

南華大學管理學院財務金融學系財務管理碩士班

碩士論文

Master Program in Financial Management

Department of Finance

College of Management

Nanhua University

Master Thesis

基金經理人特質對共同基金績效之分析

Analysis of Fund Manager's Characteristics on Mutual Fund

Performance

謝金能

Chin-Neng Hsieh

指導教授：陳昇鴻 博士

白宗民 博士

Advisor: Sheng-Hung Chen, Ph.D.

Tzung-Min Pai, Ph.D.

中華民國 108 年 6 月

June 2019

南 華 大 學

財務金融學系財務管理碩士班

碩 士 學 位 論 文

基金經理人特質對共同基金績效之分析

ANALYSIS OF FUND MANAGER'S CHARACTERISTICS ON
MUTUAL FUND PERFORMANCE

研究生： 謝金能

經考試合格特此證明

口試委員： 盧永祥

張瑞真

廖永熙

陳子鴻

指導教授： 陳子鴻 白宗民

系主任(所長)： 廖永熙

口試日期：中華民國 108 年 5 月 5 日

謝辭

時光荏苒，兩年的研究所生活即將畫下句點，首先要感謝指導教授陳昇鴻老師，面對財務管理領域較不熟悉的我們仍戮力指導，在二年級下學期的週日晚間，犧牲老師家人寶貴的相處時間，漂流在外為我們檢視論文內容與分析資料，成就我們論文的產出，昇鴻老師的認真積極實在居功厥偉。

因為本項研究讓我更進一步了解國內共同基金的內涵，日後選擇購買共同基金將更有概念，感謝財務管理研究所任課的老師，從這裡學到的基礎知識，讓我對財務金融有概略的認識，成為金融研究的養分，得以順利完成論文。

感謝同組的夥伴惠蘭、淑禎還有珍瓊，不僅在 2 年的學習過程中，相互提供支援並共同成長，在撰寫論文時期，常在週日晚間從連鎖咖啡店一路轉戰到速食店，每每與老師 meeting 奮戰到關門的最後一刻，差點成為店家不受歡迎的黑名單，因為有妳們積極的邀請老師指導，我才能循序漸進逐步完成論文研究。

感謝論文口試期間，盧永祥老師、廖永熙主任以及張瑞真老師提供寶貴的修正意見，讓論文的邏輯與連結性更加緊密，也讓我在修正論文謬誤時能有更具體的方向。

最後要特別感謝我的另一半惠蘭，一起就讀研究所，一起寫論文，因為有妳的督促與協助才能順利完成論文研究。

研究生 謝金能 謹致

中華民國 108 年 6 月

南華大學財務金融學系財務管理碩士班

107 學年度第 2 學期碩士論文摘要

論文題目：基金經理人特質對共同基金績效之分析

研究 生：謝金能

指 導 教 授：陳昇鴻 博士

白宗民 博士

中文摘要

本論文針對 2008 年至 2018 年 150 檔國內股票型基金中 934 筆基金經理人為研究對象，實證分析基金經理人特質及基金特性對操作期間基金風險與績效的影響。基金經理人特質主要涵蓋學歷、性別、年資；基金特性主要關注於基金規模、費用率、週轉率、基金成立年數與風險轉換程度高低等。基金績效與風險指標主要使用年化標準差、Beta 值、Sharpe 值、Jensen 值與 Treynor 值等，實證結果如下：第一，國內基金經理人的性別、年資與基金操作績效呈顯著正相關，特別是男性經理人操作績效顯著優於女性，且任職年數愈久，操盤績效愈好；第二，擁有國外學歷的基金經理人與操作績效呈現顯著負相關；第三，基金規模、成立年數與基金操作績效呈現顯著正相關，但是平均費用率與基金週轉率卻呈現負相關；第四，國內基金經理人並無過度自信的操盤情形。

關鍵詞：經理人特質、基金特性、風險轉換程度、過度自信

Title of Thesis : ANALYSIS OF FUND MANAGER'S CHARACTERISTICS ON
MUTUAL FUND PERFORMANCE

Name of Institute: Master Program in Financial Management, Department of
Finance, Nanhua University

Graduate date: June 2019

Degree Conferred: M.S.

Name of student: Chin-Neng Hsieh

Advisor: Sheng-Hung Chen, Ph.D.

Tzung-Min Pai, Ph.D.

Abstract

Using 934 fund managers data on 150 domestic stock mutual funds from 2008 to 2018, this thesis is aimed at analyzing the impacts of fund manager characteristics and fund characteristics on fund risk and performance. Fund manager characteristics mainly focus on education, gender, and fund experiences, and fund characteristics include fund size, expense rate, turnover rate, fund establishment years and risk conversion level. The fund performance and risk indicators mainly use the annual standard deviation, Beta, Sharpe, Jensen α , and Treynor. My empirical results show as follows: First, the gender, fund experiences and performance of domestic mutual fund managers are significantly correlated positive, especially the performance of male managers is significantly better than that of females, and the longer the number of years of operation, the better the performance of the trading; second, the fund managers with foreign degree are significantly negatively correlated with fund performance; third, the size of the fund, the establishment of the fund, the number of fund years are significantly positive correlated with the fund performance, but the average fee rate is negatively correlated with the fund turnover rate. Fourth, the domestic fund managers also show no evidence about the overconfidence.

Keywords: Fund Manager Characteristics, Fund Characteristics, Fund Risk,
Overconfidence

目錄

| | |
|-----------------------------------|-----|
| 謝辭 | i |
| 中文摘要..... | ii |
| Abstract..... | iii |
| 目錄 | iv |
| 圖目錄 | vi |
| 表目錄 | vii |
| 第一章 緒論..... | 1 |
| 第一節 研究背景..... | 1 |
| 第二節 研究動機..... | 1 |
| 第三節 研究目的..... | 6 |
| 第四節 研究架構..... | 7 |
| 第二章 文獻探討..... | 8 |
| 第一節 基金經理人的特質對基金績效的影響..... | 8 |
| 第二節 基金特性對基金績效的影響 | 10 |
| 第三節 國內基金特性基金經理人的特質與「風險轉換」程度的相關性.. | 14 |
| 第四節 基金經理人過度自信的情形 | 15 |
| 第三章 研究方法 | 18 |
| 第一節 樣本選取與資料來源 | 18 |
| 第二節 風險轉換模型變數定義 | 21 |
| 第三節 實證模型 | 23 |
| 第四章 實證結果 | 25 |
| 第一節 基本敘述統計 | 25 |

| | |
|---------------------|----|
| 第二節 基金經理人實證分析 | 33 |
| 第五章 結論與建議 | 46 |
| 第一節 結論 | 46 |
| 第二節 研究建議 | 49 |
| 參考文獻..... | 50 |
| 中文部分 | 50 |
| 英文部分 | 51 |



圖目錄

| | |
|---------------------------------------|----|
| 圖 1-1 論文研究架構 | 7 |
| 圖 4-1 基金經理人操作年資與績效關係圖 | 28 |
| 圖 4-2 男性與女性基金經理人在操作年資與績效關係圖 | 29 |
| 圖 4-3 男性與女性基金經理人性別與費用率及績效關係圖 | 30 |
| 圖 4-4 男性與女性基金經理人對基金周轉率及績效關係圖 | 31 |
| 圖 4-5 男性與女性基金經理人對基金規模及績效關係圖 | 32 |
| 圖 4-6 男性與女性基金經理人對過去服務公司數量與績效關係圖 | 33 |
| 圖 4-7 基金年化標準差關係圖 | 34 |
| 圖 4-8 Beta 風險值關係圖 | 35 |
| 圖 4-9 Sharpe 值關係圖 | 36 |
| 圖 4-10 Jensen 值關係圖 | 37 |
| 圖 4-11 Treynor 值關係圖 | 38 |

表目錄

| | |
|---------------------------------------|----|
| 表 1-1 境內外基金資產總額統計表 | 2 |
| 表 1-2 台灣境內基金統計資料 | 3 |
| 表 3-1 國內股票開放型基金分類及數量..... | 18 |
| 表 3-2 樣本基金名稱..... | 19 |
| 表 4-1 國內股票開放型基金分類、基金及經理人數量..... | 26 |
| 表 4-2 男女基金經理人對基金績效的估計結果：基金績效評估指標..... | 41 |
| 表 4-3 基金經理人過度自信的估計結果..... | 44 |



第一章 緒論

第一節 研究背景

當前投資市場中商品種類繁多，一般不具財經背景常識的投資人，面對琳琅滿目的投資商品，與複雜難懂投資方式，可是讓投資人傷透腦筋。為了讓財金常識不足的投資人也能參與投資市場，共同基金的產生提供最佳的投資途徑。共同基金是由投信公司匯集眾人的資金，交由專業經理人投資各類型金融商品，常見的投資標的有股票、債券與期貨等。然而，國內共同基金是由證券投信公司發行公司股份或受益憑證，募集資金委由專業經理人進行投資運用，證券投信公司收取手續費、管理費與保管費，以維持公司管理與人員聘用，基金獲利或虧損由投資人共同分享或承擔。

共同基金的優點是讓小額投資人，不需要大筆資金就可參與投資市場，也可以透過共同基金不同的投資標的，並運用單筆與定期定額等投資方式來分散投資風險，不論標的市場的漲跌，每月定期投入固定金額，經過長期投資累積達到降低平均成本的做法，同時具有變現性高的特性，要取回資金並不困難，讓一般投資人趨之若鶩，甚至成為近代的投資顯學。

第二節 研究動機

網路資訊科技的發達，讓投資大眾可以快速獲得理財資訊，多次的金融危機也

讓更多投資人提高憂患意識，對於投資理財的方式更加審慎因應。隨著國內投資人理財風險意識的抬頭，標榜「傻瓜投資術」的共同基金投資逐漸蔚為風潮，在股市多次暴漲暴跌繳羽而歸之後，普羅大眾彷彿找到明燈，基金投資從此蓬勃發展，代替了全民炒股的瘋狂年代。根據中華民國投資信託暨顧問商業同業公會 (SECURITIES INVESTMENT & CONSULTING ASSOCIATION OF THE R.O.C，以下簡稱 SITCA) 的統計，2018 年 11 月台灣投信投顧業管理資產總規模為 45,166 億元，台灣境外基金總代理國內投資人持有資產總額為 33,302 億元，可見台灣的投資人對共同基金相當熱愛。

從表 1-1 境內外基金資產總額統計表可以看到 2008 年至 2018 年台灣境內外基金總額的增減狀況，2008 年境內基金總額為 23714 億元，到 2018 年增加為 44787 億元，11 年之間增加幅度達 89%。2008 年境外基金總額為 10101 億元，到 2018 年增加為 33999 億元，增加幅度更達 236%，近 11 年來不管境內基金或境外基金總額上升相當明顯，顯示台灣越來越多投資人將資金委託投顧公司代為操作。

表 1-1 境內外基金資產總額統計表

| 年 | 境內基金總額(億元) | 境外基金總額(億元) |
|------|------------|------------|
| 2008 | 23714 | 10101 |
| 2009 | 28378 | 20741 |
| 2010 | 27068 | 24394 |
| 2011 | 27408 | 22231 |
| 2012 | 28387 | 26936 |
| 2013 | 30652 | 27252 |
| 2014 | 32444 | 33212 |
| 2015 | 36064 | 30842 |
| 2016 | 35889 | 30780 |
| 2017 | 41070 | 34958 |
| 2018 | 44787 | 33999 |

【資料來源】：整理自中華民國投資信託暨顧問商業同業公會(2018)，「境內外基金資產總額」，<https://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN1001.aspx?PGMID=FD01>

近年來國內共同基金投資種類越來越多，根據 SITCA 統計資料分析，彙整成表 1-2 台灣境內基金統計資料，國內共同基金總類繁多，計有股票型、平衡型、類貨幣市場型、固定收益型、貨幣市場基金、組合理型、保本型、不動產證券化型、指數股票型、指數型、多重資產型、傘型基金等 12 種。琳瑯滿目的共同基金類型讓投資人眼花撩亂，如何篩選共同基金已成為投資人必修的課題。

表 1-2 台灣境內基金統計資料

| 類型 | 種類 | 基金數量 |
|---------|--------------------------|------|
| 股票型 | 國內投資及跨國投資 | 332 |
| 平衡型 | 國內投資及跨國投資 | 57 |
| 類貨幣市場型 | 類貨幣市場型 | 0 |
| 固定收益型 | 國內債券、跨國債券、金融資產證券化、高收益債券 | 140 |
| 貨幣市場基金 | 國內投資及跨國投資 | 57 |
| 組合理型 | 國內投資、跨國投資-股票型、債券型、平衡型、其他 | 85 |
| 保本型 | 保本型 | 11 |
| 不動產證券化型 | 不動產證券化 | 14 |
| 指數股票型 | 國內投資及跨國投資 | 128 |
| 指數型 | 國內投資及跨國投資 | 13 |
| 多重資產型 | 國內投資及跨國投資 | 18 |
| 合計 | | 855 |

【資料來源】：整理自中華民國投資信託暨顧問商業同業公會(2018)，「境內基金統計資料不含傘型基金」，統計時間為 2018 年 12 月

<https://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN2001.aspx?PGMID=IN0201>

為擴大投資市場市占率基金公司百家爭鳴，基金種類也因應投資需求不斷擴充，在投信投顧公司需人恐急的狀態下，專業經理人才是否具備足夠的專業知能，直接影響共同基金的操作績效。然而各個基金經理人養成背景、投資知識與經驗多所不同，基金經理人的操作與投資決策將會左右基金投資績效，凸顯基金經理人的特質在共同基金運作上的重要性。

一般投資人大都缺乏專業投資知識，面對漲跌不定的投資市場常會望之卻步，為了能創造更多的金融資產增加財富，越來越多國人選擇購買國內外共同基金，委託專業基金經理人來進入投資市場，透過共同基金的投資來理財獲利。

為數眾多的共同基金公司與基金種類，增加國內投資人選擇基金的難度，因此，國內外共同基金的研究如雨後春筍般的大鳴大放，研究者無不希望透過研究提供投資人選擇的依據。一般投資人篩選基金，可從第三方投資評等機構如晨星、理柏(Lipper)、標準普爾等機構篩選出的得獎基金進行投資。但得獎基金並不見得是獲利較好的基金，因此才會有前仆後繼的研究者投入共同基金的各項研究。

共同基金類型繁多，有不同的投資標的、規模、管理模式、經理人及經歷不同的景氣循環過程等，用什麼標準與數據來進行評估，左右了研究的成果與結論。

依基金智網(FundDJ)國內股票開放型基金分為指數型、科技類、中小型、一般股票型、中概股型、價值型、上櫃股票型等 7 種，本研究以此分類為研究標的；跨國投資股票型分為全球市場、區域型、單一國家、跨國投資指數型、跨國投資指數型反向型、跨國投資指數型做多型等 6 種；股票債券平衡型分為一般股票型、價值型股票型、跨國投資型、多重資產型等 4 種；債券型分為債券型、海外債券投資等級、高收益債券型、海外債券 ETF、海外債券 ETF 做多型、海外債券全球新興市場、海外債券亞洲新興市場等 7 種；貨幣市場型海外貨幣市場型、貨幣市場型等 2 種；全球組合型分為股票型、債券型、平衡型、其他、期貨型等 5 種；不動產證券化型分為不動產證券化型 1 種。

一般投資人投資最重要的目的就是要賺錢，因此，基金績效佳擁有較高的報酬

率將會吸引投資人的注意，但光是要選擇哪家國內投信公司進行投資都無從下手，何況每家投信公司都發行為數眾多的共同基金，因此需要有一套標準幫助投資人篩選基金績效，以獲取極大化的報酬。但影響共同基金的績效的因素眾多，諸如投信公司的規模大小、基金的費用比率、基金存續的年數、基金買賣標的週轉率等各項基金特性，可能都會影響基金的投資績效。另外，基金經理人是基金的靈魂人物，其個人的學經歷、性別、投入基金操作的年資，這些各項基金經理人的特質也可能會影響基金的操作績效。

另外，網路資訊的發達，提高投資人的風險意識，經歷過幾次金融風暴後，投資大眾不再只聚焦在追求績效極大化，也需要進行風險管控。Huang, Sialm 與 Zhang (2011)提出「風險轉換」的衡量方法，透過「基金持股報酬的波動」減掉「基金本身報酬的波動」來做為「風險轉換」的衡量。透過風險轉換的衡量，可以了解基金持股的風險，也可以了解基金報酬波動的風險。

Benos (1998)與 Odean (1998)發現基金經理人在操作時，過度自信會導致較以往頻繁的增加交易次數。國內基金因投資者需求，規模與種類逐年擴大，基金要吸引投資人的青睞，最佳的途徑就是擁有特別突出報酬與獲得投資機構的獎項，透過公司的包裝行銷與媒體的追捧，可以吸引眾人追逐的目光。但得獎之後或者獲得突出報酬率之後，基金經理人為追逐高報酬與獲獎的背後，可能造成過度自信現象，而頻繁換股增加投資的週轉率，影響後續基金操作的績效表現。Chow, Lin, and Weng (2011)研究認為可從基金投資組合的週轉率，來觀察到基金經理人的過度自信。

因此，本研究將從基金本身的規模、平均費用率、成立年數、基金週轉率特性以及經理人的性別、教育程度、年資等特質來檢定對基金的投資績效的影響；另外也透過風險轉換的衡量，並觀察基金經理人是否有過度自信，進而影響基金報酬波動的風險，提供一般投資人選擇購買共同基金的參考。

