

以代理理論與服務品質觀點探討基金投資行為

趙 琪* 洪翊崧**

摘 要

本研究以代理理論與服務品質觀點為基礎，在基金投資之委託代理關係與購後服務品質評價背景下，探討基金投資行為，期能提供行銷策略之參考。本研究發現，代理問題與服務品質缺口確會影響基金投資行為(包括購買、持有及重購意願)；並且，基金投資人對不同代理問題的知覺也會影響其對投信公司服務品質的期望，以增加對代理關係的控制力。而投信公司若能揭露有形資訊及維持穩定可靠的績效記錄，以降低投資人對代理問題(資訊不對稱、目標衝突)的憂慮，則有助於促進基金購買或繼續持有。

關鍵詞：基金投資、代理問題、服務品質。

* 國立雲林科技大學企管系副教授

** 銘傳大學國際企業研究所碩士

壹、緒論

在投資市場上，個人投資者因限於時間與資金不足、欠缺產業訊息，更由於缺乏工具或專業知識，無法規避風險，故衍生了許多專業投資服務的發展契機：「共同基金」(mutual funds)即為其中之一，希望募集小額資金分散風險，並藉由專家知識與經驗分析市場動態，以選擇最佳投資組合。而台灣在經歷了多次股市風暴後，投信公司在金融投資市場的角色與地位更顯重要，也奠定了投信公司之發展基礎。

但共同基金對投資人而言並非全無風險，如果投信公司內部經營資訊未充分揭露或經理人眼光不長遠、流動率高、害怕風險，而發生次佳投資決策(suboptimal risky projects)(Ross, 1973)與目標衝突(goal conflict)(Eisenhardt, 1985)，即產生「代理問題」(agency problems)，將影響投資人基金投資行為(林慧，民 87)，也突顯了投資人與投信公司間「代理關係」(agency relationship)的重要性。

此外，投信公司在激烈競爭中，除須減低投資人對其代理問題的知覺，尚應以良好的服務品質使公司獲得競爭優勢。Roth and Dervelde(1988)對美國金融服務業之服務品質進行研究，發現公司欲留住現有顧客或獲得新顧客，均必須努力提供更佳服務。而 Parasuraman, Zeithaml, and Berry(1985)則指出，提供優異的服務是一種雙贏策略，高品質服務能夠維繫顧客信心、建立競爭優勢，除吸引更多新顧客外，並獲取更多既有顧客的交易，也較無價格競爭與客戶流失情形。

以往對基金投資行為的相關研究著重於績效評估(如 Le Clair, 1974; Brown and Goetzmann, 1997)，對其他影響基金投資的因素較少考量。事實上，當投資人投資基金時，並無法確定未來績效，因而除績效評估外，投資人對於投信公司之代理問題知覺與服務品質滿意程度，亦是投資人選擇基金之考慮因素，所以，代理問題與服務品質對基金投資行為之影響不容忽視。在投資標的愈趨多元、各種基金紛紛上市的情形下，基金在投資市場上的角色勢必更為重要，而基金的順利募集與擴大，必須降低投資人代理問題知覺與提昇服務品質，故本研究將深入探討此一議題。

本研究依據 Starks(1987)所提出共同基金的委託投資關係，期能瞭解投資人購買共同基金之代理問題考量，以及購買基金後的服務品質缺口對基金持有或重購之影響(Parasuraman et al., 1985)。此外，Dunn(1985)、De Maria(1988)指出，基金投資人對投信公司的委託行為，實際上可視為一種授權過程；而為使此授權過程得以保持投資人之最大利益，則需藉控制機制(control mechanism)增加確定性。故本研究亦對代理問題與服務品質進行關連性研究，以提出降低投資人購買基金的代理問題知覺或彌補服務品質缺口之建議，做為投信業未來行銷策略發展之方向。

貳、理論探討

紀智元(民 84)提出，投信公司違背對基金受益人之忠實義務(fiduciary duty)，造成受益人權益受損，即發生利益衝突；而投信公司之經營除標榜專業性外，應首重誠信忠實原則。但因近幾年來諸多有關投信公司利益衝突、利益輸送之事件，除主管機關應加強管理外，投資人亦會將其中利害衝突納入決策考量中。而國內投資基金人數日增，為維護投資人權益，亦應適度增加投信公司服務之競爭性，以提昇投信業之整體市場評價。

因此，共同基金雖擁有分散風險、規模經濟及範疇經濟等優勢，但在競爭日烈的投資環境下，投信公司亦需關注投資人面臨利益衝突、資訊不對稱等代理問題的知覺，以及對其服務品質之評價，故本研究探討此兩項因素的相關文獻，以深入探究其對基金投資行為的影響。

一、基金投資之代理問題

(一)代理理論

代理理論觀點源於對風險分攤(risk-sharing)之探討，此外，當團體成員有不同目標或組織分工時，也會引起代理問題。Eisenhardt(1985, 1989)認為，代理理論除

了解決風險分攤問題外，更欲解決「主理人」(principals)與「代理人」(agents)目標衝突問題。

當主理人依賴代理人為其利益採取某些行動時，即發生代理問題(Jensen and Meckling, 1976; Bergen, Dutta, and Walker, Jr., 1992)。代理理論主要探討各種代理關係及其衍生之代理問題，代理關係以契約(contract)形式存在，源於主理人將工作委任給代理人，並賦予代理人一定的執行權力後，主理人與代理人間的互動關係；由代理關係所引發主理人與代理人之間利益衝突的一切問題稱為代理問題。Barnea, Haugen, and Senbet(1981)分析代理問題的兩個基本行為假設為：1.所有個人在選擇行動時，以其福利最大為依歸；2.所有人都是理性的。這隱含每個人認知所有其他人的自利動機，因此，代理人依其己利做決策是被預期的，主理人也明瞭此點。

