

# 國立交通大學

管理學院財務金融學程碩士班

## 碩士論文

共同基金經理人替換與得獎持續性分析

-以國內投信發行基金為例

A Study on the Fund Manager Change and

the Persistence of Awarded Funds –

Using the Domestic Mutual Funds as an Example.

研究生：王耀毅

指導教授：鍾惠民 博士

謝文良 博士

中華民國一〇〇年六月

共同基金經理人替換與得獎持續性分析

-以國內投信發行基金為例

A Study on the Fund Manager Change and

the Persistence of Awarded Funds –

Using the Domestic Mutual Funds as an Example.

研究生：王耀毅

Student：Yao-I Wang

指導教授：鍾惠民

Advisor：Dr. Hui-Min Chung

謝文良

Advisor：Dr. Wen-Liang Hsieh



A Thesis  
Submitted to College of Management  
National Chiao Tung University  
in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of  
Master  
in  
Finance

June 2011

Hsinchu, Taiwan, Republic of China

中華民國一〇〇年六月

# 共同基金經理人替換與得獎持續性分析

## -以國內投信發行基金為例

學生：王耀毅

指導教授：鍾惠民

謝文良

國立交通大學管理學院碩士在職專班財務金融組

### 中文摘要

國內共同基金業在投信整併與外商不斷進入下早已成為完全競爭市場，而透過國內外具公信力的評鑑機構及財經媒體針對表現穩定、優異的基金所頒發的各類獎項，讓獲獎的基金受到更多關注與投資人青睞，惟本研究統計過去得獎基金經理人異動頻率明顯高於同時期市場平均值，引發本文欲探討基金經理人的替換、生涯與現職年資（年資與任期）、基金成立年數與投信公司規模是否會影響得獎持續性的動機，並在控制基金規模、類型與 Treynor、Information Ratio 指標後，進一步探討迴歸模型在得獎後不同年度得獎持續性之結果。

本文將針對國內兩大基金獎（金鑽獎、台灣基金獎）與三大主要基金評比機構（Bloomberg、Lipper、Morningstar）過去多年來曾頒發獲獎的全部境內基金，以涵蓋較多的樣本及較長的檢驗期間，並透過一般統計分析（251 筆得獎資料）與 Panel Probit Model 預測模型的實證（143 筆得獎資料）結果，期望找出得獎持續性的影響因子，在一般社會大眾透過這些得獎訊息判斷投資標的時，能有更客觀與彈性的依據。

根據本研究之實證結果發現：

1. 基金經理人的現職年資與基金是否能連續兩年得獎有顯著的正向相關；
2. 基金是否能連續三年得獎，會因基金經理人的更換有負向影響，而基金成立年數則會有正向影響；
3. 基金是否能連續四年皆得獎，會受到基金經理人更換的負面影響、經理人的生涯年資及基金成立年數的正向影響。

關鍵字：共同基金、得獎持續性、基金經理人替換、生涯年資、現職年資

A Study on the Fund Manager Change and  
the Persistence of Awarded Funds –  
Using the Domestic Mutual Funds as an Example.

Student : Yao-I Wang

Advisor : Hui-Min Chung

Wen-Liang Hsieh

Degree Program of Finance  
College of Management  
National Chiao Tung University

**THESIS ABSTRACT**

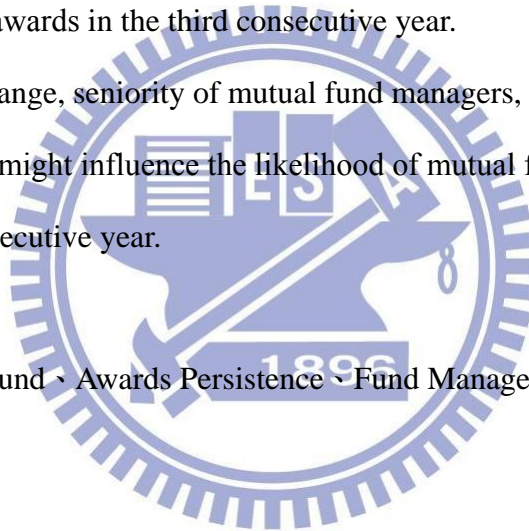
Taiwan's asset management companies have been facing fierce competition after more merges take place and the increasing number of new comers. In order to stay competitive, companies are trying to earn more attention and recognitions from the credit rating agencies, media and the public by becoming award winners. This study is trying to investigate the relation between the frequency of receiving awards and the given background information about mutual funds including the fund manager change, the seniority and tenure of fund managers, fund ages, and total AUM (Asset Under Management).