第三節 研究目的

本研究根據前述的研究動機，對國內股票開放型基金進行彙整、檢定、分析，研究目的有以下幾點：

- 一、檢驗國內基金經理人的性別、教育程度、年資等特質與「風險轉換」程度的相關性。
- 二、探討國內基金經理人的性別、教育程度、年資等特性是否對基金績效有正向的影響。
- 三、探討基金規模、平均費用率、成立年數、基金週轉率等基金特性與「風險轉換」程度的相關性。
- 四、探討基金規模、平均費用率、成立年數、基金週轉率等基金特性對基金績效是否有正向的影響。
- 五、探究國內基金經理人有過度自信的情形。

第四節 研究架構

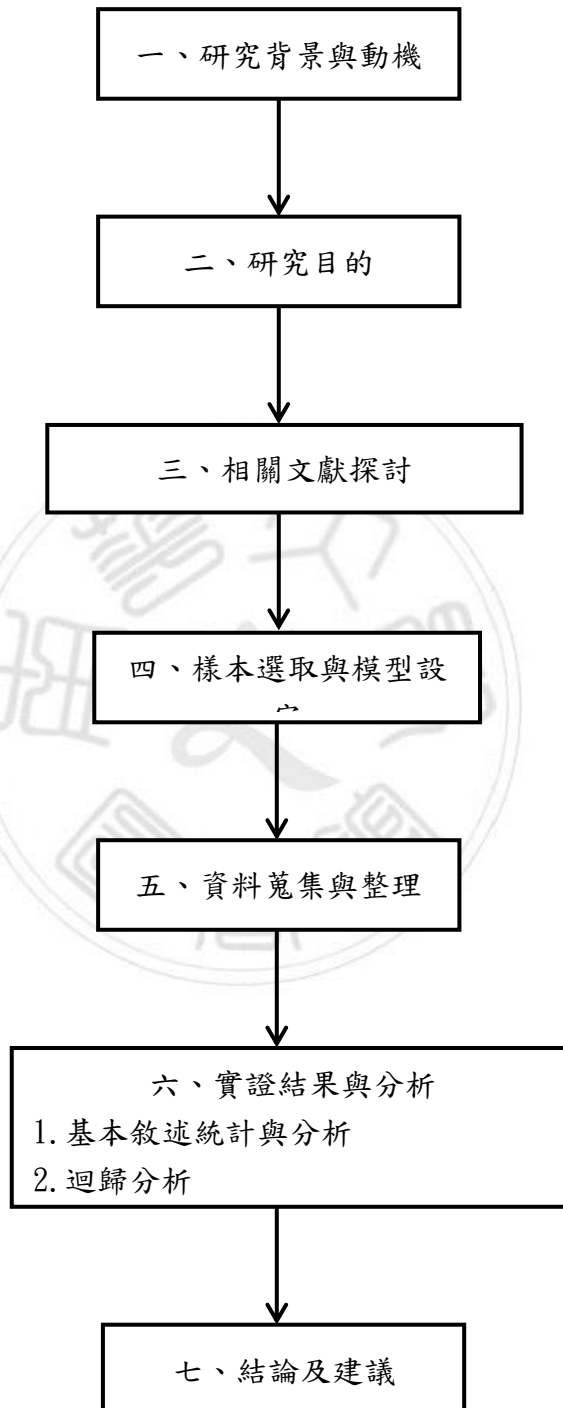


圖 1-1 論文研究架構

第二章 文獻探討

第一節 基金經理人的特質對基金績效的影響

對於現代人不管收入多寡，如何理財是普羅大眾關注的焦點，每個人人生階段有不同的理財規劃，年齡不同、學經歷不同以及性別不同，都會影響投資的方向與決策。彭蘇蓉(2003)研究指出男性相對女性有較高的風險容忍度，因此在投資選擇與資產配置上，男性相對女性會較偏愛較高風險的資產，研究結果也發現投資人教育程度愈高時，對於風險的容忍度也會愈高。陳美雪(2009)的研究也顯示，投資人教育程度高且屬中等資產階級者，投資行為會偏向積極操作；教育程度較低之投資人低，投資的行為則會偏向保守。

一般投資人會購買共同基金，主要是投資市場詭譎多變，投資管道與標的非常多，未具備專業知識的一般投資人難以直接進入投資市場。加上基金公司投入大筆行銷費用，鼓吹透過長期投資基金可以獲取高額的報酬，因此，越來越多人選擇以共同基金為投資標的。

但是共同基金市場也是個專業領域，投資人在投資資訊不對稱的狀態下，在篩選共同基金時，常以高投資報酬之基金為首選，但高績效的基金並不能保證未來仍保有高報酬。基金經理人為共同基金績效左右基金存續與募集的成敗，孤注一擲的結果會產生代理的風險，也造成共同基金經理人頻繁的更迭，進而影響共同基金長期的績效表現。馬珂、黃明官、吳易修(2011)認為近年來，國內外學術界開始興起探討共同基金投資風格對於基金投資績效之影響性，並特別偏重於價值型或成長型投資法之研究，藉以確認何種投資法可以帶來更高的投資績效。

國內從國際投信成立第一個共同基金開始，國人從陌生到追逐產業型基金再到追蹤指數的ETF，經過30多年的蓬勃發展，逐漸發現許多產業型基金績效如曇

花一現，甚至讓眾多投資人虧損連連；經歷過股市與基金績效起起伏伏的投資人發現，許多投信公司主推的積極型基金，並無法有效打敗大盤績效，表示基金績效跟經理人的操作有相當大的關係。

基金經理人的性別、學歷以及在投信基金業的年資等特質，是否因為會影響基金績效，本文根據國內、外文獻來探討基金經理人的特質對基金績效的影響，以做為未來研究的立論基礎。

Israelsen (1998)以 1992 至 1996 年為研究期間，以 1,223 檔股票型基金作為研究樣本，實證結果發現，其一：基金經理人從事基金操作年資越久，與基金的績效具有良好的顯著關係，而基金評等也會較佳。其二：統計資料實證結果顯示，基金經理人的經歷以及基金績效表現兩者有顯著相關，而操作年資和基金績效表現則呈現正向的顯著相關。而 Zheng (1999)研究則指出，年輕的基金經理人其操作績效穩定性較年長的基金經理人低。

Chevalier and Ellison (1999) 發現共同基金的績效跟經理人的年齡會有負向的影響，林美君(2008)探討基金經理人性別、學歷、年資與基金績效的關係，進一步實證男性基金經理人的基金績效顯著優於女性基金經理人，且碩博士學歷基金經理人顯著較學士學歷基金經理人的基金績效差，再者，年資資深基金經理人的基金績效顯著優於年資資淺基金經理人。

另外，葉欣怡(2005)研究指出投資不能狹隘的由投資理論與經濟學觀點來探討投資行為，經理人的人格特質以及情感都會影響到投資判斷。再者，藍紹文(1999)研究顯示共同基金的績效，除經濟面因素外，經理人的學、經歷、個人情感以及公司組織文化都會影響到投資判斷。

綜述前面幾項研究結果顯示在操作績效部份，男性經理人明顯較女性經理人為佳；年資資深基金經理人也會較資淺基金經理人為佳，就連經理人的學歷也會影響基金績效的高低，甚至個人情感都會是影響基金績效的因素。因此，上述研究顯示基金經理人的各項特質，確實會影響共同基金的操作績效。

另一派研究顯示性別、年齡、教育程度與年資並不會影響基金操作績效，藍紹文(1999)認為共同基金之操作除了經理人人格特質外，其個人屬性、心理情感等非經濟因素或會有所影響，同時許多的經濟面因子亦會影響整體績效，而經理人的產業經歷、學歷、甚至身處的投信公司的行政運作與組織文化，也或會影響經理人的操作特性與表現。影響基金績效的原因眾多，光是研究基金經理人性別、年齡、教育程度與年資等特質與基金績效的相關，仍不足以替廣大的投資人解惑。

許家豪(2001)則發現國內基金經理人年齡的不同，並無法解釋基金績效與風險的差異，基金經理人經歷的不同也會對基金規模與週轉率產生正向及負向的影響，但並不直接影響基金績效與風險。劉祝欽(2009)實證發現基金經理人性別、年齡、教育程度與年資不會影響基金績效變動。這些研究實證不管是基金經理人性別、年齡、教育程度與操作年資等經理人特質，都不會對基金操作績效有顯著的影響，與一般人印象中基金經理人各項特質會影響操作績效大異其趣。

鄭順吉(2018) 研究在 2001 年至 2016 年期間，臺灣基金公司之經理人的特性，發現大部分基金公司聘用碩士學歷以上的男性經理人居多，差別只是會根據公司需求選用不同特性的經理人。

綜上所述，各個針對基金經理人特質的研究實證結果不一而同，本研究將會探討國內基金經理人的性別、教育程度、年資等特性，與基金規模、平均費用率、成立年數、基金週轉率等基金特性，與「風險轉換」程度的相關性，以及基金經理人過度自信等因素，對基金績效變動有無正向影響。

第二節 基金特性對基金績效的影響

選擇投資公司基金的投資者，也著重專業投資機構有強大與紮實的研究團隊，

加上經驗豐富的基金經理人靈活的操作方式，投資基金報酬可以勝過自己投資績效，也能輕鬆打敗大盤指數績效。但事實上基金公司投入大筆經費進行廣告行銷，加上收取較高的管理費用，卻不見得都可以獲得較高的報酬，長期下來讓投資共同基金的投資者產生存疑。

Sharpe (1966)以投資領域中的資本資產定價模式 CAPM (Capital Asset Pricing Model) 為基礎，來衡量金融資產的績效表現，作為投資的篩選與依據。Sharpe 研究提出 Sharpe 指標，以 1954 至 1963 年的 34 支開放型共同基金為研究樣本，並以基金平均淨報酬率除以基金標準差當作基金的 Sharpe 指標，研究結果顯示，當基金 Sharpe 指數越大時，代表績效越好。但 Sharpe 認為基金績效並沒有持續性，並發現基金的高報酬來自低的管理費，Sharpe 研究顯示基金管理費用率高低會影響基金績效。Sharpe 指標是一套可以評估投資風險與收益的指標，直到目前仍讓投資者奉為圭臬，因此，一檔基金的 Sharpe 指數越大，表示在承擔投資的風險下，該基金可賺取到的超額報酬越大；相反的，若為負值，代表投資該基金承擔風險。

Treynor and Mazuy (1966)使用 1953 年到 1962 年 57 支開放成長型與平衡型共同基金，以 S&P500 指數作為市場投資組合，實證發現調整基金的系統風險程度，在多頭時承受較大的風險以獲取較高的報酬，而在空頭市場時則降低虧損。根據研究結果提出 Treynor 指標，Treynor 指標與 Sharpe 指標近似，同樣是衡量調整風險後的基金績效，不同的是 Treynor 指標看的是承擔每一單位系統風險所獲得的超額報酬，因此當一檔基金的投資組合較不夠分散時，該基金的 Treynor 指數有可能表現的較 Sharpe 指數來得好，這是因為 Sharpe 指數的風險包括了非系統性風險，而投資組合不夠分散的基金，其非系統性風險相對會增加。

Jensen (1968)認為 Treynor 指標和 Sharpe 指標皆將基金績效加以排名之相對性指標，無法真正判斷共同基金的操作績效，因此提出 Jensen 指標，以衡量基金投資組合的操作績效。以 1954-1964 年的 115 檔共同基金為研究樣本，認為資本市場不完全有效率，基金經理人可能因擁有優勢資訊使得投資組合期望報酬不等於資

本資產定價模式所計算的報酬，產生高估或低估的情形。當 Jensen 指標越高時，代表該基金績效越好，而當 Jensen 指標大於零時，代表該基金績效是打敗市場績效。

張英哲(2005)研究產業集中度與其他特性變數對基金績效的影響，利用 Carhart (1997)四因子模型衡量基金績效，結果顯示產業集中度及基金流量對基金績效呈顯著正相關，基金規模、基金管理費、基金年齡對基金績效呈顯著負相關。因此，基金的基金規模、平均費用率、成立年數、基金週轉率等特性，都有可能影響基金的操作績效。

過去研究大多發現基金規模愈大，會影響整個基金的績效，這可能是源自於規模較大的基金建立投資組合而有較大流動性，因此產生較高的交易成本。Perold and Salomon (1991)研究認為規模較大的基金，相對規模小的基金會有比較大量的交易，也會產生比較大額的交易成本，成本增加自然會降低基金績效。

陳暉中 (1999) 研究運用 DEA 模式與 SFA 模式兩種方法來檢視基金績效，其主要研究結果發現，大多數效率值與風險變數標準差及 Beta 為負相關；與其他各項效率值間則為正相關性；與傳統績效指標（報酬率、Treyner、Sharpe）也是正相關；與投入變數週轉率、費率、手續費、總費用為負相關。

在基金費用方面，Carhart (1997) 研究結果發現基金的績效與基金的費用率呈現顯著的負相關，即表示當費用率越高時，基金的績效就會越差。Huang, Sialm 與 Zhang (2011)也發現費用率愈高的基金，愈容易進行風險的轉換，導致績效變差。Carhart (2002) 研究發現基金績效與費用呈現顯著負相關，但基金績效與基金規模及基金的交易量之間並沒有顯著相關。林淳苑(2018) 以 2010 到 2017 年的國內基金作為研究樣本，探討影響基金費用差異的各種因素；基金的風險績效個別受到不同基金費用成本因素的影響，研究結果並未發現基金費用對基金績效有顯著一致性的影響。

基金的高週轉率也會造成交易成本過高，進而降低基金操作績效(Elton, Gruber,

Das, and Hlavka, 1993)。由於投資股票的交易成本包括證券交易稅以及證券交易手續費，這兩項費用都和股票買賣的次數成正比，因此週轉率越高的基金，成本負擔越大。另外可能提高投資風險，由於短線進出容易錯估買賣時點，此意味著基金經理人專業判斷能力不足，經常喜歡追逐熱門股，經常換股操作。當基金週轉率很大時，可能存在大量無效率的交易，促使交易成本墊高，而進一步影響基金績效的表現。當基金在投資績效較差時，可能傾向於轉換其風險水準，因而提高其週轉率。Jayaraman, Khorana, and Nelling (2002)研究指出一些基金經理人為防止其基金績效太差而被購併，而會提高其基金的週轉率。Huang, Sialm, and Zhang (2011)發現較年輕的基金愈容易進行風險的轉換，追求較高的報酬。

由於買賣股票的成本包括政府課徵的證券交易稅，以及證券商的證券交易手續費，股票買賣的次數都和這兩種費用成正相關，因此，當買賣的次數增加時，週轉率就會越高，基金所負擔的成本負擔越大。Jayaraman, Khorana and Nelling (2002)的研究就明確指出，有些基金經理人為避免操作的基金績效太差而被購併，就常會提高操作基金的週轉率希望獲取更好的績效。但實際上因為頻繁操作股票買賣可能容易錯估買賣的最佳時機點，不僅週轉率變高墊高交易成本，也會進一步降低基金的操作績效，這也代表金經理人投資判斷與專業能力不足，在投資績效不佳時會想透過提高轉換風險拉高週轉率的方式來提高基金績效。

根據上述文獻可以發現，基金的規模、平均費用率、成立年數、基金週轉率等基金特性，及 Sharpe、Jensen、Treydor 等基金績效指標，都可能影響基金的操作績效，因此，本研究將會整理相關變數來進行實證分析，以了解基金特性及基金績效指標與基金績效的相關性。

第三節 國內基金特性基金經理人的特質與「風險轉換」程度的相關性

從經理人的教育層面來看，經理人教育程度越高，所期望獲得的績效越高。Chevalier and Ellison (1999) 研究結果發現經理人在大學時代學術評估測驗 (scholastic assessment test, SAT) 的分數做為經理人的屬性，發現當經理人 SAT 的分數越高，期望獲的績效也越高。此外，Golec (1996) 研究發現在其他條件相同下，年輕並且具有 MBA 學位的基金經理人，在拉長管理一檔基金的時間後，績效可以獲得較好的風險調整。顯示基金經理人的年紀、學歷以及操作年資等經理人特質會影響基金的操作績效。

而從 Volkman and Wohar (1995) 研究可以發現基金的規模過大時，較易發生不效率的現象，具有績效持續性的都是中等大小規模的基金屬，但當規模過小的基金卻有存續與否的風險。另外，Huang, Sialm, and Zhang (2011) 研究發現成立時間較短的基金，為了追求較高的報酬，會比較容易產生風險的轉換。

在國內的研究方面，林嘉慧、顏盟峰與王天明(2014)發現基金經理人之進入基金產業操作年資與風險轉換程度呈正向相關，且女性經理人之風險轉換程度較男性經理人低。而基金的規模、週轉率、成立年數則與「風險轉換程度」呈負向相關。

綜合上述研究發現，基金經理人特質與基金特性都有不同程度的相關性，因此，本研究將運用「風險轉換程度」來檢視基金經理人特質、基金特性與基金績效相關性。

第四節 基金經理人過度自信的情形

近年來國內基金蓬勃發展，莫過於一般投資人認為投資是一項專業的工作，篤信基金公司雇用專業基金經理人相較一般投資人有自信，實務上基金經理人的確較散戶掌握更多的投資資訊，但經理人的過度自信，可能造成頻繁交易導致交易成本墊高而稀釋獲利。Chow et al. (2011)採用台灣 193 家基金的資料檢驗是否基金經理人有過度自信的現象，結果發現績效愈高的基金，下期的交易愈頻繁，基金經理人的過度自信而產生高頻率的次數，也因此損害到再下期的基金績效，因此判斷台灣基金經理人有過度自信的情形。