Guesneric, Piard, and Rey(1988)認為代理問題有兩類，為「逆選擇」(adverse selection)與「道德危險」(moral hazard)；前者是主理人與代理人的知識或資訊不對稱(asymmetric)所造成；後者原因為簽訂契約雙方當事人一些行動的不可觀察性或不可驗證性。Rasmusen(1989)將資訊不對稱所產生的道德危險分為隱藏行為與隱藏資訊兩類；有的學者則認為隱藏資訊的道德危險實質上就是逆選擇的一種型式。Bergen et al.(1992)以代理關係建立的時間將代理問題區分為兩類，一為「合約前問題」(pre-contractual problems)，發生在主理人尚未決定和代理人簽約前，主要問題是代理人是否具備主理人要求的特徵；另為「合約後問題」(post-contractual problems)，發生在契約(代理關係)成立後，主要問題是主理人應如何評估並酬償代理人的表現，使代理人能依主理人的意志行事。高國輝(民 85)則提出代理問題以「外顯」與「隱含」的組合型態出現，外顯代理問題包括監督、承諾及其他為減少誘因衝突所需耗費的努力；而隱含的代理問題則為動機不一致，致無法做出最適決策時，所造成的損失(Monahan and Vemuri, 1996; Mayeres and Proost, 1997)。

Morris(1976)、Diamond(1991)、Carrillo(1998)、Sridhar and Balachandran(1997)等認為，資訊不對稱的代理問題是指外部人士對公司品質的瞭解較公司內部人士少，市場無法完全區別不同公司的品質。Kane(1985)提出，主理人與代理人之間無目標衝突稱為「動機配適」(compatibility)，若動機不一致而影響代理關係的運作，造成機會損失，則為代理問題。Jensen and Meckling(1976)認為，代理契約所導致的

衝突主要有兩項來源：一為管理者與股東間的衝突；另一種為股東與債權人間的衝突。Barnea et al.(1981)認為代理問題包括資訊不對稱和次佳投資決策。Barney(1997)則提出代理問題的來源為管理者的額外補貼與風險趨避。

(二)基金投資的代理問題

基金投資人與投信公司間存在代理關係，雙方目標不可能完全一致，於是可能產生投信經理人因自利而偏離投資人目標等代理問題。由於投資人無法在不付出成本下監督投信公司在管理投資組合上的努力(Marcus, 1982)，也不能觀察到投信公司為投資組合所選擇的風險水準，更不瞭解投資績效與投信公司所投入的努力是否有直接關係？因而發生投信公司是否在投資人利益最大化前提下決定投資組合與風險水準的代理問題。如紀智元(民 84)認為，在所有權與管理權分離下，可能產生目標衝突(Alchian and Demsetz, 1972; Jensen and Meckling, 1976)。Starks(1987)提出設計「對稱性績效誘因」(symmetric performance incentive fees)的報酬制度，可以解決基金經理人與投資人目標不一致的代理問題。Kose, Nachman, and Spatt(1986)與Darrough and Soghton(1986)提出，公司內部具有私人資訊時，會存在投資不足(次佳投資決策)之問題；並認為投資政策偏離程度因代理人之規避風險程度而加強。

由上所述，一般投資人可能對投信公司投資決策是否善盡為投資人謀求最大福利之責任感到不安，對其經營管理缺乏信心，並對操作資訊不對稱而憂心，進而影響對基金的委託投資意願與行為。

二、服務品質

Lehtinen and Lehtinen(1982)認為，服務品質是由「過程品質」(process quality)和「產出品質」(output quality)兩者共同組成；前者指消費者在服務過程中對服務水準之評價，後者是消費者在服務完成後的評價。Parasuraman et al.(1985)認為，服務品質可由消費者對服務品質「期望」與「實際知覺」的比較來估計。所以，服務品質的衡量不僅包含對服務結果的評價，亦包含對整個服務傳遞過程的評估，且「期

望」扮演關鍵性角色。Bitner(1990, 1992)認為，服務品質是消費者於消費後是否再次購買的整體態度，並認為一是顧客對服務整體優越程度之評價，係一種知覺品質，不同於客觀品質，另一是產生於期望與知覺服務績效間的比較。

MaZis, Ahtola, and Klippel(1975)強調，服務品質的評價應奠基在消費者對服務執行成果的知覺上，因此提出單純以績效構面來衡量服務品質；由於消費者對服務好壞認定基準不同，因此用加權方式來評估，以彰顯消費者個人特殊偏好。Cronin and Taylor(1992)承續上述看法，強調以服務執行成果為服務品質衡量的基礎，稱為 SERVPERF 法，只針對服務執行成果加以衡量，並不和消費者期望比較，也不經過加權程序，是一種非常簡單的服務品質衡量方法。

Parasuraman et al.(1985, 1988)除提出服務品質 PZB 模型，也提出 10 項服務品質構面，經驗證後，得到 5 項服務品質構面——有形性、可靠性、反應力、保證性與同理心，稱為 SERVQUAL 量表，衡量消費者的服務期望及對服務結果的知覺，兩者差異即為服務品質的滿意程度。Carman(1990)以不同產業測試 SERVQUAL 的有效性，結論認為 SERVQUAL 的服務品質構面具有相當高的穩定性。Parasuraman et al.(1991, 1994a, 1994b)又繼續修正與檢驗 SERVQUAL 量表，希望能提高信度及效度，且能跨行業衡量服務品質；本研究即以修正 SERVQUAL 量表衡量投資人對投信公司服務品質之滿意度。