The study covers 251 domestic mutual funds as samples that were selected from the lists of Gold Diamond Awards held by Taipei Foundation of Finance, Taiwan Fund Awards, and award lists of the international well known mutual fund ranking institutes including Bloomberg, Lipper and Morningstar. Among these samples, the study uses statistical analysis this 251 samples and deploys Panel Probit Model to develop the

regression model based on the 143 samples of it. Now the study identifies the relations between certain factors and frequency of award receiving. When investors are referred to lists of award winners, they can understand what factors, apart from mutual fund performance itself, might also affect the possibility of earning mutual fund awards consecutively.

1. The tenure of mutual fund managers and mutual fund awards shows positive significant correlation in the case of the winners in the second consecutive year.
2. Fund manager change as well as fund ages will affect the possibility of mutual funds' receiving awards in the third consecutive year.
3. Fund manager change, seniority of mutual fund managers, and fund ages are three factors that might influence the likelihood of mutual funds' earning awards in the fourth consecutive year.

Keywords : Mutual Fund 、 Awards Persistence 、 Fund Manager Change 、 Seniority 、  
Tenure



## 誌 謝

難以相信我終於順利完成這份論文，回想過程中多少個漫漫長夜與寂寞的思維路程，卻不覺得辛苦。最讓我感謝的是鍾惠民博士，兩年的提點與鼓勵，並以其豐富學識、結合業界實務的應用，使我屢次在混沌中找到方向，感謝恩師謝文良博士，以清晰的邏輯與嚴謹的態度，持續關心並適時的指導與協助，讓我在計量分析上獲益良多，特別感謝口試委員林淑瑛教授與孫而音教授在口試中提供珍貴意見，能使本論文得以更完整的面貌呈現。

研究期間遭遇多少次瓶頸，若非敬賀學長在研究方法上的意見與耐心協助，以及時常被我叨擾的業界好友：曜嘉、志豪、明煜與欣翰，從我思考過程中的激盪、資料收集的幫助、與精神上的支持，我不可能逐一克服而堅持下來；還有來自四面八方企業菁英的優秀同學們：感謝俊和在過程中無私的分享與討論探究、惠玲的勉勵與關心提醒、正玉與仲傑的經驗與打氣，還有麗琪、致宇、玉琴等在最後關頭一起砥礪的點滴，都是成就這份論文的一部份，讓我深感榮幸與永生難忘。

兩年的時間一晃眼就過，還記得當初經歷金融海嘯後迫切想尋找答案的雀躍心情，對交大師資與學術地位的景仰，讓我在繁忙工作、長女年幼並小兒出生的過程中，有滿滿的飽足與收穫，感謝財金所每位不同專精老師們的認真教學，犧牲平日晚上及週末假日的時間，奠定我在論文研究中所需的學識基礎，師恩浩瀚、沒齒難忘。

感謝太太成惠這兩年的體諒與包容，若沒有她無怨尤的支持，我不可能在工作與夢想上往前邁進，家中可愛的小布丁與小餅乾也不可能如此健康活潑的成長，更感激在寫作論文期間特地從國外回來幫忙的爸媽，您們時常掛在嘴邊的勸勉：「不經一番寒徹骨，怎得梅花撲鼻香？」，孩子都時刻在心，這份著作與我得到的學位及所有榮耀，都應該歸于您們！