Odean (1998) 的研究認為過度自信的投資人在資訊處理的過程中，會過於重視自己所蒐集到的資訊，並高估這些私人資訊的正確性。這種動態過程在多頭股市中特別明顯，當股市上漲時，手上握有股票的都很高興，因為投資人獲利之後，自信心也更加增強，成功之後便對自己的能力有所肯定，也希望能從股市中獲取更多的財富，因此更加頻繁地買賣股票，這是造成股市交易量超過合理範圍的原因之一。

機構投資人的過度自信行為並不一致，可能受市場景氣好壞與金融衝擊影響，而且投資行為可能存在交互影響。Barber and Odean (2001)在 1991 年至 1997 年蒐集一家大型券商的資料分析，發現男性在交易操作時會較女性過度自信，男性交易也會比女性來得頻繁，導致男性的投資報酬顯著低於女性；男性對於較具風險的投資顯得躍躍欲試，而且愈是年輕、單身，愈容易組成較高波動性的投資組合，也願意接受較高的市場風險，相對於男性基金經理人，女性基金經理人對於投資會比較保守，考量隨時可能出現市場風險，操作的投資組合不會像男性鍾情高波動性股票。

Puetz and Ruenzi (2011)亦指出投資人在好績效後會變得比較過度自信，這個現象長期投資國內共同基金就會發現，常有基金在前一年績效卓著，在投資評等機構獲獎無數，但不過數月後發現，績效排名逐漸退出領先群，甚至連大盤基效益難以

超越。在在顯示基金經理人因前期績效良好而呈現過度自信現象，進而影響操作基金後續的績效。

另外，一般投資大眾在挑選基金時會檢視基金績效，弔詭的是某些時段績效前幾名的基金，常無法維持優異的績效甚至掉落到後段排名，顯示有基金經理人在管理的基金有優異績效表現之後，在挑選投資標的時產生過度自信，進而影響該檔基金日後的績效表現。Puetz and Ruenzi (2011)發現基金經理人在好績效後會有較多的交易，好績效與高週轉率的基金表現明顯不如過去好績效但週轉率較低的基金，顯示高交易活動並沒有因而執行了可獲利的交易，反而卻造成了較高的交易成本。Barber and Odean (2000)和 Barber et al. (2009)指出積極的交易會導致損失，最後過度自信會讓投資人的效用降低。為此，基金經理人過度自信的現象亦是不可忽視的課題。

傅英芬與劉海清(2016)研究結果顯示當基金經理人之前管理的基金績效卓越時，其之後管理其他的基金，有非常高的機會繼續成為贏家，但是當基金經理人產生過度自信情形時，其後續管理的基金成為贏家的機率則會顯著下降。這是因為基金經理人產生過度自信後，認為自己足夠的能力可以勝過大盤的報酬，但最終結局往往不是如此，過度自信讓經理人忽略了頻繁交易墊高成本，最終導致基金報酬率下滑，甚至低於大盤報酬率。

Barber and Odean (2001)在研究中將年操作的交易量作為過度自信的指標，發現男性的年交易量比女性的年交易量高，但投資收益卻略低於女性投資者，這裡也發現男性基金經理人較女性基金經理人容易產生過度自信情形，當然投資報酬率也會低於女性經理人。過度自信會導致基金經理人在市場上更頻繁的交易，當年度累積交易量擴增時，並無法讓基金經理人操作的基金獲得更高的效益，因為當基金經理人具過度自信時，會更喜歡冒險投資而頻繁交易，卻忽略無形當中增加的交易成本，最終導致操作的基金績效低於類似基金的平均績效。

綜合上述文獻，基金經理人過度自信會造成交易行為較為頻繁，尤其是當前期

股市欣欣向榮時，經理人操作基金獲得較高的投資績效，會讓基金經理人誤認自己有獨特優異的選股功力，是基金操作績效表現良好的主要因素。因此，後續基金經理人操作基金投資時，會根據前期經驗而產生過度自信情形，就會影響之後基金績效表現，因此，有必要檢測基金經理人是否有過度自信情形，提供大眾投資參考。

論文回顧首節在探討基金經理人性別、年齡、學經歷與年資等特質，對基金操作績效是否有正向影響，有一派研究顯示會影響操作績效，但也有研究指出經理人特質並不會影響操作績效。因此，本研究有需要進一步檢視國內基金經理人的特質是否會影響操作績效；次節針對基金特性及基金績效指標對基金績效的影響進行文獻探討，彙集相關變數來進行實證分析，來確認基金特性及基金績效指標與基金績效的相關性；第三節運用「風險轉換程度」來檢視基金經理人特質、基金特性與基金績效相關性；最後再檢測基金經理人是否有過度自信情形。

本研究緣起來自於近年來台灣共同基金產業蓬勃發展，基金數量及參與投資民眾逐漸增加，希望透過檢測分析基金經理人性別、年齡、學經歷與年資等特質、基金特性及基金績效指標對基金操作績效的影響，提供投資人選擇基金時的參考。

研究基金標的時間自 2008 至 2018 共 11 年，剛好跨過 10 年一個景氣循環週期，經歷過 2008 年金融海嘯大幅修正期，與 2012 年到 2018 年全球股市繁榮期，可以更精準且有效的檢測，國內基金經理人特質與基金特性對操作績效的影響，另外也透過檢測基金經理人有無過度自信的情形，讓投資人可以選擇更佳購買基金的時間點。

第三章、研究方法

第一節 樣本選取與資料來源

本論文研究期間為 2008 年 1 月到 2018 年 12 月計 11 年，資料蒐集自台灣經濟新報(TEJ)、中華民國投資信託暨顧問商業同業公會(SITCA)、基智網以及台灣共同基金績效評比網站(<http://140.112.111.146/>)。研究樣本僅針對國內股票開放型基金，共可分成七大類型；其中，包括 150 檔基金，分由 35 家投信公司所發行，計有 934 筆基金經理人之資料。樣本選取範圍為自 2008 年開始，主要以成立滿三年基金為主，若所屬投信公司財務資料不全或是成立期間過短之基金，則不予認列為研究樣本。因為每年皆有新成立的基金，也有遭清算而消失的基金，抑或是基金合併之故，因此研究期間中每年所列入之樣本數不一。樣本研究採用國內股票開放型基金及所屬投信公司之相關資料，詳如表 3-1 國內股票開放型基金分類及數量中所示，共分成七大類基金，包括指數型 15 檔、科技類 25 檔、中小型 18 檔、一般股票型 77 檔、中概股型 7 檔、價值型 3 檔、上櫃股票型 5 檔等。

表 3-1 國內股票開放型基金分類及數量

| 類型 | 指數型 | 科技類 | 中小型 | 一般股票型 | 中概股型 | 價值型 | 上櫃股票型 |
|-------|-----|-----|-----|-------|------|-----|-------|
| 基智網數量 | 29 | 25 | 20 | 88 | 7 | 3 | 5 |
| 研究數量 | 15 | 25 | 18 | 77 | 7 | 3 | 5 |

資料整理自基智網(FundDJ)，網址：www.moneydj.com/funddjx/default.xdjhtm。

基金經理人特質包括：(1)學歷(2)性別(3)操作年資。我們將操作年資定義為經理人進入基金產業開始操作基金的年資，用以衡量對基金產業的熟悉度。

基金經理人特質自基智網蒐集而來，逐筆將每一支基金在這 11 年間的基金經理人找出，再找出每位基金經理人的特質。至於基金的特性，包括：(1)基金規模(2)費用率(3)基金年數(4)週轉率(5)報酬率皆從台灣經濟新報(TEJ)、中華民國投資信託暨顧問商業同業公會(SITCA)及基智網蒐集而來，本研究 150 檔基金詳見表 3-2 樣本基金名稱中的明細。

表 3-2 樣本基金名稱

| 編號 | 基金名稱 | 編號 | 基金名稱 |
|----|---------------|----|---------------|
| 1 | 中國信託台灣活力基金 | 20 | 元大摩臺基金 |
| 2 | 中國信託台灣優勢基金 | 21 | 元大績效基金 |
| 3 | 元大二〇〇一基金 | 22 | 日盛 MIT 主流基金 |
| 4 | 元大巴菲特基金 | 23 | 日盛上選基金 |
| 5 | 元大台商收成基金 | 24 | 日盛小而美基金 |
| 6 | 元大台灣中型 100 基金 | 25 | 日盛日盛基金 |
| 7 | 元大台灣加權股價指數基金 | 26 | 日盛首選基金 |
| 8 | 元大台灣卓越 50 基金 | 27 | 日盛高科技基金 |
| 9 | 元大台灣金融基金 | 28 | 日盛新台商基金 |
| 10 | 元大台灣高股息基金 | 29 | 日盛精選五虎基金 |
| 11 | 元大台灣電子科技基金 | 30 | 台新 2000 高科技基金 |
| 12 | 元大多多基金 | 31 | 台新中國通基金 |
| 13 | 元大多福基金 | 32 | 台新主流基金 |
| 14 | 元大卓越基金 | 33 | 台新台灣中小基金 |
| 15 | 元大店頭基金 | 34 | 未來資產阿波羅基金 |
| 16 | 元大高科技基金 | 35 | 永豐中小基金 |
| 17 | 元大富櫃 50 基金 | 36 | 永豐永豐基金 |
| 18 | 元大新主流基金 | 37 | 永豐高科技基金 |
| 19 | 元大經貿基金 | 38 | 永豐台灣加權 ETF 基金 |

表 3-2 樣本基金名稱(續)

| | | | |
|----|----------------|-----|--------------|
| 39 | 永豐領航科技基金 | 78 | 統一統信基金 |
| 40 | 兆豐國際中小基金 | 79 | 統一黑馬基金 |
| 41 | 兆豐國際國民基金 | 80 | 統一經建基金 |
| 42 | 兆豐國際第一基金 | 81 | 統一龍馬基金 |
| 43 | 兆豐國際電子基金 | 82 | 野村e科技基金 |
| 44 | 兆豐國際豐台灣基金 | 83 | 野村中小基金 |
| 45 | 合庫台灣基金 | 84 | 野村台灣高股息基金 |
| 46 | 安聯台灣大壩基金 | 85 | 野村台灣運籌基金 |
| 47 | 安聯台灣科技基金 | 86 | 野村成長基金 |
| 48 | 安聯台灣智慧基金 | 87 | 野村高科技基金 |
| 49 | 宏利台灣動力基金 | 88 | 野村積極成長基金 |
| 50 | 宏利臺灣股息收益基金 | 89 | 野村優質基金 |
| 51 | 貝萊德寶利基金 | 90 | 野村鴻運基金 |
| 52 | 保德信中小型股基金 | 91 | 凱基台灣精五門基金 |
| 53 | 保德信台商全方位基金 | 92 | 凱基開創基金 |
| 54 | 保德信店頭市場基金 | 93 | 富邦台灣心基金 |
| 55 | 保德信金滿意基金 | 94 | 富邦台灣采吉 50 基金 |
| 56 | 保德信科技島基金 | 95 | 富邦台灣金融基金 |
| 57 | 保德信高成長基金 | 96 | 富邦台灣科技指數基金 |
| 58 | 保德信第一基金 | 97 | 富邦台灣發達基金 |
| 59 | 保德信新世紀基金 | 98 | 富邦台灣摩根基金 |
| 60 | 施羅德樂活中小基金-A 類型 | 99 | 富邦長紅基金 |
| 61 | 柏瑞巨人基金 | 100 | 富邦科技基金 |
| 62 | 國泰大中華基金 | 101 | 富邦高成長基金 |
| 63 | 國泰小龍基金 | 102 | 富邦富邦基金 |
| 64 | 國泰中小成長基金 | 103 | 富邦精準基金 |
| 65 | 國泰科技生化基金 | 104 | 富邦精銳中小基金 |
| 66 | 國泰國泰基金 | 105 | 富達台灣成長基金 |
| 67 | 國泰價值卓越基金 | 106 | 富蘭克林華美高科技基金 |
| 68 | 第一金大中華基金 | 107 | 富蘭克林華美第一富基金 |
| 69 | 第一金小型精選基金 | 108 | 富蘭克林華美傳產基金 |
| 70 | 第一金店頭市場基金 | 109 | 復華中小精選基金 |
| 71 | 第一金創新趨勢基金 | 110 | 復華全方位基金 |
| 72 | 第一金電子基金 | 111 | 復華高成長基金 |
| 73 | 統一大滿貫基金 | 112 | 復華復華基金 |
| 74 | 統一中小基金 | 113 | 復華數位經濟基金 |
| 75 | 統一台灣動力基金 | 114 | 景順主流基金 |
| 76 | 統一全天候基金 | 115 | 景順台灣科技基金 |
| 77 | 統一奔騰基金 | 116 | 景順潛力基金 |

表 3-2 樣本基金名稱(續)

| | | | |
|-----|----------|-----|-----------------|
| 117 | 華南永昌永昌基金 | 134 | 群益葛萊美基金 |
| 118 | 華頓中小型基金 | 135 | 德信大發基金 |
| 119 | 華頓台灣基金 | 136 | 德信台灣主流中小基金 |
| 120 | 匯豐台灣精典基金 | 137 | 德信數位時代基金 |
| 121 | 匯豐成功基金 | 138 | 德銀遠東 DWS 台灣旗艦基金 |
| 122 | 匯豐龍鳳基金 | 139 | 摩根中小基金 |
| 123 | 匯豐龍騰電子基金 | 140 | 摩根台灣金磚基金-累積型 |
| 124 | 新光大三通基金 | 141 | 摩根台灣增長基金 |
| 125 | 新光台灣富貴基金 | 142 | 摩根新興科技基金 |
| 126 | 新光店頭基金 | 143 | 聯邦中國龍基金 |
| 127 | 新光創新科技基金 | 144 | 聯邦精選科技基金 |
| 128 | 群益中小型股基金 | 145 | 聯博大利基金 |
| 129 | 群益店頭市場基金 | 146 | 瀚亞中小型股基金 |
| 130 | 群益長安基金 | 147 | 瀚亞外銷基金 |
| 131 | 群益馬拉松基金 | 148 | 瀚亞高科技基金 |
| 132 | 群益創新科技基金 | 149 | 瀚亞菁華基金 |
| 133 | 群益奧斯卡基金 | 150 | 瀚亞電通網基金 |

資料整理自基智網(FundDJ)，網址：www.moneydj.com/funddj/default.xdjhtm。

第二節 風險轉換模型變數定義

由於股票型基金其投資組合的資產有不同的風險特性或是當基金經理人改變其多角化組合時，都會造成基金總風險的改變，本模型可捕捉當投資組合改變時其風險的變動。「風險轉換」的衡量方法，我們採用 Huang, Sialm, and Zhang (2011) 的風險衡量方法，式(1)之風險轉換是由目前持股報酬的波動減掉已實現報酬的波動，目前持股報酬的波動由該基金持股報酬的標準差來衡量($\sigma_{f,t}^H$)，已實現報酬的波動由基金本身報酬的標準差來衡量($\sigma_{f,t}^R$)：

$$RS_{f,t} = \sigma_{f,t}^H - \sigma_{f,t}^R \quad (1)$$

其中， $\sigma_{f,t}^H$ 指第 f 支基金在時間 t 時持股部位報酬的波動，而 $\sigma_{f,t}^R$ 是指第 f 支基金在時間 t 時已實現報酬的波動。第 f 支基金在 t 時間時的報酬為投資組合權重 $W_{f,t}$ 和個股報酬 r_t 的乘積，因可以得到式(2)：

$$RH_{f,t} = w_{f,t} r_t = \sum_{i=1}^n w_{f,t}^i r_t^i \quad (2)$$

$r_t = [r_t^1, \dots, r_t^n]$ 為第 f 支基金在時間 t 時所有可得資產報酬的向量，即每支持股的報酬， $w_{f,t} = [w_{f,t}^1, \dots, w_{f,t}^n]$ 為投資組合權重的向量。我們依 Huang, Sialm, and Zhang (2011) 所提出的方法將權重總合調整至 1，即 $w_{f,t} \mathbf{1} = \sum_i w_{f,t}^i = 1$ ：

$$\text{VAR}(RH_{f,t}) = \text{VAR}(w_{f,t} r_t) = w_{f,t} \text{VAR}(r_t) w_{f,t} = w_{f,t} \sum_t w_{f,t} \quad (3)$$

第 f 支基金在時間 t 時的變異數因不同的投資權重，因而形成了 $n \times n$ 的變異數-共變數矩陣，目前持股報酬的波動由該基金目前所揭露持股之過去 36 個月的報酬的標準差來衡量，即計算 $w_{f,t} \sum_t w_{f,t}$ 之平方根。

Huang, Sialm, and Zhang (2011) 指出已實現報酬的波動 ($\sigma_{f,t}^R$) 可以補捉真實部位的風險，他們以第 f 支基金在時間 t 時之前 36 個月的報酬來計算已實現的風險，若一支基金維持 36 個月相同的投資組合時，則持股部位報酬的波動 ($\sigma_{f,t}^H$) 將會等於已實現報酬的波動 ($\sigma_{f,t}^R$)。