參、研究設計

一、研究架構與研究假設

根據研究目的與相關文獻探討，擬定本研究架構如圖 1，並建立研究假設。

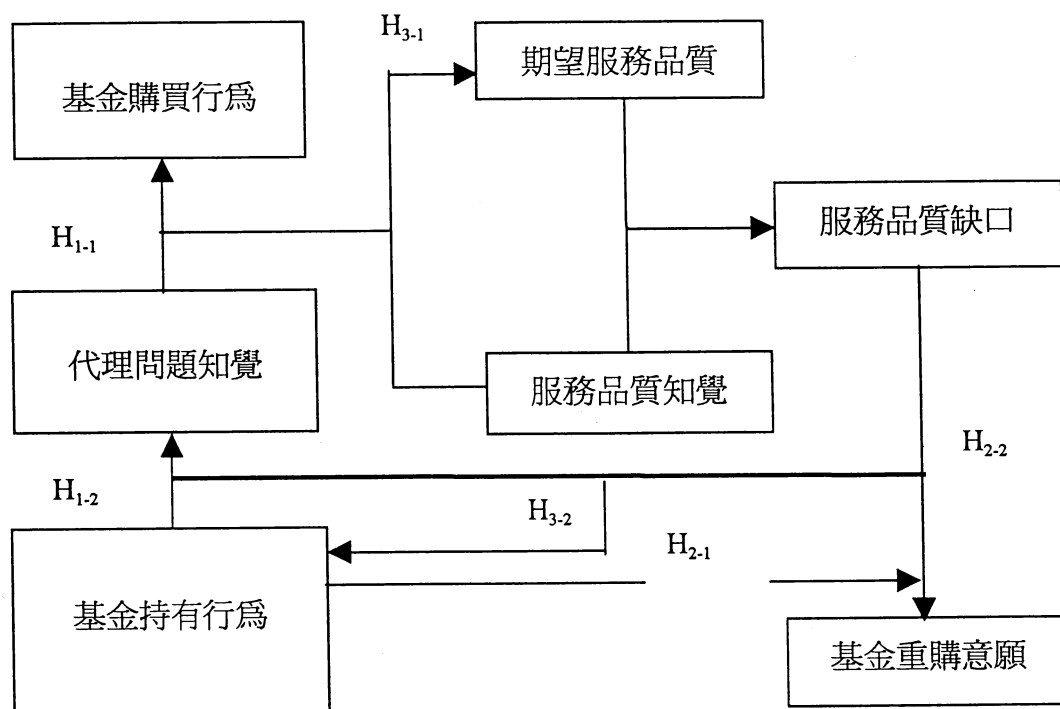


圖 1 研究架構

H₁：投資人對投信公司發生代理問題的知覺將影響基金投資行為。

Jensen and Meckling(1976)提及，委託契約關係引起代理問題；所以，當投資人購買基金而與投信公司產生代理關係時，將考量委託投資之代理問題，進而影響基金投資行為。由 H₁ 從而發展出以下子假設：

H_{1.1}：投資人對投信公司發生代理問題的知覺程度愈低，愈傾向投資基金。

H_{1.2}：目前持有基金者對代理問題知覺較低。

Barnea et al.(1981)指出，當管理人員比外部投資者擁有更多資訊，卻無法明確透露給大眾；或代理人的努力水準為主理人所不知(Rasmusen, 1989)，即產生資訊不對稱。減少隱藏資訊將使代理關係較可被接受，所以對主理人而言，資訊愈完全愈趨向採代理方式。高國輝(民 85)指出，隱含的代理問題是指無法做出最適決策所造成的損失，如果主理人認為代理人可做出最適決策，將較易接受代理關係。Barnea et al.(1981)認為，代理問題的行為假設，係所有個人在選擇行動時以其福利最大為依歸，目標衝突由然而生，如能調適衝突，則代理可行。故可綜合推論，當投資人對代理問題(資訊不對稱、次佳投資決策及目標衝突)知覺愈低，愈可能投資基金；而目前持有基金者對代理問題的知覺也應較低。

H₂：投資人對投信公司服務品質的滿意程度將影響基金投資行為。

Collier(1990)認為良好的服務品質使公司獲得競爭優勢，故服務品質高低應會影響基金購買行為。本研究以修正 SERVQUAL 量表衡量服務品質缺口，做為對投信公司服務品質滿意度之評量。並延伸以下子假設：

H_{2.1}：目前仍持有基金者對投信公司的服務品質滿意程度較高。

H_{2.2}：基金投資人對投信公司的服務品質愈滿意，基金重購意願愈高。

Bitner(1990, 1992)認為，服務品質影響消費者是否再次購買。此外，Nelson(1980)認為，服務品質亦可以經驗品質來揣摩，故基金投資人對投信公司所經驗之服務品質滿意程度將是持有或再購決策的依據。

H₃：投資人對投信公司的代理問題知覺與服務品質滿意程度將影響基金投資行為。

由 H₁ 及 H₂，代理問題與服務品質兩種因素可能共同影響基金投資行為，應合併討論其效果，子假設如下：

H_{3.1}：基金投資人的代理問題知覺會影響其對投信公司服務品質之期望。

H_{3.2}：投資人對投信公司代理問題知覺愈低且服務品質滿意度愈高時，傾向持有基金。

通常，愈能減少代理問題的控制系統將被採用；Kowtha(1997)指出，不同代理問題將使用不同的控制機制。顧客對服務品質的期望可視為一種事前控制，投資人對投信公司的要求或期望標準，使其選擇具特定服務品質或口碑的投信公司，以降低事後發生代理問題的可能性；故投信公司將努力降低投資人的代理問題知覺，以增加投資人對基金的購買或重購意願。所以，本研究推論投資人代理問題知覺增加，會提高對投信公司服務品質之期望；另外，他們對投信公司發生代理問題的知覺愈低，且認為該公司服務品質愈佳，愈可能繼續持有基金。

