市場大都以「股票型基金」為大宗。一般而言，基金本係為多數小額投資人而設計，應較適合作長期投資策略，但是國內許多投資人偏好以短線方式來回操作自己投資的股票型基金，實際上，若不能精確掌握波段，在進、出之間可能已將利益給侵蝕掉了<sup>2</sup>。國內債券型基金常以附買回方式投資債券，因此報酬率不受利率波動影響，以致其收益率相差極小，幾乎不到 0.1%，導致多數之法人機構以債券型基金作為短期資金的調度工具，也突破了上兆元之基金規模<sup>3</sup>。

投資共同基金雖能有效地分散風險，但是當整體股票市場呈現下跌趨勢時，共同基金投資人仍然必須面臨可能虧損之局面，畢竟共同基金僅能有效降低公司風險(非系統性風險)，但是對於市場風險(系統性風險)仍然無法避免。惟投信基金投資人的認知並非如此，大多數投信基金投資人認為投信基金為獲利穩定低風險之投資工具<sup>4</sup>，因此投資人對於投信基金之長期操作績效並不十分在意，只重視短期操作績效，反而較少投資人會探究本身投資之基金成本是否太高或不合理。

關於投資之基金成本是否太高之問題，即涉及規模經濟概念；規模經濟(economies of scale)一詞之意義，係指一廠商的平均成本隨其產量增加而下降的現象，或者呈現出報酬遞增的現象(increasing returns to scale)(例如見 Carlton and Perloff, 2000, p.35)。為了追求規模經濟，基金必須維持一定之規模(基金資產總值)才能順利運作，而投信基金產業的確也應存在規模經濟的現象，市場始具有其效率。規模經濟之效益可能來自資訊處理、股票交易利得，及使用固定資產所能節省之成本等因素 (Indro et al, 1999)。另一方面，基金規模大小反映了基金操作績效，基金之資金成長不外來自基金資產增值不斷增加導致資本的成長，及投資人不斷將資金投入基金中。投資績效優異的投信基金在新聞媒體定期的基金績效報導推波助瀾之下引起投資人的注意，期望能夠順勢搭上投資獲利，不斷的將其資金源源不斷的投入於此類共同基金中，使該基金資產不斷的成長，其基金規模也益形龐大。

共同基金源起於英國，當時正值工業革命時期，亦是殖民擴張的時期，英國為極力擴張殖民地版圖，並謀求海外投資更高之報酬，遂由政府出面組成投資公司，委託專業人士代為

投資，分散風險，俾中小投資者與大型投資者皆能享受國際投資的高報酬。在美國有半數的家庭財富管理投資在共同基金，基金業者也自稱是最適合小額投資人存放退休金和其他儲蓄的工具，而財富管理計劃主要包括三大範疇 - 財富累積、財富保障及財富轉移的安排。故就基金業者而言，其扮演之角色乃係為投資人經營財富管理，立足點應取決於投資人的理財目標及達成有關目標的策略；亦即財富管理包括一切可讓投資人達成心願的策略。

按共同基金之特性，係投信公司以發行受益憑證之方式，募集小額投資人的錢，將多數人的資金累積成一筆大錢，再將這些錢委由專業的基金經理人投資在各種投資標的；如股票、債券、期貨、貴金屬、選擇權、認股權證、房地產或是其他共同基金的股份等，期望使基金資產不斷地成長，以讓投資人能分享資金成長的利益，惟並不代表此種投資絕無風險且必然定會獲利。因此，所有由基金操作所產生之收益或風險都將由全體投資人分享與承擔。

有鑑於此，本文以臺灣截至 2003 年底計發行 417 檔證券投資信託基金之規模作為分析主題，以了解臺灣基金市場是否存在規模經濟效果。本文架構除了第一節為前言外，第二節為臺灣投信基金現況檢討與分析，第三節進行臺灣投信基金規模經濟之實證分析，最後為結論與建議。

## 貳、臺灣投信基金現況檢討與分析

一般國內投信基金投資人認為投信基金為獲利穩定低風險之投資工具，因此不在意長期操作績效，反而重視短期操作績效<sup>5</sup>。通常投資績效優異的投信基金在新聞媒體定期的基金績效報導推波助瀾之下引起投資人的注意，期望能使資金不斷注入，其基金規模也逐漸壯大。而投資人面對短期投資績效不彰的基金只能選擇抱持長期投資或贖回低報酬之共同基金。面對投資人贖回的壓力，基金經理人亦不得不減少持股比例提高現金部位，以應付投資人不斷要求贖回的現金需求。由於持股比例偏低，基金將來之股利和資本利得之所形成的資本成長機會相對減少，再加上不斷要求贖回的資金流出壓力，基金規模大幅縮水。在此情況下，基金規模形成大者恆大，小者恆小，強弱分明的立場，但是基金規模龐大並不必然是獲利的保證。Volkman(1995)指出基金規模大小與其操作績效呈現負相關關係。資產規模大之基金對於市場變化之反應程度亦可能相對偏慢，對於證券交易時機之拿捏也不易掌握。規模太大的基金和其他基金比較起來反而無法維持固定之規模經濟效益，產生較佳的投資操作績效。

以下就國內現行基金規模結構、固定經理費、投資目標和基金管理費高低等三方面探討國內投信基金現行制度面之缺失。

### (一)基金規模結構分析

臺灣的證券投資信託事業（簡稱「投信公司」）所發行之證券投資信託基金（簡稱「投信基金」）狀況，自 1987 年僅有八檔國內及國際型基金，基金資產規模僅達 204 億元；惟截至 2003 年底，國內投信公司發行之基金總計多達 417 檔，基金資產規模亦

隨之擴增至 2 兆 6,668 億餘元,大幅成長了 130 餘倍。而基金規模之市場佔有率則以「債券型基金」(投資國內)所佔比重最高,約為 79%之強;次為「開放式股票型基金」(投資國內)約佔 9%,再其次為「債券股票平衡型基金」約佔 4.6%。若以受益人數所佔基金總受益人比例結構而言,分別以「開放式股票型」(投資國內)基金受益人所佔比重最高,約為 61%,次為「國際股票型」基金約佔 21%,而「債券型基金」(投資國內)卻僅佔 8%。有關國內各類型投信基金規模及受益人彙整詳見表 1。

此類基金規模結構實凸顯我國現行基金市場係由少數之受益人擁有大多數基金之資產規模。換言之,國內基金資產規模結構之比重與受益人結構之比重,明顯呈現反向關係,此一結構顯然與一般認知證券投資信託係提供小額投資人有效的服務之理念相悖離;亦與認為基金最適合小額投資人存放退休金和其他儲蓄的工具之論點未完全符合<sup>6</sup>。以國內基金資產規模結構論點觀察而言,實不免令人懷疑:國內基金資產規模究有無存在規模經濟之效益?投資人投資基金除了應參考操作績效指標外,其他例如:基金規模大小、管理費比例高低、基金週轉率高低、申購手續費多寡等,也可以用來作為基金投資之參考,但國內投資人往往都忽略了這些因素的參考價值。

表 1 各類型投信基金規模/受益人比重明細表

類型代號	基金種類別	基金規模 (新台幣千元)	基金規模市佔率 (%)	總受益人數	受益人數比率 (%)
1	封閉式股票型(投資國內)	8,223,566.65	0.31	36738	2.00
2	開放式股票型(投資國內)	240,064,271.02	9.00	1126231	61.34
3	股票型(國外募集投資國內)	13,944,601.42	0.52	11	0.00
4	國際股票型	80,205,925.43	3.01	383397	20.88
5	平衡型	122,714,307.64	4.60	112561	6.13
6	債券型(投資國內)	2,107,589,225.95	79.03	148951	8.11
7	債券型(投資國外)	37,993,398.65	1.42	10470	0.57
8	組合型	11,975,500.97	0.45	10450	0.57
9	指數股票型	39,427,626.47	1.48	5079	0.28
10	保本型	4,709,152.29	0.18	2199	0.12
	合計	2,666,847,576.46	100.00	1836087	100.00

資料來源:中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會

## (二)固定經理費所衍生道德危險之疑慮

依現行定型化證券投資信託契約規定,基金資產應負擔之費用有:1.為取得或處分

基金資產所生之經紀商佣金、證券交易手續費等直接成本及必要費用。2.基金應支付之一切稅捐。3.應支付經理公司與保管機構之報酬。4.其他費用等。其中支付予經理公司之報酬，係按基金淨資產價值每年某一百分比(除少數幾檔基金費率低於同業外，股票型基金的費率大都介於 1.4% 1.6%；債券型基金大都介於 0.35% 0.4%)之比率，逐日累計計算，並自基金成立日起每曆月給付乙次。支付予保管機構之報酬亦同。目前除了少數經理公司會按基金規模大小採取差別級距經理費率，及證期會開放辦理全權委託投資業務得收取績效報酬外，大部分的基金僅能按定型化契約之規定，採固定費率計算經理費。有關國內現行各類型基金由受益人負擔之各項費用費率，彙整如表 2。國內有少數的基金係利用免收手續費但需支付較高的贖回費（亦即後收型手續費，back-end fee），或是依照投資人的持有時間作調整，藉此吸引投資人長期持有的意願，以免投資人短線操作，造成基金經理人操作上的困擾。

表 2 各類型投信基金費用比率明細

類 型	代 號	基 金 名 稱	經 理 費 %	保 管 費 %	銷 售 費 用
1		封閉式股票型 (投資國內)	1.20-1.60	0.15	最高不超過發行價格 1.5%
2		開放式股票型 (投資國內)	0.075-1.75	0.012-1.50	未滿新台幣 100 萬元 1.5%，新台幣 100 萬元 (含)-500 萬元 1.25%，新 台幣 500 萬元(含)-1,000 萬元 1%，新台幣 1,000 萬 元(含)以上 0.8%
3		股票型 (國外募集投資國內)	1.30-1.60	0.15-0.20	最多 5%
4		國際股票型	0.018-1.80	0.012-1.30	未滿 100 萬元 1.5%，100 萬 元 ( 含 )~500 萬 元 1.25%，500 萬 元 (含)-1,000 萬元 1%，1,000 萬元(含)以上 0.8%
5		債券股票平衡型	1.0-1.7 (國內) 1.3-1.5 (海外)	0.012-0.175 (國內) 0.15-0.26 (海外)	100 萬以下 1.4%，100 萬 至 500 萬 1.2%，500 萬至 1000 萬 1.0%，1000 萬以 上 0.8%

類 型	代 號	基 金 名 稱	經 理 費 %	保 管 費 %	銷 售 費 用
6		債券型 (投資國內)	0.003-0.5	0.008-0.1	最高不超過發行價格 2%
7		債券型 (投資國外)	0.5-1.0	0.06-0.16	不超過發行價格之 2%
8		組合型	0.5	0.05-0.35	新台幣 100 萬元以下 1.5%, 新台幣 100 萬元(含) 以上 500 萬元以下 1.25% 新台幣 500 萬元(含)以上 1000 萬元以下 1.0%, 新台 幣 1,000 萬元(含)以上 0.8%。
9		指數股票型	0.32	0.035	最高不超過每受益權單位 淨資產價值 2%
10		保本型	0.95	0.05	最高不超過每受益權單位 淨資產價值 2.0%

註:股票型基金投資國內費率較同業低者

- 1.匯豐投信 100 基金 0.075%
- 2.匯豐投信太平洋精典基金 0.018%

資料來源:本文自行整理

支付予經理公司之報酬採行固定費率計算經理費其最大問題在於一資產管理市場因為經理公司與投資人間的資訊存有不對稱性而無法趨於均衡，換言之，市場即存有失敗的可能性，即發生所謂的「逆選擇」(adverse selection)<sup>7</sup>現象，設若資產管理公司開始銷售資產管理業務，且係在一個完全競爭市場，經理公司擁有每一投資人的投資偏好相關資訊，如全權委託投資業務(亦即俗稱「代客操作」)，於是經理公司設計一固定費率，假設期望報酬率相等，並決定資產管理價格。另一方面，投資人對於風險偏好也掌握了相當程度的瞭解，也即投資人知道自已的風險承受度是多少。

