

行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告

非營利組織基金管理績效之研究

The Performance of Fund Management of Non-Profit Organizations

計畫編號：NSC 87-2416-H-110-038-E18

執行期限：86年8月1日至87年7月31日

主持人：陳安琳 國立中山大學企業管理學系

E-mail:anlin@bm.nsysu.edu.tw

一、中文摘要

非營利組織(Non-profit organizations, NPOs)顧名思義即非強調獲利性，而不從事營利性企業活動。然而，依據Harris的調查結果，NPOs的支持率日趨下降。在缺乏營利活動的支援下，NPOs的可用資金來源已逐漸減少，若NPOs本身無法自關財源，勢必無法順利達成其組織目標。因此，我們認為非營利組織透過基金管理上追求獲利的機會，可以幫助非營利組織開闢財源、達成其組織目標且無損其非營利之特性。

本研究首先強調NPOs基金績效的衡量，在基金績效的衡量上，採用基金運用的報酬率及風險性資產的投資比例來衡量NPOs基金績效管理的效率性。所以，衡量上將兼顧投資報酬與投資風險。另外，本研究更重要的主題是探討影響NPOs基金績效管理的原因。從學理上來探討，影響NPOs基金績效管理的原因在於代理問題(agency problem)及就業市場機能(labor market mechanism)。

研究結果發現，影響基金會投資報酬的重要因素為：是否雇用專業投資人來管理基金之運用及其投資動機。當基金會認知到其可資運用之資金愈來愈缺乏時，所形成強烈的投資動機，將對資金運用的報酬率有顯著的影響。但是，基金運用的報酬率則不受員工離職率及捐贈補助比率的影響。這意謂著基金會的員工在工作上有相當的保障，也因此不必進行風險性的投資來增加本身工作的風險性，這與代理理

論的說法一致。至於捐贈補助比率的無關性則反應出，不論資金的來源是基金會努力賺得或無償受贈，在資金的運用上並沒有差別。這隱含著基金會的投資操作有正確的沉沒成本(sunk cost)的概念。

關鍵詞：基金績效、代理理論、就業市場機能

Abstract

It is obvious that the non-profit organizations (NPOs) should not focus on profit-making business. However, based on Harris' investigation, the outside funding source for NPOs has been declining dramatically since 1984. In this case, if NPOs cannot obtain other source for funding, they won't be able to accomplish their organizational goal. Under this kind of scenario, we argue that NPOs should earn profit through fund management to support their own organizations. Anyway, even though NPOs make profit through fund investments, they should still be regarded as non-profit organizations.

In this project, we focus on the measurement of fund performance of NPOs. We measure the fund performance based on the realized return of fund investment and the proportion of fund invested in risky assets. Hence, the

return and the risk are the criteria for fund performance measurement. Moreover, it is more important to explore the factors that affect the fund performance of NPOs. Theoretically, agency theory and labor market mechanism are the causes for fund performance of NPOs.

We find that the major factor for the return of fund investment is the employment of professional agents. A foundation employing professional agents for the management of fund experiences higher investment return. Further, the motives for investment influence the fund performance also. If the foundation is lack of capital, it pays more attention to the fund investment and experiences higher performance. Nevertheless, the fund performance is not significantly related to the labor market and the proportion of free capital such as donation from the government. Based on the agency theory, without the labor market mechanism, the employees tend to less risky investments for the sake of job entrenchment. Finally, we also show that the size but not the source matters for fund performance.

Keywords: Fund performance; Agency theory; Labor market mechanism

二、緣由與目的

從代理理論(Agency Theory by Jensen and Meckling (1976))的觀點來看，支領固定薪資的經理人並不偏好組織進行風險性的投資。因為風險性的投資將造成組織內經理人與所有人之間的財富重分配，而損及經理人的利益。但是，風險性的投資其預期報酬必然大於一般較低風險的投資行為。因此，若一組織僅僅從事低風險的投資決策，也就影響到組織的獲利能力。然而，Fama (1980) 指出透過經理人的就業市場機能可以減輕這一方面的代理問題。然而，不論營利性或非營利性組織，盡皆面臨此一代理問題。但由於營利性與非營