耀毅 謹誌

于民國一百年六月

# 目 錄

中文摘要.....	i
THESIS ABSTRACT .....	ii
誌 謝.....	iv
目 錄.....	v
表 目 錄.....	vi
圖 目 錄.....	vii
符號說明.....	viii
第一章 緒論.....	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究動機.....	7
1.3 研究目的.....	10
1.4 研究架構.....	11
1.5 預期貢獻.....	12
第二章 文獻探討.....	13
2.1 基金獎常見之績效評估指標.....	13
2.2 共同基金績效衡量與績效持續性相關研究.....	18
2.3 基金經理人年資與替換之相關研究.....	25
2.4 基金獎評鑑比較（各獎項評比方式請參閱附錄一）.....	31
第三章 研究方法.....	33
3.1 研究對象與期間.....	33
3.2 資料來源與處理.....	36
3.3 研究變數定義.....	38
3.4 研究方法與實證模型.....	44
第四章 實證分析與研究.....	46
4.1 得獎基金得獎持續性之統計分析.....	46
4.2 經理人更換對基金得獎後得獎持續性之影響.....	52
第五章 結論與建議.....	63
5.1 研究結論.....	63
5.2 研究限制.....	66
5.3 建議.....	68
參考文獻.....	70
附錄一 基金獎評比方式.....	74
附錄二 得獎基金列表.....	79

## 表 目 錄

表 1、	投信公司歷史沿革.....	2
表 2、	1998 年以來台股與美、日、金磚四國及亞洲股市指數變化.....	5
表 3、	1998 年以來每年基金經理人異動狀況.....	6
表 4、	本研究各年期獎項樣本一覽.....	35
表 5、	各年期績效衡量指標相關係數.....	41
表 6、	本研究基金分類表.....	42
表 7、	變數定義彙總表.....	43
表 8、	得獎基金得獎後一至三年再得獎狀況.....	46
表 9、	得獎基金得獎後一至三年再得獎狀況-分年觀察.....	47
表 10、	再得獎與基金經理人更換分析.....	49
表 11、	1997 至 2010 年得獎基金的重覆狀況.....	50
表 12、	各項變數統計值-得獎後一年.....	52
表 13、	各項變數相關係數矩陣-得獎後一年.....	53
表 14、	迴歸結果分析表-得獎後一年.....	55
表 15、	各項變數統計值-得獎後兩年.....	56
表 16、	各項變數相關係數矩陣-得獎後兩年.....	57
表 17、	迴歸結果分析表-得獎後兩年.....	58
表 18、	各項變數統計值-得獎後三年.....	59
表 19、	各項變數相關係數矩陣-得獎後三年.....	60
表 20、	迴歸結果分析表-得獎後三年.....	62



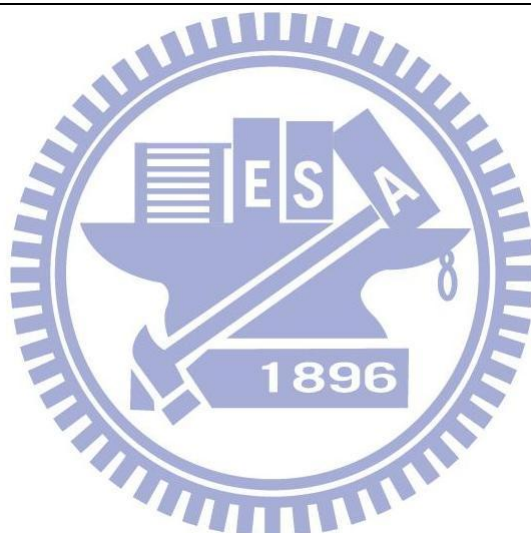
## 圖目錄

圖 1、	國內投信公司家數變化.....	3
圖 2、	國內投信公司基金檔數與規模變化.....	3
圖 3、	總代理制後總代理家數與境外機構家數變化.....	4
圖 4、	總代理制後境外基金檔數與規模變化.....	4
圖 5、	境內、境外基金規模比較.....	5
圖 6、	1998 年以來每年基金經理人異動狀況圖.....	7
圖 7、	研究架構流程圖.....	11



## 符號說明

<i>RWD<sub>Y</sub></i>	基金於得獎後 Y 年連續得獎 (得獎為 1、否則為 0)
<i>MNG<sub>Y</sub></i>	基金經理人於得獎後 Y 年更換 (更換為 1、否則為 0)
<i>CARRER</i>	基金經理人生涯年資 (年資)
<i>CURRENT</i>	基金經理人現職年資 (任期)
<i>FAGE</i>	基金成立年數
<i>CSIZE</i>	投信公司規模 (取自然對數)
<i>FSIZE</i>	基金規模 (取自然對數)
<i>TR<sub>Y</sub></i>	績效衡量指標---得獎後 Y 年期崔納指數
<i>IR<sub>Y</sub></i>	績效衡量指標---得獎後 Y 年期資訊比率
<i>D1、D2</i>	基金類型



# 第一章 緒論

## 1.1 研究背景

共同基金早已成為國人投資理財的一項重要工具，藉由專業的投資團隊、基金經理人研究與選擇標的彌補了一般投資大眾資訊的缺乏與落後。自從西元 1983 年政府開放僑外資金來台投資證券，財政部核准第一家國內證券投資信託公司（俗稱基金公司）「國際證券投資信託股份有限公司」（已更名為兆豐國際投資信託股份有限公司）的成立，至今不到 30 年的時間，已經歷四個階段（詳細沿革如表 1 所整理）。依據中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會（以下簡稱「投信投顧公會」）統計至 2010 年底，國內已有 39 家證券投資信託公司（以下簡稱「投信公司」），所發行的境內基金<sup>1</sup>檔數為 555 檔，管理之基金淨資產總額合計為新台幣 1.9 兆元（如圖 1、2 所示）；而境外基金<sup>2</sup>則在 1989 年政府開放外資證券商來台設立分支機構加速國人投資海外管道，且金管會於 2005 年頒布實施「境外基金管理辦法」中「總代理制」的確立，讓投資人有更透明的資訊直接投資於海外市場，截至 2010 年底，已有 40 家總代理人、72 家境外基金機構（如圖 3 所示）、1022 檔境外基金，國內投資人持有金額共計 2.44 兆元（如圖 4 所示）。

---

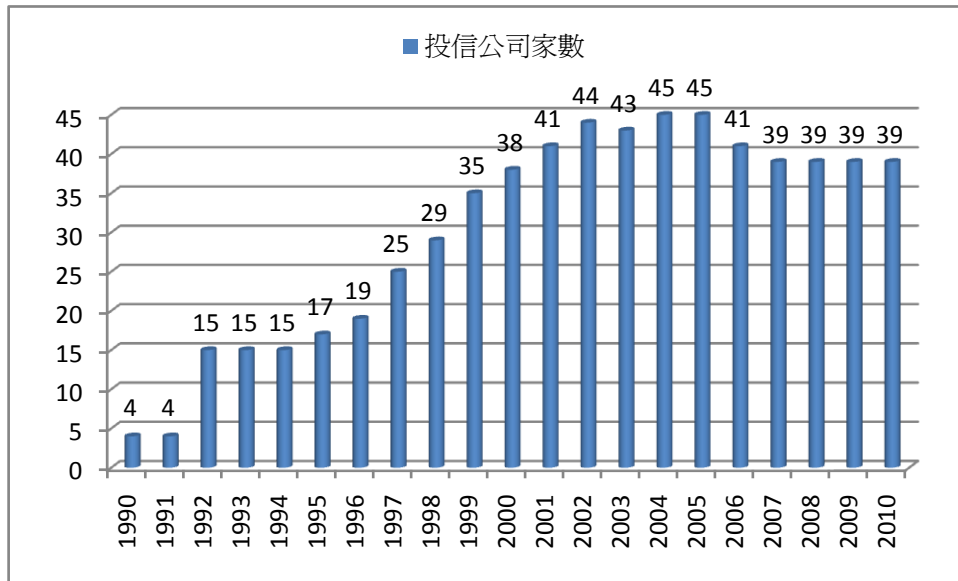
<sup>1</sup> 指在中華民國登記註冊之投信公司，經過主管機關核准，在台灣當地募集發行，投資範圍不限於國內或海外市場之基金；本文所提之基金檔數與規模皆為公募共同基金，不含私募基金。

