

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

基金經理人特質對投資風格轉移之影響

The Influence of Fund Manager Traits on the Transfer of  
Investment Style

黃建華

Jian-Hua Huang

指導教授：賴丞坡 博士

Advisor: Cheng-Po Lai, Ph.D.

中華民國 109 年 6 月

June 2020

# 南 華 大 學

財務金融學系財務管理碩士班

碩 士 學 位 論 文

基金經理人特質對投資風格轉移之影響

The influence of fund manager traits on the transfer of investment style

研究生： 黃建華

經考試合格特此證明

口試委員： 林文島  
廖永烈  
賴廷峻  
\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

指導教授： 賴廷峻

系主任(所長)： 廖永烈

口試日期：中華民國 109 年 6 月 3 日

# 版權宣告

本論文之內容並無抄襲其他著作之情事，且本論文之全部或一部分並未使用在申請其他學位論文之用。



# 謝辭

時光飛逝，兩年的碩士生涯就要畫下句點了，想當初剛考進研究所時，還像大學部新鮮人一樣，在這個領域充滿好奇，一直到現在，感覺自己愈來愈成熟了，學習寫論文、閱讀外國期刊及文獻等，感覺自己更加成熟了。

在碩士求學階段，最要感謝的是我的爸爸媽媽，若是當初沒有他們的鼓勵，就學期間沒有他們的支持及陪伴，我一定堅持不下去，學期間我發生車禍，傷勢略重，他們每天接送我上下學，讓我可以更順利完成碩士論文，真的非常謝謝他們。還有一位是更重要的人，那就是我的指導教授，賴丞坡教授，他一心一意指導我，把他的知識及所學交給我，督促我的論文，讓我實際操作相關軟體，使我收更加了解該如何操作及使用，且推薦我閱讀外國論文及期刊，從中學習國外知識及理念，讓我收益良多。

謝謝財務管理研究所的所有教授，就學期間，給予我財金相關專業知識及教育，讓我更了解金融市場，可以在進入職場前高人一等，收穫良多。最後要謝謝學校給我們這麼好的環境及就學制度，讓我可以更好的學習，也因學校的 4+1 學習制度，也讓我比別的碩士生提早一年進入社會，進而增加就業經驗。

研究生 黃建華 謹致

中華民國 109 年 6 月

**論文題目：**基金經理人特質對投資風格轉移之影響

**研究生：**黃建華

**指導教授：**賴丞坡 博士

## 中文摘要

本文針對 2009 年至 2019 年內共 1,517 筆基金資料為研究對象，探討基金績效及投資風格移轉是否會因基金經理人內在因素或外在因素而影響，經理人內在因素包含：性別、年齡、教育程度、薪資、工作經歷、性格及過去績效等；外在因素包含：基金規模、基金年數、及基金類型等，基金績效定義為基金年報酬率、投資風格移轉定義有 Beta 值、基金改名及基金淨值市值比等。本文利用 SPSS 線性迴歸及羅吉斯迴歸分析自變數對因變數之影響。

研究結果如下：第一，經理人過度自信及過去操作基金績效好壞會影響基金績效；第二，經理人操作基金年數較長者較不會影響風格移轉，而基金經理人過度自信、薪資較低之經理人、基金成立年數較長者及經理人過去操作基金績效較會影響風格移轉；第三，男性經理人、基金經理人年齡較長者、教育程度較高之經理人、基金成立年數較長者及基金類型較不會影響風格移轉；第四，經理人過去操作基金績效好壞較不會影響投資風格，而基金規模大小較會影響投資風格。

**關鍵詞：**基金淨值、風格移轉、過度自信、基金經理人

**Title of Thesis:** The Influence of Fund Manager Traits on The Transfer of Investment Style

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

**Graduate date:** June 2020

**Degree Conferred:** M.S.

**Name of student:** Jian-Hua Huang

**Advisor:** Cheng-Po Lai, Ph.D.

## 英文摘要

This article focuses on a total of 1,517 fund materials from 2009 to 2019 as research objects, and explores whether the transfer of fund performance and investment style will be affected by the internal factors or external factors of fund managers. The internal factors of managers include: gender, age, Education level, salary, work experience, personality and past performance, etc.; external factors include: fund size, fund years, and fund type, etc., fund performance is defined as the fund's annual return rate, investment style transfer is defined as Beta value, fund Rename and fund-to-market value ratio. This article uses SPSS linear regression and Logistic regression to analyze the effect of independent variables on dependent variables.

The research results are as follows: first, managers' overconfidence and past performance of fund operations will affect fund performance; second, managers with longer years of operating funds will not affect style transfer, while fund managers are overconfident and salary Lower managers, those with long years of fund establishment, and managers who have operated funds in the past will have a greater impact on style transfer; third, male managers, fund managers with older ages, higher education managers, and fund establishment The longer the number of years and the type of fund will not affect the style transfer; fourth, the performance of the managers operating funds in the past will not affect the investment style, and the size of the fund will affect the investment style.

**Keywords:** Fund net Worth, Style transfer, Overconfidence, Fund manager

# 目錄

版權宣告.....	i
謝辭.....	ii
中文摘要.....	iii
英文摘要.....	iv
目錄.....	v
表目錄.....	vii
圖目錄.....	viii
第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景.....	1
第二節 研究動機及目的.....	2
第三節 研究架構.....	6
第二章 文獻探討.....	7
第一節 經理人過度自信對共同基金績效的影響.....	7
第二節 經理人其他特質對共同基金績效的影響.....	9
第三節 外在因素對基金績效之影響.....	11
第四節 經理人特質與投資風格轉移.....	13
第三章 資料與研究方法.....	15
第一節 研究對象與範圍.....	15
第二節 基金績效及投資風格移轉變數定義.....	21
第四章 實證結果.....	25
第一節 敘述統計.....	25
第二節 相關性分析.....	29
第三節 線性迴歸分析.....	31

第四節 羅吉斯迴歸分析.....	36
第五章 結論與建議.....	38
第一節 結論.....	38
第二節 建議.....	40
參考文獻.....	41
中文部分.....	41
英文部分.....	42





# 表目錄

表 1-1 2006-2019 國內境內外基金總額.....	2
表 1-2 國內外基金數量及規模.....	3
表 1-3 基金經理人男女人數及管理基金月數.....	5
表 3-1 國內股票開放型基金非類及數量.....	15
表 3-2 國內基金種類及類型.....	16
表 3-3 變數對基金淨值預測結果.....	23
表 3-4 變數對風格移轉預期結果.....	24
表 4-1 自變數敘述統計表.....	26
表 4-2 男女經理人人數比率表格.....	26
表 4-3 男女經理人教育程度人數比率表.....	27
表 4-4 基金經理人工作經歷人數比率表格.....	28
表 4-5 男女基金經理人畢業學校人數比率表格.....	28
表 4-6 變數相關性分析表格.....	30
表 4-7 迴歸模型顯著性檢定(基金績效).....	31
表 4-8 迴歸係數表(基金績效).....	31
表 4-9 迴歸模型顯著性檢定(Beta).....	32
表 4-10 迴歸係數表(Beta).....	33
表 4-11 迴歸模型顯著性檢定(淨值市值比).....	34
表 4-12 自變數影響基金風格移轉(淨值市值比)之顯著性.....	35
表 4-13 自變數影響風格移轉(基金改名)之顯著性.....	36
表 4-14 預測風格移轉正確率交叉表(基金改名).....	37
表 4-15 (Cox & Snell R) <sup>2</sup> 和(Nagelkerke R) <sup>2</sup> 值.....	37

# 圖目錄

圖 1-1 研究架構..... 6



# 第一章 緒論

## 第一節 研究背景

投資風格移轉是指共同基金偏離既定的投資風格，可能是基金經理人刻意的選擇、更換經理人，或是因持股的特質自然轉變，例如，原本的小型股成長為中、大型股。一般來說經理人能保持穩定的投資風格，即基金能夠穩定提供高於平均水準的總報酬率，投資人不用擔心風格移轉的問題，對投資人是好事，但是，經理人風格轉移，可能會改變基金的風險與報酬特質，對投資人來說可能存在風險。

當前現代中，人們所得逐漸上升，收入增加，也漸漸對市場投資有著想法及興趣，但往往在此領域不懂，導致投資失敗賠錢，不敢輕易下手投資。而共同基金就是解決大眾心理壓力的管道及途徑。信託基金是將眾多投資人的資金集合在一起，再由專業經理人負責投資管理的一種理財方式，投資的收益及風險則由投資人共同分擔，無論是對財力有限的小額投資人或是公司法人等大額投資人都很適合。信託基金的種類有股票、債券、商業票據、商品或衍生性金融商品等。本身擁有 6 大好處，更讓投資人趨之若鶩，手續簡便、大眾交易、節省投資成本；把煩惱交給專家，讓財富屬於自己；分散投資風險、聰明賺大錢；輕鬆投資，合法節稅；經理與保管分開、投資安全有保障；小額投資人的好朋友一定定期定額投資法。經長期投資達到降低成本，具有變現性高的特性，讓人們能更安心投資，成為近代投資的美學。