利性組織在獲利層面的認知不同，其受代理問題的影響程度也不同。

非營利組織(Non-profit organizations, NPOs)顧名思義即非強調獲利性。然而，依據Harris的調查結果，自1984年至1987年間，非營利組織的支持率下降了百分之二十五。其原因為：一、政府緊縮預算；二、企業捐款日減；三、聯邦法令降低對非營利組織捐款的租稅誘因。在這些壓力下，非營利組織的資金來源已日趨減少。若非營利組織本身無法自闢財源，勢必無法順利達成其組織目標。因此，我們認為非營利組織透過基金管理上追求獲利的機會，可以幫助非營利組織達成目標且無損及其非營利之特性。

誠然，非營利組織由於受到政府或社會大眾的補助，政府在其基金的管理運用上有著許多法令規定，以保障其基金的安全性。本研究的重點探討非營利基金會組織基金管理的績效衡量，並探討影響基金會基金投資績效的原因。我們相信，非營利組織的資金來源將愈來愈需要仰賴本身的資金創造能力。在無損其非營利特性下，正確的基金操作乃係創造資金來源的主要途徑。藉由本研究我們可以瞭解非營利基金會組織在基金管理上的限制，及影響基金績效的原因，以期非營利基金會組織能逐步邁向自給自足，減少仰賴外在贊助的部份，以使其組織目標能圓滿達成。

三、研究結果與討論

本研究乃針對非營利之基金會組織的基金投資報酬及選擇的投資標的進行討論。所謂基金管理績效在財務理論的績效而言，應該要同時考慮投資的報酬率及其所承擔的風險。基金的投資報酬則由基金之投資組合來衡量，而風險程度則由其投資標的來衡量。在本研究中，則以股票型投資及信託投資為風險之替代衡量(proxy)。

研究結果發現，絕大多數的基金會傾向於投資安全性的資產，也就是將其資金存放於銀行孳息。而願意將資金投資於風

險程度大、報酬率較高的權益證券者，相對的其比例要少很多。很明顯的，這個結果表示基金會的投資行為過於保守，難怪績效較差，這是從基金會的投資行為所得到的結果。當我們分析其投資動機的考慮因素時發現，基金會的投資動機傾向於安全、流動性高及回收期間短等低風險的投資考慮，而投資的報酬率則與投資的滿意度之間沒有顯著的關聯性。這個結果與其所反應出來的投資行為一致。如果基金會對報酬的要求較高時，自然會對風險性資產投入較大的比重，這代表基金會本身對財務理論所謂的報酬與風險的抵換(trade-off)關係有一定的瞭解，而且也能夠接受這個觀念，並不是一味的只要報酬而不承擔風險。

另外，本研究指出影響基金會投資報酬的重要因素為：是否雇用專業投資人來管理基金之運用及其投資動機。當基金會認知到其可資運用之資金愈來愈缺乏時，所形成強烈的投資動機，將對資金運用的報酬率有顯著的影響。但是，基金運用的報酬率則不受員工離職率及捐贈補助比率的影響。這意謂著基金會的員工在工作上有相當的保障，也因此不必進行風險性的投資來增加本身工作的風險性，這與代理理論的說法一致。至於捐贈補助比率的無關性則反應出，不論資金的來源是基金會努力賺得或無償受贈，在資金的運用上並沒有差別。這隱含著基金會的投資操作有正確的沉沒成本(sunk cost)的概念。

綜合以上的討論，基金會在資金的運用上有正確的理財觀念，惟太傾向於保守以確保職位的安定性(entrenchment)。因此造成投資風險降低但報酬不足的現象。在捐款降低日益嚴重的情況下，當圖謀基金的投資獲利管道，以利業務之推展。而這一點應從專業投資人員著手，但聘雇專業投資人員會相對的提高成本，唯有專業投資人員所帶來的報酬高於其成本時才有價

值。

四、計畫成果

本計畫之進行成敗有賴於問卷之回收率及問卷回答之有效性。在樣本的選擇上，從廣泛的非營利組織縮小到非營利之基金會組織，這是基於資料來源的考慮以及樣本內均質性的考量，希望能研究較沒有資金創造能力的基金會，而不是一些有資金創造能力的非營利組織，如醫院等。在問卷的回收上較不如人意，回收率只有20%左右，而完整回答問卷的只有5%，這意謂著基金會組織普遍不太重視基金之投資績效，這當然會影響到研究結論的正確性，然而本研究力求透過研究方法的設計來達成原先預定的目標。