<sup>2</sup> 指外資法人機構在台灣以外的地區募集發行，向主管機關申請核准而可公開銷售之基金。

表1、 投信公司歷史沿革

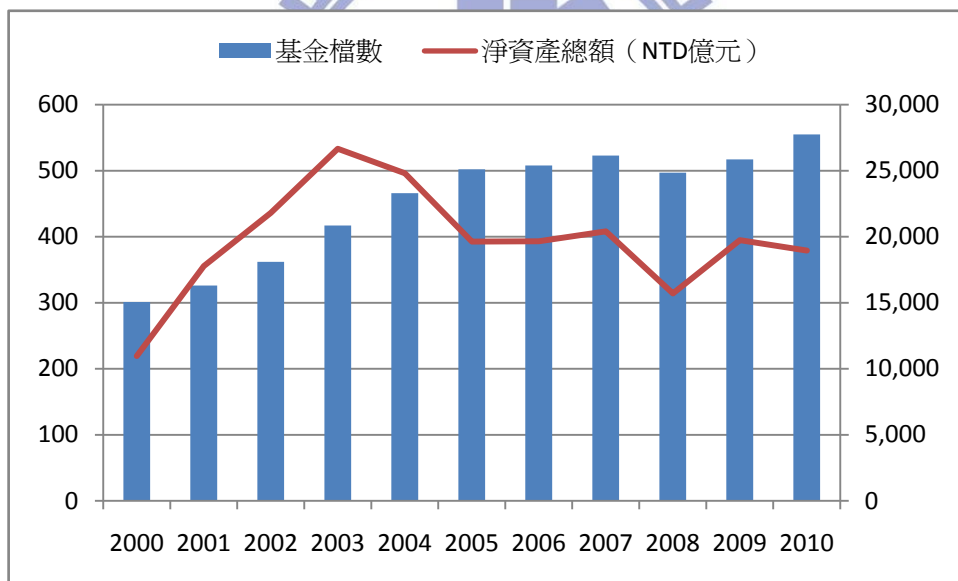
階段	年度	投信公司名稱	家數	累計家數	
一	寡占萌芽	1983	1983/9國際(2007年與兆豐國際投信合併)	1	1
		1986	1986光華(已為外資購買於2000年更名為荷銀光華、再於2006年為ING集團購入併入ING彰銀安泰) 1986/1建弘(2008年更名為 <b>第一金投信</b> ) 1986/4中華(已為外資購買於2001年更名為 <b>匯豐中華投信</b> )	3	4
二	完全競爭	1992	1992/8元大投信 1992/8萬國(1997年更名為寶泰, 已為外資購買於2000年更名為 <b>瑞銀投信</b> ) 1992/9中信(已為外資購買於2001年更名為 <b>景順投信</b> ) 1992/9統一投信 1992/9富邦投信	13	17
		1992 ~ 1995	1992/9永昌(2003年更名為 <b>華南永昌投信</b> ) 1992/9公元(1997年更名為 <b>寶來投信</b> ) 1992/9台灣(2000年更名為 <b>新光投信</b> ) 1992/10京華(已為外資購買於2000年更名為 <b>保誠投信</b> ) 1992/11元富(已為外資購買於2001年更名為保德信元富、再於2004年更名為 <b>保德信投信</b> ) 1992/10怡富(2004年更名為 <b>摩根富林明投信</b> ) 1995/10群益投信 1995/11大發(1997年更名為 <b>德信投信</b> )		
三	開放外資	1996	1996/5金鼎(2011年更名為 <b>匯達投信</b> ) 1996/5法華理農(1999年由國際綜合證券集團接手更名為中央國際、2003年更名為 <b>兆豐國際投信</b> ) 1996/12日盛投信	3	20
		1997	1997/3友邦(已更名為 <b>柏瑞投信</b> ) 1997/6復華投信 1997/8大眾(2007年更名為台灣工銀, 更於2010年併入台新投信) 1997/9聯合(2004年被建華金併購更名為建華, 2006年被大華接管) 1997/12大華(2008年更名為 <b>永豐投信</b> ) 1997/12金亞太(2002年被復華金控併購更名為金復華、又於2008年被外資購買更名為 <b>宏利投信</b> )	6	26
		1998	1998/6泛亞(1999改名為台育, 並於2004年由金復華接管) 1998/7傳山(2008年更名為 <b>安多利投信</b> ) 1998/10盛華(2006年被併入大眾) 1998/12彰銀喬治亞(2001年更名為 ING彰銀安泰, 又於2006年更名為 <b>ING投信</b> )	5	31
		1999	1999花旗(2001年與富邦投信合併) 1999/1倍立(2006年更名為奔華、2010年被外資購買已更名為 <b>貝萊德投信</b> ) 1999/3大信(已更名為 <b>富鼎投信</b> ) 1999/4德盛安聯投信 1999/8慶豐(2000年更名為阿波羅、2002年台灣人壽入主更名為 <b>台壽保投信</b> )	5	36
四	投信整併	2000 ~ 2010	2000蘇黎世(2003年併入台壽保投信) 2000/2國泰投信 2000/2富達投信 2001/3遠東大聯(2008年更名為 <b>德銀遠東投信</b> ) 2001/4凱基投信 2001/9玉山(已為外資購買於2008年更名為 <b>施羅德投信</b> ) 2001/12中興(2005更名為 <b>華頓投信</b> ) 2002/1國票(2005更名為台陽, 又於2008年更名為 <b>康和比聯投信</b> ) 2002/5第一富蘭克林(2009年更名為 <b>富蘭克林華美投信</b> ) 2004/6台新投信 2004/4新昕(已於2006年併入新光投信) 2009/2寶富期信	12	39