當持股部位報酬的波動($\sigma_{f,t}^H$)大於已實現報酬的波動($\sigma_{f,t}^R$)，則此風險衡量指標($RS_{f,t}$)就為正，反之則為負。因為目前持股的波動是由已揭露之持股的報酬所算出，而已實現的波動，則由基金本身的報酬所算出。因此當一支基金有正的風險移轉時，表示該基金在持股風險上大於基金本身真正的風險，即該基金增加了其投資組合的風險，此可能其投資組合的標的物有較高的風險或是集中於某項資產的投資。因此本模型可補捉暫時性交易(interim trades)、窗飾效果(window dressing)或其它無法觀察到的行為。

第三節 實證模型

於研究期間找出每位基金經理人的特性及基金特性，再由其操作的期間中配對出該期間的風險轉換程度，進行迴歸分析，以探討基金經理人的特性(學歷、性別、年資)、基金特性(基金規模、費用率、週轉率、基金成立年數)與風險轉換程度高低之關係。本迴歸模型亦將報酬率加入，以探討報酬與風險的關係。

$$\begin{aligned}
 & (\text{風險轉換程度})_{i,t} \\
 & = \alpha + \beta_1(\text{教育程度})_{i,t} + \beta_2(\text{性別})_{i,t} + \beta_3(\text{年資})_{i,t} + \beta_4(\text{經歷})_{i,t} \\
 & \quad + \beta_5(\text{基金規模})_{i,t} + \beta_6(\text{週轉率})_{i,t} + \beta_7(\text{經理人的過度自信傾向})_{i,t} \\
 & \quad + \beta_8(\text{前期績效})_{i,t} + \beta_9(\text{費用率})_{i,t} + \beta_{10}(\text{基金年數})_{i,t} + \beta_{11}(\text{基金報酬率})_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{4}$$

變數定義如下：

1. 風險轉換程度=基金經理人可透過不同的機制去改變基金的風險，其一可透過股票及現金的比例來調整風險；其次，基金可轉換高 beta 值的股票及低 beta 值的股票來調整風險。

2. 教育程度=基金經理人的學歷分為博士、碩士、大學以下。
3. 學歷為國立大學、國外大學，又分財金相關領域與非財金相關領域
4. 經歷有過去任職的公司數、曾任證券分析師、已不再任職於基金公司、轉任證券業、轉任債券業、轉任期貨業、轉任海外基金等變數
5. 性別=設男性基金經理人與女性基金經理人
6. 年資=為基金經理人進入基金產業開始操作基金的總年資。
7. 基金成立的年數=樣本基金成立至 2018.12.31 為研究終止日的年數。
8. 基金規模=指該基金各個月底資產總值取對數
9. 基金手續費=基金費用率，取自中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會公布資料。
10. 週轉率=本文依據中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會所公佈之買入與賣出週轉率之簡單平均值作為計算。本研究的週轉率是指買入週轉率與賣出週轉率的平均，引用自台灣共同基金績效評比網站經理人操盤當月資料。
11. 費用率=本文以各基金於研究期間內之直接交易成本（手續費+交易稅）及費用（經理費+保管費+保證費+其他費用）之加總除以淨資產
12. 基金報酬率=基智網公布樣本基金之各經理人操作期間績效表現。
13. 台股大盤的績效表現=基智網公布樣本基金各經理人操作期間標的市場之績效。

第四章 實證結果

第一節 基本敘述統計

本文以 2008 年 01 月到 2018 年 12 月計 11 年，樣本為基智網分類的國內股票開放型基金，共有七大類型，包括指數型 15 檔、科技類 25 檔、中小型 18 檔、一般股票型 77 檔、中概股型 7 檔、價值型 3 檔、上櫃股票型 5 檔等，成立超過 3 年以上的基金共 150 檔，分由 35 家投信公司所發行，計有 934 筆基金經理人之資料。

從表 4-1 國內股票開放型基金分類、基金及經理人數目中顯示，本研究中男性基金經理人有 721 人，佔總人數的 77.2%，女性基金經理人有 213 人，佔總人數的 22.8%，從人數統計中發現，台灣國內共同基金的經理人還是以男性佔大多數，占比超過 7 成以上。

從國內共同基金的經理人的學歷來看，男性經理人碩士學歷的人數有 654 人，佔男性經理人的 90.7%，遠高於大學學歷的 8.9%，以及博士學歷的 0.4%；女性經理人碩士學歷的人數有 170 人，佔女性經理人的 79.8%，遠高於大學學歷的 18.8%，以及博士學歷的 1.4%。從上述資料分析顯示，目前台灣國內共同基金經理人的學歷，不分性別學歷族群較高都落在碩士學歷，這部分與台灣廣設大學的高教政策有關，少子化衝擊大學生人數逐年減少之後，大學為補足課程編排空缺跟著廣設研究所，提供職場眾多提升學歷需要的在職者進修機會，連帶也提高基金公司對基金經理人學歷的要求。

在經理人操作基金年資方面，男性基金經理人在單一基金操作年資，超過 25 的月的人數只佔 29.4%，2 年以內的男性經理人則佔了 70.6%；再觀察女性基金經

理人在單一基金操作年資，超過 25 的月的人數也只佔 33.8%，2 年以內的女性經理人則佔了 66.2%，從數據顯示台灣國內共同基金不管經理人的性別，都是相當頻繁更換經理人。

在表 4-1 經理人累計操作基金年資，也就是經理人曾擔任基金經理人的累計年資，男性基金經理人在基金累計操作年資，5 年以內的人數佔 29.1%，超過 5 年的人數則佔 70.9%，甚至超過 10 年以上的人數有 147 位，佔男性經理人的 20.4%；女性基金經理人在基金累計操作年資，5 年以內的人數佔 20.2%，超過 5 年的人數則佔 79.8%，超過 10 年以上的人數有 95 位，佔女性經理人的 44.6%。

從上述基金經理人累計操作年資來看，女性經理人離開原基金經理人職位後，持續擔任其他基金經理人的比例比男性經理人高，且累計操作年資超過 10 年的比例也超過男性經理人的 2 倍，表示女性持續擔任基金經理人的機會比男性高。

表 4-1 國內股票開放型基金分類、基金及經理人數目

| 經理人人數(男)、佔比 | | | 經理人人數(女)、佔比 | | |
|----------------|----------------|-------------|----------------|----------------|-------------|
| 721 (77.2%) | | | 213 (22.8%) | | |
| 學歷(男)、佔比 | | | 學歷(女)、佔比 | | |
| 大學 | 碩士 | 博士 | 大學 | 碩士 | 博士 |
| 64 (8.9%) | 654 (90.7%) | 3 (0.4%) | 40 (18.8%) | 170 (79.8%) | 3 (1.4%) |

表 4-1 國內股票開放型基金分類、基金及經理人數(續)

| 單一基金操作年資(男) | | | 單一基金操作年資(女) | | |
|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 6 個月以內 | 24 個月以內 | 25 個月以上 | 6 個月以內 | 24 個月以內 | 25 個月以上 |
| 188 (26.1%) | 321 (44.5%) | 212 (29.4%) | 63 (29.6%) | 78 (36.6%) | 72 (33.8%) |
| 基金累計操作年資(男) | | | 基金累計操作年資(女) | | |
| 60 個月以內 | 120 個月以內 | 121 個月以上 | 60 個月以內 | 120 個月以內 | 121 個月以上 |
| 210 (29.1%) | 364 (50.5%) | 147 (20.4%) | 43 (20.2%) | 75 (35.2%) | 95 (44.6%) |

資料整理自基智網(FundDJ)，網址

<https://www.moneydj.com/funddj/yb/YP301000.djhtm>

觀察圖 4-1 說明研究統計資料中，基金經理人操作年資從 0 個月到超過 220 個月，操作績效則自 -50% 至超過 500%，級距落差相當明顯，大多數基金經理人總操作年資落在 120 個月以內，基金績效則大多數落在 -50% 至超過 50% 之間。

從曲線前端觀察統計資料，基金經理人操作年資在 40 個月以內時，曲線比較接近平移，表示在 40 個月的操作年資影響基金績效的效應不明顯，超過 40 個月的操作年資之後，曲線逐漸往上移動，表示經理人操作年資越久，影響基金績效越是明顯，顯示基金經理人的操作年資與基金績效呈現正相關。

觀察圖中資料，基金經理人操作年資大部分集中在 120 個月以內，在 120 月以後的操作績效，逐漸偏移平均曲線，而且基金經理人操作年資越久，偏移曲線距離越是明顯。另外，從曲線可以看出基金經理人操作年資往右偏移時，基金績效曲線明顯上揚，表示基金經理人操作越久，基金的績效越來越好，從統計資料印證基金經理人操作年資影響基金操作績效。

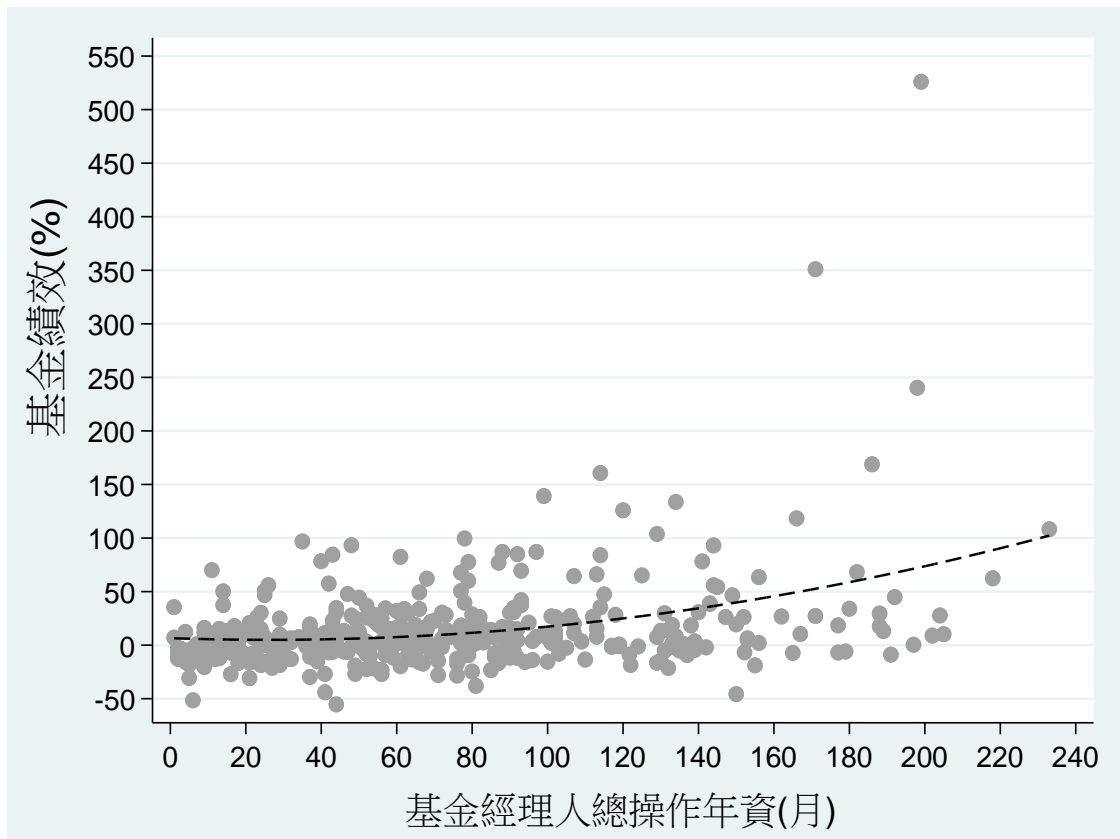


圖 4-1 基金經理人操作年資與績效關係圖

由圖 4-2 女性基金經理人虛線顯示，操作年資仍正向影響操作績效，但曲線較不明顯。右側男性基金經理人操作年資與績效關係，紅色曲線往上趨勢較女性更為明顯，表示操作基金年資越久，男性基金經理人對基金績效正向影響更為顯著，有此可證，基金經理人操作年資與績效呈現正相關。

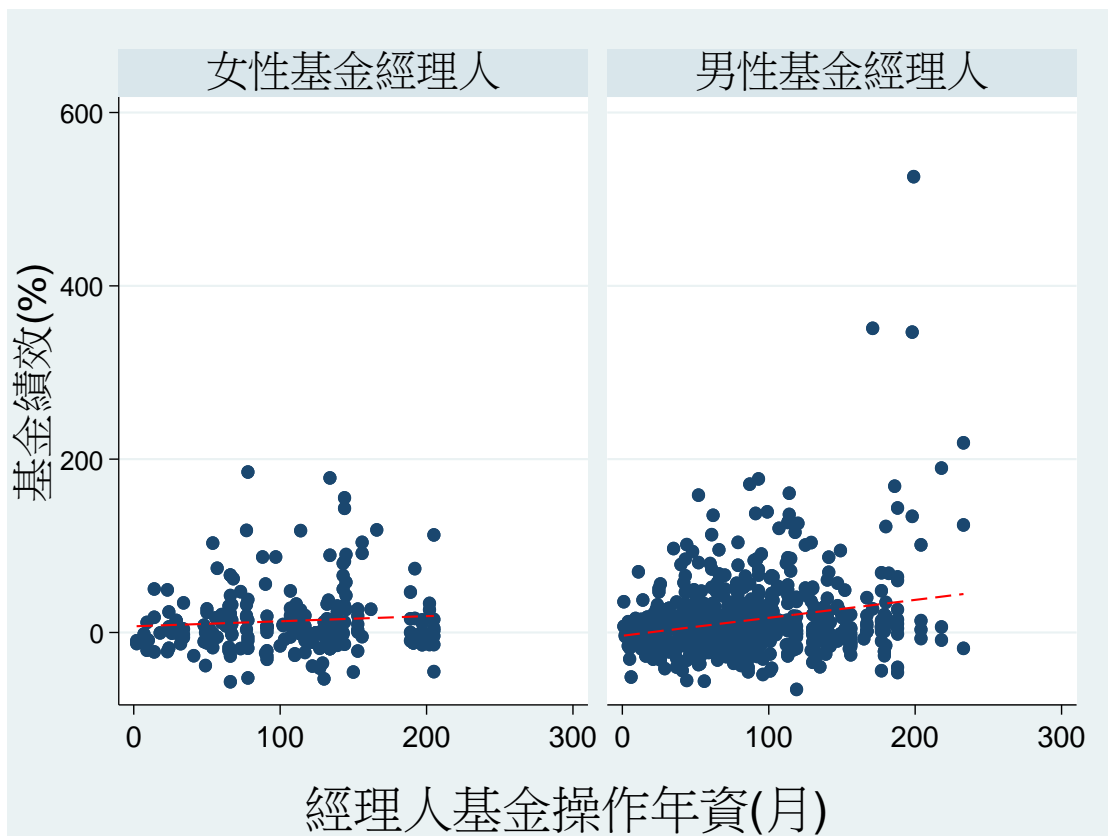


圖 4-2 男性與女性基金經理人在操作年資與績效關係圖

從圖 4-3 基金經理人性別與費用率及績效關係圖來看，左側女性基金經理人操作基金績效較佳的費用率落點在 0.02 到 0.035 之間；右側男性基金經理人操作基金績效較佳的費用率落點在 0.025 到 0.035 之間。從上述數據顯示，不管男性或女性基金經理人操作的基金，基金費用率較低的基金績效並沒有比較好，反而是費用率較高的基金，操作績效有明顯較好，綜合上述資訊可得知，基金費用率的高低並不會影響基金績效。

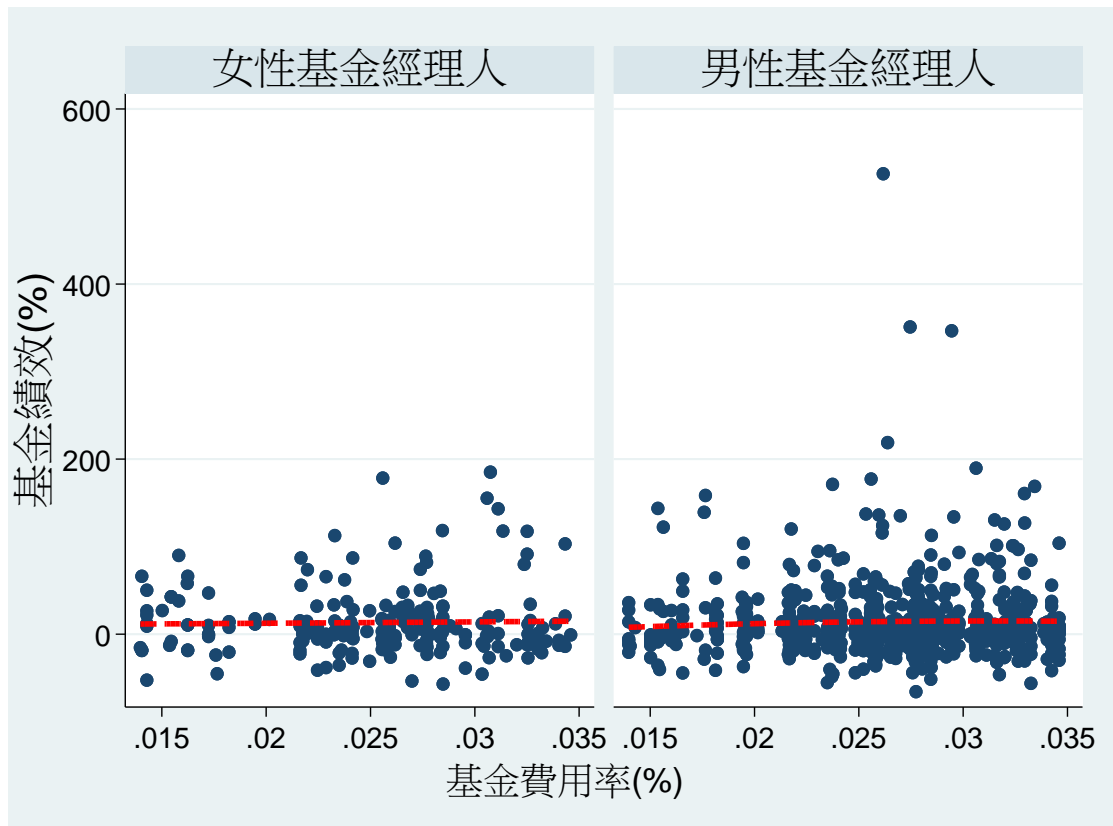


圖 4-3 男性與女性基金經理人性別與費用率及績效關係圖

從圖 4-4 基金經理人性別與基金週轉率及績效關係圖來看，女性基金經理人操作的基金，線條從 0 開始往下下滑，顯示基金週轉率低的基金績效會較佳。男性基金經理人操作的基金，線條從 0 開始相較女性基金經理人更明顯往下下滑，顯示基金週轉率低，男性基金經理人操作的基金績效會較佳。

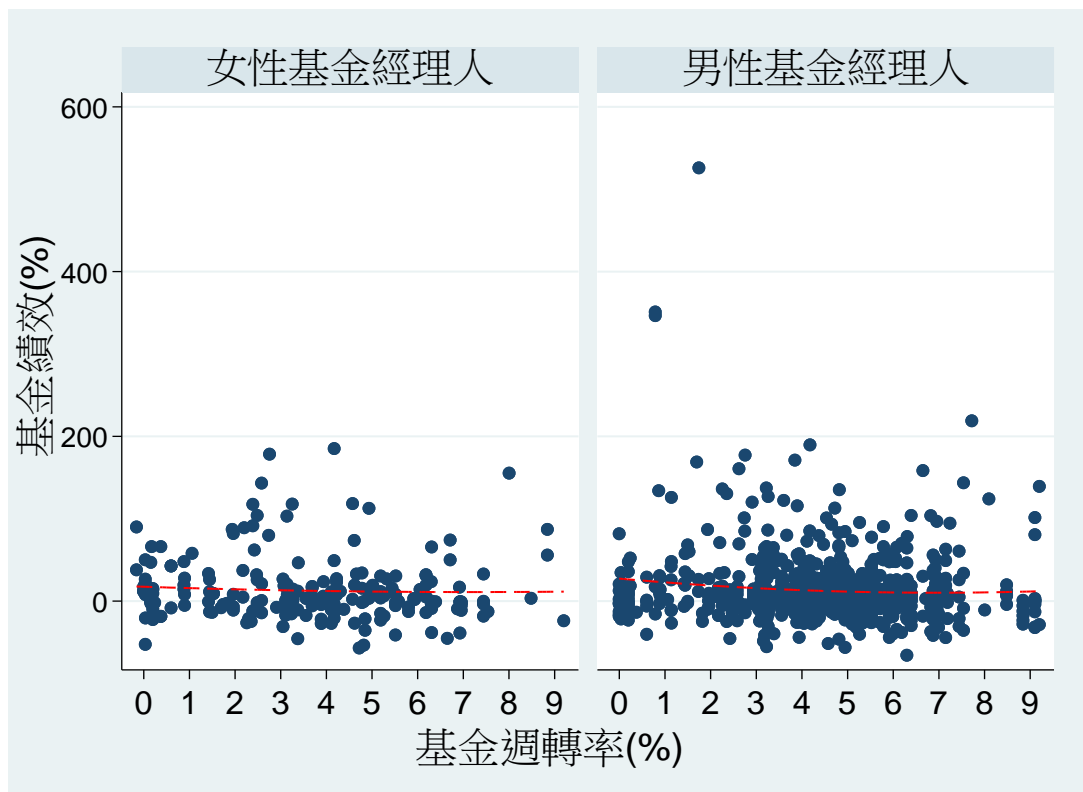


圖 4-4 男性與女性基金經理人對基金周轉率及績效關係圖

從圖 4-5 基金規模及績效關係圖可以看出，不管基金經理人的性別為何，基金規模與績金績效呈正相關，尤其是女性經理人的曲線更為明顯上彎。分析圖中曲線可以發現，基金規模大的基金績效，明顯比基金規模小來得好，是因為規模較大的基金可運用資金較多，基金經理人有有較大的投資策略可以運用，相對規模小的基金，因投資策略失誤的承受力也較大，因此，基金規模的大小會影響基金的投資績效。

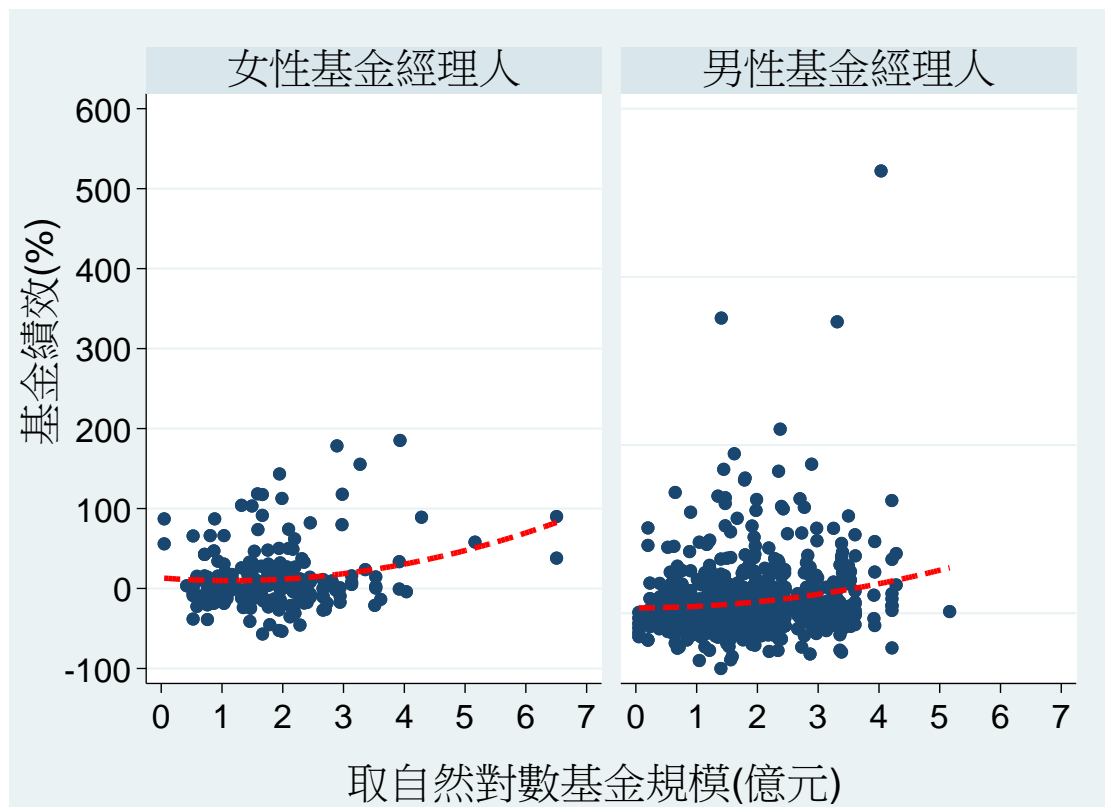


圖 4-5 男性與女性基金經理人對基金規模及績效關係圖

從圖 4-6 基金經理人過去服務公司數量與績效關係圖來看，女性基金經理人操作績效較佳的基金主要分布在 5 家以內，男性基金經理人操作績效較佳的基金也是在 5 家以內。圖中可以看出女性基金經理人服務公司數從第 4 家達到高峰，第 5 家開始往下遞減，服務公司數 6 家跟 7 家明顯變差；而男性基金經理人服務公司數，在數量 1 家時的績效並沒有突出的表現，但在服務公司數 2 家時的績效特別突出，但從第 3 家開始逐漸向下遞減。

由圖 4-6 曲線圖可明顯看出，不管男性或女性基金經理人，當服務公司家數越多，基金操作績效會有遞減跡象，顯示基金經理人服務公司家數與基金操作績效呈現負相關。

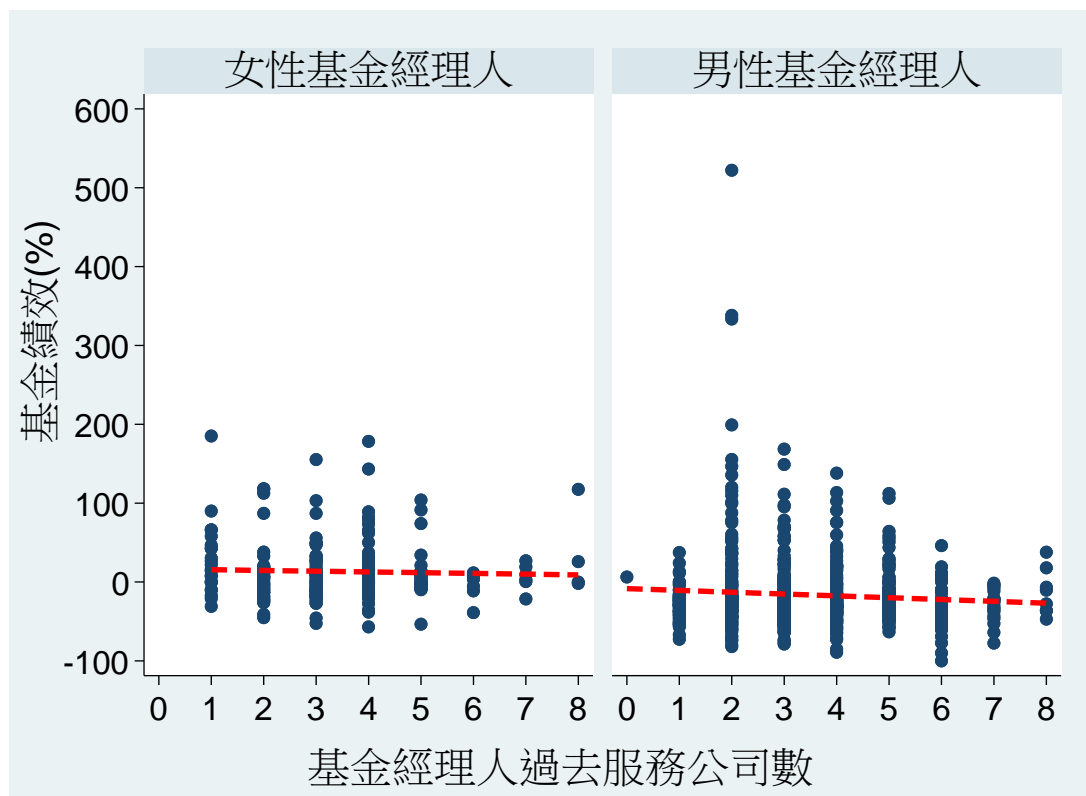


圖 4-6 男性與女性基金經理人對過去服務公司數量與績效關係圖

第二節 基金經理人實證分析

標準差是衡量過去某一段時間基金績效的波動大小，當基金績效波動越大時，代表基金績效的不確定性也越大，因此，當一檔基金標準差越大時，基金淨值波動大，投資的風險也會越大。

從圖 4-7 基金年化標準差關係圖對照中可以發現，右側男性基金經理人年畫標準差高於女性，顯示男性基金經理人所操作基金淨值波動度，高於女性基金經理人，表示男性經理人操作基金時，較女性經理人有較高的風險承擔。

觀察男性基金經理人基金年化標準差，可以發現曲線有往上升的趨勢，當經理人服務年資越久，操作的基金績效會有漸入佳境的狀況，因此，基金經理人操作基

金的年資還是有影基金淨值的波動程度。

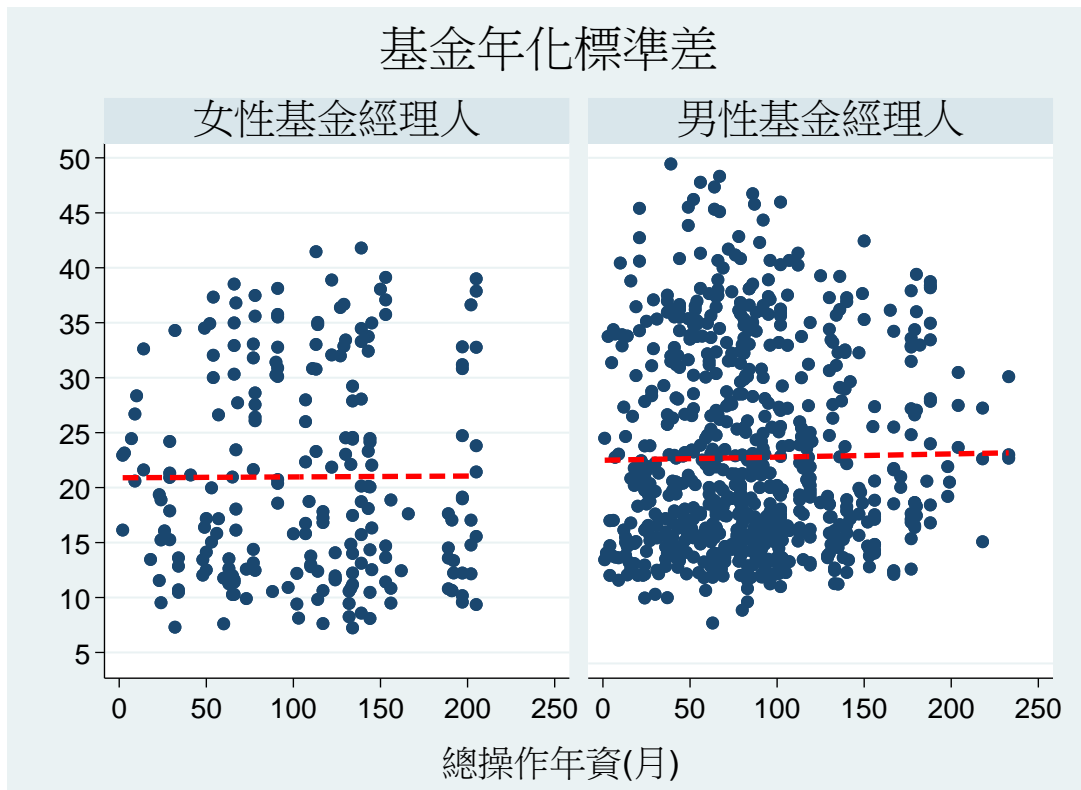


圖 4-7 基金年化標準差關係圖

Beta 值是代表相對指數的波動幅度，當 Beta 值是 1 的時候，代表大盤漲跌多少，基金就會漲跌多少；當 Beta 值大於 1 的時候，大盤漲會漲更多，跌也會跌更多；小於 1 的時候，大盤漲會漲比較少，跌也會跌更少。

由圖 4-8 Beta 風險值關係圖來看，不管男性基金經理人或女性基金經理人的 Beta 係數都超過 1，表示本研究的基金波動性大於市場的波動幅度，可能是台灣股票市場屬於淺碟型市場，外資的投入與撤出可以輕易撼動台灣股票市場，造成股票市場劇烈波動，連帶也影響國內共同基金的績效。

當然本研究所選擇的對象是國內共同基金，從上圖可以看出 Beta 值都大於 1，表示研究標的基金的漲跌幅會大於股票市場的漲跌幅。研究樣本中不管是男性或女性基金經理人，操作基金的年資越久，績效都會比大盤好。

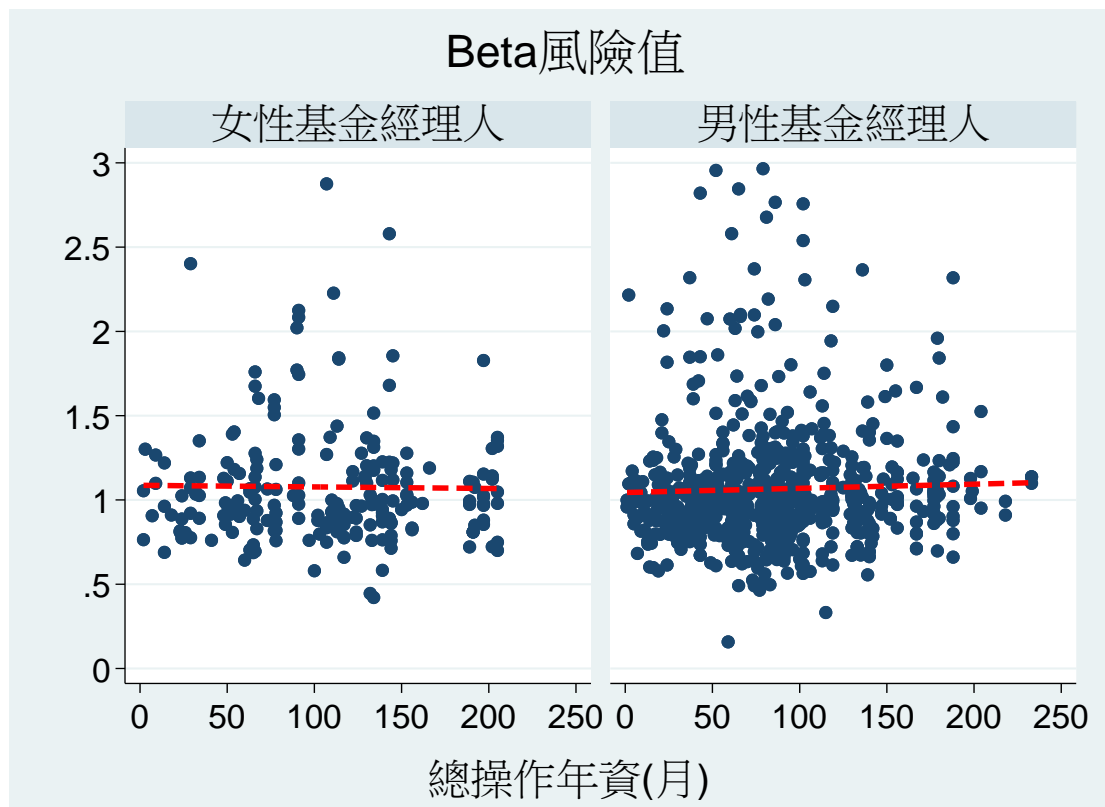


圖 4-8 Beta 風險值關係圖

Sharpe 指標是計算承受每單位風險所得的報酬，報酬指的是超越無風險利率的額外報酬，簡單的說就是在衡量一檔基金是否能用越小的波動來創造越高的獲利。當基金報酬率很高，一段時間的波動小而且可以平穩的成長，Sharpe 值就會很高，相對的，基金報酬率很高，但一段時間的波動很大，Sharpe 值就會低，這通常會在小型股基金發現這個現象。