謝金能(2019)以國內股票開放型基金經理人為研究對象，針對經理人性別、教育程度及薪資等因素對績效之影響，結果顯示這些因素皆對基金績效有正面之影響。本文延伸上述研究，進一步探討共同基金與經理人特質對投資風格轉移之影響，以提供投資人參考。

## 第二節 研究動機及目的

隨著經濟發展，人們收入增加，部分大眾會傾向於投資，但過多不懂的投資，便會投資共同基金，請基金經理人幫忙投資金融商品，近年來基金資產總額逐漸增加，到 2019 年境內基金總額已達 60,672 億新台幣(如表 1-1)。

表 1-1、2006-2019 國內境內外基金總額

年	境內基金總額(億元)	境外基金總額(億元)
2006	27,061	13,685
2007	30,077	21,033
2008	23,714	10,101
2009	28,378	20,741
2010	27,068	24,394
2011	27,408	22,231
2012	28,387	26,936
2013	30,652	27,252
2014	32,444	33,213
2015	36,065	30,842
2016	35,889	30,779
2017	41,070	34,957
2018	44,787	34,856
2019	60,672	36,472

【資料來源】：整理自中華民國投資信託暨顧問商業同業公會(2019)，「境內外基金資產總額」，<https://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN1001.aspx?PGMID=FD01>

國內外基金種類繁多，是大眾投資選擇的標的，計分成 12 種類型，有股票型、平衡型、類貨幣市場型、固定收益型、貨幣市場基金型、組合型、保本型、不動產證券化型、指數股票型、指數型、多重資產型、ETF 連結基金。本研究針對股票型基金進行研究(如表 1-2)。

表 1-2、國內外基金數量及規模

類型	種類	基金數量	基金規模(百萬元)
股票型	國內投資	130	167,097.71
	跨國投資	198	375,965.04
	小計	<u>328</u>	543,062.74
平衡型	國內投資	20	21,229.14
	跨國投資	37	65,313.01
	小計	<u>57</u>	<u>86,542.15</u>
類貨幣市場型	類貨幣市場型	0	0
	小計	<u>0</u>	<u>0</u>
固定收益型	國內投資一般債券型	1	4,967.54
	跨國投資一般債券型	109	343,450.95
	金融資產證券化型	0	0
	高收益債券型	54	181,909.57
	小計	<u>164</u>	<u>530,328.07</u>
貨幣市場基金	國內投資	42	723,572.11
	跨國投資	14	8,677.77
	小計	<u>56</u>	<u>732,249.87</u>
組合型	國內投資	1	1,177.92
	跨國投資-股票型	13	7,007.22
	跨國投資-債券型	24	44,405.73
	跨國投資-平衡型	39	88,487.10
	跨國投資-其他	6	1,473.94
	小計	<u>83</u>	<u>142,551.91</u>
保本型	保本型	9	11,207.78
	小計	<u>9</u>	<u>11,207.78</u>
不動產證券化 型	不動產證券化	14	10,168.89
	小計	<u>14</u>	<u>10,168.89</u>

表 1-2、國內外基金數量及規模(續)

指數股票型	國內投資	33	256,699.64
	跨國投資	145	980,031.02
	小計	<u>178</u>	<u>1,236,730.66</u>
指數型	國內投資	1	2,570.81
	跨國投資	13	15,157.02
	小計	<u>14</u>	<u>17,727.83</u>
多重資產型	國內投資	0	0
	跨國投資	21	36,703.14
	小計	<u>21</u>	<u>36,703.14</u>
ETF 連結基金	國內 ETF 連結基金	3	1,205.24
	小計	<u>3</u>	<u>1,205.24</u>
合計(新台幣)		927	3,348,478.24

【資料來源】：整理自中華民國投資信託暨顧問商業同業公會(2019)，「境內外基金各項資料」，<https://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN2001.aspx?PGMID=IN0201>

然而在現代金融投資盛行，基金公司雇用聘請的專業經理人相較於一般投資人，投資經歷往往資深於後者，多較有自信，而會大量且多樣投資商品，但是基金經理人的過度自信，反而會因為過度交易量而產生交易成本大於收穫獲利，導致無獲利甚至虧損。資深投資人因比一般投資人更有投資理念及經驗，便會出現過度自信之情形，經理人過度自信情形下，因投資較多商品，交易成本提高，導致成本影響到收穫獲利。經理人過度自信的狀況下，對投資結果有何相對影響；男性經理人與女性經理人，性別不同，個性也不同，兩者在過度自信的情形下，所造成的結果，獲利多少更是研究探討。表 1-3 是目前股票型基金男女基金經理人人數、管理基金總月數及管理基金平均月數資料。

王聖本、邱文煥(2005)研究評估基金經理人性別與績效之差異，結果顯示男性人數雖較女性經理人多，但其基金總月數及管理該基金月數卻比女性經理人來的少，由此可看出女性可能因為性格及耐心較男性來的好，故影響到基金管理月數。

表 1-3、基金經理人男女人數及管理基金總月數

經理人性別	人數	管理基金總月數	管理基金平均月數
男性	234	29,599	126.5
女性	145	21,404	147.6

【資料來源】<https://www.moneydj.com/funddj/yb/YP304000.djhtm>

李健琮(2006)，探討經理人是否有過度自信情形及對公司之投資是否有影響，以 2011-2015 年間經理人為樣本，結果顯示不論資本支出、現金流量、資產總值、銷貨收入等都顯示不具過度自信經理人公司規模遠大於有過度自信經理人公司顯示小公司經理人可能較具有過度自信的行為。因此，國內基金經理人因過度自信而可能產生投資風格移轉。

在對公司規模有影響，具與不具過度自信之時，對績效有何影響，亦或無影響，本研究將針對有無過度自信經理人做比較及經理人性別不同的情況下過度自信情形下投資風格移轉，提供大眾選擇購買共同基金之文章給予參考。基金市場日益擴大，大眾更加嚮往投資，而從中發現男女基金經理人，人數差異甚大，但女性經理人管理基金月數卻較多，讓我覺得其心理特質及個性會對基金有所影響，想更了解其經理人特質對基金之影響及個人投資風格會有什麼樣的改變，在各方面有所影響，這就是我對其研究的動機。

本研究根據前述的研究動機，對國內外基金經理人過度自信情形下進行彙整、檢定及分析，研究目的如下：

1. 自變數性別、年齡、教育程度、薪資、工作經歷、性格、基金規模、基金年數、過去績效、畢業學校及基金類型對基金績效及投資風格移轉有何影響
2. 驗證國內基金經理人過度自信的情形下，對投資風格移轉有何影響。
3. 男女基金經理人在性別不同時，擁有過度自信的情形下，兩者之間投資風格差異會因性別關係差異之高低。
4. 經理人具過度自信情形下，與不具過度自信經理人投資風格移轉有何影響。