資料來源：本研究整理（紅色字代表截至2010年底尚存續之投信公司）



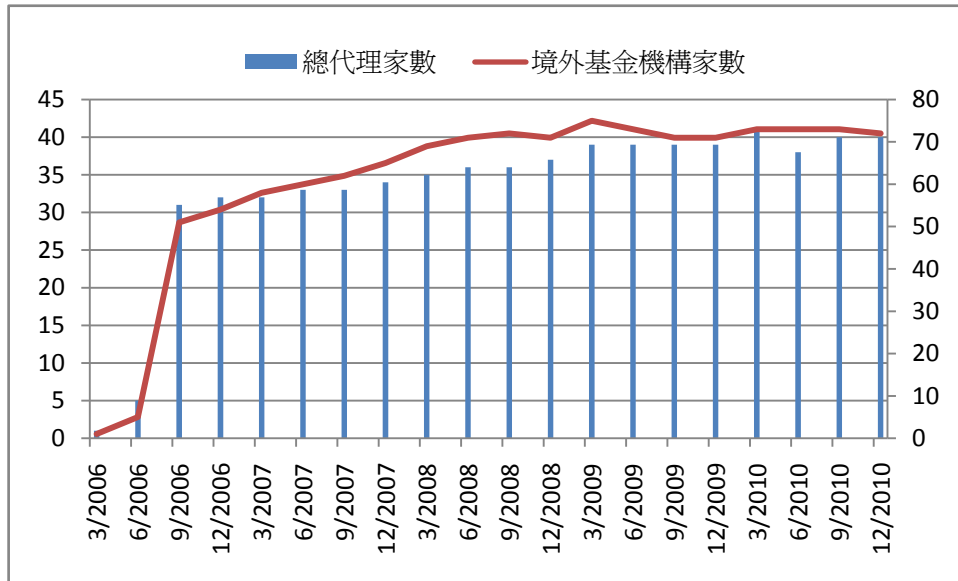
資料來源：投信投顧公會（統計日期：1990~2010年），本研究整理

圖1、國內投信公司家數變化



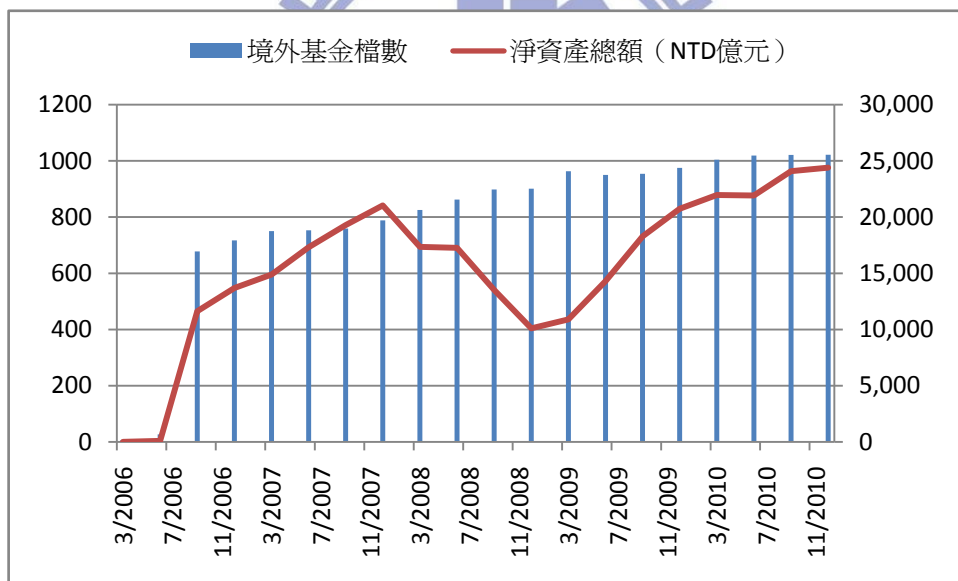
資料來源：投信投顧公會（統計日期：2000~2010年），本研究整理

圖2、國內投信公司基金檔數與規模變化



資料來源：投信投顧公會（統計日期：2003/6~2010/12），本研究整理