從圖 4-9 Sharpe 值關係圖的線條來看，女性基金經理人的 Sharpe 值在 0.1 左右，而男性基金經理人的 Sharpe 值則在 0.2 附近，顯示男性基金經理人操作的基金，在考慮投資風險因素後，可以獲得較高的報酬。

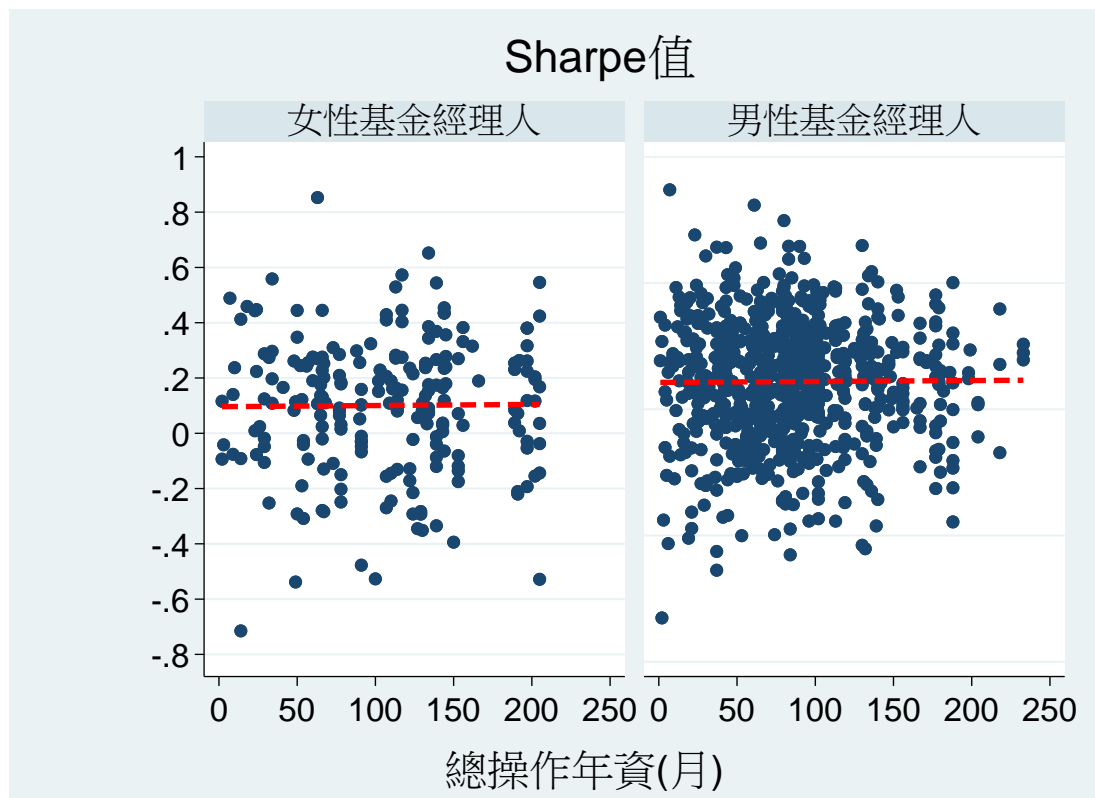


圖 4-9 Sharpe 值關係圖

Jensen 指標是在計算個別基金受整體市場影響的程度，根據基金的平均報酬率與所應承擔的市場風險，計算出該基金的超額報酬，又稱 α 值。當 α 值越高時，代表基金經理人挑選投資標的的能力好，顯示基金經理人投資眼光越精準。

由圖 4-10 Jensen 值關係圖觀察，女性基金經理人 Jensen 值曲線在 0 以下，而男性基金經理人 Jensen 值曲線在 0 以上，顯示男性選股能力較佳投資眼光相對女性更為精準，所以操作基金績效也會比女性為佳。

而女性基金經理人操作年資由短到久，Jensen 值曲線接近平移；男性基金經理人操作年資越久，可以發現 Jensen 值曲線微幅往上，表示操作資歷越久越能有超額報酬。

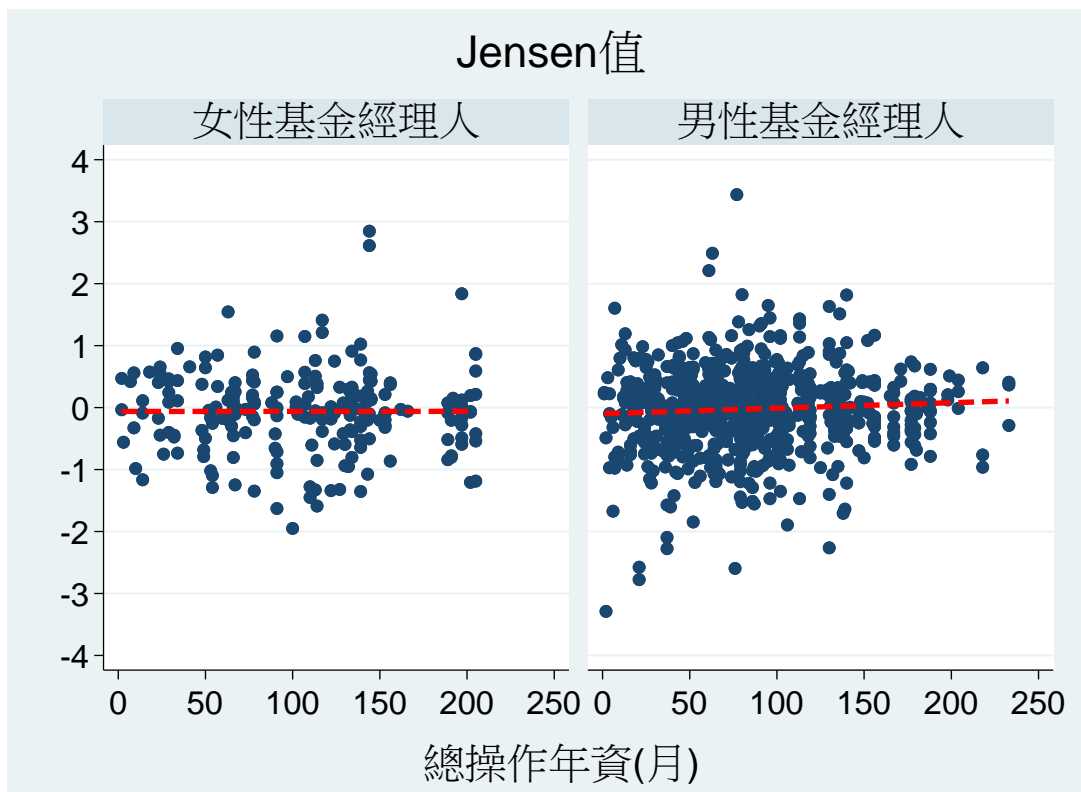


圖 4-10 Jensen 值關係圖

Treynor 指標與 Sharpe 指標近似，兩者同樣是衡量調整風險後的基金績效，不同的是 Treynor 指標是檢視承擔每一單位系統風險所獲得的超額報酬，因此，計算方式為平均報酬率減無風險報酬率再除以 β ，當 Treynor 指數值越大，承擔單位系統風險所獲得的超額收益越高，基金投資組合的業績也越好。

Treynor 指標主要是計算承擔每一單位系統風險所獲得的超額報酬，當 Treynor 指標數值越大相對的超額報酬也越大。從圖 4-11 Treynor 值關係圖來檢視，不管男性或女性基金經理人操作的基金，Treynor 值都大於 0，表示不管男性或女性基金經理人都有超額報酬。

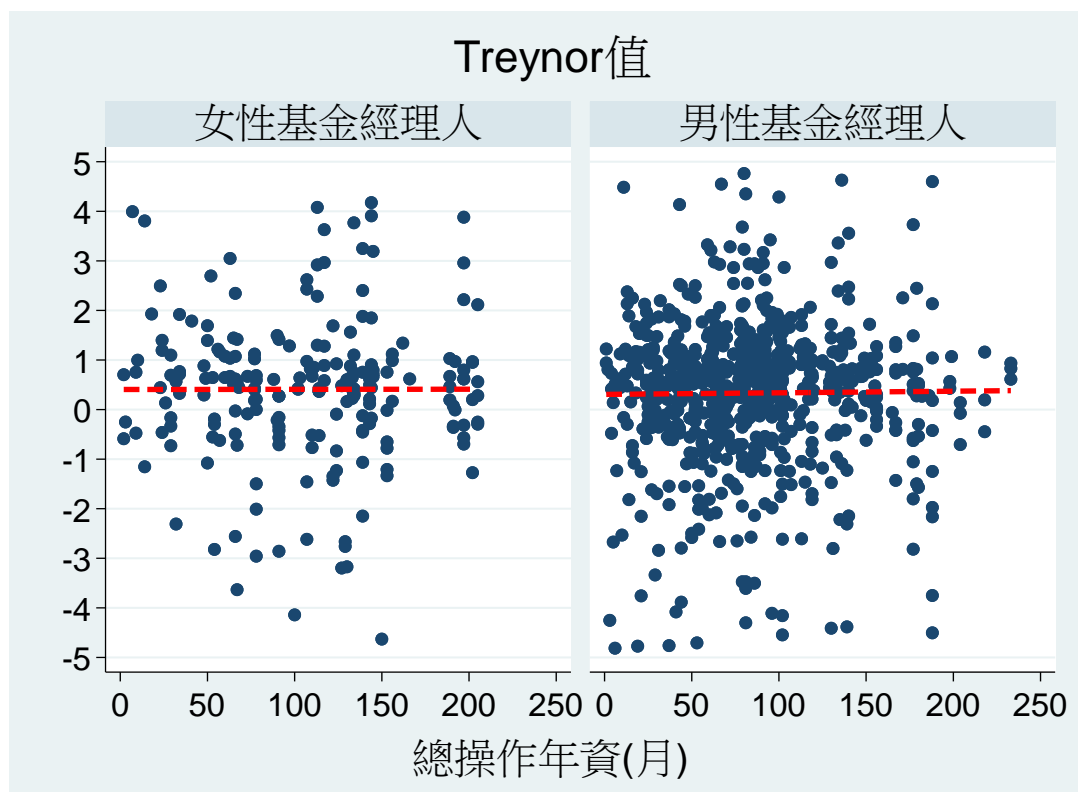


圖 4-11 Treynor 值關係圖

從表 4-2 基金經理人特質、基金特性對基金績效的影響結果：基金績效評估指標中，可以發現女性基金經理人雖無顯著相關，但數值顯示是負值，表示女性基金經理人操作基金的績效，相對男性基金經理人為差。

檢視經理人為財金相關領域畢業的學歷的變數時，男性基金經理人所操作基金在年化標準差、Beta 值有明顯正相關，表示財金相關科系畢業的男性基金經理人操作績效有正向影響。而全體基金經理人在年化標準差的數據顯示會正向影響基金績效，但 Sharpe 值與 Jensen α 值則是負向影響。

在學歷方面，非常特別的是，基金經理人的國外大學學歷，負向影響基金績效，尤其是女性基金經理人，表示擁有國外學歷的基金經理人，所操作的基金報酬並不會比較好。男性基金經理人為碩士畢業的學歷，年化標準差有負向影響，女性基金經理人在 Sharpe 值則有正向的影響。

在基金經理人曾為證券分析師身分，男性在報酬率上有明顯的負向影響，女性在年化標準差上有明顯的負向影響，顯示就算曾經有擔任證券分析師經驗，在擔任基金經理人時，對基金操作績效也無正面幫助。

檢視總操作年資部分，男性基金經理人所操作基金的報酬率有相當大的正向影響，表示男性基金經理人在基金的操作年資較久，會正向影響基金操作的績效表現。而全體基金經理人在 Jensen α 值也有明顯正相關，表示在 Jensen 指標會正向影響全體基金經理人的操作績效。

另外，觀察經理人過去任職的公司數的影響，女性基金經理人所操作基金的 Sharpe 值及 Treynor 值會受到負向影響，顯示女性基金經理人曾經任職公司數量多，對於基金操作績效並無正向影響。

檢視基金規模(淨值)跟基金的報酬率有相當明顯的正相關，應該是台灣國內共同基金大多數規模都非常小，造成經理人操作的難度提高，只要少數投資標的有所虧損，影響整體基金的績效相對規模大的基金大，因此，基金規模也會是影響基金經理人操作績效的因素。

表 4-2 的基金週轉率來看，男性基金經理人所操作基金的週轉率，Jensen α 指標會負向影響基金績效。從數據來看可以看出，男性基金經理人操作基金的持股容許較高變動，承擔較高的投資風險，因此，男性基金經理人操作的基金會有較高的週轉率。

檢視基金成立的年數變數時，男性基金經理人所操作的基金，在報酬率以及 Jensen α 指標上有明顯的負相關，表示男性操作的基金成立越久，並無法讓基金操作績效變得更好。女性基金經理人在年化標準差則有正向影響，但在 Sharpe 指標則具有負向影響；全體基金經理人在報酬率以及 Jensen α 指標上有明顯的負相關，可以解讀為基金成立較久並不會讓操作績效變得更好。

在台股績效表現上觀察，當台股績效好的時候，在報酬率上不管男性或女性基金經理人，基金操作績效都有明顯的正相關；女性基金經理人以及全體基金經理人

在年化標準差會正向影響操作績效。從數據上可說明當股市行情好的時候，整體投資環境變佳，共同基金的操作績效也會變佳，基金的報酬率當然就會比較亮麗。

另外，以年化標準差來做為風險轉換的衡量，在基金經理人學歷為財金相關領域變數中，男性基金經理人以及全體基金經理人有顯著的正相關，表示具有財經背景的女性基金經理人會較高的風險轉換，可能會造成基金績效波動較大。當然可能因為這些經理人憑藉自己是財金學歷背景，願意承擔更高的投資風險而造成這樣的狀態。

在基金經理人學歷為碩士、基金經理人已不再任職於基金公司、基金週轉率以及基金成立的年數的變數中，男性基金經理人在年化標準差呈現負相關，表示碩士學歷、已不再任職於基金公司、基金週轉率以及基金成立的年數的男性基金經理人並不會有較高的風險轉換，基金操作的波動也會較小。

檢核基金經理人為證券分析師的變數發現，女性基金經理人在年化標準差出現明顯負相關，表示有證券分析師身分的女性基金經理人風險轉換程度不高，所操作的基金波動度也不會太大。

觀察表 4-2 中基金成立的年數及台股大盤的績效表現兩項變數，可以發現女性基金經理人在年化標準差出現正相關，表示這兩項變數會出現風險轉換現象。

表 4-2 男女基金經理人對基金績效的估計結果：基金績效評估指標

| 研究變數 | 基金績效值=報酬率 | | | 基金績效值=年化標準差 | | | 基金績效值=Beta 風險 | | |
|---------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|
| | 全體基金 經理人 | 女性基金經 理人 | 男性基金 經理人 | 全體基金 經理人 | 女性基金 經理人 | 男性基金 經理人 | 全體基金 經理人 | 女性基金 經理人 | 男性基 金經理 人 |
| 常數項 | 1.473 (0.255) | -7.398 (-0.758) | 6.866 (0.941) | 21.579*** (28.792) | 17.156** (2.910) | 23.807*** (13.130) | 1.209*** (10.169) | 0.958*** (9.249) | 1.336*** (6.449) |
| 女性基金 經理人 | -0.787 (-1.598) | | | -0.266 (-0.307) | | | -0.017 (-0.289) | | |
| 基金經理人學歷 為財金相關領域 | -0.052 (-0.114) | -1.083 (-0.385) | 0.090 (0.159) | 0.668** (2.557) | -0.060 (-0.028) | 0.743** (3.365) | 0.025 (1.763) | -0.008 (-0.326) | 0.030* (2.330) |
| 基金經理人學歷 為國立大學 | -1.370 (-0.945) | -0.866 (-0.375) | -2.820 (-1.465) | 0.497 (0.562) | -0.259 (-0.172) | 0.735 (0.573) | 0.071 (1.821) | 0.064* (2.165) | 0.073 (1.459) |
| 基金經理人學歷 為國外大學 | -5.506*** (-5.482) | -10.262*** (-3.751) | -5.053** (-3.211) | 0.107 (0.122) | -0.534 (-0.429) | 0.333 (0.317) | -0.049 (-1.569) | -0.048* (-2.012) | -0.064 (-1.742) |
| 基金經理人 學歷為碩士 | 3.340 (1.185) | 2.165 (0.608) | 2.182 (0.698) | -0.910 (-1.748) | 1.175 (0.891) | -1.503* (-2.022) | -0.012* (-2.075) | 0.026 (0.629) | -0.032 (-1.351) |
| 基金經理人 為證券分析師 | -5.693** (-2.734) | -15.359 (-1.392) | -5.303** (-2.804) | 1.664 (0.711) | -7.012*** (-13.201) | 2.358 (0.892) | -0.056 (-0.836) | 0.001 (0.009) | -0.064 (-0.713) |
| 總操作年資(月) | 0.100*** (5.425) | -0.012 (-0.470) | 0.136*** (6.532) | -0.002 (-0.349) | 0.003 (0.555) | -0.006 (-0.745) | 0.000 (0.750) | 0.000 (0.426) | 0.000 (0.608) |
| 經理人過去 任職的公司數 | -0.760 (-1.836) | 1.336* (2.148) | -1.300*** (-3.835) | -0.277 (-1.423) | -0.802* (-2.003) | -0.150 (-0.834) | -0.003 (-0.312) | 0.002 (0.070) | -0.005 (-0.463) |
| 基金經理人已不再 任職於基金公司 | 1.797 (0.764) | -1.501 (-0.664) | 1.411 (0.561) | -1.732* (-1.984) | -1.379 (-0.559) | -1.794* (-2.340) | 0.011 (0.201) | -0.022 (-0.356) | 0.005 (0.094) |
| Ln(基金淨值) | 4.175*** (4.612) | 6.889* (2.320) | 3.703** (2.793) | -0.166 (-0.536) | -0.521 (-1.010) | -0.037 (-0.092) | -0.026** (-2.800) | -0.006 (-0.229) | -0.031 (-1.658) |
| 基金手續費 | 96.282 (0.696) | 568.798 (1.332) | -11.856 (-0.100) | -2.671 (-0.046) | 170.364 (1.032) | -66.338 (-1.034) | -4.600 (-1.162) | 0.633 (0.135) | -6.936 (-1.228) |
| 基金周轉率 | 0.035 (1.520) | 0.020 (0.254) | 0.044 (1.332) | 0.006 (1.315) | 0.010 (0.419) | 0.003 (1.791) | -0.000 (-1.766) | 0.000 (0.157) | -0.001 (-1.449) |
| 基金成立的年數 | -0.855*** (-4.517) | -0.740 (-1.711) | -0.901*** (-4.285) | 0.117* (1.957) | 0.157* (2.015) | 0.091 (1.611) | -0.002 (-0.768) | 0.001 (0.640) | -0.004 (-0.812) |
| 台股大盤的 績效表現 | 1.399*** (38.328) | 1.394*** (22.901) | 1.405*** (26.874) | 0.026* (2.005) | 0.033* (2.134) | 0.026 (1.919) | 0.001 (1.460) | 0.001 (1.049) | 0.001 (1.268) |
| 樣本數 | 934 | 213 | 721 | 934 | 213 | 721 | 934 | 213 | 721 |
| R ² | 0.586 | 0.719 | 0.565 | 0.020 | 0.049 | 0.026 | 0.025 | 0.022 | 0.033 |

【說明】：()中的數值為 t 值，當 t 值 > 1.65 ，以 * 表示已達到 10% 的顯著水準；當 t 值 > 1.96 ，以 ** 表示已達到 5% 的顯著水準；當 t 值 > 2.58 ，則以 *** 表示已達到 1% 的顯著水準。

表 4-2 男女基金經理人對基金績效的估計結果：基金績效評估指標(續)

| 研究變數 | 基金績效值=Sharpe | | | 基金績效值=Jensen α | | | 基金績效值=Treynor | | |
|---------------------|---------------------|----------------------|--------------------|---------------------------|---------------------|----------------------|---------------------|--------------------|---------------------|
| | 全體基 | 女性基 | 男性基金 | 全體基 | 女性基金 | 男性基 | 全體基金 | 女性基金 | 男性基金 |
| | 金經理 | 金經理 | 經理人 | 金經理 | 經理人 | 金經理 | 經理人 | 經理人 | 經理人 |
| | 人 | 人 | | 人 | | 人 | | | |
| 常數項 | 0.110*** (3.913) | 0.068 (0.315) | 0.121** (2.938) | -0.006 (-0.034) | -0.117 (-0.219) | -0.006 (-0.041) | 0.421 (1.691) | -0.372 (-0.380) | 0.414* (2.082) |
| 女性基金經理人 | 0.008 (0.989) | | | -0.035 (-1.164) | | | -0.025 (-0.356) | | |
| 基金經理人學歷 為財金相關領域 | -0.019* (-2.138) | -0.033 (-1.505) | -0.018 (-1.899) | -0.012* (-1.967) | -0.029 (-0.362) | -0.011 (-1.413) | -0.356* (-1.964) | -0.096 (-0.534) | -0.365 (-1.931) |
| 基金經理人學歷 為國立大學 | 0.007 (0.694) | 0.022 (0.913) | 0.003 (0.321) | 0.015 (0.878) | 0.009 (0.202) | 0.025 (1.228) | -0.030 (-0.554) | 0.086 (0.553) | -0.020 (-0.373) |
| 基金經理人學歷 為國外大學 | -0.011 (-0.788) | -0.005 (-0.200) | -0.014 (-0.569) | -0.001 (-0.035) | 0.014 (0.325) | 0.001 (0.023) | -0.042 (-0.312) | -0.054 (-0.193) | -0.041 (-0.191) |
| 基金經理人學歷 為碩士 | 0.043* (2.039) | 0.075* (2.228) | 0.028 (0.587) | 0.055 (1.203) | 0.143 (1.084) | 0.028 (0.289) | 0.224 (1.524) | 0.377 (1.465) | 0.202 (0.642) |
| 基金經理人 為證券分析師 | -0.008 (-0.336) | 0.120 (1.306) | -0.016 (-0.650) | -0.105 (-0.708) | -0.060 (-0.380) | -0.102 (-0.607) | 0.050 (0.178) | 0.504* (2.127) | 0.003 (0.009) |
| 總操作年資(月) | 0.000 (1.581) | 0.001 (1.726) | 0.000 (0.528) | 0.001** (2.807) | 0.002 (1.863) | 0.000 (1.120) | 0.000 (0.343) | 0.003 (1.688) | -0.000 (-0.440) |
| 基金經理人過去 任職的公司數 | 0.007 (0.751) | 0.016 (0.792) | 0.004 (0.656) | 0.013 (0.817) | 0.010 (0.369) | 0.013 (0.994) | 0.083 (1.544) | 0.106 (1.424) | 0.085 (1.822) |
| 基金經理人已不再 任職於基金公司 | 0.018 (0.979) | 0.037 (0.764) | 0.018 (0.751) | 0.104* (2.045) | 0.266 (1.654) | 0.082 (1.631) | 0.160 (1.856) | 0.099 (0.323) | 0.209 (1.739) |
| Ln(基金淨值) | 0.005 (0.794) | 0.029 (1.537) | -0.003 (-0.440) | 0.043* (1.967) | 0.048 (0.909) | 0.037 (1.724) | 0.014 (0.266) | 0.194 (1.689) | -0.046 (-0.782) |
| 基金手續費 | -1.879 (-1.843) | -4.140 (-1.676) | -1.261 (-1.479) | -2.573 (-0.683) | -12.987 (-1.540) | 0.314 (0.069) | -10.927 (-0.990) | -8.213 (-0.496) | -10.021 (-0.894) |
| 基金周轉率 | -0.000 (-0.543) | -0.000 (-0.175) | -0.000 (-0.625) | -0.002** (-3.004) | -0.002 (-1.089) | -0.002** (-2.880) | -0.001 (-0.648) | -0.001 (-0.347) | -0.001 (-0.804) |
| 基金成立的年數 | -0.002 (-1.310) | -0.006** (-2.727) | -0.001 (-0.552) | - 0.011*** (-5.190) | -0.010 (-1.686) | -0.011** (-3.438) | -0.011 (-0.994) | -0.022 (-1.383) | -0.004 (-0.301) |
| 台股大盤的績效表現 | -0.000 (-1.410) | -0.000 (-0.375) | -0.001 (-1.652) | -0.001* (-2.213) | -0.000 (-0.052) | -0.001 (-1.496) | -0.004 (-1.943) | -0.004 (-1.169) | -0.003 (-1.535) |
| 樣本數 | 934 | 213 | 721 | 934 | 213 | 721 | 934 | 213 | 721 |
| R ² | 0.025 | 0.066 | 0.023 | 0.032 | 0.074 | 0.030 | 0.082 | 0.055 | 0.099 |

【說明】：()中的數值為 t 值，當 t 值 > 1.65 ，以 * 表示已達到 10% 的顯著水準；當 t 值 > 1.96 ，以 ** 表示已達到 5% 的顯著水準；當 t 值 > 2.58 ，則以 *** 表示已達到 1% 的顯著水準。

從表 4-3 基金經理人過度自信的估計結果發現，女性基金經理人在報酬率、Sharpe 值、Jensen 值與 Treynor 值產生顯著的負相關，表示女性經理人在操作基金時，並未產生過度自信情形。

在基金經理人在債券業轉任、期貨業轉任、海外基金轉任這 3 個變數中可以發現，男性基金經理人在報酬率、Sharpe 值、Jensen 值與 Treynor 值都有非常顯著的負相關，表示男性基金經理人不管是由債券業轉任、期貨業轉任或海外基金轉任，在操作國內共同基金的績效都沒有過度自信的狀況發生。值得注意的是，由海外基金轉任女性基金經理人，在報酬率、Sharpe 值、Jensen 值與 Treynor 值都呈現正相關，表示這個選項中的女性基金經理人有過度自信的情形發生。在檢視原始統計資料，由海外基金轉任女性基金經理人數為 16 位，對整體人數來看屬於少數，以全體基金經理人來看，估計結果仍是呈現負相關，表示全體基金經理人並無過度自信現象。

檢核基金經理人已不再任職於基金公司的變數發現，男性基金經理人在報酬率、Sharpe 值、Jensen 值與 Treynor 值都呈現正相關，表示這些離職的男性基金經理人有過度自信情形，導致操作基金績效不佳而離開基金經理人行業。

檢視表 4-3 基金規模(淨值)發現，女性、男性及全體基金經理人，在報酬率、Sharpe 值、Jensen 值與 Treynor 值都呈現負相關，表示國內共同基金經理人在操作基金時，都沒有過度自信的情形發生。

在基金經理人學歷為國立大學與經理人過去任職的公司數的檢核中，男性基金經理人在報酬率、Sharpe 值、Jensen 值與 Treynor 值都呈現正相關，表示大學學歷以及任職數量多的男性基金經理人有過度自信現象。女性基金經理人在經理人過去任職的公司數的檢核中，跟男性基金經理人相反，在 Sharpe 值、Jensen 值與 Treynor 值都呈現負相關，表示女性經理人在這項變數中並無過度自信的情形。

最後，觀察台股大盤的績效表現方面，男性及全體基金經理人，在報酬率、Sharpe 值、Jensen 值與 Treynor 值都呈現負相關，女性基金經理人則在 Sharpe 值、Jensen 值與 Treynor 值呈現負相關，顯示國內共同基金經理人在操作基金時，並無產生過度自信的情形。

表 4-3 基金經理人過度自信的估計結果

| 研究變數 | 基金績效值=報酬率 | | | 基金績效值=Sharpe | | |
|-----------------|------------------------|----------------------|------------------------|------------------------|----------------------|------------------------|
| | 全體基金經理人 | 女性基金經理人 | 男性基金經理人 | 全體基金經理人 | 女性基金經理人 | 男性基金經理人 |
| 常數項 | 11.571 (0.515) | -14.370 (-0.624) | 15.802 (0.721) | 11.834 (0.526) | -14.726 (-0.636) | 16.421 (0.742) |
| 女性基金經理人 | -5.719*** (-3.908) | | | -5.773*** (-3.945) | | |
| 基金績效值 | 0.048 (1.508) | 0.041 (0.392) | 0.061 (1.340) | -1.988 (-0.402) | -1.918 (-0.328) | -1.560 (-0.270) |
| 基金經理人轉任證券業 | -0.281 (-0.308) | -2.976 (-0.967) | 0.568 (0.670) | -0.113 (-0.129) | -2.424 (-0.804) | 0.670 (0.761) |
| 基金經理人轉任債券業 | -14.918*** (-5.392) | -4.806 (-1.181) | -24.951*** (-7.149) | -15.086*** (-5.709) | -5.184 (-1.137) | -25.166*** (-6.201) |
| 基金經理人轉任期貨業 | -20.365*** (-7.100) | -12.509 (-1.493) | -22.501*** (-4.883) | -20.317*** (-7.684) | -12.915 (-1.550) | -22.503*** (-5.301) |
| 基金經理人轉任海外基金 | -6.405*** (-4.431) | 13.579* (2.163) | -9.786*** (-22.948) | -6.064** (-3.627) | 13.431* (2.092) | -9.192*** (-12.617) |
| 基金經理人學歷為財金相關領域 | -0.296 (-0.555) | 0.504 (0.093) | -0.287 (-0.425) | -0.341 (-0.616) | 0.444 (0.083) | -0.313 (-0.441) |
| 基金經理人學歷為國立大學 | 3.050 (1.171) | -4.392 (-0.891) | 5.357* (2.054) | 2.997 (1.142) | -4.269 (-0.837) | 5.207* (1.956) |
| 基金經理人學歷為國外大學 | -0.981 (-0.537) | -0.725 (-0.211) | -1.327 (-0.514) | -1.281 (-0.702) | -1.109 (-0.375) | -1.687 (-0.666) |
| 基金經理人學歷為碩士 | -5.013 (-1.736) | 3.080 (0.830) | -6.908 (-1.924) | -4.748 (-1.657) | 3.276 (0.817) | -6.695 (-1.929) |
| 基金經理人為證券分析師 | -0.417 (-0.134) | -17.162 (-1.398) | -0.502 (-0.192) | -0.784 (-0.239) | -17.508 (-1.468) | -0.946 (-0.334) |
| 總操作年資(月) | -0.014 (-0.533) | 0.035 (0.966) | -0.026 (-0.599) | -0.009 (-0.360) | 0.035 (1.018) | -0.017 (-0.440) |
| 經理人過去任職的公司數 | 0.824 (1.769) | -1.107 (-1.935) | 1.434* (2.282) | 0.774 (1.612) | -1.099* (-2.081) | 1.344* (2.112) |
| 基金經理人已不再任職於基金公司 | 0.274 (0.472) | 14.596* (2.046) | -0.516 (-0.558) | 0.418 (0.689) | 14.751* (2.097) | -0.411 (-0.432) |
| Ln(基金淨值) | -4.813** (-2.981) | -3.483** (-3.148) | -5.507** (-2.883) | -4.614** (-2.755) | -3.151** (-3.380) | -5.311** (-2.637) |
| 基金手續費 | 3.676 (0.992) | 6.261 (1.396) | 2.339 (0.565) | 3.693 (0.988) | 6.502 (1.439) | 2.317 (0.550) |
| 基金成立的年數 | 0.823 (1.792) | 0.680 (0.969) | 0.821* (2.170) | 0.778 (1.670) | 0.627 (0.952) | 0.766 (1.936) |
| 台股大盤的績效表現 | -0.211** (-3.366) | -0.217 (-1.141) | -0.217** (-3.182) | -0.145** (-3.380) | -0.160* (-2.044) | -0.133** (-3.322) |
| 樣本數 | 934 | 213 | 721 | 934 | 213 | 721 |
| R ² | 0.074 | 0.166 | 0.069 | 0.072 | 0.165 | 0.067 |

【說明】：()中的數值為 t 值，當 t 值 > 1.65 ，以 * 表示已達到 10% 的顯著水準；當 t 值 > 1.96 ，以 ** 表示已達到 5% 的顯著水準；當 t 值 > 2.58 ，則以 *** 表示已達到 1% 的顯著水準。

表 4-3 基金經理人過度自信的估計結果(續)

| 研究變數 | 基金績效值=Jensen α | | | 基金績效值=Treynor | | |
|---------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|------------------------|----------------------|------------------------|
| | 全體基金 經理人 | 女性基金 經理人 | 男性基金 經理人 | 全體基金 經理人 | 女性基金 經理人 | 男性基金 經理人 |
| 常數項 | 11.577 (0.504) | -15.272 (-0.673) | 16.106 (0.702) | 11.739 (0.517) | -15.035 (-0.649) | 16.339 (0.729) |
| 女性基金經理人 | -5.905*** (-4.184) | | | -5.794*** (-3.965) | | |
| 基金績效值 | -5.196** (-3.338) | -3.592 (-1.352) | -5.905** (-2.757) | -0.291 (-0.496) | -0.475 (-0.459) | -0.264 (-0.453) |
| 基金經理人 轉任證券業 | -0.137 (-0.165) | -1.983 (-0.756) | 0.411 (0.490) | -0.122 (-0.140) | -2.392 (-0.797) | 0.666 (0.762) |
| 基金經理人 轉任債券業 | 15.716*** (-5.535) | -5.250 (-1.392) | 25.940*** (-7.305) | -15.160*** (-5.772) | -5.336 (-1.123) | -25.426*** (-7.392) |
| 基金經理人 轉任期貨業 | 20.467*** (-7.198) | -13.240 (-1.631) | 22.476*** (-5.307) | -20.295*** (-7.709) | -12.902 (-1.558) | -22.457*** (-5.155) |
| 基金經理人 轉任海外基金 | -6.217** (-3.085) | 13.806* (1.969) | -9.415*** (-9.481) | -6.110** (-3.514) | 13.404* (2.045) | -9.244*** (-11.137) |
| 基金經理人學歷 為財金相關領域 | -0.356 (-0.687) | 0.387 (0.070) | -0.338 (-0.511) | -0.407 (-0.674) | 0.465 (0.087) | -0.381 (-0.496) |
| 基金經理人學歷 為國立大學 | 3.054 (1.175) | -4.217 (-0.844) | 5.321* (2.016) | 2.975 (1.148) | -4.259 (-0.844) | 5.196* (1.953) |
| 基金經理人學歷 為國外大學 | -1.227 (-0.640) | -0.986 (-0.323) | -1.614 (-0.600) | -1.270 (-0.693) | -1.125 (-0.380) | -1.670 (-0.652) |
| 基金經理人學歷 為碩士 | -4.523 (-1.610) | 3.618 (0.926) | -6.545* (-2.091) | -4.771 (-1.700) | 3.312 (0.841) | -6.687* (-1.951) |
| 基金經理人 為證券分析師 | -1.242 (-0.327) | -18.361 (-1.554) | -1.470 (-0.432) | -0.747 (-0.222) | -17.469 (-1.452) | -0.921 (-0.320) |
| 總操作年資(月) | -0.006 (-0.238) | 0.041 (1.296) | -0.015 (-0.399) | -0.009 (-0.368) | 0.036 (1.041) | -0.017 (-0.444) |
| 經理人過去任職 的公司數 | 0.834 (1.646) | -1.158* (-2.169) | 1.441* (2.169) | 0.787 (1.627) | -1.083* (-2.091) | 1.362* (2.139) |
| 基金經理人已不 再任職於基金公司 | 0.903 (1.734) | 15.820* (2.153) | 0.045 (0.045) | 0.425 (0.690) | 14.700* (2.066) | -0.382 (-0.393) |
| Ln(基金淨值) | -4.367** (-2.740) | -3.011** (-3.441) | -5.030** (-2.586) | -4.619** (-2.759) | -3.113** (-3.484) | -5.317** (-2.644) |
| 基金手續費 | 3.549 (0.936) | 6.093 (1.352) | 2.328 (0.536) | 3.700 (0.987) | 6.549 (1.461) | 2.310 (0.549) |
| 基金成立的年數 | 0.719 (1.538) | 0.584 (0.861) | 0.693 (1.704) | 0.779 (1.660) | 0.627 (0.939) | 0.767 (1.928) |
| 台股大盤的 績效表現 | -0.148** (-3.531) | -0.159* (-2.016) | -0.139** (-3.462) | -0.145** (-3.381) | -0.161* (-2.054) | -0.133** (-3.372) |
| 樣本數 | 934 | 213 | 721 | 934 | 213 | 721 |
| R ² | 0.080 | 0.171 | 0.076 | 0.072 | 0.166 | 0.067 |

【說明】：()中的數值為 t 值，當 t 值 > 1.65 ，以 * 表示已達到 10% 的顯著水準；當 t 值 > 1.96 ，以 ** 表示已達到 5% 的顯著水準；當 t 值 > 2.58 ，則以 *** 表示已達到 1% 的顯著水準。

第五章 結論與建議

研究期間為 2008 年到 2018 年計 11 年，資料蒐集自台灣經濟新報(TEJ)、中華民國投資信託暨顧問商業同業公會(SECURITIES INVESTMENT & CONSULTING ASSOCIATION OF THE R.O.C.以下簡稱 SITCA)、基智網以及台灣共同基金績效評比網站，研究樣本僅針對國內股票開放型基金，共可分成七大類型。其中包括 150 檔基金，分由 35 家投信公司所發行，計有 934 筆基金經理人之資料。

第一節 結論

研究發現基金經理人操盤的年資與操作績效有顯著的正向影響，在操盤年資(月)方面不論男性跟女性，在基金經理人的年資越資深，基金操盤績效就越好；而男性基金經理人檢測出數據，高於女性基金經理人，表示男性基金經理人任職年數越久，操盤績效會比女性基金經理人來得更好。

在經理人是否還任職於基金公司方面，不管男性或女性基金經理人，檢測出結果都顯著正向影響基金的操作績效，表示還任職在基金公司的基金經理人，投資與操作績效會比較好。但檢視基金成立的年數發現，卻對基金績效有顯著的負向影響，由此可知國內共同基金成立年數越久，績效反而是變差的，這個結果反應老牌基金在操作似乎也沒比較高明，而且國內共同基金經理人在學歷上，不管是博士、碩士或大學畢業都不影響基金操作的績效。

在經理人學歷的檢定方面，發現擁有國外學歷的基金經理人，並沒有因為到國外就學而有更卓越的績效表現，觀察數據發現呈現顯著的負向影響，擁有國外學歷

的基金經理人，在基金操作績效表現上，比在國內就學的基金經理人還來得差，這點令人出乎意料，國外學歷並無法提升國內基金經理人的操作績效。研究發現在學歷方面，基金經理人的國外大學學歷，會負向影響基金績效，尤其是女性基金經理人更為明顯，表示擁有國外學歷的基金經理人，所操作的基金報酬並不會比國內學歷的好。男性基金經理人為碩士畢業的學歷，年化標準差有負向影響，女性基金經理人在 Sharpe 值則有正向的影響。

以年化標準差來做為風險轉換的衡量，在基金經理人學歷為財金相關領域變數中，男性基金經理人以及全體基金經理人有顯著的正相關，表示具有財經背景的女性基金經理人會較高的風險轉換，可能會造成基金績效波動較大。

在基金經理人學歷為碩士、基金經理人已不再任職於基金公司、基金週轉率以及基金成立的年數的變數中，男性基金經理人在年化標準差呈現負相關，表示碩士學歷、已不再任職於基金公司、基金週轉率以及基金成立的年數的男性基金經理人並不會有較高的風險轉換，基金操作的波動也會較小。

檢核基金經理人為證券分析師的變數發現，女性基金經理人在年化標準差出現明顯負相關，表示有證券分析師身分的女性基金經理人風險轉換程度不高，所操作的基金波動度也不會太大。

觀察基金成立的年數及台股大盤的績效表現兩項變數，可以發現女性基金經理人在年化標準差出現正相關，表示這兩項變數會出現風險轉換現象。

經理人任職基金的年數越久績效會越差。在基金成立的年數中發現，基金成立年數越久，也會影響基金績效，研究數據呈現出成立的年數越久，績效表現得越差。從操盤年資來看，女性金經理人操作績效似乎沒有顯著的影響，在操盤年資(月)方面不論男性跟女性，年資越久操盤績效就越好，而男性基金經理人任職年數越久，操盤績效會比女性基金經理人來得更好。在總操作年資部分，男性基金經理人所操作基金的報酬率有相當大的正向影響，表示男性基金經理人在基金的操作年資較久，會正向影響基金操作的績效表現。而全體基金經理人在 Jensen α 值也有明顯正

相關，表示在 Jensen 指標會正向影響全體基金經理人的操作績效。

男性基金經理人所操作的基金，在報酬率以及 Jensen α 指標上有明顯的負相關，表示男性操作的基金成立越久，並無法讓基金操作績效變得更好。女性基金經理人在年化標準差則有正向影響，但在 Sharpe 指標則具有負向影響；全體基金經理人在報酬率以及 Jensen α 指標上有明顯的負相關，可以解讀為基金成立較久並不會讓操作績效變得更好。

根據基金經理人特質、基金特性對基金績效的影響結果：基金績效評估指標中發現，經理人為財金相關領域畢業的學歷，男性基金經理人所操作基金在年化標準差、Beta 值有明顯正相關，表示財金相關科系畢業的男性基金經理人操作績效有正向影響。而全體基金經理人在年化標準差的數據顯示會正向影響基金績效，但 Sharpe 值與 Jensen α 值則是負向影響。這樣的結果顯示運用不同的指標檢定，會出現不一樣的結果。

研究也發現，曾為證券分析師身分的基金經理人，男性在報酬率上卻有明顯的負向影響，女性在年化標準差上有明顯的負向影響，結果表示就算曾經有擔任證券分析師經驗，在擔任基金經理人時，對基金操作績效也無正面幫助，原因或許是這些經理人雖有證券分析師經驗，但專業度與選股經驗可能不足，因此，擔任基金經理人時，無法比同業獲得更高的操作績效。

檢視基金規模(淨值)跟基金的報酬率有相當明顯的正相關，應該是台灣國內共同基金大多數規模都非常小，造成經理人操作的難度提高，只要少數投資標的有所虧損，影響整體基金的績效相對規模大的基金大，因此，基金規模也會是影響基金經理人操作績效的因素。

由台股的績效表現來看，台灣股市的漲跌也會影響基金經理人操作績效，顯示台股的績效與經理人操作績效呈現正相關。從數據上可說明當股市行情好的時候，大部分投資標的都會上漲，整體投資環境一片樂觀之下，基金的操作績效也會變好。

研究中檢視基金週轉率，男性基金經理人所操作基金的週轉率，Jensen α 指標

會負向影響基金績效。從數據來看可以看出，男性基金經理人操作基金的持股容許較高變動，承擔較高的投資風險，因此，男性基金經理人操作的基金會有較高的週轉率。綜合檢視研究中報酬率、年化標準差、Beta 值、Sharpe 值、Treyner 值、等各項週轉率指標，並無明顯正向或負向影響，因此，可以確定台灣國內共同基金經理人並無過度自信的現象。

第二節 研究建議

本研究希望透過研究來了解發現，基金經理人特質與基金特性對基金績效的影響狀況，提供一般投資人在選擇基金投資時的參考，避免一般投資人選擇基金投資時，研究建議如下：

- 一、研究數據呈現出國內共同基金成立的年數越久，其操作績效相對年數不長的表現來得差，或許是研究期間股市漲跌因素影響，後續值得再針對此一議題進行研究。
- 二、男性基金經理人任職年數越久，操盤績效會比女性基金經理人來得更好。這跟多數研究發現大異其趣，一般女性基金經理人操作較為保守不急躁，相對男性基金經理人進行較高的風險操作，會有較好的操作績效表現，因此本研究可以提供後續再進一步研究的參考。
- 三、研究發現國外學歷的國內基金經理人，操作基金的績效明顯不如國內學歷的經理人，顛覆外國的月亮比較圓的觀念，這可以作為後續研究的議題，來探究為何國外留學的經理人，操作國內共同基金的績效會明顯較差。

參考文獻

中文部分

- 中華民國投資信託暨顧問商業同業公會(2018)，「2018年6月台灣投信投顧業管理資產；台灣境外基金總代理國內投資人持有資產總額」，
<http://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN1001.aspx?PGMID=FD01>。
- 王天明(2011)，「基金經理人的特性、基金特性與風險轉換程度之關係」，台南應用科技大學商學與管理研究所碩士論文。
- 吳芹瑄(2015)，「基金經理人特性、基金特性與持股集中度之關係」，台南應用科技大學國際企業經營系碩士班論文。
- 林美君(2008)，「基金經理人的個人屬性、操作特性對基金績效之關聯性研究」，國立東華大學國際企業學系碩士論文。
- 林淳苑(2018)「基金費用差異對基金績效的影響」，亞洲大學財務金融學系碩士論文。
- 林嘉慧、顏盟峰、王天明(2014)，基金經理人特性、基金特性與風險轉換程度之關係，證券市場發展季刊，第二十六卷第二期，頁179-220。
- 馬珂、黃明官、吳易修(2011)，「台灣股票型共同基金投資風格與投資績效之關聯性研究」，台灣金融財務季刊，第十二輯第二期，頁41-71。
- 張英哲(2005)，「產業集中度對股票型基金績效影響之研究」，國立高雄第一科技大學金融營運所碩士論文。
- 許家豪(2001)，「基金經理人特質與基金行為之關聯性」，國立中正大學財務金融研究所碩士論文。
- 陳美雪(2009)，「台灣基金投資人行為之探討」，私立東海大學管理碩士在職專班論文。
- 陳曄中(1999)，「共同基金技術效率評估」，中正大學財務金融研究所碩士論文。

傅英芬、劉海清(2016),「基金經理人績效持續性與過度自信」, *Journal of Data Analysis* ,
11 卷 1 期, 頁 45-70。

彭蘇蓉 (2003),「風險容忍度與變額保險購買決策之研究」, 逢甲大學保險所碩士
論文。

葉欣怡(2005),「共同基金經理人特質與持股特性之研究」, 國立中正大學財務金融
研究所碩士論文。

詹瓊玲(2014) 「投資人的人格特質、投資策略、風險態度與心理偏誤：論影響基金
績效關鍵因素」, 嶺東學報, 第 37 期, 頁 151-179。

劉祝欽(2009),「基金經理人特質、基金經理人更換與基金績效變動關係之研究」,
真理大學管理科學研究所碩士論文。

蔡永順、劉文智(2011),「台灣機構投資人過度自信行為實證研究」, *台灣管理學刊*,
第 2 期第 11 卷, 頁 91-126。

鄭順吉(2018) 「基金經理人特性、過度自信與風險調整後基金績效之關係」, 台南
應用科技大學國際企業經營系碩士班論文。

藍紹文(1999) ,「國內基金經理人人格特質、操作策略與績效的相關性研究」, 國立
臺灣大學國際企業學研究所碩士論文。

英文部分

Barber, Brad M., and Terrance Odean(2001), “Boys will be boys: Gender overconfidence
and common stock investment”, *Quarterly Journal of Economics*, 116, 261-292.

Benos, A. V.(1998), “Aggressiveness and Survival of Overconfident Traders”, *Journal
of Financial Markets*, (1), pp.353-383.

Carhart, M. M., “On Persistence of Mutual Fund Performance,” *Journal of Finance*, Vol.
52, No. 1,(1997), pp. 57-82.

Carhart, M. M., Carpenter, J. N., Lynch, A. W., and Musto, D. K., “Mutual Fund

- Survivorship,”*Review of Financial Studies*, Vol. 15, No. 5, (2002), pp. 1439-1463.
- Chevalier, Judith and Glenn Ellison (1999) ,“Are Some Mutual Fund Managers Better Than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance,”*Journal of Finance*, Vol. 54, No.3,pp.875-899.
- Childs,A,& Klimoski,R.J.,(1986) “Successfully Predicting Career Success:An Application of the Biographical Inventopry”, *Journal of Applied Psychology*, Vol.71,3-8.
- Chow, E. H., Lin, H. M., Lin, Y. M., & Weng, Y. C. (2011) “The Performance of Overconfident Fund Managers”, *Emerging Markets Finance & Trade*, (47), pp.21-30.
- Elton, E. J.,M. J. Gruber,S. Das.,M. Hlavka(1993).Efficiency with costly information: A reinterpretation of evidence from managed portfolios.*Review of Financial Studies*,6,1-22.
- Golec J. H. (1996) The effects of mutual fund managers’ characteristics on their portfolio performance, risk and fees. *Financial Services Review*, 5, 133-148.
- Grable, J., Lytton, R., ONeill, B., Joo, S.H., & Klock, D. (2006). Risk tolerance,projection bias, vividness, and equity prices, *Journal of Investing*, 15, 68-74.
- Huang, J., C. Sialm and H. Zhang (2011), “Risk Shifting and Mutual Fund Performance,” *Review of Financial Studies*, Vol. 24, No.8, 2575-2616.
- Israelsen, C. L.,(1998) “Characteristics of Winning Mutual Funds,” *Journal of Financial Planning*, Vol. 11, No. 2, pp. 78-87.
- Jayaraman, Narayanan, Ajay Khorana, and Edward F. Nelling,(2002), An analysis of the determinants and shareholder wealth effects of mutual fund mergers, *Journal of Finance* 57, 1521-1551.

- Jensen, M. C. (1968), "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964." *Journal of Finance*, 23, No.5, pp.389-416.
- Jensen, M. C. (1968), "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-64," *Journal of Finance*, 23, pp. 389-416.
- Odean, T.(1998), "Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average", *Journal of Finance*, (53), pp.1887-1934. Performance," *Review of Financial Studies*, Vol. 24, No.8, 2575-2616.
- Perold, A. F., and Jr. R. S. Salomon, (1991), "The right amount of assets under management," *Financial Analysis Journal* 47(3), 31-39.
- Puetz and Ruenzi (2011), "Puetz, A. and Ruenzi, S. "Overconfidence Among Professional Investors: Evidence from Mutual Fund Managers", *Journal of Business & Accounting*, (38), pp.684-712.
- Sharpe, William F.(1966), "Mutual fund performance." *Journal of Business*, 39, 119-138.
- Treynor, J. L. and K. Mazuy, 1966, Can mutual funds outguess the market?, *Harvard Business Review*, 44: 131-136.
- Volkman, D. A. and M. E. Wohar (1995), "Determinants of Persistence in Relative Performance of Mutual funds," *The Journal of Financial Research*, Vol. 18, 415-430.
- Zheng, L.,(1999). Is Money Smart? A Study of Mutual Fund Investor's Fund Selection Ability. *Journal of Finance* , 54: 901-933.