二、變數定義

本研究各變數的定義如表 1 所示。

表 1 變數定義

變 數	定 義
基金投資行為	分為未買過基金和曾買過基金；後者又分為目前未持有與目前持有基金兩類，並包括基金重購意願。
代理問題知覺	投資人對投信公司在委任投資行為時，可能發生資訊不對稱、次佳投資決策與目標衝突而損及投資人利益的知覺。
期望服務品質(Ej)	基金投資者對各項服務品質的期望程度。服務品質構面為有形性、可靠性、反應力、保證性與同理心。
實際服務品質知覺(Pj)	基金投資者對各項服務品質構面實際感受的知覺。
服務品質滿意程度	即服務品質缺口($G_j = P_j - E_j$)，顧客期望服務與實際知覺服務間之差距。

三、研究方法

(一)問卷設計

本研究以問卷做為研究工具，包括共同基金投資行為、代理問題知覺、對投信業服務品質之期望與實際知覺(參考修正 SERVQUAL 量表)、基金重購意願以及受訪者基本資料；其中第二至第五部份均採 Likert 5 點尺度衡量。

(二)抽樣方法與資料蒐集

本研究抽樣對象為一般投資人，但限於財力、時間、樣本可接觸性及投信公司顧客名冊不能外流等種種限制，乃採便利抽樣。依據多位投信公司高階主管意見，若於一般證券經紀商營業處放置問卷，會因投資人受訪意願低而導致回收率低；若置於投信公司贖回櫃檯，因贖回多利用電話申請，在樣本上亦難以取得。本研究乃尋求較接近研究主題且更易觸及的受訪對象，而專業理財刊物訂戶應對投資或共同基金之相關議題興趣較高，對抽樣的正確性與回收率將有所幫助，故以理財週刊訂戶為抽樣對象，隨機抽取 800 位，併同週刊以郵寄方式調查；再以各銀行基金銷售櫃檯顧客抽樣為輔，在 5 家銀行各發出 50 份問卷；另於北部某大學推廣教育班中便利抽樣，發出 150 份問卷。以上總計發出 1200 份問卷，回收 342 份，回收率達 28.5%，剔除填答不完全之無效問卷 33 份，有效問卷為 309 份，有效回收率 25.75%。

肆、分析結果

一、代理問題與基金投資行為

本研究有效樣本中，從未購買基金者佔 171 人，138 位受訪者曾買過基金，其中 79 人目前仍持有基金，59 人則未持有。首先，對三項代理問題知覺構面——資訊不對稱、次佳投資決策與目標衝突進行主成份分析，由表 2，主成份解釋變異量均達 48.5%以上，故以主成份分數做為後續分析基礎。

表 2 「代理問題知覺」主成份分析

代理問題	項目內容	因素負荷量	主成份特徵值 (解釋變異量)	Cronbach α
資訊不對稱	缺乏經營資訊	0.654	2.911 (48.5%)	0.886
	投資風險之揭露	0.753		
	過去績效可信度	0.775		
	有安全感	0.674		
	投資組合資訊之揭露	0.696		
	經理人相關資訊之揭露	0.684		
次佳投資決策	未規劃適當投資組合	0.579	1.664 (55.5%)	0.875
	圖利大客戶	0.701		
	與上市公司股東勾結	0.740		
目標衝突	考慮自己利益忽略投資人	0.642	1.765 (58.5%)	0.886
	內線交易圖利自己	0.790		
	不見得完全為投資人利潤努力	0.552		

註：樣本數 309。

本研究以代理問題知覺為自變數，基金投資決策為應變數，進行 Logistic 迴歸分析，結果如表 3，Logistic 迴歸模型檢定結果達顯著水準($p=0.0001<0.05$)，正確區分率 69.5%。「資訊不對稱」對基金購買有顯著的負面影響($\beta=-0.248$, $\chi^2=4.078$, $p=0.0435<0.05$)，也就是投資人對資訊不對稱的知覺愈高，愈不會購買基金，「次佳投資決策」、「目標衝突」則與基金投資決策無顯著相關，結果部份支持假設 $H_{1.1}$ 。

表 3 投資人代理問題知覺對基金投資決策之 Logistic 迴歸分析

自變項	迴歸係數 β (Y=0 vs. Y=1)	χ^2 值	p 值
常數項	0.450	13.853	0.0002**
資訊不對稱	-0.248	4.078	0.0435*
次佳投資決策	0.185	1.638	0.2006
目標衝突	0.089	0.384	0.5354
-2LOG L=41.477 ($p=0.0001^{**}$)		Concordant=69.5%	

註：1. "Y=0"表示"未買過基金"，"Y=1"表示"曾買過基金"；

2.樣本數 309；

3.**表示 $p<0.01$ ；*表示 $p<0.05$ 。

其次，探討投資人基金持有與代理問題知覺的關係， t -Test 檢定結果如表 4。檢定結果接受假設 H_{1-2} ，目前持有基金之投資者對投信公司代理問題知覺較低。

表 4 基金持有與代理問題知覺的 t -Test

	基金持有	樣本數	平均數	標準差	t 值	p 值
代理問題知覺	未持有	59	0.169	3.648	4.536	0.0001*
	持 有	79	-2.584	3.435		
1.資訊不完全	未持有	59	0.789	1.435	5.341	0.0001*
	持 有	79	-0.596	1.576		
2.次佳投資決策	未持有	59	0.391	1.451	3.030	0.0029*
	持 有	79	-0.292	1.197		
3.目標衝突	未持有	59	0.390	1.364	3.020	0.0030*
	持 有	79	-0.291	1.271		

註：*表示 $p<0.01$ 。

二、服務品質與基金投資行為

為瞭解投信公司服務品質，對曾買過基金的 138 份樣本資料進行分析，以服務品質缺口分數代表服務品質評價，也就是實際知覺的服務品質愈大於期望，表示服務品質滿意度愈高。表 5 為持有與未持有基金者在投信公司整體服務品質及各服務品質構面缺口之 *t*-Test 檢定，結果支持假設 H_{2-1} ，目前持有基金之投資人服務品質缺口較小，即認為投信公司服務品質較佳；而在「有形性」的品質構面上，持有基金者的實際知覺品質甚至高於期望品質。

以複迴歸分析服務品質滿意程度對重購意願之影響，由表 6 發現，當受測者對「有形性」($\beta=0.321$, $t=8.23$, $p=0.0001<0.01$)、「可靠性」($\beta=0.152$, $t=3.19$, $p=0.0156<0.05$)及「保證性」($\beta=0.425$, $t=10.23$, $p=0.0001<0.01$)的服務品質愈滿意，基金重購意願會顯著提高，故支持假設 H_{2-2} ，即服務品質滿意程度與基金重購意願有關。

表 5 基金持有與服務品質缺口之 *t*-Test

基金持有	樣本數	平均數	標準差	<i>t</i> 值	<i>p</i> 值
整體服務品質					
未持有	59	-11.199	7.166	-2.636	0.0099**
持 有	79	-8.429	4.304		
1.有形性					
未持有	59	-0.893	0.970	-4.501	0.0001**
持 有	79	0.135	1.689		
2.可靠性					
未持有	59	-1.867	1.493	-3.108	0.0025**
持 有	79	-1.169	1.000		
3.反應力					
未持有	59	-3.401	2.283	-1.738	0.0855
持 有	79	-2.809	1.486		
4.保證性					
未持有	59	-3.292	2.263	-1.304	0.1953
持 有	79	-2.845	1.558		
5.同理心					
未持有	59	-2.270	1.263	-2.623	0.0253*
持 有	79	-1.202	0.828		

註：**表示 $p<0.01$ ；*表示 $p<0.05$ 。

表 6 服務品質與基金重購意願之複迴歸分析

解釋變數	迴歸係數 β	t 值	p 值
常數項	2.381	18.25	0.0001**
有形性	0.321	8.23	0.0001**
可靠性	0.152	3.19	0.0156*
反應力	0.012	1.02	0.2564
保證性	0.425	10.23	0.0001**
同理心	-0.055	-0.75	0.2553

註：1.樣本數 138；

2.**表示 $p < 0.01$ ；*表示 $p < 0.05$ 。

三、代理問題、服務品質與基金投資行為

本研究擬分析基金投資人知覺代理問題時，會要求(期望)哪些服務品質構面做為控制機制？以確保基金投資代理關係的可控制性。所以，此一部分以典型相關分析來探討「代理問題知覺」與「期望服務品質」兩組變數間的關係，分析對象也只限 138 位曾投資基金的樣本。

表 7 代理問題知覺與期望服務品質之典型相關分析

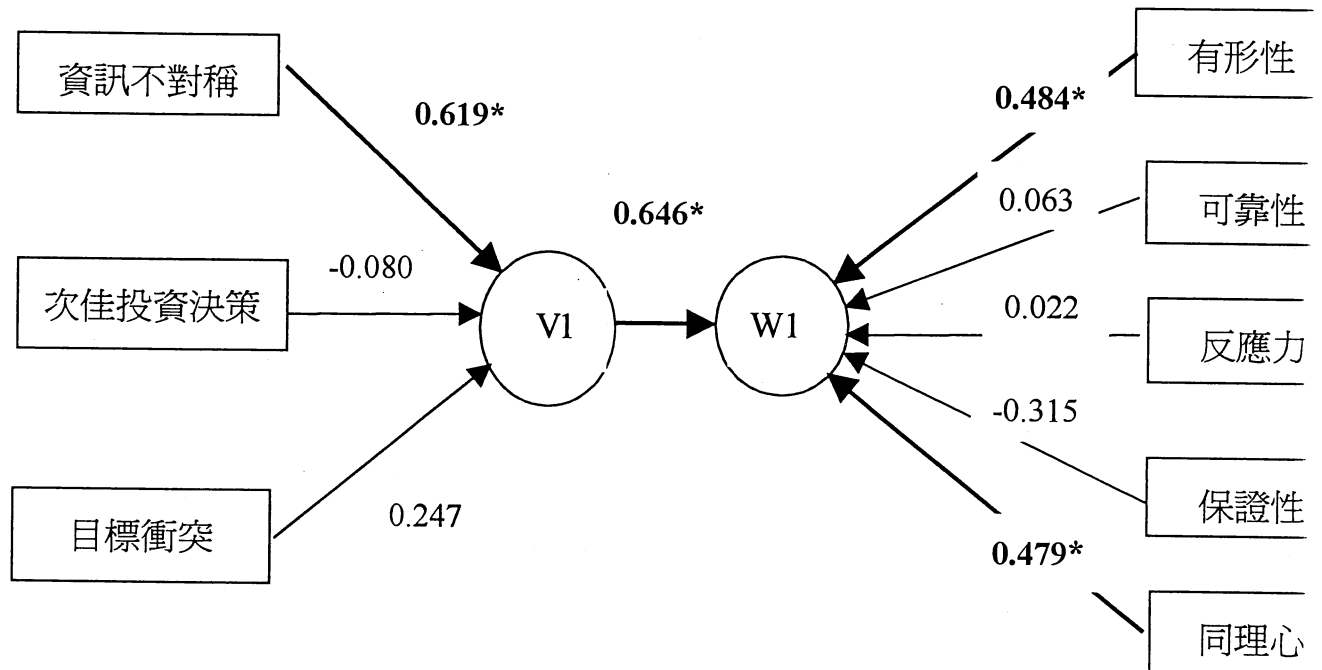
典型相關係數	特徵值	累積解釋變異量 (%)	Likelihood Ratio	F 值	p 值
1. 0.646	1.523	0.860	0.521	6.377	0.0001**
2. 0.377	0.423	0.961	0.793	2.391	0.0417*
3. 0.229	0.055	1.000	0.948	1.443	0.2332

註：1.樣本數 138；

2.**表示 $p < 0.01$ ；*表示 $p < 0.05$ 。

表 7 中，兩典型相關係數為 0.646 與 0.377，第一與第二典型相關累積解釋變異達 96.1%，Likelihood Ratio 值分別為 0.521($p=0.0001 < 0.01$) 與 0.793($p=0.0417 < 0.05$)，皆達顯著水準，支持假設 $H_{3.1}$ ，投資人對代理問題的知覺與期望服務品質間確有相關，兩組典型相關如圖 2。

第一組典型相關：



第二組典型相關：

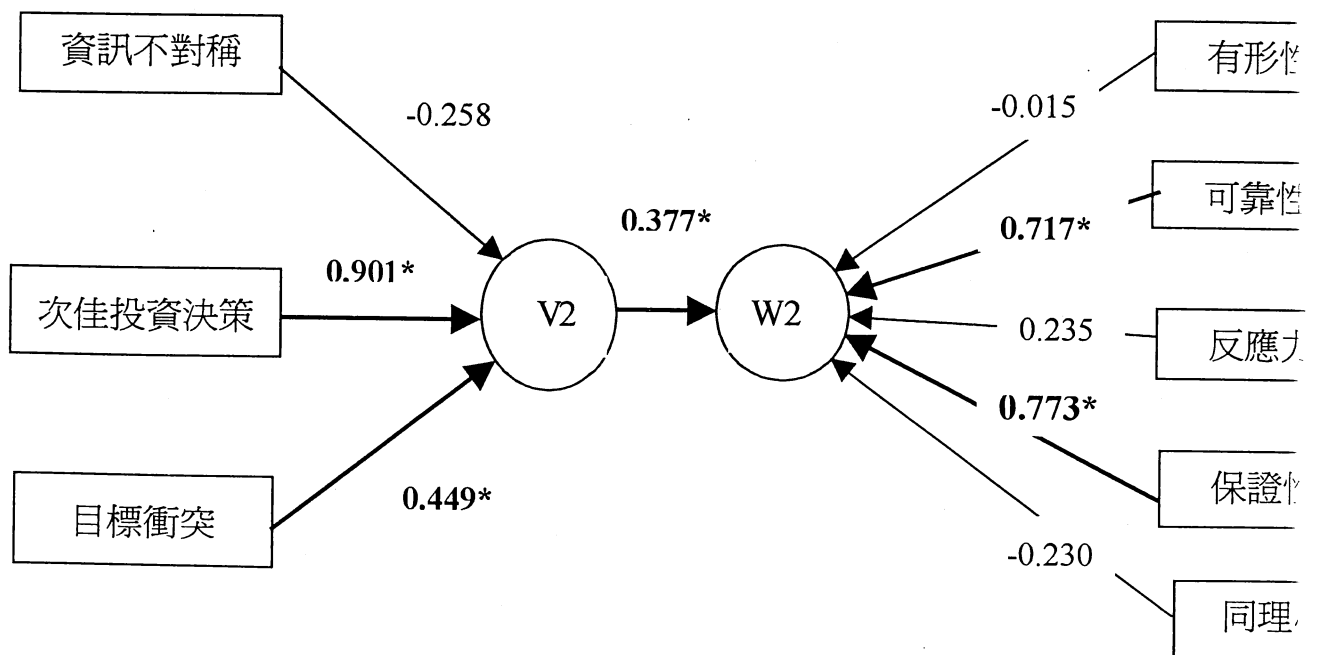


圖 2 代理問題知覺與期望服務品質之典型相關

由第一組典型相關，當投資人知覺資訊不對稱愈嚴重，愈會期望投信公司將服務有形化，並更具同理心；而第二組典型相關指出，當基金投資人知覺次佳投資決策與目標衝突的代理問題愈嚴重，將期望投信公司提供可靠的服務品質及保證。所以，投資人知覺不同類型的代理問題時，會造成其對投信公司服務品質的不同期望。

最後，為探究投資人基金持有與代理問題、服務品質滿意程度間的關係，利用 Logistic 迴歸模型分析，如表 8，整體迴歸模型已達顯著水準($p=0.0001<0.01$)，正確區分率為 76.5%，支持假設 $H_{3.2}$ 。當投資人對發生「資訊不對稱」與「目標衝突」代理問題的知覺愈低，以及「可靠性」服務品質滿意程度愈高時，愈傾向繼續持有基金。

表 8 基金持有與代理問題、服務品質知覺之 Logistic 迴歸分析

解釋變數	迴歸係數 (Y=0 vs. Y=1)	χ^2 值	p 值
常數項	0.506	4.323	0.0301*
資訊不對稱	-0.408	8.294	0.0040**
次佳投資決策	0.081	0.136	0.7120
目標衝突	-0.119	5.296	0.0211*
有形性	0.198	1.744	0.1866
可靠性	0.368	4.142	0.0418*
反應力	-0.034	0.025	0.8734
保證性	-0.068	0.129	0.7190
同理心	-0.195	0.821	0.3649
-2 LOG L=35.44 ($p=0.0001$ **)		Concordant=76.5%	