圖3、 總代理制後總代理家數與境外機構家數變化



資料來源：投信投顧公會（統計日期：2003/6~2010/12），本研究整理

圖4、 總代理制後境外基金檔數與規模變化

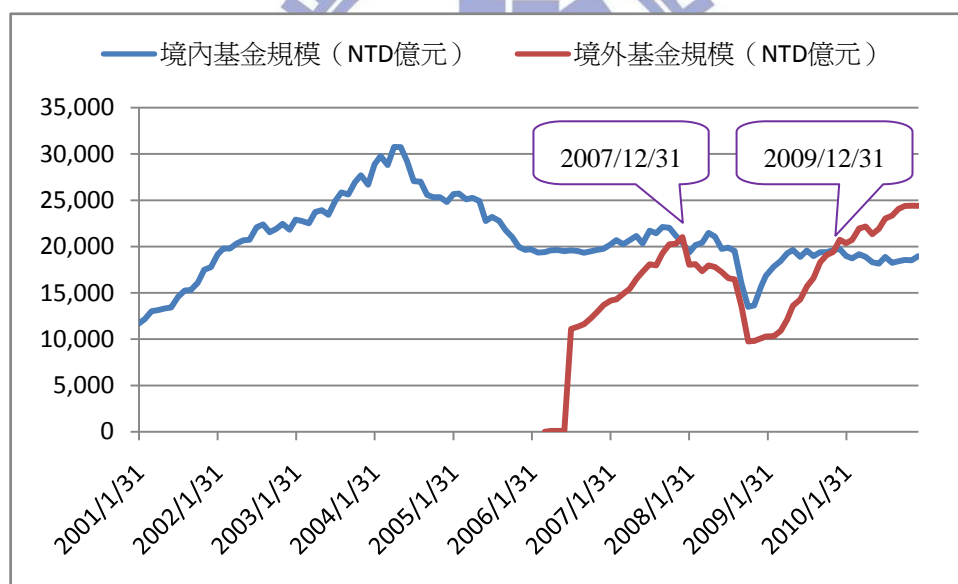
國內投信發行的境內基金與海外投資機構核准在台銷售的境外基金，使國人投資的管道更為多元與便利，但台灣股票市場在過去 10 多年的報酬率不如海外股市（如表 2 所示），以及債券市場發展不完備的情況下，投資人紛紛轉向海外投資，雖然 2008 年金融海嘯的發生讓境外基金規模大幅萎縮，但經歷 2009 年的