### 第三節 研究架構

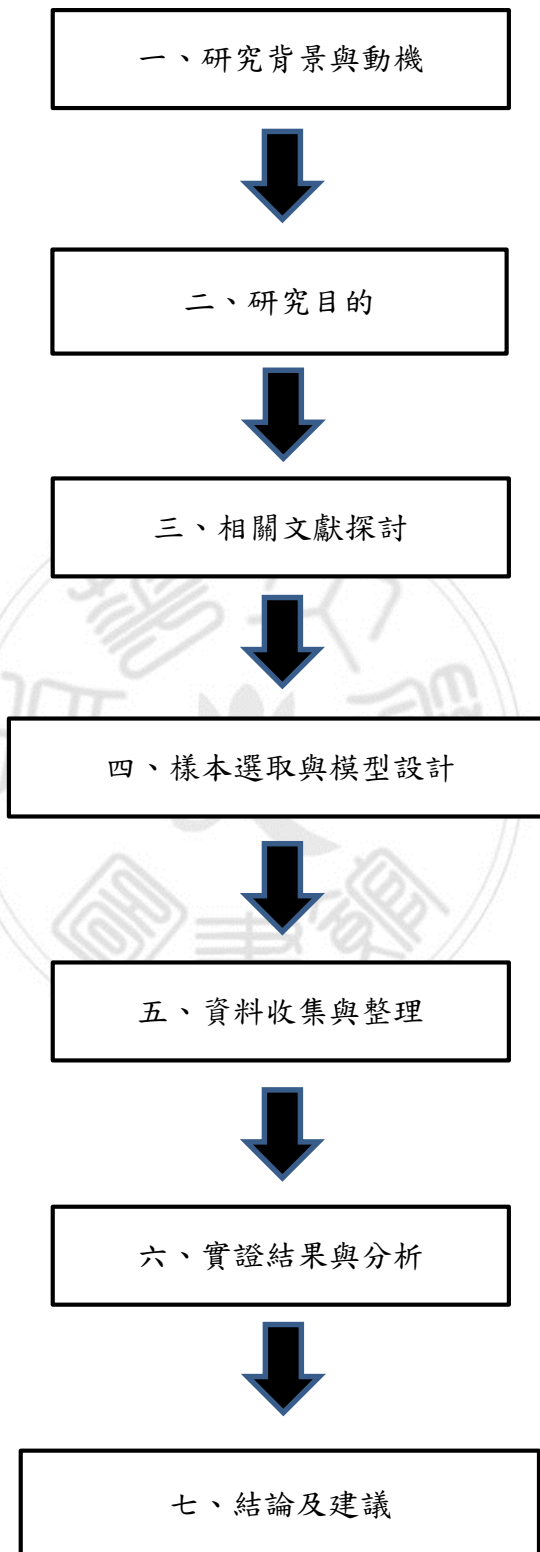


圖 1-1 研究架構



## 第二章 文獻探討

近年來共同基金逐漸盛行，大眾資金全權交給基金經理人幫忙投資金融商品，經理人的專業，使一般投資人更能安心投資商品，但專業經理人會因為專業心理及過度積極之時，產生過度自信的情況進而多樣交易，提高交易次數或交易量，導致交易成本提高影響收穫獲利。除過度自信心理的素材外，基金經理人還有其他特質也可能影響績效。基金經理人，不論是男是女，皆有各自情緒、習慣及風格特質，這些因素皆會影響他個人的投資項目及商品，影響基金績效獲利或是盈虧，往往不是外在因素，內在性格及特質才是影響的關鍵之一。黃永杰(2004)研究基金經理人會因升遷及薪資而產生過度自信的情形，結果顯示是會的，且年紀越年老，工作月資深、薪水越高的經理人過度自信越明顯，輕重過度自信也截然不同，但無顯著差異，也因過度自信有所差異，投資時的風險選擇行為也會有所影響。

### 第一節 經理人過度自信對共同基金績效的影響

李健琮(2006)研究指出，具有過度自信經理人的公司較不具過度自信經理人公司規模來的大，且前者之公司財務狀況要比後者來的好，結果也顯示過度自信經理人對公司各方面財務皆有影響，影響頗大。傅英芬、劉海清(2016)研究也顯示基金經理人上一支管理的基金為贏家基金時，下一支管理的基金成為贏家的機率也大為提升，但是一旦經理人產生過度自信的情形其下一支基金雖仍成為正向但機率會明顯下降的。

葉智丞(2017)研究也指出，基金經理人除了外在原因，個人情緒是會影響基金績效的重要關鍵，若無情緒再投資基金，績效是最好的，反觀若是參雜著個人的情緒，績效是最不好的時候。

劉文智(2011)以台灣地區的機構投資人為研究樣本，檢驗機構投資人是否存在過度自信的行為，研究中指出，投資行為除了受內部行為態度影響外，也會受外部環境影響，其中以市場景氣與金融危機影響較大，探討市場景氣好壞與金融危機的衝擊，

結果顯示市場景氣是影響投資人過度自信的行為之一，且金融危機前、後機構投資人過度自信之行為並不相同，也看出了金融衝擊會影響機構投資人的過度自信之行為。在最後也確定一件事：過度自信只是眾多財務行為的一種，機構投資人是否會隱含其他的行為，就不得而知了。

甘斐任(2008)之研究以台灣大盤指數與上市公司股價資料作為研究對象，探討台灣股市是否存在有過度自信的現象，研究結果顯示台灣股市投資人確實存在有過度自信之傾向，並且容易受市場環境之影響，然而在多頭市場時，過度自信的情形會更加嚴重。除了過度自信外，台灣股市投資人也存在有顯著的處分效果，無法理性的判斷出場之時機，這也將使投資人更容易在有獲利空間的時候立即獲利了結或該認賠時卻繼續持有個股，因此減少獲利或增加虧損。

李祖浩(2009)研究以多頭與空頭市場做比較，探討投資人的處分效果，是否會因不同走勢而導致研究結果有所差異，結果顯示一般投資人對股票市場確實存在過度自信的情形，且發現台灣投資人不論在多頭或是空頭市場，皆存在過度自信之情形。

投資人多少會產生過度自信之心理，原因也各不相同，鄭玉青(2006)研究過度自信的成因，結果顯示大部分經理人或投資人過度自信是後天造成的，因為在某一次投資中，因虧損或失利造成心理陰影，而造成過度自信，也有的是在樂觀的情況下，因為反應正向消息而高估了自己對商品價值的評估，積極交易卻導致收穫獲利下滑，而產生過度自信的情形。

Simon、Heaton、Odean(2003)研究過度自信對投資決策與高階主管股票期權有何影響，以金融管理者為研究對象，探討他們個人情緒與過度自信情形下，投資決策有何影響，結果顯示，有理性的管理者傾向於推遲新項目的添加，一直到他們了解確切信息為止；而擁有過度自信管理者在做出決定時會毫不猶豫，不管風險大小或是信息正確與否。所以適度的過度自信和樂觀趨向於這些決策與公司股東利益保持一致，增加公司價值，才是最好的方法。

綜合上述過去研究資料顯示，所有投資人，包含一般投資人及基金投資人，都會有過度自信之情形，或輕或重，皆會影響投資標的及收穫獲利，在不經意的情況下，自己很難知道自己是是不是進入了過度自信的情形，往往會覺得自己是比較積極的投資任，但實際上卻是已經進入過度自信的階段了。

## 第二節 經理人其他特質對共同基金績效的影響

基金經理人，不論是男是女，皆有各自情緒、習慣及風格特質，這些因素皆會影響他個人的投資項目及商品，影響基金績效獲利或是盈虧。

Christi、Bento、Lobo(2010)研究男女基金經理人是否會因性別不同，交易行為也有所不同，且他們的研究方式與一般論文不同，是在美國大都會一所大學的一門高級金融課程中進行的，約有 10,000 名學生參與。且研究目的在於決策中基於性別的差異提供一些研究估計，直接在上課課程中給學生投資項目，按照結果得出的推論。結果顯示發現男性會比女性更過於自信，男性會較花時間在項目上，進行更多次的交易，更在研究中得知男性比女性更能規避風險。而男女經理人因性別不同，過度自信和規避風險在信貸危機中發生了作用，所以也間接發現在金融相關部門中更多女性已經平衡了男性的高風險行為。

金融經濟雜誌 Bai、Ma、Mullally、Solomon、David(2019)研究經理人出生年數(月)相對年齡對其身為基金經理人之業績有何影響，且研究與出生月相關的早期兒童經歷如何影響共同基金經理的信心和表現。結果顯示，年齡較老的共同基金經理人對共同基金經理不會發揮出更好的業績，而較年輕的基金經理人較會又相對好的業績出現。

謝金能(2019)研究基金經理人之特質對共同基金績效之分析，以 2008-2018 年針對國內股票開放型基金為研究樣本，且以成立 3 年為基準，結果顯示基金經理人的薪資與操作績效有顯著的影響且不論男性或女性，薪資愈深，基金績效就愈好；更發現若是男性經理人任職基金時間愈長，基金績效就會比女性經理人來的更好，也確認基金經理人之特質對基金績效是有正向影響的。

盧文松(2012)研究基金經理人的人格特質、公司決策者及其研究團隊對基金績效有何影響，以基金經理人、投信公司決策者及研究團隊為方向，向經理人及決策者做訪問，結果顯示基金經理人的個人特質中成就動機是影響基金經理人有著最為顯著的影響，對基金績效也是影響的關鍵之一。

基金經理人的性格對績效相關性多少亦有影響。吳翼印(2006)以 17 家投信公司及國內股票型基金為研究對象，探討其性格對績效相關性有何影響，結果顯示越具有內向性格傾向之共同基金經理人基金操作績效愈好；反之，外向性格傾向的經理人，基金操作績效就越差。

劉祝欽(2009)探討基金經理人之特質及替換的時候對績效有何影響，以四種基金經理人的特質來研究其對基金績效的影響，結果顯示不管基金經理人的性別、年齡或是教育程度都不會影響基金績效的變動。也發現更換基金經理人，也不會影響基金績效，原因是因為就算投資公司更換經理人，但大眾投資人多相信基金經理人，所以就換掉基金經理人，對基金績效也不會有甚麼影響。

經理人的特質對公司財務及任何方面皆會有影響的。羅今宏(2005)研究基金經理人特質會對公司財務及公司績效間之影響，他以 1999 年至 2003 年為止的上市電子公司之總經理變動為研究對象，探討與分析公司經理人年齡、學歷及學術背景之不同，對公司財務及績效會有何影響。結果顯示，其個人特質直接會影響公司財務及績效之影響，係因總經理是依公司重要的存在，不管任何事物，都要接到他的手上，所以便會直接影響公司財務跟績效。

當然共同基金經理人特質不只對公司財務有影響，對持股特性亦是有影響。葉欣怡(2005)研究基金經理人的特質對持股方面有何影響，她是由問卷發放來做統計，以 2014 年十二月之基金經理人為研究對象，研究期間取 2014 年四月至 2015 年三月共四季之資料，結果顯示基金經理人的特質，不管是星座、年齡還是身高皆會對持股方面有影響。因性格不同，喜歡的方向也不同，而影響持股的方向。

股票型3種類型之基金經理人為研究對象，結果顯示基金經理人學歷與基金績效呈現正相關畢業學校愈好，基金績效就愈好，另外還發現基金經理人薪資與基金績效呈現正相關，有可能為薪資愈深之基金經理人，因薪資愈高，經驗也愈高，擁有豐富的經驗，所以基金績效就愈好。

### 第三節 外在因素對基金績效之影響

影響基金績效除了經理人本身特質之外，外在因素亦會影響基金績效，例如：基金費用、金融海嘯、國際金融危機等，都會影響基金績效好壞。

林潔霞(2011)研究探討影響共同基金績效之因素有那些，以2002年至2010年國內投信所發行滿4年以上之共同基金為研究對象，結果顯示基金費用率、基金手續費率、基金規模、周轉率還是基金流量都會影響基金績效好壞。

李純瑩(2004)研究國內股票開發行基金績效影響因素，以2001年至2003年國內股票開放行基金為研究對象，探討影響其因素有那些，結果顯示，基金報酬率、系統風險(Beta)及標準差(Std-dev)影響最為顯著，所以可觀察市場報酬率標準差之變動，來判斷是否申購或贖回基金。

洪嘉苓(2000)研究共同基金經理團隊與基金績效之關係，以1997年至1999年17家投信所發行的64之共同基金為研究對象，探討基金團隊人數多寡、經理人更換、基金年數規模大小等對共同基金績效之影響，結果顯示，投信成立越久，績效反而不會太好，新成立投信公司績效會好很多；另外還發現基金規模雖不具顯著性，但投信公司規模呈現正相關，可看出因投信公司規模愈大，資源愈好，便吸引到好的人員進行研究，享有規模經濟效益，因而降低營運成本，提高基金績效。

鄒美駿(2012)研究影響國內股票型共同基金績效之因素分析，以2007年至2011年內，國內投信公司所發行之共同基金為研究對象，以手續費率、周轉率、規模等因素進行研究，結果顯示，基金手續費率、基金周轉率及規模皆與影響共同基金績效呈現正相關，費用率與周轉率影響共同基金呈現負相關，由此可以看出，基金之因素，無

進行研究，結果顯示，基金手續費率、基金周轉率及規模皆與影響共同基金績效呈現正相關，費用率與周轉率影響共同基金呈現負相關，由此可以看出，基金之因素，無論是費用、手續費還是規模等皆對共同基金績效有影響，大眾投資人在投資共同基金時可以更加慎選共同基金，選對投資共同基金，才會有更好的獲利，不會擔心虧損及損失。

韓政庭(2019)研究審計委員會特徵對金融公司基金績效有何影響，探討審計委員會成立前後是否會對基金績效產生影響，以2002年至2017年15年內基金及審計委員會成立前後為研究對象，結果顯示金融公司成立審計委員會對共同基金績效之影響呈現正相關，由此可以得知設置金融審計委員會是有助於基金績效之提升。

在以前的生活中，長輩們時常會有重男輕女的現象，認為男生比女生好，男主外女主內的概念，會導致職場上女性受到了歧視。然而社會中這種重男輕女，歧視女性的現象，亦是影響基金績效的原因。Alexandra、Stefan(2015)針對性別歧視問題，研究社會歧視性別的情況下，會對基金績效有甚麼影響，以1992年至2009年貨幣市場基金及指數型基金，一共16,509位基金經理人為研究對象，當中包含14,804位男性及1705位女性，可以看出男女經理人有明顯之差距，研究結果顯示，在社會中出於性別偏見的狀況，會對金融市場產生重大的影響，若是男性經理人間替換，資金流量會有明顯的減少，但女性經理人替換女性經理人，則不會有此影響發生，另外還發現女性經理人會遵循更可靠的投資樣式來投資，且還證明出男女經理人雖人數差異大，但平均績效卻是相同的，可見女性經理人的業績比男性經理人來的穩定。由研究結果也可以推斷出，為何女性經理人遠低於男性經理人，女性管理基金較低的原由，是因為投資人及社會對女性的社會歧視所引起。不過現年來女性地位也除漸上升，女性意識起頭後，企業中也有女性擔任高階主管，及主要幹部，女性基金經理人也逐漸增加，雖還是有差距，但相信未來某天，女性經理人人數有可能持平男性經理人甚至超越。

投資共同基金會有許多費用及成本，包含費用率、管理費、信息成本等，這些因素也是影響基金績效的因素之一，Richard(1989)研究信息成本高低，是否會影響共同

基金業績之高低，以1965年至1984年間共143項共同基金為研究對象，結果顯示相關之費用及收費成本會被良好的業績所抵消，所以基金績效會有相關之影響，另外對於基金業績之比較，因基金業績升高，與成本及費用相抵銷，從此也可看出共同基金在交易及信息收集方面是非常有效的。

綜合上述結論可以知道，外在因素會影響基金績效，從基金投信公司的特質，到社會問題等，對基金績效皆是有影響的，大眾投資人投資共同基金，可以藉由觀察社會動向或是基金公司資料等，從中了解是否可以投資該共同基金，使他們能夠更安心投資。

#### 第四節 經理人特質與投資風格轉移

投資風格轉移對基金亦有相對應知影響。黃心怡(2018)研究探討基金經理人替換前後對基金投資風格之變化，以2010-2013年美國開放型基金資料季資料為研究對象，結果顯示，在更換基金經理人後，對基金投資風格有較明顯之變化，且其風格轉換在未來一年內預期基金績效會上升。

在任何決策當中，都會隱藏著大大小小的風險更是影響組織運作的最大成敗因素之一，風險可分為可控制風險及不可控制風險，若企業可以減少可控制風險，研發出一種風險可以在組織內部移轉的評估模式，對企業來說，更是如魚得水。魏秋水(2008)研究風險移轉模式之建構，探討希望發展一套可預測及描述的風險移轉模式，降低風險對組織目標達成的危害。結果顯示一旦企業了解風險的移轉行為後，任何內部產業的組織就可以事先預防風險來採取措施，降低未來可能因風險帶來的負擔。

每位基金經理人，人員不同，性格也不同，多多少少會影響共同基金績效之好壞，蔡承家(2000)研究基金經理人替換會對投資風格有何影響，以國內股票開放型基金為研究對象，且為了衡量基金經理人地換前後對基金績效之差異，以經理人替換前後12個月之報酬為資料，結果顯示基金經理人替換前後並無明顯差異，僅有經理人跳槽這個原因才有明顯高低差異，所以經理人替換前後和績效並無顯著相關。

Cooper、Gulen和Rau(2005)，研究共同基金名稱變更及其對資金流量的影響，結果顯示改變基金名稱，可以反映當下熱門樣式的第二年，有展現其風格的字樣後，淨現金流量會明顯的大量流入。





# 第三章 資料與研究方法

## 第一節 研究對象與範圍

### 一、研究期間

本研究以台灣地區基金經理人為主要研究對象，以 2009 到 2019 年為研究期間，主要研究資料來源為台灣經濟時報(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比網站(<http://140.112.111.146/>)。

### 二、樣本選取

本研究樣本選取自 2009 開始，成立滿三年基金為主，因為每年都有新基金成立，但是能做的久的基金才是好的基金，因此本研究以已上市滿三年之基金為研究對象。研究選取資料來源來自國內股票開放型基金及所屬投信公司提供之相關資料。國內股票型開放基金共分為七大類，取自於基智網，詳如表 3-1。本研究樣本基金數量包含：指數型 15 檔、科技型 23 檔、中小型 17 檔、一般股票型 75 檔、中概股型 5 檔、價值型 2 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	科技型	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	28	23	19	90	5	2	5
本研究數量	15	23	17	75	5	2	5

【資料來源】<https://www.moneydj.com/funddj/yb/YP301000.djhtm>

基金經理人特質包含：性別、年齡、薪資、工作經歷等，並以薪資及工作年長判定基金經理人的資深程度，薪資愈高、經驗愈高、工作年長愈久；反之薪資愈低、經驗及工作時長愈低。本研究之基金共 139 檔，全由中華民國投資信託暨顧問商業同業公會及基智網蒐集，如表 3-2。

表 3-2 國內基金種類及類型

類型	種類
指數型	富邦台灣科技指數基金
	元大台灣金融基金
	富邦台灣金融基金
	元大台灣中型 100 基金
	元大台灣電子科技基金
	富邦台灣采吉 50 基金
	元大台灣卓越 50 基金
	元大摩臺基金
	元大台灣高股息基金
	元大台灣加權股價指數基金
	永豐臺灣加權 ETF 基金
	富邦台灣摩根基金
	元大富櫃 50 基金
	富邦台灣發達基金
元大台商收成基金	
科技型(1)	安聯台灣科技基金
	元大高科技基金
	日盛高科技基金
	永豐領航科技基金
	野村高科技基金
	聯邦精選科技基金
	第一金電子基金

表 3-2 國內基金種類及類型(續)

類型	種類
科技型(2)	野村 e 科技基金
	群益創新科技基金
	富蘭克林華美高科技基金
	保德信科技島基金
	統一奔騰基金
	富邦科技基金
	復華數位經濟基金
	瀚亞高科技基金
	匯豐龍騰電子基金
	台新 2000 高科技基金
	德信數位時代基金
	兆豐國際電子基金
	國泰科技生化基金
	景順台灣科技基金
	摩根新興科技基金
新光創新科技基金	
中小型(1)	復華中小精選基金
	永豐中小基金
	瀚亞中小型股基金
	台新台灣中小基金
	野村中小基金
	保德信中小型股基金

表 3-2 國內基金種類及類型(續)

類型	種類
中小型(2)	群益中小型股基金
	富邦精銳中小基金
	統一中小基金
	第一金小型精選基金
	德信台灣主流中小基金
	中國信託台灣活力基金
	施羅德台灣樂活中小基金-A 類型
	國泰中小成長基金(台幣)
	華頓中小型基金
	日盛小而美基金
	摩根中小基金
	安聯台灣大壩基金-A 累積型(台幣)
	一般股票型(1)
日盛上選基金-A 類型	
統一台灣動力基金	
日盛日盛基金	
復華高成長基金	
復華全方位基金	
統一經建基金	
統一全天候基金	
統一大滿貫基金	
復華復華基金	

表 3-2 國內基金種類及類型(續)

類型	種類
一般股票型(2)	凱基開創基金
	富邦富邦基金
	貝萊德寶利基金
	群益長安基金
	統一龍馬基金
	華頓台灣基金
	瀚亞菁華基金
	富邦台灣心基金
	野村台灣運籌基金
	日盛首選基金
	華南永昌永昌基金
	富邦高成長基金
	富蘭克林華美傳產基金
	華南永昌物聯網精選基金
	匯豐成功基金
	統一統信基金
	保德信金滿意基金
	元大二〇〇一基金
	聯博大利基金
	野村鴻運基金
柏瑞巨人基金	
日盛精選五虎基金	

表 3-2 國內基金種類及類型(續)

類型	種類
一般股票型(3)	新光台灣富貴基金
	兆豐國際國民基金
	兆豐國際第一基金
	永豐永豐基金
	宏利臺灣股息收益基金 A 類
	合庫台灣基金
	國泰小龍基金(台幣)
	日盛 MIT 主流基金
	德信大發基金
	保德信新世紀基金
	德銀遠東 DWS 台灣旗艦基金
	景順主流基金
	摩根台灣增長基金
	凱基台灣精五門基金
	元大多多基金
	元大多福基金
	景順潛力基金
	摩根台灣金磚基金-累積型
	新光大三通基金
	元大卓越基金
中概股型(1)	日盛新台商基金
	聯邦中國龍基金

表 3-2 國內基金種類及類型(續)

類型	種類
中概股型(2)	台新中國通基金
	第一金大中華基金
	國泰大中華基金
價值型	野村台灣高股息基金
	富達台灣成長基金
上櫃股票型	群益店頭市場基金
	保德信店頭市場基金
	元大店頭基金
	第一金店頭市場基金
	新光店頭基金

資料整理自基智網(FundDJ)，網址：

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

## 第二節 基金績效及投資風格移轉變數定義

基金經理人在投資時大多會有固定的投資風格及路線，但會在某些因素下，投資風格會移轉，也會影響基金績效好壞。如：性別、教育程度、工作經歷等，變數可能影響經理人的投資風格。Y 為應變數，基金績效，基金年報酬率；風格移轉，於研究期間有更名者為 1，否則為 0。X 為自變數，為基金與經理人影響之特質等。研究期間找出每位經理人的各項特質，影響基金績效之顯著高低，並加以計算出其投資風格移轉，得以探討基金經理人特質(性別、年齡、教育程度、薪資、工作經歷、性格、基金規模、基金年數、過去績效)對基金績效及投資風格移轉有何影響。實證模型如公式 1、公式 2。

## 1. 實證模型(1)

本研究之方程式建構如下

$$P = \alpha_0 + \alpha_1(\text{OVER})_{i,t-1} + \alpha_2(\text{GEN})_{i,t} + \alpha_3(\text{AGE1})_{i,t-1} + \alpha_4(\text{EDU})_{i,t} + \alpha_5(\text{EXPENSE})_{i,t-1} + \alpha_6(\text{AGE2})_{i,t-1} + \alpha_7(\text{SIZE})_{i,t-1} + \alpha_8(\text{FUNDAGE})_{i,t-1} + \alpha_9(\text{NEW})_{i,t-1} + \alpha_{10}(\text{GRADUATEDSCHHOO})_{i,t} + \alpha_{11}(\text{KIND})_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

## 2. 實證模型(2)

本研究之方程式建構如下

$$T = \alpha_0 + \alpha_1(\text{OVER})_{i,t-1} + \alpha_2(\text{GEN})_{i,t} + \alpha_3(\text{AGE1})_{i,t-1} + \alpha_4(\text{EDU})_{i,t} + \alpha_5(\text{EXPENSE})_{i,t-1} + \alpha_6(\text{AGE2})_{i,t-1} + \alpha_7(\text{SIZE})_{i,t-1} + \alpha_8(\text{FUNDAGE})_{i,t-1} + \alpha_9(\text{NEW})_{i,t-1} + \alpha_{10}(\text{GRADUATEDSCHHOO})_{i,t} + \alpha_{11}(\text{KIND})_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

其中，風格移轉為應變數，性別、年齡、教育程度、薪資、工作經歷、性格、經理人的過度自信傾向、基金規模、基金年數、過去績效、經理人風險屬性等為自變數，各變數定義如下。

1. 風格移轉=指共同基金偏離既定的投資風格，可能是基金經理人刻意的選擇、更換經理人，或是因持股的特質自然轉變。以 Beta 值、基金改名、淨值市值比定義
2. 基金績效:基金年報酬率
3. 性格=經理人的過度自信傾向(以週轉率當作代理變數)
4. 性別=設男性基金經理人及女性基金經理人，1 為男性，0 表示女性
5. 年齡=基金經理人各個年齡層(從操作基金至今之年數)
6. 教育程度=1 為高中以下，2 為大學，3 為研究所(含)以上
7. 薪資=基金歷年[費用/(單位淨值\*受益總單位數)]
8. 工作經歷=工作時間長短，過去工作各個經歷，如期貨、證券等，1 為證券，2 為投信，3 為其他。
9. 基金規模=基金經理人所屬公司基金規模大小



10. 基金年數=基金成立至今滿3年之基金為主
11. 過去績效=基金經理人當期操作基金績效與前一期操作基金績效，當期獲利較高表示好；較低則表示壞，1表示好，0表示壞
12. 畢業學校:基金經理人畢業之學校，國內公立大學1、國內私立大學2、國外大學3。(取自然對數)
13. 基金類型=指數型1、科技型2、中小型3、一般股票型4、中概股型5、價值型6、上櫃股票型7。(取自然對數)

表 3-3 變數對基金績效預期結果(+為正向影響、-為負向影響)

變數	預期符號
性別(GEN)	+
年齡(AGE1)	-
教育程度(EDU)	+
薪資(EXPENSE)	-
工作經歷(AGE2)	+
性格(基金經理人過度自信傾向)(OVER)	+
基金規模(SIZE)	-
基金年數(FUNDAGE)	+
過去績效(NEW)	+
畢業學校(Graduatedschool)	+
基金類型(KIND)	+

表 3-4 變數對風險移轉預期結果(+為正向影響、-為負向影響)

變數	預期符號
性別(GEN)	-
年齡(AGE1)	-
教育程度(EDU)	-
薪資(EXPENSE)	+
工作經歷(AGE2)	-
性格(基金經理人過度自信傾向)(OVER)	+
基金規模(SIZE)	+
基金年數(FUNDAGE)	+
過去績效(NEW)	+
畢業學校(Graduatedschool)	-
基金類型(KIND)	-

## 第四章 實證結果

本文以 2009 年 01 月到 2019 年 12 月總計 11 年，樣本為基智網公布國內股票開放型基金，共有七大類型，包括指數型 15 檔、科技型 23 檔、中小型 17 檔、一般股票型 75 檔、中概股型 5 檔、價值型 2 檔以及上櫃股票型 5 檔等，成立 3 年以上基金共 139 檔，有數家投信公司，總計 749 筆基金經理人之資料。

研究基金經理人特質對基金績效及投資風格移轉之影響，利用線性迴歸模型和羅吉斯迴歸模型來分析，總結出最重要之因素，定提出觀點及建議。在線性迴歸中，基金績效，以基金年報酬率定義；Beta 值，以基金年 beta 值定義，在羅吉斯迴歸模型分析中，投資風格移轉(TR)，以基金改名及淨值市值比定義，有改變為 1、無改變為 0。其他自變數性別(GEN)、年齡(AGE1)、教育程度(EDU)、薪資(EXPENSE)、工作經歷(AGE2)、性格(OVER)、基金規模(SIZE)、基金年數(FUNDAGE)、過去績效(NEW)及畢業學校(GREDUATEDSCHOOL)等。

### 第一節 敘述統計

表 4-1 為自變數敘述統計表，表中顯示：

年齡，最大值為 25(經理人操作基金年數最長為 25 年)、最小值為 17(經理人操作基金年數最小為 17 年)，教育程度，最大值為 3(碩士)、最小值為 2(學士)，工作經歷，最大值為 3(其他投信投顧公司)、最小值為 1(證券)，基金規模，最大值為 24.9162(規模)、最小值為 18.2928(規模)，基金年數，最大值為 35(基金成立年數最大為 35 年)、最小值為 4(基金成立年數最小為 4 年)。

表 4-1 自變數敘述統計表

	最小值	最大值	平均數	標準偏差
性別	0	1	.77	.419
年齡	.17	25.00	12.5860	4.99360
教育程度	2	3	2.81	.389
薪資	0.0028%	9.5533%	2.694189%	1.2576491%
工作經歷	1	3	1.92	.343
性格	-.2502	4.9258	.160887	.2048195
基金規模	18.2928	24.9162	20.5959	1.1065
基金年數	4	35	19.22	5.683
過去績效	.0	1.0	.788	.4090
畢業學校	.0000	.4771	.176374	.2027820
基金類型	.0000	.8451	.495861	.2025503

從表 4-2 敘述統計表格中，可以看出現年男性經理人人數為 1,172 人，比率為 77.3%；女性經理人為 345 人，比率為 22.7%，可以看出當前基金經理人男性人數遠多於女性，佔比例超過 75%，有可能之原因，是早期重男輕女的觀念，導致男性人數遠大於女性，不過近年來女性地位也逐漸上升，越來越多女性擔任公司重要職務及主管階級，所以近年來女性經理人也逐漸增加，未來女性經理人人數大於男性經理人人數，也是非常有可能的。

表 4-2 男女經理人人數比率表格

	男性經理人	女性經理人
人數	1,172(人)	345(人)
比率	77.3%	22.7%

表 4-3 為男女基金經理人教育程度統計表，表中顯示男性經理人大學畢業人數 199 人，比率 13.12%、碩士畢業人數 973 人，比率為 64.14%；女性經理人大學畢業人數 82 人，比率 5.4%、碩士畢業人數為 263 人，比率為 17.34%。而男女經理人大學畢業總人數為 281 人、比率為 18.52%；碩士畢業人數為 1236 人、比率為 81.48%，從中可以得知現年基金經理人學歷大多落在碩士學歷，碩士畢業人數比大學畢業人數來的多，可見現年大學畢業已無法擔當，學歷愈高愈容易擔任經理人。大學授課是大略教導，並未深知熟慮，而碩士授課是更加鑽研精進，可以更加瞭解當前金融市場，獲得更多知識，且少子化逐漸上升，大學也會逐漸招不到人，而變成人人皆是大學畢業，投信金融公司極有可能考慮此原因，故而提高錄取學歷資格，演變成碩士畢業學歷人數遠大於大學學歷畢業人數。

表 4-3 男女經理人教育程度人數比率表

	男	女	總值
大學	199 人(13.12%)	82 人(5.4%)	281(18.52%)
碩士	973 人(64.14%)	263 人(17.34%)	1236(81.48%)
比率	77.26%	22.74%	100%

表 4-4 為男女基金經理人工作經歷統計表，表中顯示，擁有擔任證券機關相關人員的人數有 151 人、比率為 10%；擁有投信公司相關工作經歷的人數有 1,335 人、比率為 88%；其餘人數為 31 人、比率為 2%，從中可以得知擁有擔任投信公司相關工作經歷的人數遠遠超過其餘 2 者，可見擁有擔任投信公司相關工作的人較容易擔任基金經理人，是因為擁有相關經歷的經理人，可直接上手投資基金。

表 4-4 基金經理人工作經歷人數統計表

	證券	投信	其他	總值
人數(人)	151	1335	31	1517
比率(%)	10%	88%	2%	100%

表 4-5 為國內基金經理人畢業學校統計表，表中顯示經理人畢業於國內公立大學人數為 832 人、比率為 54.8%；畢業於國內私立大學人數為 340 人、比率 22.4%；畢業於國外大學的人數為 345 人，比率為 22.7%，從中可以得知畢業於國內公立大學人數比其餘 2 者高出許多，佔 54.8%，可以看出基金經理人較多畢業於國內公立大學，另外畢業於國外大學人數比率雖不高，但畢業於國外大學，所得到的知識會更加寬廣，見識也會更加遼闊，但又可能因國外生活習慣不同於台灣，學費也會更高，所以人數並不多，雖然人數比率不多，但因為見識寬廣遼闊，所以其人數比率仍然高於國內私立大學，但依舊還是會有人會就讀私立大學，比如美國私立大學就比公立大學好，且當中哈佛大學就是故中翹楚，所以畢業於哪所大學並不是重點，而是在學期間所學到之知識是否有吸收。

表 4-5 男女基金經理人畢業學校人數比率表格

	國內公立大學	國內私立大學	國外大學	總值
人數(人)	832	340	345	1517
比率(%)	54.8%	22.4%	22.7%	100%

## 第二節 相關性分析

表 4-6 為各自變數相關性分析表格，當中顯示呈現正相關的有(基金更名/淨值市值比)、(Beta 值/淨值市值比)、(Beta 值/基金績效)、(Beta 值/薪資)、(Beta 值/性格)、(Beta 值/基金年數)、(Beta 值/過去績效)、(Beta 值/基金類型)、(淨值市值比/工作經歷)、(淨值市值比/過去績效)、(基金績效/性格)、(基金績效/過去績效)、(性別/教育程度)、(性別/性格)、(性別/基金類型)、(年齡/基金規模)、(年齡/基金年數)、(年齡/基金類型)、(教育程度/工作經歷)、(薪資/性格)、(性格/基金年數)、(性格/基金類型)、(基金規模/基金年數)、(基金規模/過去績效)及(基金年數/基金類型)；呈現負相關的有(基金更名/Beta 值)、(基金更名/基金績效)、(基金更名/過去績效)、(Beta 值/年齡)、(淨值市值比/基金績效)、(淨值市值比/性別)、(淨值市值比/年齡)、(淨值市值比/薪資)、(淨值市值比/性格)、(淨值市值比/基金年數)、(淨值市值比/基金類型)、(性別/基金規模)、(性別/畢業學校)、(年齡/教育程度)、(年齡/工作經歷)、(年齡/性格)、(年齡/過去績效)、(薪資/基金規模)、(工作經歷/基金年數)、(工作經歷/基金類型)、(性格/基金規模)、(基金規模/畢業學校)及(基金規模/基金類型)等。

從其中可以得知男女基金經理人與其本身教育程度及基金類型呈正相關，可以想像出男女經理人因性別不同，個性也不同，所以基金類型的選擇會呈現正相關。

經理人教育程度高低與工作經歷及畢業學校呈現正相關，顧名思義就是男女基金經理人學士還是碩士畢業，會影響其工作經歷及畢業學校，學士畢業因就學時間較短工作經理可能相對較長，讀碩士畢業之經理人因就學時間較長而工作經歷則較短，可想而知。

正相關組合中有一組較為特別，那就是薪資與性格成正比，有可能是基金經理人有過度自信心理時，操作基金績效較好，基金公司會給予較高的薪資。另外年齡與教育程度及工作經歷呈現負相關。

表 4-6 變數相關性分析表格

	基金更名	Beta 值	淨值市值比	基金績效	性別	年齡	教育程度	薪資	工作經歷	性格	基金規模	基金年數	過去績效	畢業學校	基金類型
基金更名	1														
Beta 值	-.056*	1													
淨值市值比	.058*	.101**	1												
基金績效	-.067**	.145**	-.058*	1											
性別	-.039	.034	-.159*	.013	1										
年齡	.000	-.099**	-.217**	-.022	.019	1									
教育程度	-.025	-.031	-.046	.007	.073**	-.107**	1								
薪資	-.040	.056*	-.094**	.008	.047	-.037	-.009	1							
工作經歷	.000	-.013	.065*	.017	-.043	-.113**	.058*	-.002	1						
性格	-.038	.226**	-.100**	.058*	.059*	-.058*	-.057*	.282**	-.028	1					
基金規模	.045	-.041	-.020	-.011	-.092**	.078**	.045	-.074*	.044	-.134**	1				
基金年數	-.017	.133**	-.248**	.016	.003	.150**	.049	.010	-.070**	.114**	.152**	1			
過去績效	-.090**	.134**	.052*	.093**	-.024	-.086**	-.028	-.014	-.002	.037	.081**	.013	1		
畢業學校	.015	-.034	-.042	.005	-.058*	.041	.023	-.020	-.064*	-.019	-.087**	-.039	.000	1	
基金類型	-.029	.085**	-.225**	.013	.089**	.152**	-.035	.044	-.103**	.208**	-.089**	.297**	-.013	.034	1



### 第三節 線性迴歸分析

#### 1. 基金績效

表 4-7 為基金績效線性迴歸顯著性檢定表，表中顯示 F 值為 1.768，顯著性 P 值  $0.055 > 0.05$ 。可看出迴歸模型略為顯著，具有預測之能力。

表 4-7 迴歸模型顯著性檢定(基金績效)

模型	平方和	df	平均值平方	F	顯著性
迴歸	1.071	11	.097	1.768	.055
殘差	82.897	1505	.055		
總計	83.968	1516			

表 4-8 為自變數對基金績效顯著性檢定表，從表中可以明顯看出過去績效(NEW)顯著性  $< 0.001$ ，性格(OVER)  $< 0.1$ ，拒絕虛無假說，所以可以得知基金經理人性格及過去績效是會影響基金績效，其餘變數影響基金績效是微乎其微。

當中顯示經理人性格及過去績效對風格移轉有正向之影響，由此可推論出經理人過度自信及過去操作績效較會影響基金績效之好壞。

表 4-8 迴歸係數表(基金績效)

	非標準化係數		標準化係數		
	B	標準錯誤	Beta	T	顯著性
GEN	.006	.015	.011	.427	.670

表 4-8 迴歸係數表(基金績效)(續)

AGE1	-.001	.001	-.011	-.411	.681
EDU	.006	.016	.010	.371	.710
Expense	-.001	.005	-.005	-.186	.852
AGE2	.014	.018	.020	.773	.440
OVER	.059*	.031	.052	1.881	.060
SIZE	-.002	.006	-.011	-.411	.681
FUNDAGE	.000	.001	.010	.350	.727
NEW	.052***	.015	.091	3.494	.000
Graduatedschool	.010	.030	.009	.342	.733
KIND	.013	.034	.011	.381	.703

\*\*\*表示 1%的臨界水準；\*\*表示 5%的臨界水準；\*表示 10%的臨界水準。

## 2. Beta 值

投資基金難免會有風險，投資商品風險高低，會影響經理人投資時的想法及顧忌，綜而改變基金淨值及投資風格，所以本文以 Beta 值定義基金投資風格移轉，探討各自變數是否影響投資風格，使否會使經理人改變投資風格。

表 4-9 為 Beta 值線性迴歸顯著性檢定，表中計算後的 F 值為 14.610，顯著性 P 值 $<0.001$ ，故拒絕虛無假說。迴歸模型顯著，具有預測之能力。

表 4-9 迴歸模型顯著性檢定(Beta)

模型	平方和	df	平均值平方	F	顯著性
迴歸	29.065	11	2.642	14.610	.000
殘差	272.182	1505	.181		
總計	301.247	1516			

表 4-10 為迴歸係數的邊際檢定表格，表中顯示年齡、性格、基金年數及過去績效顯著性 $<0.001$ ，薪資顯著性 $<0.05$ ，拒絕虛無假說，可以得知年齡(AGE1)、薪資(Expense)、性格(OVER)、基金年數(FUNDAGE)及過去績效(NEW)對基金風格移轉有顯著的影響。

從中可以得知，經理人年齡對風格移轉(Beta)存在反向影響；而經理人薪資、性格、基金年數及過去績效對其存在正向影響，由此可以推論出，經理人操作基金年數較長者較不會影響風格移轉(Beta)；而基金經理人過度自信、薪資較低之經理人、基金成立年數較長者及經理人過去績效較會影響風格移轉(Beta)。

表 4-10 迴歸係數表(Beta)

	非標準化係數		標準化係數		
	B	標準錯誤	Beta	T	顯著性
GEN	.018	.027	.017	.677	.499
AGE1	-.009***	.002	-.104	-4.061	.000
EDU	-.034	.029	-.030	-1.186	.236
Expense	.024***	.009	.069	2.602	.009
AGE2	-.008	.032	-.006	-.248	.804
OVER	.368***	.057	.169	6.445	.000
SIZE	-.008	.010	-.021	-.815	.415
FUNDAGE	.009***	.002	.115	4.240	.000
NEW	.138***	.027	.126	5.077	.000
Graduatedschool	-.050	.055	-.023	-.907	.364
KIND	.076	.062	.035	1.238	.216

\*\*\*表示 1%的臨界水準；\*\*表示 5%的臨界水準；\*表示 10%的臨界水準。

### 3.淨值市值比

表 4-11 為 Beta 值線性迴歸顯著性檢定，表中計算後的 F 值為 26.269，顯著性 P 值 $<0.001$ ，故拒絕虛無假說。迴歸模型顯著，具有預測之能力。

表 4-11 迴歸模型顯著性檢定(淨值市值比)

模型	平方和	df	平均值平方	F	顯著性
迴歸	24.717	11	2.247	26.269	.000
殘差	128.737	1505	.086		
總計	153.455	1516			

表 4-12 為變數是否影響基金風格移轉(淨值市值比)表格，當中可以得知經理人性別(GEN)、年齡(AGE1)、基金年數(FUNDAGE)及基金類型(KIND)顯著性 $<0.001$ ；教育程度(EDU)顯著性 $<0.05$ ，性格(OVER)顯著性 $<0.1$ ，拒絕虛無假說，可見經理人性別(GEN)、年齡(AGE1)、教育程度(EDU)、性格(OVER)、基金年數(FUNDAGE)及基金類型(KIND)對投資風格移轉(淨值市值比)有顯著之影響。結果顯示經理人性別(GEN)、年齡(AGE1)、教育程度(EDU)、性格(OVER)、基金年數(FUNDAGE)及基金類型(KIND)有負向影響。

由此可以看出，男性經理人、基金經理人年齡較長者、教育程度較高之經理人、擁有過度自信之經理人、基金成立年數較長者及基金類型較不會影響風格移轉(淨值市值比)。

表 4-12 自變數影響基金風格移轉(淨值市值比)之顯著性

	非標準化係數		標準化係數		顯著性
	B	標準錯誤	Beta	T	
GEN	-.098***	.018	-.129	-5.350	.000
AGE1	-.010***	.002	-.159	-6.454	.000
EDU	-.046**	.020	-.057	-2.356	.019
Expense	-.006	.006	-.022	-.865	.387
AGE2	.009	.022	.009	.383	.702
OVER	-.075*	.039	-.048	-1.915	.056
SIZE	-.009	.007	-.031	-1.226	.220
FUNDAGE	-.008***	.001	-.142	-5.428	.000
NEW	.028	.019	.036	1.490	.136
Graduatedschool	-.072*	.038	-.046	-1.917	.055
KIND	-.302***	.042	-.192	-7.102	.000

\*\*\*表示 1%的臨界水準；\*\*表示 5%的臨界水準；\*表示 10%的臨界水準。

## 第四節 羅吉斯迴歸分析

### 1. 基金改名

表 4-13 為變數是否影響基金風格移轉(基金改名)表格，表中顯示過去績效(NEW)顯著性<0.001，基金規模(SIZE)顯著性<0.1，拒絕虛無假說，可得知出過去績效(NEW)及基金規模(SIZE)對風格移轉(基金改名)有顯著之影響，當中結果顯示過去績效(NEW)對風格移轉有負向影響；基金規模(SIZE)對風格移轉有正向影響。由此可以看出，經理人當期操作基金績效比過去操作基金績效來的好較不會影響投資風格，而基金規模大小較會影響投資風格。

表 4-13 自變數影響風格移轉(基金改名)之顯著性

變數	B	S.E.	Wald	df	顯著性	Exp(B)
GEN	-.244	.253	.931	1	.335	.784
AGE1	-.012	.024	.244	1	.621	.988
EDU	-.340	.272	1.567	1	.211	.712
Expense	-.018	.088	.040	1	.841	.983
AGE2	-.084	.334	.064	1	.800	.919
OVER	-.732	.859	.727	1	.394	.481
SIZE	.175*	.098	3.191	1	.074	1.191
FUNDAGE	-.001	.022	.001	1	.976	.999
NEW	-.884***	.239	13.737	1	.000	.413
Graduatedschool	.422	.545	.599	1	.439	1.525
KIND	-.505	.598	.712	1	.399	.604
常數	-3.977*	2.268	3.074	1	.080	.019

\*\*\*表示 1%的臨界水準；\*\*表示 5%的臨界水準；\*表示 10%的臨界水準。

表 4-14 為一 2x2 預測風格移轉正確率交叉表，是由預測值及觀察值分類交叉。其顯示風格移轉無改變正確率為 100%、有改變之正確率為 0% 整體正確百分比是  $(1428+0)/1517=94.1\%$ ，由此可看出本研究預測命中的比率為 94.1% 視為可接受預測正確率。

表 4-14 預測風格移轉正確率交叉表(基金改名)

觀察值		預測值		
		風格移轉		正確百分比
		無改變	改變	
風格移轉	無改變	1428	0	100.0
	改變	89	0	.0
整體百分比				94.1

表 4-15 為Cox & Snell  $R^2$ 和Nagelkerke  $R^2$ 值，其 2 值分別為 0.014 及 0.040，表示投入自變數與風格移轉變數有些強度關係。

表 4-15 Cox & Snell  $R^2$ 和Nagelkerke  $R^2$ 值

-2 對數概似	Cox & Snell R 平方	Nagelkerke R 平方
655.353 <sup>a</sup>	.014	.040

# 第五章 結論與建議

## 第一節 結論

### 1.線性迴歸

#### (1)基金績效

從線性迴歸中可以看出，過去績效顯著性 $<0.001$ ，性格顯著性 $<0.1$ ，拒絕虛無假說(表 4-8)，可以看出基金經理人過度自信及過去操作基金績效好壞是影響基金績效最主要的因原因，可推論基金經理人其特質會影響其本身性格，改變他的想法，操作基金時影響其專業思考，導致影響基金績效，改變其高低。

#### (2)Beta 值

從線性迴歸中可以看出年齡、性格、基金年數及過去績效顯著性 $<0.001$ ，薪資顯著性 $<0.05$ ，拒絕虛無假說(表 4-9)。

從表 4-10 中可以得知，經理人年齡對風格移轉(Beta)存在反向影響；而經理人薪資、性格、基金年數及過去績效對其存在正向影響，由此可以推論出，經理人年齡較長較不會影響風格移轉(Beta)；而薪資較低之經理人、經理人過度自信、基金成立年數較長者及經理人過去操作基金績效較會影響風格移轉(Beta)。

#### (3)淨值市值比

從線性迴歸中可以看出性別、年齡、基金年數及基金類型顯著性 $<0.001$ ；教育程度顯著性 $<0.05$ ，性格顯著性 $<0.1$ ，拒絕虛無假說(表 4-11)。

從表 4-12 可以看出經理人性別、年齡、教育程度、性格、基金年數及基金類型有負向影響。由此可以看出，男性經理人、基金經理人年齡較長者、教育程度較高之經理人、擁有過度自信之經理人、基金成立年數較長者及基金類型較不會影響風格移轉(淨值市值比)。



## 2. 羅吉斯迴歸

### (1) 基金改名

從羅吉斯迴歸分析中可以看出，以基金改名定義投資風格移轉，基金經理人特質，無論是外在或是內在，對其投資風格是有正面之影響，且不論是男是女，其特質都是影響經理人風格移轉的原因。

由羅吉斯迴歸(表 4-11)中可以得知過去績效(NEW)顯著性 $<0.001$ ，基金規模(SIZE)顯著性 $<0.1$ ，拒絕虛無假說，可見過去績效(NEW)及基金規模(SIZE)對風格移轉(基金改名)有顯著之影響。當中可以得知經理人過去績效對風格移轉有負向影響；而基金規模對其呈現正向影響。由此可以推論，基金規模大小較會影響基金風格轉移(基金改名)；而經理人當期操作基金績效比過去操作基金績效來的好較不會影響風格移轉(基金改名)。

本研究結果顯示，基金經理人個人特質無論是性別、年齡、薪資，或是外在特質，如基金規模、基金年數等，對投資風格移轉都有大大小小之影響。當中影響最甚的是基金經理人擁有過度自信的情形下，對其投資風格移轉有很大的影響，投資人投資共同基金，基金經理人若是因內在因素或外在因素而影響其本身，對大眾投資人是存在未知的風險，因為不知道投資下去後，是否會獲利，且經理人過度自信情形下，影響更大。其次則是經理人性別，男女經理人，性別不同，性格也更不相同，女性較為穩健，男性較為積極，但相反男性抗壓較強，女性則為較低，如以基金更名定義風格移轉，當基金更名後男性經理人較不會影響投資風格，而女性則會影響，此可看出兩性之差異。

## 第二節 建議

基金經理人無論是內在因素還是外在因素，都會影響基金績效及投資風格移轉，基金經理人轉換投資風格，對大眾投資人來說影響甚巨，經本研究之後，經理人過度自信是影響基金經理人投資風格移轉最為重要的因素，一旦經理人擁有過度自信心理，其投資風格會有不定性因素，績效也會不穩定，所以當大眾投資人要投資共同基金時，可以先了解投信金融公司特色及歷史，當沒有問題後，可以更進一步了解負責投資的基金經理人特色、性格或是評價，在投資時才能更安心。

所以大眾投資人投資共同基金時，可以觀察出經理人投資狀況及績效，從而得知是否會獲利，也可從其經歷發現，是值得大眾投資人注意。



# 參考文獻

## 中文部分

- 王聖本、邱文煥(2005)，「評估基金經理人性別與績效之差異」，長庚大學工商管理學系，第 11 頁。
- 甘斐任(2008)，「台灣股市投資人過度自信行為之研究」，國立臺北大學國際企業研究所碩士論文，23-78 頁。
- 沈文瀾(2013)，「基金經理人個人屬性對基金績效之影響—以國內開放式股票型基金為例」，國立東華大學管理學院高階經營管理碩士論文，11-48 頁。
- 李祖浩(2009)，「情緒過度自信對投資決策影響之分析」，朝陽科技大學財務金融系碩士論文，13-45 頁。
- 李健琮(2006)，「台灣經理人過度自信行為與公司投資相關性研究」，國立中山大學財務管理研究所碩士論文，14-54 頁。
- 李純瑩(2004)，「國內股票型基金績效之影響因素研究」，世新大學經濟學系碩士論文，19-66 頁。
- 林潔霞(2011)，「影響共同基金績效因素之研究」，國立高雄應用科技大學商務經營研究所碩士論文，1-61 頁。
- 洪嘉苓(2000)，「共同基金經理團隊與基金績效關係之研究」，國立中山大學企業管理學系碩士論文，1-62 頁。
- 黃永杰(2004)，「基金經理人升遷與過度自信之理論與實證」，國立雲林科技大學財務金融學系碩士班碩士論文，17-49 頁。
- 黃心怡(2018)，「投資風格轉移與基金管理之探討」，財金論文叢刊，第 29 期，1-13 頁。
- 傅英芬、瀏海清(2016)，「基金經理人績效持續性與過度自信」，論文數據分析，第 55-64 頁。
- 鄒美駘(2012)，「影響國內股票型共同基金績效因素之分析」，國立高雄應用科技大學商務經營研究所碩士論文，1-48 頁。
- 劉文智(2011)，「臺灣機構投資人過度自信行為實證研究」，台灣管理學刊，第 11 卷，第 2 期，91-126 頁
- 葉欣怡(2005)，「共同基金經理人特質與持股性之研究」，國立中正大學財務金融研究所碩士論文，20-40 頁。
- 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」，真理大學管理科學研究所在職碩士專班碩士論文，39-73 頁。
- 葉智丞(2017)，「基金經理人情緒與基金績效預測-拔靴追蹤因果關係檢定」，管理與系統，第 24 卷，第 1 期，83-98 頁。

- 蔡承家(2000)，「基金經理人替換與風格移轉之研究」，國立政治大學企業管理學系碩士論文，1-64 頁。
- 盧文松(2012)，「共同基金經理人之人格特質、投信公司決策、研究團隊如何影響基金經理人投資績效-以境內投信佑開放式股票基金為例」，國立清華大學科技管理學院高階經營管理碩士在職專班碩士論文，24-58 頁。
- 謝金能(2019)，「基金經理人特質對共同基金績效之分析」，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，第 1-51 頁。
- 韓政庭(2019)，「審計委員會特徵對金融公司基金績效之影響」，銘傳大學會計學系碩士論文，1-47 頁。
- 魏秋水(2008)，「風險移轉模式之建構」，中華大學科技管理研究所博士論文，55-75 頁。
- 鄭玉青(2006)，「個別投資者過度自信成因之探討」，天主教輔仁大學金融研究所碩士論文，18-54 頁。
- 羅今宏(2005)，「經理人特質如何影響財務決策與公司績效間之關係」，國立政治大學財務管理學系碩士論文，18-67 頁。

## 英文部分

- Alexandra Niessen-Ruenzi, Stefan Ruenzi (2015), "Sex Matters: Gender Bias in the Mutual Fund Industry", Fall: 1-21.
- Bai, Ma. L, Mullally, K, Solomon, D.H (2019), "What a difference a (birth) month makes: the relative age effect and fund manager performance", Journal of Financial Economics, forthcoming.
- Christi.R.Wann, Bento.J.Lobo.(2010), "Gender-Based Trading: Evidence from a Classroom Experiment, Journal of economics and finance education • Volume 9 • Number 2 • Winter 2010", Fall: 13-17.
- Michael.J.Cooper, Huseyin, Gulen, P.Raghavendra, Rau (2005), "Mutual Fund Name Changes and Their Effects on Fund Flows", Fall: 1-34.
- Richard (1989), "The Quarterly Journal Of Economics", Fall: 1-24.
- Simon Gervais J.B. Heaton, Terrance Odean, (2003), "Overconfidence, Investment Policy, and Executive Stock Options", Fall: 1-52.