### (三)基金之投資目標與基金管理費之高低

根據代理人理論(agency theory)，投資人如付出高額之管理費委託所謂明星基金公司或明星基金人代為操作，一般會期待應有較高之基金報酬率。至於投資人應負擔的費用比例與其所投資基金績效表現之關連性為何？其實經理公司收取高額管理費，和投資

人申購基金手續費、經理費相對上並不能有較高報酬之表現。當基金績效表現不佳時，除新的投資人會望而卻步外，原投資人則會將基金贖回，此時基金規模將大幅縮水。實務上基金管理費和經理人之薪資往往是以基金總值的百分比加以計算，當資產縮水時，管理費和薪資相對縮水，此時經理人會改採被動式投資方法，減少股票交易次數，降低證交稅和手續費，以求投資績效不被各種交易成本所侵蝕<sup>8</sup>，諸多研究證明，管理費高低會影響基金操作之績效。相對於指數型基金之低管理費，積極型基金的管理費明顯高出許多。由於基金經理費和手續費通常係以基金資產淨值的固定百分比來加以收取，也就是基金規模愈大，基金公司所收取的管理費也愈多。

在國內經理公司為了吸引大眾之資金，在沒有明確投資目標時，仍會定期推出新基金以吸引投資人資金投入，在此情況下基金支數也逐漸漸多。因此基金經理人與其以績效打敗大盤指數為目的，此時低管理費之基金便佔盡優勢，而高額的交易手續費，管理費，申購和贖回手續費等之交易成本皆對基金之績效造成負面之效果。

本文篩選國內基金規模排名十大之投信公司，分別就其第二類「股票型基金」(投資國內)及第六類「債券型基金」(投資國內)為例，計算彙總比較其 2003 年度平均週轉率、平均費率及一年期平均報酬率等三者間之關係，理論上在一段時間內基金組合持股的更新次數愈高，表示基金的週轉率較高，其操作方式亦較積極，但追求短線進出，投資成本會增加。但本研究發現：平均週轉率較高或一年期平均報酬率較高之投信公司，旗下所經理之「股票型基金」基金負擔之平均費率似並未明顯較高，有關國內基金規模排名十大之投信公司平均費率明細，詳如表 3 彙整資料。而「債券型基金」由於必須維持非常高部位的流動資產及從事債券附條件交易，其投資組合的加權平均存續期間一般低於兩年，故基金負擔平均費率與週轉率較無關，亦無相關統計資料可稽，詳如表 4 彙整資料。

表 3 2003 年度股票型基金(投資國內)規模前十大之投信公司平均費率明細

(單位：新台幣億元)

投信公司	基金規模	平均基金規模	平均週轉率 (%)	經理費	費用合計	平均費率 (%)	一年期平 均報酬率(%)
怡富投信	223.00	39.50	16.4548	2.52	2.97	1.50	20.12
元大投信	227.00	19.20	30.6767	2.53	2.77	1.60	24.55
保德信元富投信	188.00	21.80	29.5622	2.59	2.85	1.78	15.06
匯豐中華投信	171.00	21.90	16.3438	1.86	2.19	1.43	15.47
群益投信	161.00	29.00	19.4772	2.48	2.72	1.88	16.41
富邦投信	120.00	13.50	30.5533	1.71	1.87	1.73	17.75

(單位：新台幣億元)

投信公司	基金規模	平均基金規模	平均周轉率 (%)	經理費	費用合計	平均費率 (%)	一年期平 均報酬率(%)
統一投信	110.00	11.60	48.3119	1.34	1.51	1.44	16.45
保誠投信	99.30	12.70	37.6123	1.25	1.37	1.54	14.47
建弘投信	86.30	9.73	42.3719	1.57	1.75	2.00	14.68
日盛投信	101.00	14.40	45.1474	1.45	1.58	1.94	30.05

資料來源:本文自行整理

表 4 2003 年度債券型基金(投資國內)規模前十大之投信公司平均費率明細表

(單位：新台幣億元)

投信公司	基金規模	平均基金規模	平均周轉率	經理費	費用合計	平均費率(%)	一年期平 均報酬率(%)
保誠投信	1,310.00	428.00	0.00	2.29	2.94	0.23	1.89
國際投信	1,260.00	404.00	0.00	2.15	3.51	0.29	1.86
富邦投信	1,180.00	277.00	0.00	3.05	3.91	0.35	1.57
群益投信	1,130.00	364.00	0.00	2.49	3.13	0.29	2.43
荷銀投信	807.00	178.00	0.00	1.86	2.41	0.27	2.21
復華投信	793.00	265.00	0.00	2.52	3.72	0.47	2.07
盛華投信	803.00	394.00	0.00	2.32	3.57	0.45	1.89
統一投信	847.00	383.00	0.00	1.47	2.38	0.31	1.74
元大投信	879.00	252.00	0.00	1.78	2.24	0.30	1.63
建弘投信	817.00	373.00	0.00	1.34	2.34	0.31	1.69

資料來源:本文自行整理

Alexander and James(1996)強調部份基金投資人相信基金的高額管理費代表高報酬(投資績效高)。投資人相信基金報酬高低和基金管理費多寡有正相關的關係存在,事實證明投資人的認知可能有誤。然而投資人為何有此認知?或許透過基金申購的各式廣告加強了投資人對基金公司財務實力雄厚的認知,轉換成對基金高操作績效的預期心理。而 Kirmani and Wright(1989)認為與指數型基金比起來,積極型基金公司花費大筆資金在廣告支出費用上。基金公司運用基金過去操作績效資料大作廣告,造成投資人將過去績效反射到將來收益之心理,而投資人也易受到媒體對於基金過去操作績效報導之影響所致。

我國證券暨期貨管理局(簡稱證期局)對於基金公司從事基金相關業務廣告<sup>9</sup>,及對於非源自於基金交易行為產生之利益,有明文禁止投信事業收取,以避免投信事業因該利



益而損及受益人權益等規定；包括證券投資信託事業運用組合型證券投資信託基金購買外國基金管理公司發行之受益憑證，國外之基金管理公司給付之管理費分成、服務費或以其他會計收入科目所收取之利益，係因基金交易行為而產生之利益，應歸入基金資產或作為基金交易成本之減少，證券投信事業不得收取作為投信事業本身之收入<sup>10</sup>。

#### (四)基金投資人之行為與偏好

由統計資料可知，臺灣基金市場之生態係由較少比例的受益人擁有較大比例之「債券型基金」淨值，而較多比例的受益人享有較小比例之「股票型基金」淨值。為了解國內投資人投資基金之屬性，本研究觀察自 1997 年 5 月至 2003 年 12 月底止國內全部各類型基金，計有 21,224 個觀察值之平均單位淨值趨勢圖、第二類「股票型基金」(投資國內)計有 11,198 個觀察值之平均單位淨值趨勢圖，及第六類「債券型基金」(投資國內)計有 4,391 個觀察值之平均單位淨值趨勢圖，發現各類型基金之平均單位淨值波動較為集中，第二類「股票型基金」(投資國內)之平均單位淨值波動較為離散；而第六類「債券型基金」(投資國內)之平均單位淨值波動，在 2002 年 4 月之前顯然較 2002 年 4 月以後來得大。詳如圖 1 圖 3 所示。

(單位：新台幣百萬元)

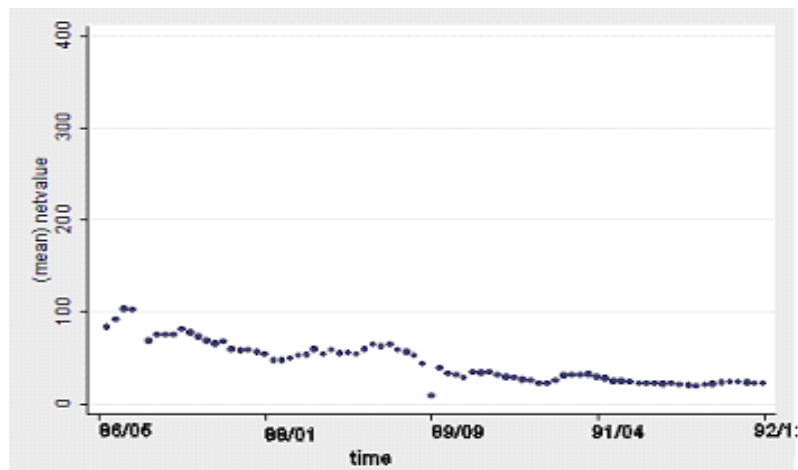


圖 1 民國 86 年 5 月至 92 年 12 月所有基金平均單位淨值趨勢圖

(單位：新台幣百萬元)

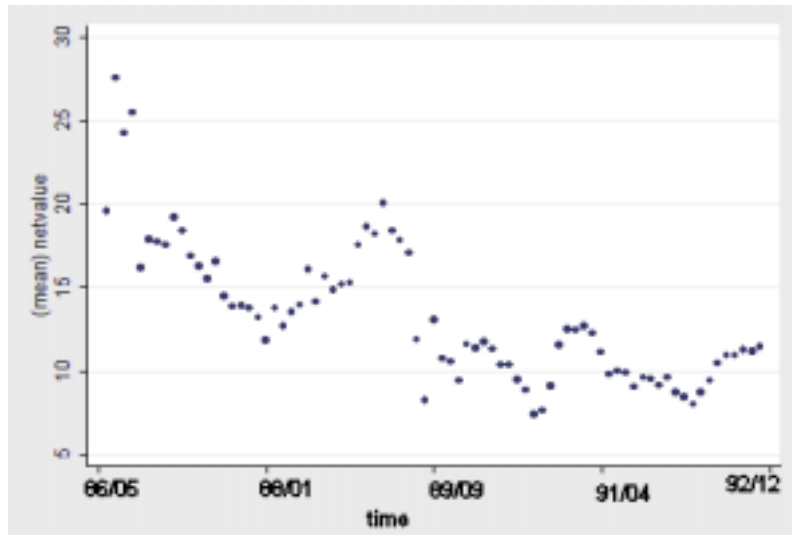


圖 2 民國 86 年 5 月至 92 年 12 月股票型基金(投資國內)平均單位淨值趨勢圖

(單位：新台幣百萬元)

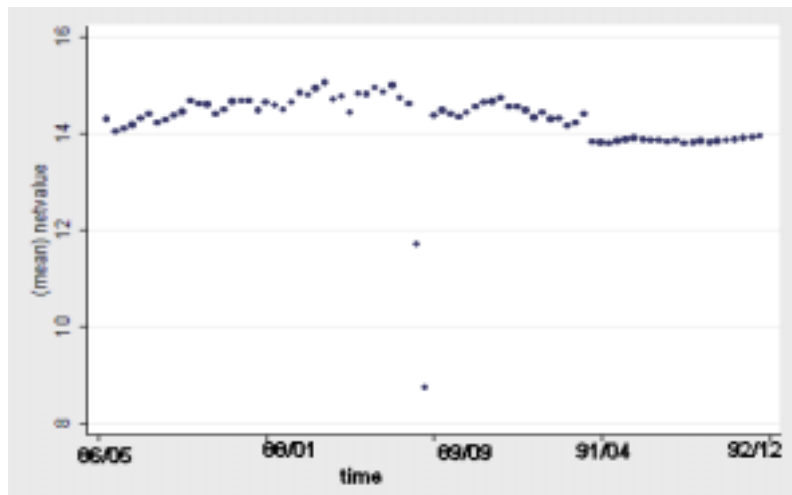


圖 3 民國 86 年 5 月至 92 年 12 月債券型基金(投資國內)平均單位淨值趨勢圖

依據投信投顧公會月報統計至 92 年 12 月止，開放式股票型基金（包括投資國內及國外募集投資國內等股票）單位淨值在面額 10 元以下者高達 94 檔，占該類型基金數量 187 檔之 50.27%。換言之，有超逾一半以上股票型基金之投資人係處於虧損狀態。以基金週轉率計，共有 187 檔股票型基及平衡型基金之週轉率高於市場當月週轉率 11.09%，占該類型基金數量 246 檔之 76.01%。「高週轉、低淨值、多檔數、少樣化」實是台灣目前共同基金市場之寫照。