原先預定的目標大致可以達成，惟透過LISREL來分析績效的原因一案，則因為回收樣本不足及與其他子計畫的配合有落差，而尚未進行，這有待後續進一步的研究。

五、參考文獻

[1]李小梅，台灣地區社會福利基金會贊助人之行為及其行銷策略之研究，行政院國家科學委員會，民國82年10月

[2]孫本初，非營利性組織管理之研究 - 以台北市政府登記有案之社會福利慈善事業基金會為對象，台北市政府研考會，民國83年十月

[3]高明瑞、楊東震，民眾選擇醫院之重要影響因素與醫院行銷之研究，中山管理評論，民國84年12月

[4]張廣福，非營利事業行銷之應用 - 台北市國民消費協會之實例，國立政治大學企業管理研究所碩士論文，民國71年6月

[5]曹常鴻，行銷在非營利機構之應用 - 消費者文教基金會實例研究，台灣大學商學研究所碩士論文，民國76年6月

- [6]黃均銘，行銷觀念在非營利事業之應用：以捐血協會為例，國立政治大學企業管理研究所碩士論文，民國73年6月
- [7]黃俊英、蔡敦浩、高明瑞，非營利性組織之行銷 - 台灣的成功個案，行政院國家科學委員會，民國83年11月
- [8]黃嘉斌，非營利事業行銷 - 以高雄天主教為例初探，國立中山大學企業管理研究所碩士論文，民國82年7月
- [9]黃慶源，非營利組織行銷研究 - 以國立科學工藝博物館為例，國立中山大學公共事務管理研究所碩士未出版論文，民國85年6月
- [10]劉俊英，非營利組織市場導向之個案研究 - 以兒童癌症、兒童燙傷、早產兒及安寧照顧基金會為例，國立中山大學企業管理研究所碩士論文，民國84年6月
- [11]潘文文，非營利組織公共關係策略之研究 - 我國宗教型社會福利組織之個案分析，國立中興大學公共政策研究所碩士論文，民國84年1月
- [12]Arditti, Fred, 'Another Look at Mutual Fund Performance', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1971, **6**: 909-912
- [13]Carlson, R., 'Aggregate Performance of Mutual Funds: 1948-1967', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1970, **5**: 1-32
- [14]Crenshaw, T. E., 'The Evaluation of Investment Performance', *Journal of Business*, 1977, **50**: 462-485
- [15]Dietz, Peter, 'Components of a Measurement Model, Rate of Return, Risk, and Timing', *Journal of Finance*, 1968, **23**: 267-275
- [16]Fama, Eugene, 'Agency Problems and the Theory of the Firm', *Journal of Political Economy*, 1980, **88**: 288-307
- [17]Gaumnitz, J., 'Appraising Performance of Investment Portfolios', *Journal of Finance*, 1970, **25**: 555-560
- [18]Grant, Dwight, 'Portfolio Performance and the Cost of Timing Decisions', *Journal of Finance*, 1977, **32**: 837-838
- [19]Jensen, Michael and Meckling, William, 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, 1976, **3**: 305-360
- [20]Klemkosky, Robert, 'The Bias in Composite Performance Measures', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1973, **8**: 505-514
- [21]Lee, Cheng and Jen, Frank, 'Effects of Measurement Errors on Systematic Risk and Performance Measure of a Portfolio', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1978, **13**: 299-312
- [23]Mills, Harlan, 'On the Measurement of Fund Performance', *Journal of Finance*, 1970, **25**: 1125-1131
- [24]Rothstein, Marvin, 'On Geometric and Arithmetic Portfolio Performance Indexes', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1972, **7**: 1983-1992
- [25]Sharpe, William, 'Mutual Fund Performance', *Journal of Business*, 1966, **39**: 119-138
- [26]Treynor, Jack, 'How to Rate Management of Investment Funds', *Harvard Business Review*, 1965, **43**: