財金論文叢刊
2013 年 12 月，第十九期，37-54

基金經理人替換之決定因素及效應分析

The Determinants and Effects for Mutual Fund Manager Change

林嘉慧*（Jia-Hui Lin）
台南應用科技大學國際企業經營系助理教授

洪頤靜（Yi-Chin Hung）
台南應用科技大學國際企業經營系

邱瓊慧（Chiung-Hui Chiu）
台南應用科技大學商學研究所

摘要

國內基金經理人替換速度相當快，究竟是什麼因素造成此現象，而替換後又造成什麼影響，此相當值得我們探討。本研究以 1996 年至 2009 年台灣的股票開放型基金爲樣本，探討基金經理人替換前後，包括基金績效、基金風險、基金經理人特性、基金規模、週轉率、費用率、基金成立年數是否有差異，以及哪些特性造成基金經理人被替換。

研究發現基金經理人替換後報酬率高於替換前，但基金經理人替換後，風險並未降低。基金經理人替換後，傾向用學歷更高的經理人，但基金經理人的任期反而縮短。此外，我們亦發現績效愈差，經理人愈容易被替換，但只有在 Jensen 指標下是成立的。男性或學歷愈低經理人較容易被替換，基金規模愈小，週轉率愈高的基金，經理人也愈容易被替換。

關鍵詞：基金經理人、經理人替換、經理人特性、基金特性

---

*聯繫作者：林嘉慧，Email:t90041@mail.tut.edu.tw

Abstract

There is high managerial turnover in the fund industry in Taiwan. Understanding the replacement effects in a mutual fund setting is useful for fund investors. Using a sample of 456 domestic equity fund managers replacements between1996-2009, this paper examines the pre and post differencesaround the replacements of mutual fund managers in performance, risk, characteristics of fund managers (manager's sex, education and tenure) and characteristics of fund (fund's size, turnover ratio, expense ratio and age). A logistic model is used to estimate the probability of each managerial turnover.

Resultsshow that the post-replacement performances relative to the past performances of the fund, the rate of returnswere significant. In addition, the risks did not decrease after manager replacements.We find that the mangers have higher education after the fund manager changes,but fund manager's tenure was significantly reduced. Finally, we find that the poor performance managers weremore easily to be replaced, only under the Jensen index was established. We also find that male managers and lower educated managers were more likely to be replaced. For smaller size fund, and higher turnover rate funds, managers were also more easily to be replaced.

Keywords: Fund manager, Managerial turnover, Characteristics of fund managers, Characteristics of fund

壹、研究動機與目的

共同基金是集聚一群投資人的資金後，交由專業之投資機構的基金經理人來操作管理，以少數的費用支出，來獲得利潤的理財工具。由於一般散戶投資人的專業知識能力及有效資訊的來源相較於專業的經理人不足，一般散戶投資人無法完全了解眾多的投資理財工具，所以藉由透過投資公司專業投資人員組成的投資團隊，來分析各種投資產業資訊，透過專業的團隊分工合作、蒐集資料分析再投資讓基金的報酬能夠極大化。

由於基金經理人是基金管理及操作之人，也就是投資人的代理人，因此基金經理人必需要達成基金管理人職務，目的就是爲投資人賺取最大利益。市場上基金經理人眾多，要選擇一支好的績效基金，這可能跟基金經理人的特性(性別、年齡、教育程度及經歷)及基金特性(基金規模、費用率、基金年數、週轉率)有關，基金經理人操作及選股能力也會直接影響基金績效(Huang, 2009)。

國內基金經理人替換速度比翻書還快，根據統計資料顯示，歷年來每月替換基金經理人的基金檔數逐年增加，2003 年時每月平均才 19.8 檔替換基金經理人，2004 年就突破 20 檔，到了 2007 年 10 月更高達 44 檔基金經理人換人做做看。直至 2010 年更是超過 300 檔基金曾替換經理人，平均 1.2 天就換 1 位，根據黃少君(2002)統計研究台灣股票型基金經理人平均任期大約爲 7 個月，相較於洪樹德(2008)研究結果得到海外基金經理人平均任期爲 108 個月，顯示國內基金經理人替換頻繁。在 2011 年 5 月底止時，童偉恩(2011)發現該年就有 155 筆境內基金經理人異動的紀錄，代表著平均不到 24 小時就有一位基金經理人遭撤換。經理人特性會影響操盤風格進而影響基金績效，經理人的經驗也是影響基金績效表現的重要因素，但基金替換經理人，投信公司多半不會主動告知投資人，投資人得隨時注意基金資訊和基金表現才能對自我投資有所掌握。經理人如此頻繁的替換對基金會造成什麼影響，是投資人所汲於需要了解知悉的重要課題，而挑選好的基金與經理人對投資人而言更是一重要議題。

基金經理人爲操作基金的重要操盤手，其經驗是影響基金績效的重要元素，在充滿多變不確定性的投資環境下，對於投資人來說經理人更加顯著重要，一般投資大眾是否投資的依據普遍藉由基金績效來選擇，所以基金經理人的經驗也將是影響基金績效表現的因素之一，因爲基金操作所面臨的環境是充滿許多不確定性，而這些不確定性必須靠經理人親身經歷才能明白，單靠理論是不足的。BarberandOdean(2001)研究得知現職年資或生涯年資越長，基金績效越佳，顯示出基金經理人資歷的重要。Khorana(2001)研究結果發現經理人替換前績效較差的基金，在經理人替換後有顯著改善。

因此，本文擬就基金經理人的替換，對於基金到底造成什麼影響，進而進行相關之研究與探討。研究之目的包括：

一、基金經理人替換前後在基金績效及風險的差異。

二、基金經理人特性（性別、學歷、經理人任期、經理人年資）在替換前

後是否有差異。

三、基金特性（基金規模、週轉率、費用率）在替換前後是否有差異。

四、基金經理人那些特性（性別、學歷、經理人任期、經理人年資）較容易造成基金經理人被替換。

五、基金那些特性（基金規模、週轉率、費用率、基金成立年數）較容易造成基金經理人被替換。

貳、文獻回顧與研究假說

一、基金績效與基金經理人替換之關係

Khorana (1996)研究發現共同基金經理人之離職將導致原來管理之共同基金績效下降，經理人更換的機率和基金過去績效呈現負相關，亦即過去績效較差的經理人，其被替換的機率愈高。

當公司績效不佳時，將導致總經理非例行性的替換，Kang andShivdasani (1995)發現總經理非例行性替換與公司的績效呈現負相關，此論點應亦可應用在基金經理人與基金績效間關係，當基金績效不佳時，可能會造成基金經理人的替換，根據常識理論認爲基金經理人皆易在基金績效不佳時被更換。此外，Gallo and Lockwood(1999)也認爲基金經理人更換後基金績效有更好的表現。因此提出本研究之假說：

假說1基金績效較差之基金經理人較容易被替換

二、基金風險與基金經理人替換之關係

基金經理人是否會爲了追求績效而投資風險較高之標的，因此忽略潛在風險，導致被替換的結果。基金經理人爲期望更多的現金流入，可能會策略性的改變其風險程度(Brown, Harlow and Starks (1996)；Chevalier and Ellison (1997))。Brown, Harlow and Starks (1996)即發現過去半年績效相對較差的基金(稱爲loser)會傾向增加投資組合的風險幅度，大於績效相對較佳的基金(稱爲winner)。另外，Goetzmann, Ingersoll, Spiegel andWelch (2007)的研究中亦發現，基金經理人會意圖藉著改變風險程度來改善基金的績效，部分的基金經理人是爲掩飾其較差的績效而改變其風險程度。因此提出本研究之假說：

假說2基金風險較高之基金經理人較容易被替換

三、基金經理人性別與基金經理人替換之關係

在過去的研究上，許多文獻提出性別並不會影響到績效，男女基金經理人必須要有專業的證券市場知識和經驗，才能獲得較佳的績效。不過就國外的數據上看來，女性基金經理人績效比男性基金經理人占爲優勢。Barber and Odean（2001）進行一項爲期6年的學術研究，發現在美國35,000名投資者中，女性績效優於男性，每年多出1.4%。Bliss and Potter(2002)則發現女性基金經理人較傾向於風險趨避，過度自信現象不若男性，在績效表現上，女性經理人較男性爲佳。因此提出本研究之假說：

假說3男性基金經理人較容易被替換

四、基金經理人學歷與基金經理人替換之關係

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)研究發現經理人在大學時代學術評估測驗（scholastic assessment test，SAT）分數做爲經理人的屬性，發現SAT分數越高的經理人，期望能獲得越高的績效。Golec(1996)認爲投資者在其他條件相同下，藉由管理該基金期間長，且擁有MBA學位的較年輕基金經理人會獲得較高的風險調整績效。因此提出本研究之假說：

假說4學歷較低之基金經理人較容易被替換

五、基金經理人任期及年資與基金經理人替換之關係

就基金經理人操作年資與績效關係的文獻來看，基金的操作期間越長，不但在管理上具有延續的功用，而且，因爲所經歷的市場環境越廣，從經驗學習的角度來看，也有利於其對市場情勢之研判，過去許多文獻皆發現經理人的操作月數與績效呈現正相關。Golec(1996)發現投資者在其他條件相同之下，藉由基金經理人之年資淺、操作該檔基金具有長時間，來獲得較高之風險調整後報酬（Risk-adjusted performance），其中以基金經理人之操作該檔基金之年數具有顯著的關係存在。Lemak and Satish(1996)以313檔共同基金爲研究樣本，其實證顯示出年資較長的基金經理人，比任期較短的基金經理人，其表現爲佳。Chevalier and Ellison(1999)的研究發現，基金經理人任期對基金績效有正向的影響，但檢定結果不顯著。Israelsen(1998)以1992至1996年間的股票型基金，共1,223檔基金爲研究樣本，實證研究發現：(1)基金經理人操作基金年數越久，基金的績效則具有良好的顯著關係亦有較高的基金評等。(2)基金經理人的經歷會和基金的表現有顯著相關之統計結果，操作年資與基金績效呈現正向顯著相關。因此提出本研究之假說：

假說5基金經理人任期、年資較淺容易被替換

六、基金規模與基金經理人替換之關係

童偉恩(2012)研究顯示國內股票型基金的平均資產規模相對較境外股票型基金小。潘承業(2002)發現操作基金規模愈大的基金經理人，職務上異動情形越不頻繁。顯示規模大的基金其基金經理人相對是較穩定不易被更換。基金規模較小將較容易造成基金經理人被更換。因此提出本研究之假說：

假說6基金規模較小基金經理人較容易被替換

七、基金週轉率與基金經理人替換之關係

週轉率代表基金經理人在投資標的上持股買進賣出的頻率，高週轉率是否有著高績效，Khorana (1996)研究發現有替換基金經理人的基金其投資組合的週轉率相對高於無替換的基金。陳安琳、洪嘉苓、李文智(2001)實證發現買入週轉率愈高易導致交易成本的上揚進而抵銷好的績效表現，因而導致經理人因此而較容易被替換。因此提出本研究之假說：

假說7基金週轉率較高基金經理人較容易被替換

八、基金費用率與基金經理人替換之關係

基金的費用率是否會侵蝕基金的收益，Khorana (1996)研究發現有替換基金經理人的基金其投資組合的費用率相對高於無替換的基金。Indro et al.(1999)則發現基金費用率與基金績效呈負向關係。劉倩伶(2004)於研究中指出，基金經理人的替換次數愈少，表示經理人操作年資較長，則基金收取的費用愈低，且會有較優異的基金績效表現。較高的基金費用率將會導致基金經理人較容易被替換。因此提出本研究之假說：

假說8基金費用率較高基金經理人較容易被替換

參、研究方法及步驟

一、資料

以台灣的股票開放型基金爲主要研究對象，樣本基金觀察期間爲1996年至2009年，主要探討基金經理人替換前後，不同經理人操作同一檔

基金時，其基金經理人特質、基金特性的變化情形，以檢視經理人替換及異動對基金會造成什麼影響。樣本基金的觀察期間包括基金經理人異動前後各 12 個月之年報酬資料，由於考慮到新任經理人需要一段期間來調整投資組合，所以在異動後三個月報酬資料並不含在本研究觀察期間。

基金經理人特性相關資料皆蒐集自基智網，找出每支基金十四年間的基金經理人及特性與操作基金期間。基金績效、基金風險、基金特性則蒐集自台灣經濟新報。

二、研究方法

本研究首先以均數檢定(t檢定)探討基金經理人特性（性別、學歷、經理人任期、經理人年資）在替換前後是否有差異及基金特性（基金規模、週轉率、費用率、基金成立年數）在替換前後是否有差異。

接著，本研究採用邏輯斯迴歸方法探討那些因素會影響經理人轉換。

基金經理人替換方程式如下：

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 return + \beta_2 jensen + \beta_3 sharpe + \beta_4 treynor + \beta_5 std + \beta_6 beta + \beta_7 sex + \beta_8 edu + \beta_9 year\ 1 + \beta_{10} year\ 2 + \varepsilon_i \quad .....(1)$$

方程式中自變數定義，$Y_i = 1$ 爲當年度有經理人被替換之基金，$Y_i = 0$ 爲當年度未有經理人被替換之基金。 *return* 爲報酬率， *jensen* 爲簡森指標， *sharpe* 爲夏普指標， *treynor*爲崔納指數， *std* 爲標準差， *beta* 爲 Beta 值， *sex* 爲性別， *edu*爲學歷， *year* 1 爲經理人操作該檔基金的年資， *year* 2 爲經理人進入基金產業開始操作基金的年資。

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 return + \beta_2 jensen + \beta_3 sharpe + \beta_4 treynor + \beta_5 std + \beta_6 beta + \beta_7 tna + \beta_8 turn + \beta_9 \exp ense + \beta_{10} year\ 3 + \varepsilon_i \quad .....(2)$$

方程式中各自變數定義 Y_i=1 爲當年度有被替換之基金，Y_i=0 爲當年度未被替換的基金。 *return* 爲報酬率， *jensen* 爲簡森指標， *sharpe* 爲夏普指標， *treynor*爲崔納指數， *std* 爲標準差， *beta* 爲 Beta 值， *tna* 爲基金規模， *turn* 爲週轉率，expense 爲費用率， *year* 3 爲基金的成立年數。

各變數定義詳細說明如下：

(一)、依變數

本文依據經理人替換來評估對基金的影響假設經理人替換爲一虛擬變數

1. 當年度未被替換的基金定義爲0
2. 當年度被替換的基金定義爲1

(二)、自變數

1. 報酬率

共同基金淨值報酬率，是指「共同基金每單位淨資產價值報酬率」，基金每單位淨資產乃基金之總資產去除總負債後，除以流通在外之受益憑證數而得，一般簡稱爲基金淨值。共同基金淨值報酬率如下

$$R_{i,t} = \frac{NAV_{i,t} - NAV_{i,t-1} + DIV_{i,t}}{NAV_{i,t-1}}$$

$R_{i,t}$爲*i*基金在第*t*期的淨報酬率。$NAV_{i,t}$爲*i* 基金在第*t*期的淨資產價值。$NAV_{i,t-1}$爲*i*基金在第*t*-1期的淨資產價值。$DIV_{i,t}$爲*i*基金在第 *t*期之股息。

2. *Jensen*(簡森指標)

爲衡量基金績效超過其承擔市場風險所應得之報酬。

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i (R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{it}$$

α_i爲*Jensen*績效指標。R_{mt}爲市場投資組合報酬率。R_{it}爲共同基金報酬率。R_{ft}爲無風險報酬率。β_i爲SML 的係數所衡量之投資組合系統風險。$\varepsilon_{i,t}$爲隨機誤差項。

*Jensen*績效指標(α_i)爲一絕對性的績效指標，用來衡量投資組合或個別證券與系統風險相同水準的市場投資組合報酬率之間的差異。當α_i大於0，表示基金投資組合的績效優於市場投資組合；反之，則表示績效較差。

3. *Sharpe*(夏普指標)

爲衡量基金承擔每單位總風險所得之超額報酬。

$$Sharpe = \frac{\overline{R_i} - \overline{R_f}}{\sigma_i}$$

$\overline{R_i}$ 爲共同基金之平均報酬率。$\overline{R_f}$ 爲平均無風險報酬率。σ_i爲代表共同基金報酬率之標準差。

4.*Treynor*(崔納指數)

爲衡量基金承擔每單位市場風險所得之超額報酬

$$treynor = \frac{\overline{R_i} - \overline{R_f}}{\beta_i}$$

$\overline{R_i}$ 爲共同基金之平均報酬率。$\overline{R_f}$ 爲平均無風險報酬率。β_i 爲證券市場線的 β 係數所衡量之投資組合系統風險。$\overline{R_i} - \overline{R_f}$ 爲基金投資之風險溢酬。

5. 標準差

基金淨值報酬率的標準差(σ)是用來衡量報酬率的波動程度，亦即報酬率的變動範圍。標準差越大表示報酬率好的時候與不好的時候相差越大，也就是報酬率的變動性越高。以近12個月的單月報酬率所計算之年化標準差；成立未滿12個月者不予計算。

公式：$\sigma_i * \sqrt{12}$

σ_i 爲近 12 個月單月 ROI 的標準差

淨值報酬率=(今日淨值-上月同一日淨值)／上月同一日淨值×100

6.Beta值

爲衡量基金相較於市場報酬率波動的幅度，β值越大代表基金報酬率受到大盤漲跌的影響越大。

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i(R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{it}$$

R_{it} 爲第 i 種基金第 t 期的報酬。R_{mt} 爲市場投資組合第 t 期的報酬。R_{ft} 爲無風險利率。

7. 性別

本文樣本中，基金經理人之性別男性設爲 1，女性設爲0。

8. 學歷

本研究將基金經理人之學歷分爲研究所以上爲 1，研究所以下爲0，以探討經理人學歷差異對基金之影響。

9. 經理人的任期(經理人操作該檔基金的年資)

本文根據基智網所列出之各基金明細，以同一基金各經理人離職日減經理人接任日，予以年化後計算出經理人任職即爲操作該檔基金的年資。

10.經理人的年資(基金經理人進入基金產業開始操作基金的年資)

爲基金經理人待在基金產業從事操作基金之總年數，以最後擔任經理人卸任日減最初擔任經理人接任日予以年化。

11.基金規模

指該基金各月底的資產總值。

12.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爲計算。

基金買入週轉率＝當年度買入股票總金額÷全年平均基金淨資產價值

基金賣出週轉率＝(當年度賣出股票總金額－受益憑證淨買回金額－

基金收益分配金額)／全年平均基金淨資產價值

13.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)爲費用。

14.基金成立年數

本文定義爲基金自成立發行日至研究終止之期間。

肆、實證結果分析

本研究以台灣的股票開放型基金爲主要研究對象，包括一般股票型、中小型、中概股型、指數型、科技類、特殊型、價值型、上櫃股票型，共八大類型基金，樣本基金的觀察期間爲 1996 年至 2009 年。資料來源爲台灣經濟新報(TEJ)及基智網。探討基金經理人的替換，對於基金到底造成什麼影響，及那些因素造成經理人被替換。

一、不同期間基金經理人替換之頻率

表1爲研究期間1996年至2009年間基金經理人替換次數之分析表，我們發現2005年的替換次數最爲頻繁，可能2005年景氣較好，投信公司有較多的基金產品或是有較大型的基金需要有經驗的基金經理人操盤，因此造成高頻率的基金經理人替換。

表1 年度基金經理人替換頻率之比較

年份	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
替換次數	11	16	20	29	30	35	43	42	40	51	41	35	38	25

二、基本敘述統計分析

表2爲經理人替換前的敘述統計資料，表3爲經理人替換後的敘述統計資料，由表2及表3可以發現在基金績效指標方面，基金經理人替換前之報酬率平均值爲0.14%，替換後之報酬率平均值爲0.76%；Jensen指標替換前後平均值皆爲0.34%；Sharpe指標替換前平均值爲0.07%，替換後平均值爲0.09%；Treynor指標替換前平均值爲0.24%，替換後平均值爲0.46%，就衡量基金報酬基效的指標來觀察，顯示基金經理人替換後並無超額的績效。在基金風險方面，標準差替換前平均值爲28.01%，替換後平均值爲28.09%；Beta平均值替換前爲0.95%，替換後爲0.96%。由上述可知，基金風險在基金經理人替換後

的平均數值皆高於替換前。

基金經理人特性方面，經理人的性別平均值替換前爲74%，顯示出基金經理人以男性占大部分，但於替換後之平均值下降爲69%，顯示替換後的基金經理人雖然也以男性居多，但女性經理人有增加之情形。由表1及表2可得知基金經理人在學歷方面，其數據顯示教育程度爲研究所者較爲多數，替換後之平均值是高於替換前，顯示基金經理人替換後的學歷爲研究所者占其多數。關於基金經理人任期，即操作該基金的年數於替換前平均值爲1.24年，替換後平均值爲0.72年(8.6月)，顯示臺灣的基金經理人替換速度相當快，可能因爲績效未能達到，也或許是表現較佳、操作成績亮眼而被挖角，但對於投資人來說這是一個值得關注的現象。在樣本中基金經理人年資之平均數皆爲3.52年，在替換前和替換後是沒有差異的。相較於洪樹德(2008)研究發現國外的基金經理人平均年資高達185個月而言，國內基金經理人的年資相對不夠資深，但也可能是台灣在基金這個產業還算是相當新興的國家，還不夠時間累積充分的資歷。

基金特性方面，基金規模替換前之平均值爲20.35億，替換後之基金規模平均值爲18.78億，顯示出基金規模於替換後將會縮小；週轉率於基金經理人替換前平均值爲30.99%，替換後平均值爲31.03%，顯示經理人替換後之週轉率較高;費用率之平均值於替換前後皆爲0.32%,顯示出無論有無替換經理人,費用率均無任何改變。

表2 敘述統計--經理人替換前

	個數	平均數	標準差	最大值	最小值
報酬率(%)	425	0.14	3.26	10.25	-9.47
Jensen 指標(%)	433	0.34	1.09	4.56	-2.52
Sharpe指標(%)	433	0.07	0.29	1.11	-0.63
Treyno 指標(%)	433	0.24	2.43	10.86	-6.51
標準差(%)	433	28.01	8.41	53.28	11.94
Beta 值(%)	433	0.95	0.20	1.68	0.44
經理人性別	468	0.74	0.44	1	0
經理人學歷	429	0.69	0.46	1	0
經理人的任期-操作該基金(年)	473	1.24	1.27	9.02	0.16
經理人的年資-開始操作基金(年)	467	3.52	2.95	23.03	0.21
基金規模(億)	457	20.35	27.07	338.54	1.59
週轉率(%)	440	30.99	19.29	172.37	0.34
費用率(%)	344	0.32	0.12	1.09	0.04
基金的成立年數(年)	457	5.93	4.18	20.89	0.23

表3 敘述統計--經理人替換後

	個數	平均數	標準差	最大值	最小值
報酬率(%)	437	0.76	2.95	9.25	-11.27
Jensen 指標(%)	463	0.34	1.13	4.42	-2.71
Sharpe指標(%)	463	0.09	0.28	0.72	-0.60
Treyno 指標(%)	463	0.46	2.36	7.21	-5.92
標準差(%)	463	28.09	8.21	58.10	11.03
Beta 值(%)	463	0.96	0.20	1.61	0.48
經理人性別	470	0.69	0.46	1	0
經理人學歷	454	0.76	0.43	1	0
經理人的任期-操作該基金(年)	473	0.72	0.09	0.80	0.47
經理人的年資-開始操作基金(年)	469	3.52	2.99	21.45	0.47
基金規模(億)	463	18.78	28.08	421.44	1.48
週轉率(%)	455	31.03	22.31	185.94	-161.04
費用率(%)	361	0.32	0.12	1.17	0.04
基金的成立年數(年)	463	7.10	4.17	21.93	1.11

三、基金績效、基金風險、基金特性與基金經理人特質之均數檢定

表4爲基金經理人替換前及替換後對於基金報酬及基金風險之t檢定，由表得知，基金於基金經理人替換後，績效指標皆高於基金經理人替換前，但只有原始報酬率有顯著差異，在Jensen值、Sharpe值和Treynor值則沒有顯著差異。在風險方面，標準差、Beta值雖然顯示於基金經理人替換後有較高的數值，但並沒有達到顯著的差異，所以也無法顯示基金經理人替換後風險是較高的。

表4 基金績效、基金風險之均數檢定

		平均數	均數差異	t 值	p 值
報酬率(%)	更換前(N=425)	0.14	0.62	2.94***	0.003
	更換後(N=437)	0.76			
Jensen 值(%)	更換前(N=433)	0.34	0.01	0.09	0.926
	更換後(N=463)	0.34			
Sharpe 值(%)	更換前(N=433)	0.07	0.02	1.15	0.252
	更換後(N=463)	0.09			
Treynor 值(%)	更換前(N=433)	0.24	0.22	1.39	0.16
	更換後(N=463)	0.46			
標準差(%)	更換前(N=433)	28.01	0.09	0.16	0.88
	更換後(N=463)	28.09			
Beta 值(%)	更換前(N=433)	0.95	0.15	1.10	0.274
	更換後(N=463)	0.96			

*表示達 10%的顯著水準，**表示達 5%的顯著水準，***表示達 1%的顯著水準。

表5爲基金經理人替換前和替換後之基金經理人特性與基金特性之t檢定，由表可得知在經理人特性方面，經理人性別平均數由替換前的0.74轉變爲替換後的0.69，顯示替換後基金經理人有女性增加之變動，但不達顯著標準；學歷方面，基金經理人替換前平均數爲0.69，替換後平均數爲0.76，則顯示替換後經理人學歷是研究所以上占較多數，且爲顯著。在經理人任期上，替換前平均數爲1.24，替換後平均數爲0.72，則顯示基金在基金經理人替換後，其基金經理人的任期反而縮短且爲顯著。基金特性方面，基金經理人更換前後皆未達顯著差異。

表5 基金經理人特性、基金特性之均數檢定

		平均數	均數差異	t 值	p 值
經理人性別	更換前(N=468)	0.74	-0.04	-1.48	0.14
	更換後(N=470)	0.69			
經理人學歷	更換前(N=429)	0.69	0.06	2.11**	0.04
	更換後(N=454)	0.76			
經理人的任期-操作該基金(年)	更換前(N=473)	1.24	-0.52	-8.88***	0.000
	更換後(N=473)	0.72			
經理人的年資-開始操作基金(年)	更換前(N=467)	3.52	-0.002	-0.01	0.99
	更換後(N=469)	3.52			
基金規模(億)	更換前(N=457)	20.35	-1.82	-0.86	0.39
	更換後(N=463)	18.78			
基金週轉率(%)	更換前(N=440)	30.99	0.001	0.11	0.91
	更換後(N=455)	31.03			
基金費用率(%)	更換前(N=344)	0.32	0.001	0.11	0.91
	更換後(N=361)	0.32			

*表示達10%的顯著水準，**表示達5%的顯著水準，***表示達1%的顯著水準。

四、基金績效、基金風險、基金經理人特質、基金特性與基金經理人替換之關係

(一)、基金績效、基金風險、基金經理人特質與基金經理人替換之關係

表6中我們分別看基金績效、基金風險、基金經理人特質與基金經理人替換之關係。其中，基金績效指標(報酬率、 Jensen值、 Sharpe值、 Treynor值)皆爲負向影響，但其中只有Jensen值爲顯著影響，顯示出其績效愈差，經理人愈容易被替換，因此本研究假說1爲部份成立。

在風險指標值(標準差和Beta值)部份，則無法解釋與經理人替換有關係，與盧敬忠(2003)發現結果一致，但與本研究假說2不一致，顯示風險

高低並非影響經理人替換的主要原因。

在基金經理人特質中，性別爲正向且達顯著標準，顯示男性經理人是較容易被替換的，此與本研究假說3一致。Barber and Odean（2001）發現女性績效優於男性，每年多出1.4%，Bliss and Potter(2002)亦發現女性基金經理人較傾向於風險趨避，在績效表現上，女性經理人較男性爲佳。因此，男性經理人可能績效較差，因此較容易替換。但也可能是因國內男性經理人較女性經理人多，在樣本的選取並不平均而造成可能的偏誤。在學歷方面則呈現負向顯著的關係，顯示其學歷愈低，其經理人愈容易被替換，此一結果與本研究之假說4一致。

經理人任期與經理人年資，其研究結果並無法顯示與經理人替換有直接的關係，與本研究假說5並不一致。Golec(1996)發現基金經理人之操作該檔基金之年數與績效具有顯著的關係存在。Israelsen(1998)實證研究基金經理人操作基金年數越久，基金的績效則具有良好的顯著關係，亦有較高的基金評等。與國外相比較，有可能是台灣的基金經理人任期和年資都太短，以致於呈現此結果。

表6 基金績效、基金風險、基金經理人特質與基金經理人替換之關係

變數	模型一	模型二	模型三	模型四	模型五	模型六
截距項	-0.37** (0.04)	-0.23 (0.20)	-0.27 (0.13)	-0.27 (0.12)	-0.32 (0.19)	-0.53* (0.06)
報酬率	-0.002 (0.74)					
Jensen 值		-0.10** (0.02)				
Sharpe 值			-0.13 (0.39)			
Treynor 值				-0.01 (0.50)		
標準差					0.002 (0.80)	
Beta 值						0.28 (0.23)
性別	0.33*** (0.01)	0.23* (0.08)	0.25* (0.06)	0.25* (0.06)	0.26** (0.05)	0.27** (0.04)
學歷	-0.40*** (0.003)	-0.39*** (0.003)	-0.40*** (0.002)	-0.40*** (0.002)	-0.41*** (0.002)	-0.42*** (0.001)
經理人任期	-0.04 (0.38)	-0.05 (0.26)	-0.06 (0.20)	-0.06 (0.20)	-0.06 (0.19)	-0.06 (0.18)
經理人年資	0.01 (0.65)	0.01 (0.78)	0.01 (0.61)	0.01 (0.63)	0.01 (0.60)	0.01 (0.67)
數目	1282	1226	1264	1269	1288	1254
Adj R-Sq	0.015	0.021	0.016	0.016	0.015	0.016

括號內爲p值，*表示達10%的顯著水準，**表示達5%的顯著水準，***表示達1%的顯著水準。

(二)、基金績效、基金風險、基金特性與基金經理人替換之關係

表7中我們分別看基金績效、基金風險、基金特性與基金經理人替換之關係。其中，基金績效指標與風險高低部分與表6得到相同的結果。至於基金特性與經理人替換之關係，我們發現基金規模與經理人更換關係呈負向且達顯著水準，顯示基金規模愈小，基金經理人愈容易被更換，此與本研究假說6一致。

週轉率則呈現正向且顯著的關係，顯示當基金的週轉率愈高時，經理人愈容易被替換。此一結果也與本研究之假說7一致，並與Khorana (1996)和陳安琳、洪嘉苓、李文智(2001)的研究發現一致。

在費用率方面，皆未達顯著標準，所以無法解釋費用率與經理人替換有關係，因此與本研究假說8並不一致。基金成立年數的研究結果顯示爲正相關且達顯著標準也就是基金成立年數愈長，其經理人愈容易被替換。

表7　基金績效、基金風險、基金特性與基金經理人替換之關係

變數	模型一	模型二	模型三	模型四	模型五	模型六
截距項	1.16 (0.37)	1.22 (0.33)	1.26 (0.32)	1.22 (0.33)	1.23 (0.33)	1.07 (0.40)
報酬率	-0.01 (0.38)					
Jensen 值		-0.18*** (0.001)				
Sharpe 值			-0.28 (0.13)			
Treynor 值				-0.03 (0.23)		
標準差					0.004 (0.50)	
Beta 值						0.39 (0.14)
基金規模	-0.13* (0.09)	-0.13* (0.08)	-0.14* (0.06)	-0.14* (0.06)	-0.16** (0.04)	-0.16** (0.04)
週轉率	0.01*** (0.000)	0.01*** (0.000)	0.01*** (0.000)	0.01*** (0.000)	0.01*** (0.000)	0.01*** (0.000)
費用率	-3.98 (0.29)	-3.81 (0.28)	-3.11 (0.38)	-2.92 (0.41)	-2.34 (0.51)	-2.68 (0.45)
成立年數	0.05*** (0.001)	0.05*** (0.002)	0.05*** (0.002)	0.05*** (0.002)	0.05*** (0.002)	0.04*** (0.01)
數目	899	906	921	921	920	922
Adj R-Sq	0.05	0.064	0.052	0.051	0.05	0.052

括號內爲p值，*表示達10%的顯著水準，**表示達5%的顯著水準，***表示達1%的顯著水準。

伍、研究結論與建議

本研究以台灣的股票開放型基金爲主要研究對象，樣本基金觀察期間爲1996年至2009年，主要探討基金經理人替換前後在基金績效及風險的差異，基金經理人特性（性別、學歷、經理人任期、經理人年資）、基金特性（基金規模、週轉率、費用率、基金成立年數）在替換前後是否有差異。除此之外，本研究也探討基金經理人及基金的哪些特性較容易造成基金經理人異動或替換。就經理人替換頻率研究，發現2005年的替換次數最爲頻繁，可能2005年景氣較好，投信公司有較多的基金產品或是有較大型的基金需要有經驗的基金經理人操盤，因此造成高頻率的經理人替換。替換頻率最高之前5支基金，其經理人替換率最高達71.29%，最低的替換率也有54.93%，顯示國內基金經理人替換之頻繁。

在基金經理人替換前後的差異，績效指標皆高於基金經理人替換前，但只有原始報酬率有顯著的差異，顯示基金經理人替換後並無超額的績效，所以無法顯示基金經理人替換後績效是較好的。在風險方面，標準差、Beta值也沒有達到顯著的差異，所以也無法顯示基金經理人替換後風險是較高的。在學歷方面，則顯示替換後的基金經理人學歷是以研究所以上的經理人較多且達顯著標準。在經理人任期上，則顯示基金在基金經理人替換後其基金經理人的任期反而縮短且是顯著的。有可能是原本基金的績效很差，投信公司想用新任的經理人來拯救基金但無能如願有較好的績效而導致經理人又被替換才顯示這樣的結果。

在經理人被替換的原因中，顯示績效愈差其經理人愈容易被替換，但只有部份成立，風險指標值(標準差和Beta值)則無法解釋與經理人替換有關係，顯示風險值標準差和Beta值並非經理人替換的主要原因。基金經理人特質中顯示男性經理人是較容易被替換的。但可能是國內男性經理人較女性經理人多，在樣本的選取並不平均因此造成可能的偏誤。學歷方面則呈現顯示其學歷愈低其經理人愈容易被替換。經理人任期與經理人年資其研究結果並無法顯示與經理人替換有直接的關係，有可能是台灣的基金經理人的任期和年資都太短，以致取得的樣本呈現這樣的結果。基金特性中，基金規模愈小，其基金經理人愈容易被替換。週轉率愈高，經理人愈容易被替換。費用率方面，其研究數據皆未達顯著標準，所以無法解釋費用率與經理人替換有關係。基金成立年數的研究結果顯示，其基金成立年數愈長，其經理人愈容易被替換。

本研究採用性別、學歷、任期及年資做爲經理人的特質，後續研究者可將經理人的年齡、教育程度再細分。可將相同學歷下再區分爲商科或其他科系的學歷，來判別商科學系是否較占優勢，而有不同的研究結果。也可對基金經理人更換詳細區分其原因，包含自願和非自願、退休或挖角等因素，建議可以將基金經理更換的原因做區分，探討不同更換原因對基金造成的影響。

此外，本研究之研究樣本只針對開放式股票型基金研究，並未對他類型基金加以研究，後續研究者可以將其他類的基金類型納入研究範圍，檢視是否和開放式基金有同樣結果。

參考文獻

中文部分：

1. 洪樹德(2008)，「基金經理人特質與基金績效之研究—國內與海外共同基金之比較分析」，高雄應用科技大學金融資訊研究所碩士論文。
2. 陳安琳、洪嘉苓、李文智 (2001)，「共同基金經理團隊屬性與基金績效之研究」，證券市場發展季刊，第 13 卷第 3 期，1-27。
3. 童偉恩(2011)，「台灣基金經理人異動頻繁背景分析」，貨幣觀測與信用評等雙月刊，第 90 期，128-144。
4. 童偉恩(2012)，「基金經理人特質對基金報酬的影響─以台灣股票型基金爲實證」，貨幣觀測與信用評等雙月刊，第 95 期，4-14。
5. 黃少君(2002)，「共同基金經理人更換及其週轉率關係之研究」，實踐大學企業管理研究所碩士論文。
6. 劉倩伶(2004)，「投信績效對基金績效之影響」，國立中正大學財務金融研究所碩士論文。
7. 潘承業(2002) ，「共同基金經理人離職與再就業分析-以事件史分析法」，義守大學管理科學研究所碩士論文。
8. 盧敬忠 (2003)，「以績效評估指標探討經理人的更換對基金績效之影響」，國立中央大學企業管理研究所碩士論文。

英文部分：

1. Barber, B. M. and Odean T. (2001), Boys Will Be boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment, *The Quarterly Journal of Economics, 116*(1), 261-292.
2. Bliss, R. T. and Potter, M. E. (2002),Mutual Fund Managers: Does Gender Matter?*Journal of Business & Economic Studies, 8*(1), 1-15
3. Brown, K. C., W. V. Harlow and L. T. Starks (1996), Of Tournaments and Temptations: An Analysis of Managerial Incentives in the Mutual Fund Industry, *Journal of Finance, 51*, 85-110.
4. Chevalier, J. and G. Ellison(1999), Career Concerns of Mutual Fund Managers,*The Quarterly Journal of Economics, 114*, 389-432.
5. Chevalier, Judith and G. Ellison (1997), Risk Taking by Mutual Funds as a

Response to Incentives,*Journal of Political Economy, 105*, 1167-1200.

6. Gallo and Lockwood (1999), J. G. and L. J. Lockwood(1999),Fund Managerment Changes and Equity Style Shifts,*Financial Analysts Journal, 55*,44-52.
7. Goetzmann, W., J. Ingersoll, M. Spiegel and I. Welch (2007), Portfolio Performance Manipulation and Manipulation-Proof Performance Measures, *Review of Financial Studies, 20*, 1503-1546.
8. Golec, J. H. (1996). The Effects of Mutual Fund Managers' Characteristics on Their Portfolio Performance, Risk, and Fees, *Financial Services Review, 5(2)*, 134-148.
9. Huang, J., & Sialm, C., & Zhang, H. (2009), Risk Shifting and Mutual Fund Performance, Working Paper, University of Texas at Austin.
10. Indro, D. C., C. X. Jiang, M. Y. Hu and W. Y. Lee (1999), Mutual Fund Performance：Does Fund Sizes Matter?*Financial Analysts Journal, 55*, 74-87.
11. Israelsen, C. L. (1998). Characteristics of Winning Mutual Funds, *Journal of Financial Planning, 11(2)*, 78-87.
12. Kang, J. K., and Shivdasani, A. (1995).Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan,*Journal of Financial Economics, 38*, 29-58.
13. Khorana, A. (1996). Top Management Turnover: An Empirical Investigation of Mutual Fund Managers, *Journal of Financial Economics, 40*,403-427.
14. Khorana, A.(2001). Performance Changes Following Top Management Turnover: Evidence from Open-End Mutual Funds, *Journal of Financial and Quantitative Analysis, 36*, 371-393.
15. Lemak, D. J. and Satish, P. K. (1996), Mutual Fund Performance and Managers' Terms of Service: Are There Performance Differences? *Journal of Investing, 5(4)*, 59-63.