註：1. "Y=0"表示"現在未持有基金"，"Y=1"表示"現在持有基金"；

2. 樣本數 138；

3. **表示 $p<0.01$ ；*表示 $p<0.05$ 。

伍、結論與建議

一、研究結論

本研究發現，受測投資人購買基金將考量委託投資之代理問題，若知覺資訊不對稱的情形嚴重，即不會購買基金。而代理問題知覺亦與基金持有行為有關，基金持有者對代理問題的知覺顯著低於已賣出者。

樣本中的基金投資者對投信公司服務品質的滿意度與基金持有及重購意願有關；目前未持有基金者在有形性、可靠性、同理心及整體服務品質的評價均顯著低於目前持有者，因投資人對投信公司的服務品質不滿意，可能選擇賣出基金；而當有形性、可靠性及保證性的服務品質滿意程度愈高，投資人對基金的重購意願會隨之提高。

受測者與投信公司資訊不對稱情形愈嚴重時，將期望提昇服務之有形性與同理心來確保其利益的可控制性；因投資者知覺資訊不足時，會希望藉由更多書面文件來瞭解投信公司內部資訊，並希望投信公司的政策更配合投資人的利益(同理心)。當受測投資人對次佳投資決策與目標衝突等代理問題的知覺程度越高，將期望投信公司提昇服務的可靠性與保證性。所以投資人對不同代理問題的知覺會影響對投信公司服務品質的期望；並且，對投信公司資訊不對稱與目標衝突的知覺愈低，以及可靠性服務品質滿意程度愈高時，愈可能購買並繼續持有基金。

二、策略建議

在新基金紛紛上市及金融商品更多樣化的趨勢下，共同基金市場勢將面臨更激烈的競爭，於本研究實證中，得知投資人對投信公司發生代理問題的知覺與服務品質滿意程度實為影響基金投資行為的重要因素，投信公司可致力降低投資人對代理問題的知覺及提昇服務品質。尤其，資訊不對稱、目標衝突等代理問題知覺及缺乏可靠的服務均可能使投資人更不願意購買或持有基金，故各投信公司宜努力增加投

投資人的信賴感，不論在企業宣傳與基金經理人之聘任上均需審慎考量。此外，在與投資人的訊息互動上，更需要主動提供投資訊息，並且維持優良穩定的績效記錄。

由於投資人對代理問題的知覺反應在其對投信公司服務品質的期望上，希望藉由對服務品質的要求來減輕代理問題。因此，當投資人與投信公司的資訊嚴重不對稱時，投信公司必須提供更多有形文件(如說明書、宣傳公告等)、設施(如語音系統等)或具同理心、符合客戶利益的措施(如管理費隨操作績效調整等)，可減少投資人對代理問題的知覺；而當投資人認為投信公司可能發生次佳投資決策與目標衝突等代理問題時，因投資人擔心投信公司投資決策不當或自利而損及自己權益，投信公司需提供更可靠的績效依據或獲利保證來減輕投資人對代理問題的憂心。

三、研究限制與未來研究方向

過去有關共同基金投資行為的研究中，通常以績效為考量標準，但對基金投資人與投信公司間因委託代理關係而產生代理問題的影響效果卻鮮有論及。本研究首次以代理理論做為討論基金投資行為之基礎，並分析代理問題與服務品質之共同效果，驗證投資人會期望藉由對投信公司服務品質之要求來嘗試降低代理問題，進而針對投信公司提出行銷策略建議。

本研究並未探討基金買進及賣出時機、投資組合等問題，亦不探討投資市場上的總體環境因素如國家政治、投資環境、利率與匯率等層面對基金投資決策的影響。另外，本研究僅探討「投資人－投信公司」間的關係，未來可再探討「投資人－基金保管機構」與「基金保管機構－投信公司」的代理關係；亦可更進一步探討「投信公司」與「基金經理人」間所存在之內部代理問題。

陸、參考文獻

- 林 慧，美國基金操作的幾個盲點，理財顧問，民 87，4 月：87-89。
- 紀智元，投資者個人特質與委託投資行為之關係——開放式共同基金實證研究，台灣大學商學研究所碩士論文，民 84。
- 高國輝，以代理問題觀點檢視存款保險停業政策，銘傳管理學院管理科學研究所碩士論文，民 85。
- Alchian, A. and H. Demsetz, Production, Information Costs and Economic Organization, American Economic Review, 62, 1972: 777-796.
- Barnea, A., R.A. Haugen and L.W. Senbet, Market Imperfections, Agency Problems, and Capital Structure: A Review, Financial Management, 28, 1981: 7-22.
- Barney, J.B., Gaining and Sustaining Competitive Advantage, Addison-Wesley Publishing Company, Inc., 1997.
- Bergen, M., S. Dutta and O.C. Walker, Jr., Agency Relationships in Marketing: A Review of the Implications and Applications of Agency and Related Theories, Journal of Marketing, 56, July 1992: 1-24.
- Bitner, M.J., Evaluating Service Encounters the Effects of Physical Surroundings and Employee Responses, Journal of Marketing, 54, April 1990: 69-82.
- , Servicescapes: The Impact of Physical Surroundings on Customers and Employees," Journal of Marketing, 56, October 1992: 57-71.
- Brown, S.J. and W.N. Goetzmann, Mutual Fund Styles, Journal of Financial Economics, 43, 1997: 373-399.
- Carrillo, Juan D., Coordination and Externalities, Journal of Economic Theory, 78, 1998: 103-129.
- Collier, A., Service Quality Process Map for Credit Card Processing, Decision Sciences, 22, 1990: 389-405.

- Craman, James M., Consumer Perceptions of Service Quality: An Assessment of the SERVQUAL Dimensions, Journal of Retailing, 66(1), 1990: 33-55.
- Cronin, J., Jr and S.A. Taylor, Measuring Service Quality: A Reexamination and Extension, Journal of Marketing, 56, July 1992: 55-68.
- Darrough M.N. and N.M. Stoghton, Moral Hazard and Adverse Selection: The Question of Financial Structure, Journal of Finance, 41, 1986: 501-513.
- De Maria, L.J., Your Money: Picking a Broker: Cost vs. Service, The New York Times, 7, May 1988: 38.
- Diamond, D.W., Debt Maturity Structure and Liquidity Risk, Quarterly Journal of Economics, 106, 1991: 443-448.
- Dunn, D.H., How to Pick a Financial Planner: Very Carefully, Business Week, 23, 1985: 130.
- Eisenhardt, Kathleen M., Control: Organizational and Economic Approach, Management Science, 31, February 1985: 134-149.
- —, Agency Theory: An Assessment and Review, Academy of Management Review, 14, 1989: 57-74.
- Guesneric, Roger, Picerre Piard and Patrik Rey, Adverse Selection and Moral Hazard with Risk Neutral Agents, European Economic Review, 33, 1988: 807-823.
- Jensen, Michael C. and William H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, 1976: 305-360.
- Kane, E.J., The Gathering Crisis in Federal Deposit Insurance, Cambridge Mass: MIT Press.
- Kose, John, David C. Nachman and Chester S. Spatt, Risky Debt, Investment Incentives and Reputation in a Sequential Equilibrium Discussion, Journal of Finance, 40, 1986: 863-880.
- Kowtha, N. Rao, Skills, Incentives and Control: An Integration of Agency Cost and Transaction Cost Approach, Group and Organization Management, 22, 1997: 53-86.

- Le Clair, R.T., Discriminate Analysis and the Classification of Mutual Funds, Journal of Economics and Business, 26, 1974: 220-224.
- Lehtinen, Uolevi and J.R. Lehtinen, Service Quality: A Study of Quality Dimensions, Working paper, Helsinki: Service Management Institute, Finland, 1982.
- Marcus, A.J. and I. Shaked, The Valuation of FDIC Deposit Insurance Using Option-Pricing Estimates, Journal of Money, Credit, and Banking, 16, 1982: 446-460.
- Mayseres, I. and S. Proost, Optimal Tax and Public Investment Rules for Congestion Type of Externalities, Scandinavian Journal of Economics, 99, 1997: 261-279.
- MaZis, M.B., O.T. Ahtola and R.E. Klippel, A Comparison of Four Multi-Attribute Models in the Prediction of Consumer Attitudes, Journal of Consumer Research, 2, 1975: 38-52.
- Monahan, George E. and Vijay Vemuri, Monotone Second-Best Optimal Contracts, European Journal of Operational Research, 90, 1996: 625-637.
- Morris, J.R., A Model for Corporate Debt Maturity Decision, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 11, 1976: 339-358.
- Nelson, P.P., Advertising as Information, Journal of Politic Economy, 81, 1980: 729-754.
- Parasuraman, A., V.A. Zeithaml and L.L. Berry, A Conceptual Model of Service Quality and Its Implications for Future Research, Journal of Marketing, 49, Fall 1985: 41-50.
- —, SERVQUAL: A Multiple-Item Scale for Measuring Consumer Perceptions of Service Quality, Journal of Retailing, 64, Spring 1988: 12-40.
- —, Refinement and Reassessment of the SERVQUAL Scale, Journal of Retailing, 67, Winter 1991: 420-450.
- —, Reassessment of Expectations as a Comparison Standard in Measuring Service Quality: Implications for Future Research, Journal of Marketing, 58, January 1994a: 111-124.
- —, Alternative Scales for Measuring Service Quality: A Comparative Assessment Based on Psychometric and Diagnostic Criteria, Journal of Retailing, 70, Autumn 1994b: 201-230.

Rasmusen, Eric, Games and Information, Oxford: Basil Blackwell Ltd, 1989.

Ross, S.A., The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, American Economic Association, 63, May 1973: 134-139.

Roth, A.V. and Van Dervelde, The Future of Retail Banking Delivery System, Rolling Meadows: Bank Administration Institute.

Sridhar, S.S. and B.V. Balachandran, Incomplete Information Tasty Assignment, and Managerial Control Systems, Management Science, 43, 1997: 764-778.

Starks, L.T., Performance Incentive Fees: An Agency Theoretic Approach," Journal of Financial and Quantitative Analysis, 22, 1987: 17-32.

Exploring the Investment Behaviors for Mutual Funds Based on Agency Theory and Service Quality Perspective

Chyi Jaw* Yu-Sung Huo**

Abstract

Based on agency theory and service quality perspective, especially the agency relationship and post-service quality perception, this study explores the investment behaviors for mutual funds in order to develop marketing strategies. The results find that: (1)the funds investment behaviors(buying, owning, and rebuying) will be impacted by agency problems and service quality gap; (2)investors structure their expectations for service quality in order to control the agency problems due to funds investment; (3)if investment trust companies propose tangible information and reliable performance records, investors' buying or owning intentions will rise.

Keywords : Mutual Funds Investment, Agency Problems, Service Quality.

* Associate Professor, Department of Business Administration, National Yunlin University of Science and Technology.

**Master, Graduate Institute of International Business, Ming Chuan University.