此外，由基金投資人之申購、贖回金額計算基金之淨現金流入發現，自 86 年以來資金流入「封閉式股票基金」（投資國內）已漸萎縮，且自 89 年下半年起幾乎無新資金流入，詳見圖 4。而「開放式股票型基金」（投資國內）資金流量受股市影響很大，如 87、88 年恰逢亞洲金融風暴期，股票型基金現金流量呈現淨流出情形，89 年以後雖有淨新增資金流入，但新增資金流入股票型基金之幅度已漸縮小，國內股票型基金投資人之投資策略隨股市表現似有「追高殺低」情形，本文觀察自 86 年 9 月至 89 年 8 月期間，當指數上漲至萬點時，大量資金流入股票型基金；反之，指數下跌至 6,000 點時，投資人紛紛贖回基金，且由資金流量波動情形可知，國內投資人買賣基金週轉率很高，偏向短線交易，詳見圖 5。

（單位：新台幣百萬元）



圖 4 封閉式股票型基金(投資國內)淨新增現金流量

(單位：新台幣百萬元)

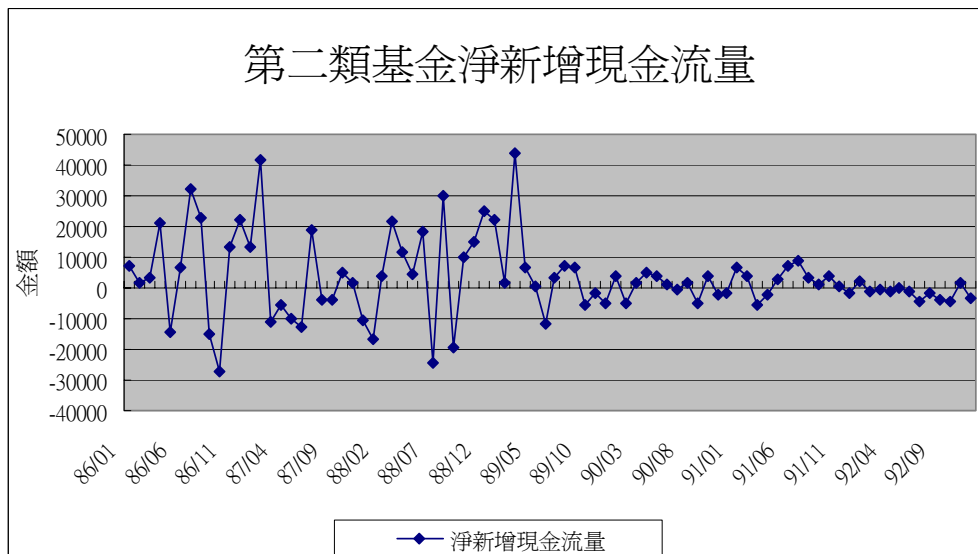


圖 5 開放式股票型基金(投資國內)淨新增現金流量

「股票型基金-國外募集投資國內」之資金流量在 89 年以前尚有新增資金波動，但在 90 年度以後該類型基金之資金進、出則顯然波動相當小，詳如圖 6。分析其原因，一則國外投資人對國內基金之認同度不高；二則國內投信公司推展基金募集業務，在國際化方面尚待努力<sup>11</sup>。「國際股票型基金-國內募集投資國外」在 89 年底以後之資金進、出流量幾乎未有明顯波動，睽其緣由，實乃因當時證期會對投信公司募集該類型基金設有總額度及個別額度之限制<sup>12</sup>，直至 91 年 10 月證期會放寬該類型基金額度之限制後<sup>13</sup>，其資金進、出流量始稍見恢復，但其幅度已明顯低於 89 年度前之情形。俟後中央銀行外匯局於 91 年 7 月同意開放證券投資信託事業得申請發行該類型基金之總額度為 1,000 億元；又 92 年 8 月修正放寬由投信公司自行審視適當時機，檢具相關書件向證期會提出募集申請，並洽經中央銀行同意申請額度後核准<sup>14</sup>，但整體國際股市行情對投信公司發行該類型基金而言，似已有錯失良機之憾。不論是先進國家或是開發中國家各國中央銀行為避免國際資本大量移動對金融市場產生衝擊，在過去均曾對資本帳加以管制，資本移動不僅對國內的需求與生產活動產生影響，也使國內的經濟金融變數對國外的衝擊變得更為敏感，近年來國人對外投資日增，但投信業者卻也因此而無法分霑其利，詳如圖 7。

(單位：新台幣百萬元)

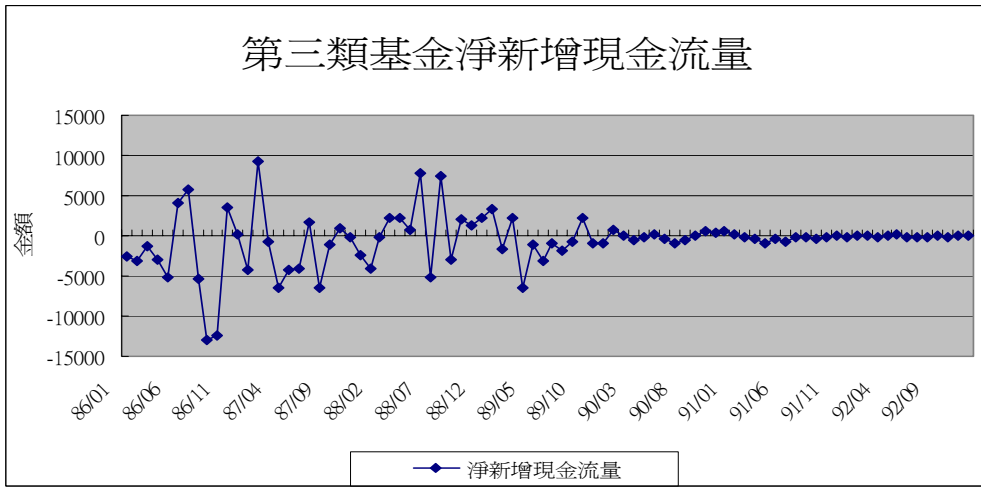


圖 6 股票型基金(國外募集投資國內)淨新增現金流量

(單位：新台幣百萬元)

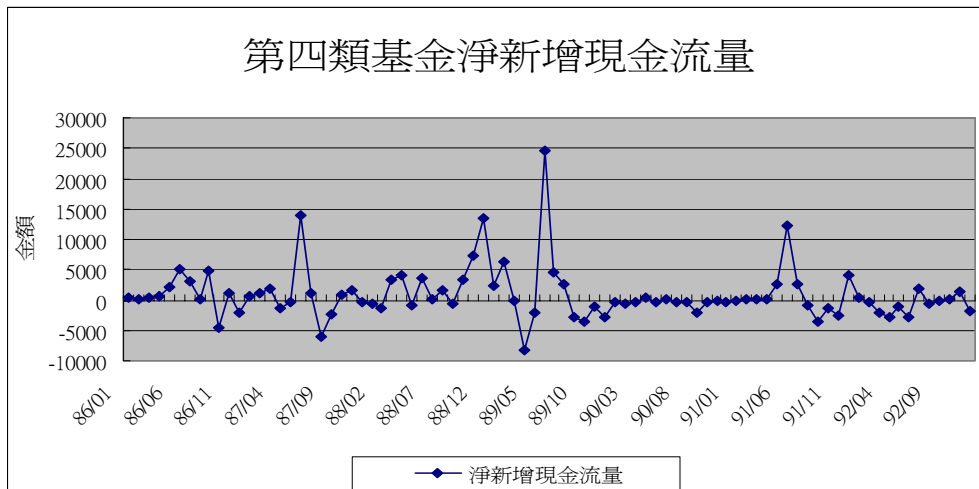


圖 7 國際股票型基金淨新增現金流量

處於微利時代，基金資金進、出波動變化最明顯者為「債券股票平衡型基金」莫屬。所謂「債券股票平衡型基金」顧名思義係指可依景氣循環調整股票及債券的投資比例，擁有較

靈活的股票持股比例。一般股票型基金報酬率的波動相當大，與大盤走勢連動性高，當股市走向多頭格局時，其表現往往能優於大盤許多；相對的，當股市由高檔向下修正時，股票型基金淨值也跟著下探。而以風險係數來看，平衡基金的風險係數上下波動較低，當股市走入空頭時，可加強風險控管，大大降低投資損失；當股市觸底反彈時，平衡基金的獲利能力也不惶多讓，可以幫助投資人降低資產組合的風險，又能兼顧穩健收益。

根據投信投顧公會 92 年 12 月基金績效評比，平衡型基金持股愈高，不論是標準差或是 值都隨著提高，但如果持股降低至 30% 以下，不但能維持一年一成以上的報酬率(與持股 50% 以上相去不遠)，標準差與 值更降低不少，故為微利時代絕佳的投資工具，因此在 92 年 9 月以來成為最熱門的基金商品，其資金進、出變化，詳見圖 8。

(單位：新台幣百萬元)

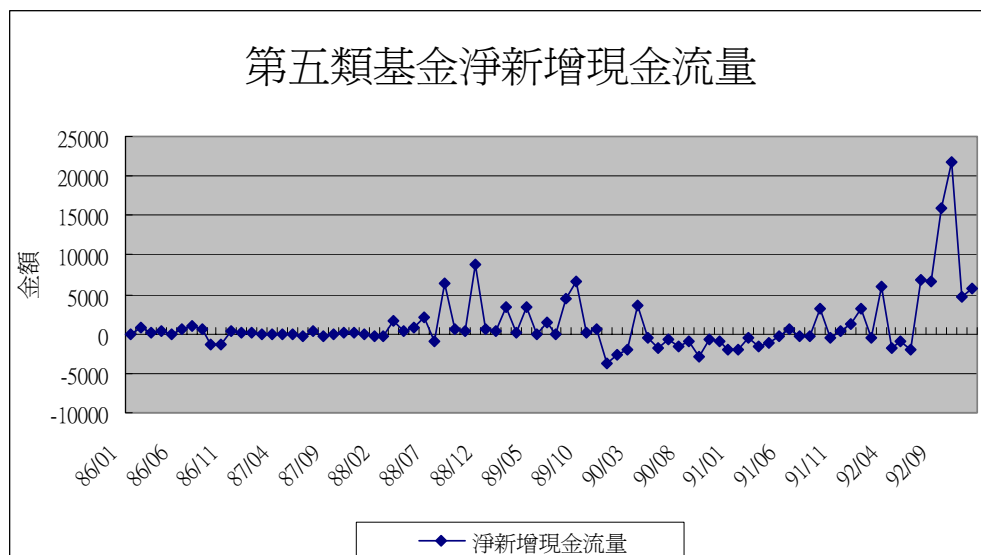


圖 8 債券股票平衡型基金淨新增現金流量

債券型基金(投資國內)佔國內整體基金規模比例最大，經觀察投資人之資金進、出情形，詳如圖 9，再對照圖 3 平均單位淨值之變化，二者似相違悖？債券型基金顧名思義是以債券為主要投資標的的共同基金，除了債券之外，尚可投資於金融債券、債券附買回、定存、短期票券等<sup>15</sup>。為明瞭債券型基金之資產配置情形，本文彙整自 86 年至 92 年度債券型基金之資產配置發現，除 92 年度債券「買賣斷」交易比重首次有超逾債券「附買回」、「現金存款」及「短期票券」之交易比重外，其餘各年度均以投資貨幣市場的工具為主，詳如圖 10。

誠如上述表 4 彙整, 投資人所承擔之平均費率並未因基金資產配置之不同而有明顯之差異, 加上規模擴充太快, 太過同質化, 而且無類似股票型基金訂有投資組合限制, 時常造成國內一檔基金是國外好幾檔基金內容的現象, 債券型基金及貨幣型基金往往混合一起, 投資人資金進、出波動卻十分頻繁, 將「債券型基金」當作「貨幣型基金」從事資金調度之用, 而非當作資本市場投資工具<sup>16</sup>, 從經濟理論解釋, 市場雖係因著需求而存在, 但長期以往不僅會影響債券型基金規模之穩定性, 亦可能導致因發生特殊情形, 迫使基金經理人必須出清債券, 導致基金淨值大幅下滑最後只好異動離職<sup>17</sup>。

(單位：新台幣百萬元)

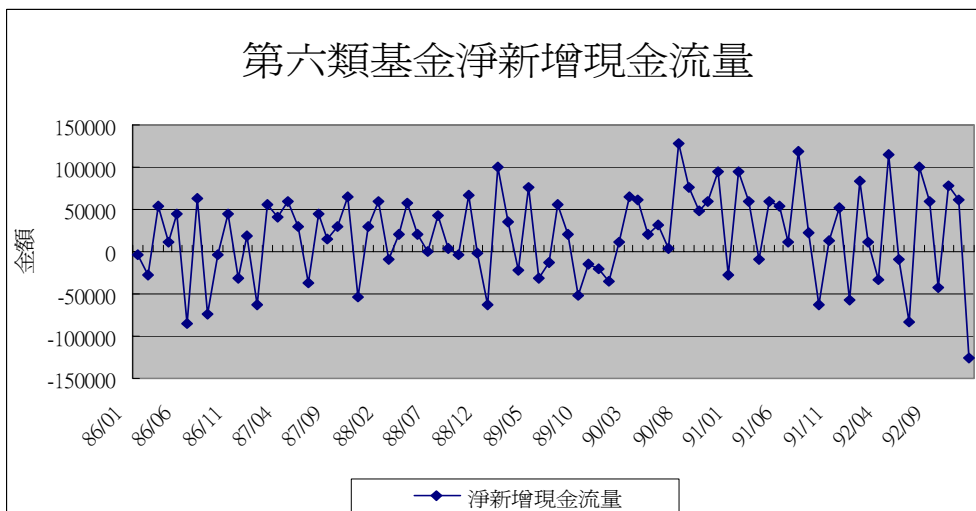
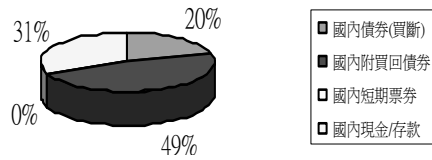


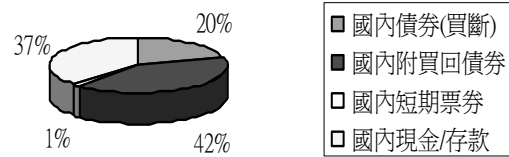
圖 9 債券型基金(投資國內)淨新增現金流量

在國外, 貨幣市場基金的管理費率和託管費率要遠低於其他共同基金, 同時單只貨幣市場基金的規模也遠大於其他共同基金。因此, 我國單只貨幣市場基金的規模也應當更大於證券投資基金, 以取得規模效益。投資於貨幣市場工具是貨幣市場基金與證券投資基金的本質區別, 但具有類似於活期存款的高流動性是貨幣市場基金區別於證券投資基金的最突出特徵。因此, 貨幣市場基金應與廣泛的銀行服務體系緊密結合, 以便於提高貨幣市場基金的流動性。貨幣市場基金規模不能太小, 否則無法獲得較低管理成本的優勢。貨幣市場基金有更為嚴格的資產評估和資金清算的要求, 它對短期利率的反映非常靈敏, 對於流動性的要求也特別高, 一般具備類似於投資者透過簽發支票贖回基金單位的便利, 需要對投資者基金賬戶與資金賬戶間保持一種非常便捷迅速的資金清算關係。

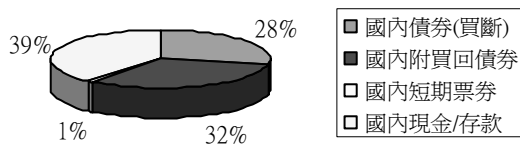
86年債券型基金資產配置比例



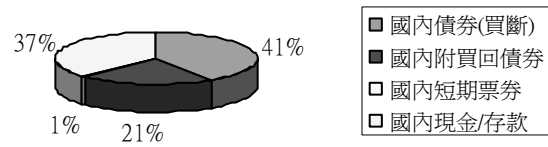
87年債券型基金資產配置比例



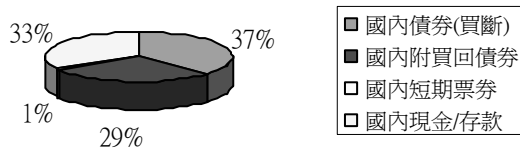
88年債券型基金資產配置比例



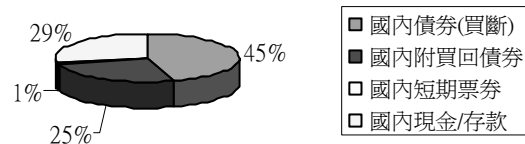
89年債券型基金資產配置比例



90年債券型基金資產配置比例



91年債券型基金資產配置比例



92年債券型基金資產配置比例

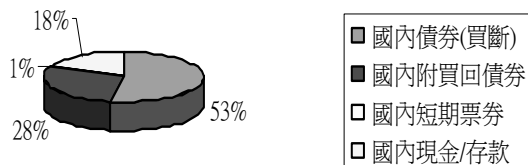


圖 10 債券型基金投資比例



去(93)年金管會證券期貨局雖積極推動債券型基金之經營績效評鑑及檢討基金評價制度等加強債券型基金管理之措施，但冰凍三尺豈事一日之寒，短期間要讓債券型基金與貨幣型基金有所區隔，及讓債券型基金得以回歸其本質實非易事，證期局已規定投信公司運用債券型基金，除應符合證券投資信託契約及法令規定外，其資產組合之加權平均存續期間（duration）應在一年以上<sup>18</sup>，已募集發行之債券型證券投資信託基金不符合前揭規定者，應於一年內調整之。本文以為，存續期間是衡量債券價格波動幅度的指標，債券型基金經理人本應視景氣變化調整債券基金的投資組合與存續期間。基金產業是一個建立在與投資大眾高度信賴基礎行業，如要發展我國基金產業成為亞太資產管理中心，光是靠法規及主管機關的行政監督管理仍有所不足，必須有賴業者發揮自律機能始能克盡其功。

真正影響債券型基金根本之源在於，公司債之初級市場認購人主要集中於債券型基金，由於同質性太高，無法發展高收益債券市場，信用評等在 twA-以下之公司，幾無市場接受度可言。過去兩年市場尚處微利狀況，故債券型基金成長速度驚人，為公司債之主要買盤，目前公司債之發行幾乎全為債券型基金量身定作，投資人之同質性太高，阻礙國內公司債之創新活動，難以發展高收益債券市場，宜應從債券型基金之評價方式著手，以利整體市場之健全發展<sup>19</sup>。

#### (五)開放型基金設定發行總額上限之影響

依目前國內開放型基金之定型化契約記載：基金首次淨發行總面額均設有最高額度之上限，亦即訂有最高淨發行受益權單位總數之設限。而最低為最高淨發行總面額之五分之一，且不得低於新台幣若干元，亦即訂有最低淨發行總面額。另每受益權單位的面額均為新台幣壹拾元。當基金之募集達首次最高淨發行總面額百分之九十五以上時，並符合證期會規定者，得經證期會核准，追加發行<sup>20</sup>。

開放型基金<sup>21</sup>因發行單位數與發行期間不作特別限制，投資人可以隨時依據基金淨值的報價直接向基金公司買賣，不需透過集中市場撮合交易。國內開放型基金發行額度通常在 2~200 億元之間，只要基金規模未超過規定上限，投資人皆可自由買賣，沒有特定的申購上限規定。相較於封閉式基金<sup>22</sup>因為發行單位數固定、交易須集中於證交所，且依市價買賣，因此基金經理人較不須因顧慮申購或贖回的壓力而被迫調整持股部位。但也容易因為「壓力」較輕，致使其長期績效可能略差於開放型基金。

國內開放型基金因有發行總額上限之限制，衍生的問題除了徒增主管機關審核之行政成本以外；亦會礙於審核程序而增加經理公司與受益人間之等待成本，雖訂定基金達「首次」最高淨發行總面額百分之九十五之追加發行門檻，惟在審核的過程中，隨著時

間的經過，仍有可能會錯失投入市場的時機<sup>23</sup>。基金規模龐大，的確有利於管理者運作，不論對資金調度或企業營運，靈活性均隨之增加。但根據實際經驗顯示，經理人手中資金過於豐沛，在資金寬鬆心態下，反而會影響投資效益，難以將每分錢都運用在「刀口」上。

以「證券投資信託基金管理辦法」為例，其第 27 條規定：「債券型基金，除法令另有規定外，不得投資轉換公司債、附認股權公司債、其他具有股權性質之有價證券，及結構式利率商品。」再依第 28 條規定：「債券型基金投資於任一公司所發行無擔保公司債、金融債券，應於證券投資信託契約中明定其信用評等等級。」由於債券型基金所能投資之公司債大多屬上櫃之公司債，其他未上櫃者根本不符合所定之信用評等等級，而在國內尚未建立垃圾債券市場之際，債券型基金所能投資符合之公司債可說是「粥少僧多」，當然評價即成為相當棘手的問題。再者，就算龐大資金順利募集到位，國內是否已出現足夠的優良投資標的？這些都是值得思考的根本問題。

#### (六)基金績效評比的基準無法全然反映其特色

投信投顧公會自八十五年第二季起即委託台灣大學財務金融系（所）邱顯比與李存修兩位教授，定期就國內各投信公司所發行之基金，予以績效評比。目前普遍只使用加權股價指數（全市場指數）對大多數共同基金作績效評估的方式，事實上，兩者績效無法相比，因每當指數陷入跌勢或盤整之際，就容易看到一些基金評論文章拿平衡基金績效打敗大盤作為訴求。問題是，此際加權股價指數可能對成長股之權重產生相對被低估的情形，一旦成長股與中庸、價值型股票的報酬率走勢有重大的差異，加權指數報酬將偏離全體基金的平均值，進而產生績效評估上的錯誤。良好的基金評鑑指標應該針對基金的分類屬性，找到適當的績效指標進行評比，對投資者而言才能提供最適切的客觀分析<sup>24</sup>。

不同特色類型的基金具有其特殊的報酬與風險型態，應該與其所對應的特色指數比較才具有績效評比上的意義。然而，國內投資人面臨的問題在於基金特色在長期並不具有一致性，透過基金名稱或者基金的歷史持股資料也不一定能研判其特色；所以在實際進行績效評估時，投資人宜儘可能選擇長期持股特色比較穩定的基金，如此一來，才能選擇適合的特色指數做報酬比較。在績效評估上有了明確的評比指標，就不至流於純粹報酬率的比較而誤判了基金的操作績效。此外，如果能透過二個以上之公正的評等機構編製具有公信力的特色指數，績效評估的工作就能用更效率的方式進行<sup>25</sup>。定期揭露明確的市場資訊將有助於一般大眾與機構投資者信託投資的意願，也有利於整個共同基金市場的發展。

在資本市場先進之國家，有許多專業機構提供詳盡的資金資料，供投資人選擇基金之參考。一個公正、公平的基金績效評鑑制度，不僅有助於投資人迅速取得正確資訊，對投信業的良性競爭，亦有促進效果。台灣基金市場成長相當迅速，目前已超過二百個基金，未來還有相當大的成長潛力。因此，投資人由其蒐集到的基金資訊變成決定將資金投資在低報酬或高報酬基金重要的參考因素，如果投資人當中存在著不對稱資訊現象時，很顯然的選擇低報酬率之基金投資人對於基金資訊之蒐集和解讀有其困難才會做出錯誤之決定(Kistner, 1995)。因此投資人為何會將資金投資在低報酬的基金用一句話便可總結：資訊不足，錯誤的解讀基金操作績效。

#### (七)基金經理人之任職期間長短及基金週轉率普遍偏高

2003年間國內某些基金的週轉率實在太高，消耗了不少交易手續費與證交稅<sup>26</sup>。據李存修、邱顯比(2004)實證指出，若以2003年前11個月的四項週轉率指標，即買進週轉率、賣出週轉率、買賣總週轉率與二者孰低等與前11個月的報酬率，以及Sharpe、Treyner、Jensen與資訊比率做相關分析，共可得20個相關係數，發現此20個相關係數全部為負，最大達負0.39。若將週轉率指標與年化標準差(12個月與24個月)作相關分析，亦發現8個相關係數全部為正，最大達正0.50，顯示高週轉率可能降低報酬率與各項績效指標，亦即週轉率與報酬率有負向關係，也徒增基金風險。

Rich, Michelson; and Jordan-Wagner(1999)指出：基金規模大小和經理人任期長短存在正相關之關係。多數基金經理公司為了吸引投資人的青睞，往往會應用明星基金經理人之操作績效做為基金廣告之訴求。由於國內基金之操作績效係每月公佈一次，績效不佳之基金經理人在面臨外界改善基金績效之壓力下，不得不更加努力進行選股之作業或提高基金週轉率。例如，在短期內頻頻買進賣出股票，期能提高基金之績效，基金表現不佳之經理人往往亦會改採積極選股、或採動能(亦即買高賣低，momentum)之策略，透過頻繁之換股操作，短期內或許可因此而提高基金績效，但短期績效好並不保證長期績效就更佳。

Rich(1999)和Judith(1999)研究指出，基金之績效表現呈現穩定且持續之現象，有些投資人將此現象歸因和基金經理人之任期長短有關，同一檔基金在職長之基金經理人其基金週轉率應相對偏低，即基金經理人之在職長短和其操作基金之週轉率有成反比之現象。基金經理人之任期愈短，其操作基金之週轉率愈高，基金經理人之行為為何如此？在職短之基金經理人為求短期內有較佳之績效表現，因此換股交易頻繁以求短期績效之表現。然而Chevalier and Glenn(1999)指出，當以基金之績效來決定經理人去留時，基金經理人為避免因重大操作錯誤而被開除的風險，故在職較短之基金經理人通常

會小心選股構成投資組合，以求降低非系統風險之影響。但是愈高週轉率的股票交易所造成額外之交易成本往往抵消了基金短期績效之表現。

基金經理公司應該是穩定、提供投資人長期穩健獲利的金融機構，不過剛萌芽的本土投信公司，成長的速度很快，卻得不斷在錯誤中摸索學習，故經理人更換速度實是高得驚人，根據投信投顧公會 88 年一份統計數據顯示，投信總經理平均在位任期只有 16 個月，資歷超過兩年的總經理只有 6 位，投信公司快速增加，專業經理人的需求也跟著提高，導致市場競爭激烈、人才快速流動、經營風險提高等現象。而投信業是純「人才」的行業，不論是基金業務推廣或是基金資產的管理，都是透過人力來運作，所以人才的多寡及良窳，皆足以影響業務與績效，因此更顯得人力資源管理策略之重要性。

投信公司應提昇並重視人力資源部門或單位，而在擬訂公司人力資源管理策略時，應作全盤性的思考並與公司事業策略相結合，才能訂定出合宜的人力資源管理策略，並進而提昇組織經營績效。我國欲成為發展資產管理中心，必須體認市場上存有風險偏好(期望報酬率較高)及風險趨避(期望報酬率較低)兩種型態之投資人，若投信基金公司未能充分掌握投資者的資訊，根據「資訊經濟學」理論，投資人在成本面訊息不完全時，傳訊機制下之分離均衡(separating equilibrium)<sup>27</sup> 依然存在，且各種型態之投資人均可能完全參與投資，而發揮期望報酬效益最大。然而現行制度的設計卻使投資人購買資產管理投資契約的意願不高，長期不利市場發展實是主要癥結所在。

#### (八)委託創業投資事業經營管理訂價模式分析

一般基金資產管理報酬訂價採固定經理費<sup>28</sup>，在統合均衡(pooling equilibrium)<sup>29</sup> 下，參與委託經營投資並不能發揮區隔風險與報酬之效益，投信基金業者並無法掌握投資人對風險的屬性，也因此會衍生資訊不對稱情況下另一種常見現象，即道德危險(moral hazard)。美國投資公司法也允許資產管理公司自 1985 年起採用績效佣金制，國內亦順應潮流，雖於 2003 年 4 月 30 日開放證券投資顧問事業證券投資信託事業經營全權委託投資業務暨信託業兼營證券投資顧問業務辦理全權委託投資業務得收取績效報酬，惟尚未及於全體基金資產之管理業務。且經營全權委託投資業務得採取誘因費率制度，其收取績效報酬尚訂有規定亦即：績效報酬之約定不得以獲利金額拆帳之方式計收，並應有一定之限額，且就實際經營績效超過所訂衡量標準時始能提撥一定比率或金額作為獎勵，不宜有績效即給予獎勵之情事，以符合管理辦法禁止收益共享之規定。實際經營績效如低於所訂衡量標準時，雙方可約定扣減報酬，惟不得扣減至零，或要求全權委託投資業者依一定比率分擔損失金額，以符合管理辦法禁止損失分擔之規定。

若以創投公司管理費採二級制之訂價為例，探討資產管理市場效率性。我國創業投

資事業均為「公開發行公司」型態，其中大部分係委託基金管理公司管理；對股東招募資金大都採私募方式進行，當事人間之法律關係均適用民法委託經營管理(即委任代理)關係。創業投資委託經營契約依「創業投資事業範圍與輔導辦法」，主管機關尚無訂有定型化契約，而創業投資基金委託經營契約對於管理報酬及獎金約定方式一般分為：

#### 1.管理報酬部分

由委任人按公司成立時實收資本額，每年給付某一百分比充為報酬，按季支付。並可約定在一定期間後，逐年按物價指數酌予調整。若有增資，則依增資後資本額計算。如不增資，而由出售轉投資事業之股份所獲得之利潤再投資，則管理報酬之計算按實收資本額加再投資金額減出售股票之持股成本之金額的某一百分比作為當年度管理報酬。當創業投資事業不再投資，僅由基金管理公司提供已投資事業管理服務時，則管理報酬酌予調降。其設計完全符合創業投資基金經營業務之特性：1.對被投資事業直接提供資本。2.對被投資事業提供企業經營、管理及諮詢服務。故用來計算報酬費率之基礎是變動的，而報酬費率則為某一固定百分比。

#### 2.獎金部分

基金管理公司每一會計年度結束後一定期間內，必須結算受託轉投資所得之「稅前淨收益」。一般而言，創業投資公司應就稅前淨收益之百分之二十，作為基金管理公司之「投資獎金」，其餘百分之八十為創業投資公司股東之之盈利，亦即稱為「20/80原則」。「稅前淨收益」包括已(未)實現投資損益；由於創投基金之投資標的均屬未上市、未上櫃公司股票，為求公平充當，「未實現損失」除依一般公認會計原則(Generally Accepted Accounting Principles, GAAP)所提列外，並包括由基金管理公司依保守評價原則與創業投資公司董事會議定提列之。

資產管理報酬之機制設計攸關資產管理市場的效率，就經濟學理在討論廠商行為理論時，有所謂採差別定價(price discrimination)法來增加利潤。亦即業者在生產成本相同情況下，對不同顧客或不同購買數量訂定不同單價的行為。差別定價分為：一級或完全(first-degree or perfect)、二級(second-degree)及三級(third-degree)等三種方式。完全差別定價是，業者掠奪消費者所有的消費者剩餘(即消費者願付出代價與其實際付出的差額)，業者使得消費者只能在「接受無消費者剩餘的定價」或「完全不購買」二者之間擇其一。二級差別定價是，業者剝奪了部分消費者剩餘。三級差別定價是，業者會對需求彈性較大的市場定價較低，而對需求彈性較小的市場定價較高。此種定價存在的客觀條件是消費者可以分群，及商品不可轉售，否則會發生套利(arbitrage)，而破壞差別定價。

一般而言，「勞務」或「服務」不易轉售，也比較容易產生差別定價。

通常在資產委託經營制度中，委任人如擬透過誘因契約而強加更多風險在業者身上，委任人須支付風險貼水(risk premium)予業者，而業者要收到此風險貼水，則必須善盡專業上應有的努力水準以為回應。依定型化開放式股票型基金契約規定，經理公司需自基金成立之日起屆滿三個月後，建構股票投資組合之總金額應達基金淨值之70%，未達標準者，經理報酬應減半計收。此規定並未讓委任人(主理人)支付風險貼水予業者(代理人)；業者為獲取此一貼水以彌補盡正的努力，只有從事風險偏好高的投資活動，如投資高週轉率、追求短期績效代替長期績效，等於也無須克盡善良管理人應有的努力，投資人需自負投資風險及額外的代理成本，此觀念與對投資人「保證獲利」的本意實不宜相混淆。

例如，國內四大基金<sup>30</sup>之一「公務人員退休撫卹基金」<sup>31</sup>為順利執行年度基金運用計畫中有關投資國內受益憑證之規劃，除建立制度化之基本作業程序外，並在考量安全性及收益性要素下，提高基金中、長期投資運用效益，達成收益率預期目標其投資國內受益憑證在基金管理機構之選擇，必須成立滿三年且所管理基金之總資產達新台幣三百億元以上，並具有豐富投資經驗之經營管理研究團隊者。在基金之選擇上，除符合上述規定外，應以基金規模超過新台幣二億元者為原則，且擬投資之基金績效應符合下列條件之一：(1)成立滿半年未滿一年者，過去三個月及六個月之基金淨值累計報酬率於所有同類型基金中排名均在前六分之一者。(2)成立滿一年以上者，過去六個月之基金淨值累計報酬率於所有同類型基金中排名均在前五分之一，且其一年之基金淨值累計報酬率於所有同類型基金中排名均在前四分之一者。(3)債券型基金則需經中華信評評定達twAf等級以上，且其一年以上之基金淨值累計報酬率應達法定收益率及上述信評標準之同類型基金(無買回期限、有買回期限)報酬率中位數以上者。而設定之投資限制，基金購買之國內受益憑證，申購金額達新台幣二仟萬元以上者，除債券型基金外，基金管理機構股票下單手續費應不高於基金往來券商之特約優惠費率。

另依「公務人員退休撫卹基金管理條例」修正草案第二條第四項規定，基金管理會於依法收受參加本基金人員依法撥繳款項時，成立「信託」關係；於依法完成支付義務時，信託關係消滅。本基金為「信託財產」；基金管理會基於受託人地位，應盡「忠實」及「善良管理人」注意義務，為參加本基金人員及其遺族之利益，得以其名義登記為信託財產之所有權人，並依職權為各項之管理、使用、收益及處分。按基金管理會得就評選結果，依名次選擇三家以上機構辦理議定委託契約、管理費提撥比率及分配委託經營額度。前項管理費應按委託「資產淨值」以一定比率提撥之，但得於受託機構實際經營

績效「超過」或「低於」基金管理會所訂衡量標準時，設定「級距彈性」增減之。類此規定因欠缺績效報酬誘因契約之設計，故對從事基金資產管理者而言將產生：與其管理規模不如管理績效之偏差概念。如此一來，更不易發揮共同基金集合投資之規模經濟效益了。

## 參、我國基金規模經濟之實證分析

### 一、文獻回顧與評述

關於國外方面共同基金經濟規模之實證研究較多，國內似乎尚無此方面之實證研究。大多數國外實證研究係以橫剖面樣本資料(cross section data)為分析對象，以共同基金的營運費用(包括經理費、保管費及銷售費用等)為被解釋變數。Baumol, Goldfeld, Gordon and Koehn(1990)應用美國 1980 至 1986 年 754 家廠商的非政府發行共同基金的樣本資料研究，估計發現基金具有規模經濟的現象。Latzko(1999)應用 1997 年美國 2,610 檔共同基金樣本分析，迴歸分析結果發現基金具有規模經濟的現象，又其中共同基金的資產規模、資產規模的平方項、五年平均報酬率等解釋變數皆呈現統計顯著性。Rea, Reid and Miller (1999)另就 1998 年美國 497 檔規模 5 億美元以上股票基金(equity funds)為樣本，應用敘述統計方法分析，結果顯示大型資產規模的營業費用較小規模者的為低，主要原因是經理人的生產力隨著基金規模擴大而提高。另 Dermine and Roller(1992)應用 1987 法國 604 檔開放型共同基金(SICAV)樣本分析，迴歸分析結果發現法國的基金亦呈現有規模經濟的現象。

另 Ang and Lin(2001)以 1994 年 3 月美國 449 家(fund families)募集發行的 1,832 檔股權共同基金為樣本，應用迴歸分析結果，顯示多數類型基金具有規模經濟(economies of scale)及範疇經濟(economies of scope)的現象。Collins(2003)以 1998 年美國 256 檔共同基金為樣本，應用迴歸分析結果顯示，基金數目、平均基金資產規模、及贖回率等解釋變數皆呈統計顯著，意即具有規模經濟的現象。Freeman and Brown(2003)檢討共同基金的顧問經理費及法規等。上述研究皆以橫剖面樣本資料(cross section data)為分析對象，分析結論的詮釋效力難免受到限制。

Latzko(2003)則進一步應用棋盤式樣本資料(panel data)分析。自美國 1995 年至至少存續 3 年的基金中隨機抽樣得 600 檔共同基金，選取 1995 至 2001 年間共同基金的營運成本及相關數據分析，至 2001 年底因贖回及合併結果，只剩餘 398 檔共同基金。其應用棋盤式隨機效果迴歸分析法(panel data random effects regression)，結果顯示具有規模經濟的現象，樣本觀察值為 3,434；基金資產規模、基金資產規模的平方項、

三年平均報酬率、周轉率及贖回率等解釋變數皆呈統計顯著。再將基金規模區分為 5 等級，實證結果也顯示具規模經濟的現象。另發現 5 億美元已經能達到基金的最低效率規模水準(minimum efficient scale)。

## 二、計量分析模型之建立與實證分析

若廠商的生產成本固定而追求產量水準的極大，與產量固定而追求生產成本極小化相互間存在著對偶(Duality)關係。本文選取一般常用之超越對數成本函數(translog cost function)來分析國內證券投資信託基金的規模經濟現象，因該函數的型式最為一般化，可為其他函數之漸近式。透過對偶關係探討相同技術水準下之要素需求函數，可驗證投信公司經營之效率情形。假設產出水準由外生決定，因募集投信基金屬特許業務，成立時需有一定額度門檻標準；以屬於基金應負擔之成本、費用等為被解釋變數，至於解釋變數除包括上述文獻回顧中所選用之基金資產規模外，另配合上述我國基金市場結構加入基金的單位淨值、基金週轉率(turnover rate)、基金的存續期間等為解釋變數。

又由於基金資產應負擔之費用大都以基金淨資產價值作為計算基礎，資料檢定發現：部份費用經迴歸分析後有共整合情形，如保管費與經理費，經紀商佣金與證券交易手續費等。故本文僅採「經理費」作為解釋變數，「基金資產規模」為自變數；不考慮基金操作之週轉率及報酬率之高低。實證模型設定如下：

$$\ln Cost = a_0 + a_1 \ln Assets + \frac{1}{2} a_2 (\ln Assets)^2 + \sum_j a_j x_j + e \quad (1)$$

式中：Cost 代表基金之經理費用，Assets 為基金總資產規模， $x_j$  則代表其他解釋變數向量， $e$  代表隨機誤差項(random error term)。至於規模經濟定義為基金之經理費用(成本)對基金總資產規模之彈性小於一，其定義式如下：

$$\text{成本彈性(cost elasticity)} = \frac{\partial \ln Cost}{\partial \ln Assets} < 1 \quad (2)$$

### (一)樣本資料說明

應用上述投信投顧公會及台灣證券交易所出刊之資料，由於樣本資料期間係自 1997 年 1 月至 2003 年 12 月之間計有 84 個月的資料；選取至 2003 年 12 月止尚存在的基金，建構成一套棋盤式樣本資料(panel data)據以分析。樣本數以當年度市場整體支數計算，將所有基金混合，在樣本期間內計有 21,222 支基金。再應用 EView 軟體程



式估計。

表 5 基金淨值基本統計量分析(2003 年 12 月)

單位：新台幣千元

項 目	合 計	開放式股票型(投資國內)	債券型(投資國內)
觀察值數目	21,224	11,198	4,391
平均數	0.011671	0.011783	0.011857
標準差	0.000068	0.0000812	0.0000165
極小值	0	0	0.001286
極大值	0.099461	0.099461	0.021829

資料來源：同表 1，自行計算。

由表 5 可知，所有基金淨值平均為新台幣 11.67 元，極大及極小值分別為 99.46 元及 0 元。開放式股票型(投資國內)淨值平均為新台幣 11.78 元，極大及極小值分別為 99.46 元及 0 元；唯若觀察樣本期間內其淨新增現金流量，平均值為 3,117.35 元，標準差為 12,674.6 元，極小及極大值分別為-27,000.25 元及 43,873.3 元，波動幅度相當大(參見圖 5)。至於債券型(投資國內)基金淨值平均為新台幣 11.85 元，極大及極小值分別為 21.82 元及 1.2 元；其淨現金流量，平均值為 19,644.71 元，標準差為 51,772.82 元，極小及極大值分別為-125,000 元及 127,000 元，顯示其波動幅度亦相當大(見圖 9)。

## (二)計量模型實證結果分析

本研究之樣本資料期間係自 1997 年 1 月至 2003 年 12 月之間止，選取至 2003 年 12 月止尚存在的基金，所建構之一套棋盤式樣本資料(panel data)；樣本數以當年度市場整體支數計算，將所有基金混合，在樣本期間內計有 21,222 支基金。應用 EView 軟體程式棋盤式樣本資料隨機效果估計法(random effects estimation)，估計證券投資信託基金費用解釋變數及成本彈性迴歸分析結果(Greene, 2003)。將依種別估計結果列於表 6，另將依基金規模別估計結果列於表 7 中。至於基金規模之成本彈性值另由基金費用對基金規模(總資產淨額)雙邊取對數後，進行單迴歸分析的解釋變數之係數求得，同時列於表 6 及表 7 中。

由表 6 中結果可知，將所有基金混合(包含第一至第七等七類型基金)之實證結果顯示截距項、基金資產規模(總資產淨額)、基金資產規模之平方項、基金單位淨值(顯示在樣本期間內之平均年報酬率)、基金週轉率及基金存續期間等解釋變數之估計係數都在 1%的顯著水準下呈現統計顯著，且整體迴歸式的解釋能力也高。且所有基金混合的

成本彈性為 0.6581 小於一，顯示臺灣所有基金混合後仍具有規模經濟的現象。又基金規模之對數值、基金單位淨值、基金週轉率及基金存續期間等解釋變數之估計係數符號皆為正，表示隨著基金規模擴大基金的經理費用隨之提高。又基金經理費用也隨著基金單位淨值(平均年報酬率)提高而擴大，基金經理人可獲得較高的經理費，符合財經理論上的預期。另基金經理費隨著基金之存續期間愈長而提高，上述解釋變數之係數符號皆符合財經理論的預期。

至於各類型基金的迴歸結果，所有七種類型基金之個別類型基金皆具有規模經濟的現象，且各迴歸式的解釋能力亦頗高，與 Latzko(1999)、Rea, Reid and Miller (1999)、Ang and Lin(2001)、Latzko(2003)等分析美國共同基金，及 Dermine and Roller(1992)分析法國的共同基金具有規模經濟現象的結論相近，是值得重視的現象。其中規模較大的開放式股票型基金（投資國內）及債券型基金（投資國內）的迴歸結果，此二類型基金中之五個解釋變數皆除了基金週轉率外，其餘解釋變數皆呈現統計顯著現象。國際股票型基金的所有解釋變數在 1%的顯著水準下呈現統計顯著。另封閉式股票型基金（投資國內）的解釋變數中只有存續期間未呈統計顯著性；而股票型基金（國外募集投資國內）及債券股票平衡型基金等二類的個別解釋變數的統計顯著性並不理想，但整體迴歸的解釋能力頗高。估計結果最不理想的是債券型基金（投資國外內）的迴歸結果，所有解釋變數皆不呈統計顯著，可能因基金樣本數甚少(只有 154 支)有關。

表 6 證券投資信託基金費用彈性迴歸分析(種類型別)

變數/項目	類型							
	所有基金	封閉式股票型 (投資國內)	開放式股票型 (投資國內)	股票型 (國外募集 投資國內)	國際 股票型	債券股票 平衡型	債券型 (投資國內)	債券型 (投資國外)
樣本數	21,222	765	11,195	693	2,440	1,526	4,390	154
截距項 $a_0$	-12.4378 (-40.18)**	13.59166 (3.76)***	-2.8185 (-5.91)***	2.91520 (4.25)	5.51080 (6.23)***	1.003077 (0.45)	5.98353 (5.26)***	-15.37757 (-1.49)
$\ln$ of fund assets $a_1$	2.11084 (49.06)***	-1.57667 (-3.19)***	0.54806 (7.78)***	-0.13985 (-1.32)	-6.64242 (-5.05)***	-0.005646 (-0.02)	-0.637362 (-4.30)***	2.29268 (1.56)
$\ln$ of fund assets square $(\frac{1}{2}a_2)$	-0.1003 (-33.63)***	0.16575 (4.90)***	0.02639 (5.08)***	0.06253 (7.64)***	0.114682 (12.51)***	0.063593 (2.71)***	0.09513 (9.85)***	-0.10068 (-0.98)

變數/項目	類型							
	所有基金	封閉式股票型 (投資國內)	開放式股票型 (投資國內)	股票型 (國外募集 投資國內)	國際 股票型	債券股票 平衡型	債券型 (投資國內)	債券型 (投資國外)
單位淨值 $X_1$	0.00028 (14.13)***	-0.01376 (-4.45)***	0.003405 (8.91)***	-0.0000298 (-1.43)	-0.111018 (-6.46)***	-0.002448 (-1.01)	-0.0019045 (-3.85)***	0.021512 (0.45)
基金週轉率 $X_2$	0.0012 (5.79)***	-0.0048276 (-3.45)***	0.000048 (0.25)	-0.000636 (-0.54)	-0.0004345 (-0.72)***	0.000621 (1.12)	-0.264233 (-0.78)	- (-)
存續期間(月) $X_3$	0.0013 (13.01)***	-0.0000458 (-0.14)	-0.00122 (-10.28)***	0.005393 (11.15)***	-0.0000343 (-18)***	0.0007261 (3.12)***	0.0010308 (3.26)***	0.0032124 (1.07)
$R^2$	0.7055	0.8589	0.8228	0.9272	0.8616	0.7758	0.7655	0.7322
成本彈性	0.6581	0.863001	0.91346	0.77649	0.94021	0.871802	0.837866	0.802209
Wald Chi2	51697.26	3676.73	53248.04	7857.68	14626.33	3676.73	53248.04	407.45

註:(.)內為 Z 值, \*\*\*表示在 1%顯著水準下呈現統計顯著。樣本數以當年度市場整體支數計算, 各支基金收取經理費、保管費、其他費用的情形不一, 因此各種費用的樣本數不相等。

其次, 就基金規模別之實證結果分析, 依基金資產規模分成 0-5 億元、5-20 億元、20-50 億元、50-100 億元及 100 億元以上等五類, 亦應用上述相同計量方法估計, 將估計結果列於表 7 中。結果發現各類基金之成本彈性皆小於一, 皆具有規模經濟現象。基金數目較多的 5-20 億元及 50-100 億元等二類皆只有基金單位淨值(顯示在樣本期間內之平均年報酬率)、基金週轉率及基金存續期間等三個解釋變數的係數呈現統計顯著, 整體迴歸式的解釋能力也高。20-50 億元類之所有解釋變數的係數皆不呈現統計顯著。值得注意的是, 100 億元以上規模基金之所有解釋變數的係數皆呈現統計顯著, 但基金資產規模之估計係數符號為負, 但此一現象除了 20-50 億元規模外, 其餘規模的基金之估計係數符號皆為負, 顯示基金經理費用隨著基金規模擴大而隨之降低。

表 7 證券投資信託基金費用彈性迴歸分析(基金規模別)

單位：新台幣億元

變數/項目	所有基金	0-5 億元	5-20 億元	20-50 億元	50-100 億元	100 億元以上
樣本數	21,222	4,717	8,334	3,684	1,924	2,563
截距項 $a_0$	-12.4378 (-40.18)***	12.16234 (11.34)***	3.226846 (0.43)	-51.10096 (-1.27)	127.1685 (1.09)	50.13674 (4.16)***
$\ln$ of fund assets $a_1$	2.11084 (49.06)***	-1.900257 (-10.36)***	-0.2711455 (-0.25)	7.059586 (1.31)	-15.48134 (-1.05)	-5.592975 (-3.93)***
$\ln$ of fund assets square $(\frac{1}{2}a_2)$	-0.1003 (-33.63)***	0.2252611 (14.38)***	0.080318 (1.01)	-0.4155677 (-1.16)	1.007496 (1.07)	0.3720471 (4.43)***
單位淨值 $X_1$	0.00028 (14.13)***	0.0008665 (15.66)***	0.0001304 (3.10)***	0.0000653 (1.51)	0.0001803 (3.82)***	0.0002939 (7.49)***
基金週轉率 $X_2$	0.0012 (5.79)***	0.0001282 (0.41)	0.0021258 (7.81)***	0.0077822 (0.00)	0.0287043 (10.46)***	0.092211 (6.31)***
存續期間(月) $X_3$	0.0013 (13.01)***	0.0001282 (0.41)	0.0009376 (6.86)***	0.0019513 (0.000)	0.0030223 (17.34)***	0.0021133 (5.95)***
$R^2$	0.7055	0.4236	0.8228	0.175	0.1193	0.2112
成本彈性	0.6581	0.695691	0.821138	0.769816	0.320315	0.744279
Wald Chi2	51,697.26	3,729.37	3,471.93	476.59	271.79	1,121.19

註：( )內為 Z 值，\*\*\*表示在 1%顯著水準下呈現統計顯著。樣本數以當年度市場整體支數計算，各支基金收取經理費、保管費、其他費用的情形不一，因此各種費用的樣本數不相等。

再者，依基金之費用別(經理費、保管費及其他費用)分別為被解釋變數估計，將估計結果列於表 8 中。可知其中依經理費、保管費分的基金之所有解釋變數在 1%顯著水準下皆呈統計顯著，估計係數之符號大致上亦符合先前之預期；但依保管費分類的基金之解釋變數中基金週轉率之估計係數符號為負且為顯著，表示基金週轉率愈高，保管費卻愈低。其他費用類基金之解釋變數中基金週轉率及存續期間之估計係數符號皆為負，與先前之預期不符。

此外，在美國實施的基金 12b-1 費用制度(12b-1fee)，實際上係造成基金規模擴大的很重要因素，其原因是：(1)美國 12b-1 費用制度係比照管理費，按基金淨資產價值逐日結算，故規模愈大的基金，可從事的促銷活動即愈多。(2)12b-1 費用制度因係自

基金淨值扣除，由受益人負擔，故基金公司無須與證券商從事台面下交易，基金公司可由 12b-1 費用制度中給付通路回饋予券商。

表 8 證券投資信託基金費用彈性迴歸分析(費用別)

變數/項目	基金總費用	經理費	保管費	其他費用
樣本數	21,222	21,132	21,139	13,684
截距項 $a_0$	-12.4378 (-40.18)***	-17.43841 (-54.97)***	-10.35167 (-36.90)***	-5.68502 (-3.29)***
$\ln$ of fund assets $a_1$	2.11084 (49.06)***	2.78288 (63.12)***	1.387614 (35.59)***	0.688839 (2.86)***
$\ln$ of fund assets square ( $\frac{-a_2}{2}$ )	-0.1003 (-33.63)***	-0.146519 (-47.93)***	-0.041794 (-15.46)***	-0.029224 (-1.76)***
單位淨值 $X_1$	0.00028 (14.13)***	0.000225 (11.04)***	0.0000953 (5.29)***	0.0005159 (5.48)***
基金週轉率 $X_2$	0.0012 (5.79)***	0.0025201 (11.22)***	-0.0010105 (-5.00)***	-0.000636 (-0.54)
存續期間(月) $X_3$	0.0013 (13.01)***	0.0007255 (6.62)***	0.0023855 (24.62)***	-0.018102 (-13.43)***
$R^2$	0.7055	0.7004	0.8228	0.1788
Wald Chi2	51,697.26	50,364.17	88,539.03	2,783.67

註：( )內為 Z 值，\*\*\*表示在 1%顯著水準下呈現統計顯著。樣本數以當年度市場整體支數計算，各支基金收取經理費、保管費、其他費用的情形不一，因此各種費用的樣本數不相等。

反觀國內因無類似美國基金 12b-1 費用制度，國內基金公司促銷基金的主要通路仍以證券商為主，而行銷廣告係採實支實付方式，並非完全由基金淨值中扣除，在實務上，績效表現不佳之基金必須與績效佳之基金搭售，或採行共同行銷方式。如此一來，反而容易造成基金行銷人員與證券商人員有抬面下交易、私相授受通路回饋金予證券商或退佣予基金人員之行為。為鼓勵券商及投信公司展業人員擴大國內基金資產之規模，美國所採行 12b-1 基金費用機制可值得我國研究參考引進。

#### 肆、結論與檢討

本文檢討臺灣證券投資信託基金(即共同基金)之現況，由基金規模結構、固定經理費、投資目標及基金管理費高低等方面加以探討，並且探討臺灣證券投資信託基金(即共同基金)之規模經濟現象。至 2003 年 12 月止，臺灣共同基金資產規模計達新台幣 2 兆 6,668.4 億元，計有 417 檔基金，計有其中以債券型(投資國內)基金規模計達 2 兆 1,075.8 億元占 79.03% 高居首位，其次是開放式股票型(投資國內)，占有 9%，其餘類型基金所占的比重甚少。我國現行基金資產規模之比重與受益人之比重顯然呈現反向關係。而有較高平均週轉率或較高一年期平均報酬率投信公司所經理之股票型基金及債券型基金負擔之平均費率似乎未明顯較高。「高週轉、低淨值、多檔數、少樣化」是臺灣共同基金市場的特性。若干基金之週轉率過高，2003 年前 11 月基金之週轉率與報酬率存在負相關現象。其次，應用棋盤式資料隨機效果(panel data, random effects)計量方法估計超越對數成本函數(translog cost function)，樣本期間自 1997 年 5 月至 2003 年 12 月計 21,222 個觀察值，估計結果發現所有基金混合與七類型基金個別之經理費用對其總資產規模之成本彈性(cost elasticity)皆小於一，即臺灣共同基金皆具有規模經濟現象，投資人負擔之經理費用為合理。若再以基金規模別估計，亦皆顯示具有規模經濟現象。

基於上述討論分析之結論，擬提出下列三項有關臺灣基金市場發展之改進建議：

1. 取消各類型開放式基金規模上限之限制，以避免基金規模因達滿額之一定成數即需向證期會申請再次募集，徒增行政成本。
2. 其次，仿現行創業投資事業經營管理訂價模式，全面開放投信公司經理基金得以比照經營全權委託投資業務，與投資人簽訂績效報酬契約，相當於補貼基金經理公司之風險貼水(risk premium)，期使有誘因合理地經營管理基金，以降低道德風險。
3. 參照美國實施基金 12b-1 費用制度，俾利於基金全球行銷及藉以擴大基金規模，減輕投信公司與基金通路商私下交易及牟取不當得利之行徑。

(李顯峰，國立台灣大學經濟系副教授)

(廖麗娟，元智大學管理研究所博士生)

#### 註釋

- 1 自 2003 年 9 月 3 日起史匹哲展開對共同基金業大規模的調查，見 New York Times, 2003.11.1。另參見 SEC has found payoffs in sales of mutual funds, New York Times, 2004.1.14。
- 2 許多人對「長期投資」有太過狹隘與偏頗的認知，誤以為「長期投資」就等於「永

遠不動」，一旦買進，便永遠擺著不動，等到十年、二十年後，它自然會不斷增值，加上許多投資人以收益率表現作為投資基金別之第一考量，其次才會考慮投資風險。

- 3 根據投信投顧公會統計，93 年 12 月底國內投信公司整體基金規模為 2.48 兆餘億元，較 11 月底的 2.53 兆餘億元，減少 508.77 億餘萬元，月退幅為 2.01%。債券型基金在 93 年中經歷了聯合投信事件，失血了不少，基金總規模已降到兩兆元以下，縮水了 20%，所幸年底的贖回賣壓並未再造成太大的壓力。
- 4 93.7.12 工商時報以『國內債券基金頭一遭虧本為題』，闡述某一家投信旗下之債券型基金，因處分公司債、可轉債後，單日淨值大跌約達 3%，引發投資人開始質疑投資債券型基金到底是不是穩賺不賠？因國內債券型基金主要投資於公司債、金融債、銀行定存單、債券附買回交易等安全性與變現性較高的金融商品，故收益穩定且較不受利率波動的影響，淨值每日緩步增加，故投資人大都誤以為債券型基金是沒有風險的。
- 5 基金投資人對於短期績效的過分重視，是導致經理人操作風險調整幅度偏高的主要原因之一(王健安，2001)。又大多數共同基金投資人認為共同基金為獲利穩定低風險之投資工具，因此投資人對於共同基金之長期操作績效並不十分在意反而重視短期操作績效(Wang, 1995)，另 Moore(1999)和 Lu (1999) 皆指出投資人太樂觀的運用基金過去操作，且開放型基金因規模會受投資者是否贖回而改變，故會重視短期的績效表現，以吸引投資者買進，藉此增加基金規模賺取較多的管理費用。
- 6 我國雖已於民國 72 年 5 月 11 日增訂「證券交易法」第 18 條之一及第 18 條之二明定證券投資信託事業之管理、監督事項及其募集證券投資信託基金，與證券投資信託事業及基金保管機構之自有財產，應分別獨立，並賦予財政部訂定「證券投資信託基金管理辦法」。惟直至民國 89 年 7 月 19 日始完成「信託業法」之立法，明定「信託業」及「共同信託基金」之募集、管理及得經營之業務範圍，二者訂定之時間落差懸殊逾 15 年以上，「信託法」未明文規定投資信託，非指證券投資信託不是信託關係，至於「信託業法」排除證券投資信託事業適用的規定，係為主管權限劃分而為。故信託機構功能不彰及「證券投資信託基金」與「共同信託基金」之定位混淆不清，致由證券投資信託基金扮演共同信託基金的角色，如投資人易認為投資債券型證券投資信託基金與買賣貨幣型共同信託基金並無異，造成我國特有之基金市場結構。
- 7 基金經理人與投資人間的代理問題起源於兩者目標的不一致，前者要求個人薪酬財

富的極大化，後者要求投資組合價值的極大化。造成目標歧異的原因有兩個：其一是在資訊不對稱的環境下，投資人無法觀察到經理人投資組合是否真正從投資人利益角度出發，因此引發了經理人的道德危險(Sirri and Tufano, 1993)；其二是在競爭激烈的基金產業裏，年度定期績效評比結果與經理人薪酬紅利多寡相連結等制度的設計，加重經理人選擇持有一個高風險投資組合的逆誘因，特別是期中累積績效較差的輸家，隨著年終總績效結算日期的接近，在自利動機的驅使下可能會透過較高的操作風險調整幅度，企圖扭轉頹勢以求反敗為勝(Brown, Harlow and Starks, 1996)。

- 8 在年度基礎下，假設基金經理人的報酬與其管理基金的績效相關時，則基金經理人所擁有的投資組合若在期中被評估為輸家(losers，績效表現比平均來得差者)，在評估期後將從事比期中被評估為贏家(winners，績效表現比平均來得好者)，更高風險的基金操作，理由是輸家試圖透過修改投資組合的成分，來極大化個人的期望報酬；而期中贏家將會設法維持優勢，因此較不會去採行風險大的投資，以鎖住他們現有的報酬程度，此乃 Brown et al.所稱「逆誘因(adverse-incentive)假說」。
- 9 依財政部證期會民國九十二年九月十二日台財證四字第 0920137688 號函規定：為避免誤導投資人，證券投資信託事業為廣告、公開說明會及其他營業促銷活動時，不得以隨時可能更動之條件為廣告訴求(如未載明於證券投資信託契約或發行計畫之基金投資策略或投資標的篩選條件等)。
- 10 依財政部證券暨期貨管理委員會民國九十三年三月三日台財證四字第 0930102723 號函規定：「證券投資信託事業運用證券投資信託基金買賣有價證券及其相關商品時，不得將證券商或期貨商退還手續費歸入基金資產，或收取其他利益之行為」，係指投信事業為其所屬管理基金執行資產管理時，應本善良管理人之注意義務及忠實執行業務之原則，對源自於基金交易行為產生之利益，如證券商或期貨商等交易對象退還之手續費折讓等其他利益，應歸入基金資產或作為基金交易成本之減少。
- 11 依投信投顧公會統計，截至 93 年 12 月底國外募集、投資國內股票型基金規模為 76.57 億餘萬元，增加 3.49 億餘萬元，成長幅度 4.79%。自 1995 年 4 月宣佈 11 月將台股 50% 市值納入 MSCI 指數，至 2002 年 5 月實施第二階段自由浮動，MSCI 指數對於台灣股票權重的調整，對於外資的交易量有極大的影響力。
- 12 依證期會民國 89 年 1 月 6 日台財證(四)字第 10786 號函「證券投資信託事業申請在國內募集基金投資於國外有價證券案件之審核標準」規定：基金總額度部分：洽商外匯主管機關意見後訂定之。89 年度得募集發行之總額度訂為新台幣六百億



元，並分上、下半年度核准。基金個別額度部分：基金之申請募集個別額度上限為新台幣五十億元。

- 13 依證期會民國 91 年 10 月 30 日台財證（四）字第 157861 號函規定：基金總額度部分，洽商外匯主管機關意見後訂定之，基金個別額度部分，基金之申請募集個別額度上限為新臺幣八十億元。
- 14 依證期會民國 92 年 8 月 25 日台財證（四）字第 137934 號函修正「證券投資信託事業申請在國內募集基金投資於國外有價證券案件之審核標準」。
- 15 目前國內投信公司所發行的債券型基金，主要可分為兩種類型，一種為以獲取資本利得為主之積極型債券型基金，在其資產配置上以買賣斷債券為主，故基金的績效多與市場利率水準息息相關，在市場利率下跌時，債券價格會升高，基金報酬率也就因此提升，故基金淨值的表現波動較大；另一種則以利息收入為主之收益型債券型基金，除少部分投資於公債、公司債之買賣斷交易外，大多主要投資於一年期的短期貨幣市場工具，例如商業本票、定期存單、債券附買回、國庫券等流動性與安全性較高的投資標的，以維持穩定成長之報酬。
- 16 貨幣市場基金與證券投資基金比較，存在共同性與差異性。共同性在於，二者均是投資基金，是利益共用、風險共擔的集合投資制度。差異性在於，證券市場基金主要投資於資本市場，貨幣市場基金專門投資於貨幣市場，二者在風險、收益、流動性上存在很大不同。與一般投資基金相比，貨幣市場基金收益更加穩定，流動性與安全性更高、要求更大的資產規模、投資成本更低、基金單位價格固定、與商業銀行聯繫更加密切、交易更加便利，這些特徵從根本上決定貨幣市場基金管理制度不能直接地套入證券投資基金，實有加以修正之必要。
- 17 例如發生於去（93）年 7 月間聯合投信公司由於所經理之雙盈（債券型）及創益、創新（平衡型）等三支基金，近期處分部分持有之公司債、可轉債後產生虧損，致基金淨值下降（幅度分別逾三%到一%）；復經報載該公司有基金經理人大幅異動離職、出清債券使基金淨值大幅下滑等情形，致影響投資受益人信心，而產生大量贖回之情形。
- 18 參「證券投資信託基金管理辦法」第 29 條第 1 項，及證期局民國 92 年 10 月 31 日台財證（四）字第 146794 號函規定。
- 19 目前公司債之主要投資人為債券型基金，但是債券型基金受到部分投資規範之限制，對於無擔保公司債之投資上限卻限於基金規模及該公司所發行公司債總額之 10%，在目前國內無擔保公司債之籌碼仍僅限於少數債信較佳之發行公司案件，如

台電、台積電、聯電、中鋼及台塑集團等，所以部分基金規模較大之債券型基金對於上述公司債之投資，大多逼近投資上限，而無法再行投資。故公司債之拆券制度亦為因應債券型基金買盤需求下產物，使公司債需求面產生非常大之區隔，造成拆券公司債之要求報酬率有所不同，也影響債券型基金淨值評價。

- 20 由開放型基金定義得知，投資人既然可以隨時依據基金淨值的報價直接向基金公司申購、贖回，總受益權單位數不固定，所以稱為「開放型」；又由於得追加發行，也稱為追加型。
- 21 目前市面上的開放型基金大致可區分為：純粹投資國內股票型基金、純粹投資海外股票型基金、投資包含國內及海外股票型基金及債券型基金等四大類。
- 22 是指發行單位數固定，在發行期滿或基金規模達到預定規模後，便不再接受投資人的申購或贖回的基金型態。一般封閉型基金的交易須透過集中交易市場撮合，其交易的流程與股票買賣相同。
- 23 市場上普遍認同一位優秀的基金經理人應同時具備擇股的能力及擇時的能力。另有研究發現指出，要改善台灣基金經理人偏好短線殺進殺出的行為，除了應對於投資人「投資理財」觀念再教育外，有關基金「績效排名」揭露資訊程度亦應加強較長期績效的報導（陳隆麒等，1999）。
- 24 例如 Micropal 基金評鑑公司於 1985 年創立於倫敦，為一獨立機構，專精於評估全球各共同基金的投資績效表現，後為 S&P 併購。該公司評鑑對象有三年或以上表現數據的基金，以基金績效之「相對表現」、「平均相對表現」、「相對表現波幅」及「相對回報/波幅比率」等四項因素進行評鑑。其採用星號評等的方法，是按基金過去的績效作排名，在同類型基金中排名而給予評等的，最多有五顆星。Micropal 的台灣基金資料庫於 1997 年 3 月於全球上市，為國內投資者提供完整、獨立且具國際公信力的評估資訊，而且是全球使用率最高的績效評比系統。
- 25 中華民國投信投顧公會是國內基金績效評鑑最具公信力的機構，投信投顧公會目前委託台大財金系邱顯比與李存修兩位教授，按月追蹤所有國內基金的績效與風險值。兩位教授製作的績效評比，也是目前國內唯一被證期局認可的績效評鑑。事實上，除 Micropal 基金評鑑公司外，Lipper 基金評鑑公司為美國著名的基金評鑑機構，將基金的總資產、平均年報酬率、波動性、相對同類型基金的表現、收費的情況、基金費用成本的比率以及持股變動率等，以量化的方式彙總呈現出來。另外，尚有 Fund Research 評鑑機構為英國著名的基金評鑑機構，藉著質化和量化分析為基金作總體評估。所謂質化分析，主要是來自於對基金經理人和基金管理群面對

面深入訪談，以了解基金管理的品質。至於量化分析主要以個別期間的基金表現為基準，比較出同類型基金的相對表現，為客觀的衡量。其在國內使用率較低。

- 26 證期會於民國 92 年 4 月 12 日以台財證(四)字第 111038 號函同意投信投顧公會建議，將封閉式基金月週轉率高於市場週轉率者與開放式基金月週轉率高於市場週轉率者修正為一併排名，其中前十二名者應向公會說明週轉率過高之原因及其必要性、與前五名證券商交易情形及當月份交易情形，並公佈於統計月報。
- 27 資訊經濟學所謂：「傳訊機制下分離均衡」觀念係指，交易之一方利用某種資訊之宣示，告訴交易對手自己所屬的類型，在均衡時，報酬/風險偏好高、低不同投資人，其願意給付的成本代價亦不同。
- 28 證期會於民國 92 年 4 月 30 日以台財證(四)字第 1829 號函，開放證券投資顧問事業證券投資信託事業經營全權委託投資業務暨信託業兼營證券投資顧問業務辦理全權委託投資業務(以下簡稱全權委託投資者)得收取績效報酬，惟一般基金資產之操作仍未開放可收取績效報酬。
- 29 與分離均衡觀念相反，係指交易之一方利用某種資訊之宣示，告訴交易對手自己所屬的類型，在均衡時，報酬/風險偏好高、低不同投資人，其願意給付的成本代價均相同。
- 30 國內四大基金係指：郵政儲金、勞退基金、勞保基金、公務人員退撫基金。
- 31 依公務人員退休撫卹基金國內受益憑證投資作業規定(92.5.27 第 55 次委員會審議通過)。

#### 參考文獻

- 中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會 2004 年 1 月月報(委託台灣大學財務金融系(所)李存修、邱顯比(2004)分析)。
- Alexander, G. J. and J. D. James (1996), Report of the SEC/OCC Survey of Mutual Fund Investors.
- Ang, J. S. and J. Wuh Lin (2001), "A Fundamental Approach to Estimating Economies of Scale and Scope of Financial Products: The Case of Mutual Funds," Review of Quantitative Finance and Accounting, 16, 205-222.
- Baumol, W. J., S. M. Goldfeld, L. A. Gordon, and M. F. Koehn (1990), The Economics of the Mutual Fund Markets: Competition vs. Regulation, Boston, Kulwer Academic Publisher.

- Carlton, D. W. and J. M. Perloff (2000), *Modern Industrial Organization*, Addison-Wesley.
- Chevalier, J. and E. Glenn (1999), "Career Concerns of Mutual Fund Manager", *Quarterly Journal of Economics*, 114, 389-442.
- Collins, S. (2003), "The Expenses of Defined Benefit Pension Plans and Mutual Funds," *Perspective, Investment Company Institute*, 9(6), 1-19.
- Dermine, J. and L-H R?ller (1992), "Economies of Scale and Scope in French Mutual Funds," *Journal of Financial Intermediation*, 2, 83-91.
- Freeman, J. P. and S. L. Brown (2001), "Mutual Fund Advisory Fees: The Cost of Conflicts of Interest," *Journal of Corporate Law*, 26(3), 609-673.
- Greene, W. H. (2003), *Econometric Analysis*, Prentice Hall, 5th ed.
- Indro, D. C; C. X. Jiang, C. X; Hu, M. Y; Lee, and Y. Wayne (1999), "Mutual Fund Performance: Does Fund Size Matter?" *Financial Analysts Journal*, 55, 74-87.
- Kirmani, A. and O. Wright (1989), "Money Talks: Perceived Advertising Expense and Expected Product Quality", *Journal of Consumer Research*, 16, 344-353.
- Kistner, W. G. (1995), "Using Benchmarks to Measure Mutual Fund Performance", *Healthcare Financial Management*, 49.
- Labaton, S. (2004), *S.E.C. has Found Payoffs in Sales of Mutual Funds*, *The New York Times*, January 14, 2004.
- Latzko, D. A. (1999), "Economies of Scale in Mutual Fund Administration," *The Journal of Financial Research*, 22(3), 331-339.
- Latzko, D. A. (2003), *Mutual Fund Expenses: An Econometric Investigation*, Pennsylvania State University, Working Paper.
- New York Times*, 2003.11.1, and 2004.1.14.
- Rea, J. D., B. K. Reid, and K. W. Millar (1999), "Operating Expense Ratios, Assets, and Economies of Scale in Equity Mutual Funds," *Perspective, Investment Company Institute*, 5(5), 1-15.
- Rich, F., S., Michelson; and J. Jordan-Wagner (1999), "Does Mutual Fund Manager Tenure Matter?" *Journal of Financing Planning*, 12, 723-779.
- Volkman, D. A (1995), "Determinants of Persistence in Relative Performance of Mutual Funds", *Journal of Financial Research*, 18, 415-430.