快速反彈與市場逐步復甦後，當年年底國人持有境外基金的金額又再度超越國內投信發行基金之規模（如圖 5 所示）。

表2、 1998年以來台股與美、日、金磚四國及亞洲股市指數變化

指數名稱	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
美國道瓊指數	16.10	25.22	-6.18	-7.10	-16.76	25.32	3.15	-0.61	16.29	6.43	-33.84	18.82	11.02
日經指數	-9.29	36.79	-27.19	-23.52	-18.63	24.45	7.61	40.24	6.92	-11.13	-42.12	19.04	-3.01
上証綜合	-3.97	19.18	51.73	-20.62	-17.52	10.27	-15.40	-8.33	130.43	96.66	-65.39	79.98	-14.31
印度SENSEX	-16.50	63.83	-20.65	-17.87	3.52	72.89	13.08	42.33	46.70	47.15	-52.45	81.03	17.43
巴西BOVESPA	-33.47	151.95	-10.72	-11.02	-17.01	97.34	17.81	27.71	32.93	43.65	-41.22	82.66	1.04
俄羅斯RTSI	-85.15	197.40	-18.24	81.49	38.08	57.98	8.26	83.29	70.75	19.18	-72.41	128.62	22.54
韓股綜合	53.53	82.78	-50.92	37.47	-9.54	29.19	10.51	53.96	3.99	32.25	-40.73	49.65	21.88
恆生指數	-6.29	68.80	-11.00	-24.50	-18.21	34.92	13.15	4.54	34.20	39.31	-48.27	52.02	5.32
星股海峽	-8.96	78.04	-22.29	-15.74	-17.40	31.58	17.09	10.39	27.97	18.74	-49.17	64.49	10.09
台股SET	-4.53	35.44	-44.14	12.88	17.32	116.60	-13.48	6.83	-4.75	26.22	-47.56	63.25	40.60
馬股綜合	-1.40	38.59	-16.33	2.42	-7.15	22.84	14.29	-0.84	21.83	31.82	-39.33	45.17	19.34
印尼綜合	-0.91	70.06	-38.50	-5.83	8.39	62.82	44.56	16.24	55.30	52.08	-50.64	86.98	46.13
台股指數	-21.60	31.63	-43.91	17.14	-19.79	32.30	4.23	6.66	19.48	8.72	-46.03	78.34	9.58

資料來源：本研究整理（數字為各國當年度股市指數報酬率，**灰框斜體字**為該年表現前三名的國家指數；單位：%）



資料來源：投信投顧公會（統計日期：2001/1~2010/12；境外基金規模從2006/3開始揭露），本研究整理

圖5、 境內、境外基金規模比較

讓投資人逐漸喪失信心的另一原因，跟國內投信研究團隊及基金經理人的更換頻繁有很大關係，統計2010年一整年，年初到年底共有197檔基金更換過經理人，佔年底基金總數的35.5%，平均每3檔基金就有1檔更換過基金經理人，

甚至有 3 檔基金過去 1 年更換了 4 次經理人<sup>3</sup>，等於每季更換 1 次，從表 3 及圖 6 可以觀察到，過去 13 年平均有 37% 的基金更換經理人，甚至在 2003 年全球股市緩步走揚到 2008 年的金融海嘯期間，每年更有超過 40% 的基金經理人更換比率，中間因經理人更換可能造成基金持股內容的明顯轉變，甚至產生較高的交易成本降低績效（李唯甄，2004），這些對資訊較為落後的一般基金投資人影響十分重大。

表3、 1998 年以來每年基金經理人異動狀況

年	年底 基金檔數	當年度 經理人更換檔數	比率
1998	199	53	26.6%
1999	234	72	30.8%
2000	301	113	37.5%
2001	326	125	38.3%
2002	362	135	37.3%
2003	417	174	41.7%
2004	466	180	38.6%
2005	502	208	41.4%
2006	508	210	41.3%
2007	523	228	43.6%
2008	497	214	43.1%
2009	517	158	30.6%
2010	555	197	35.5%
平均			<b>37.4%</b>

資料來源：投信投顧公會（統計日期：1998~2010 年），本研究整理

<sup>3</sup> 分別為安多利高科技、柏瑞亞太高股息與富邦台灣金融基金。



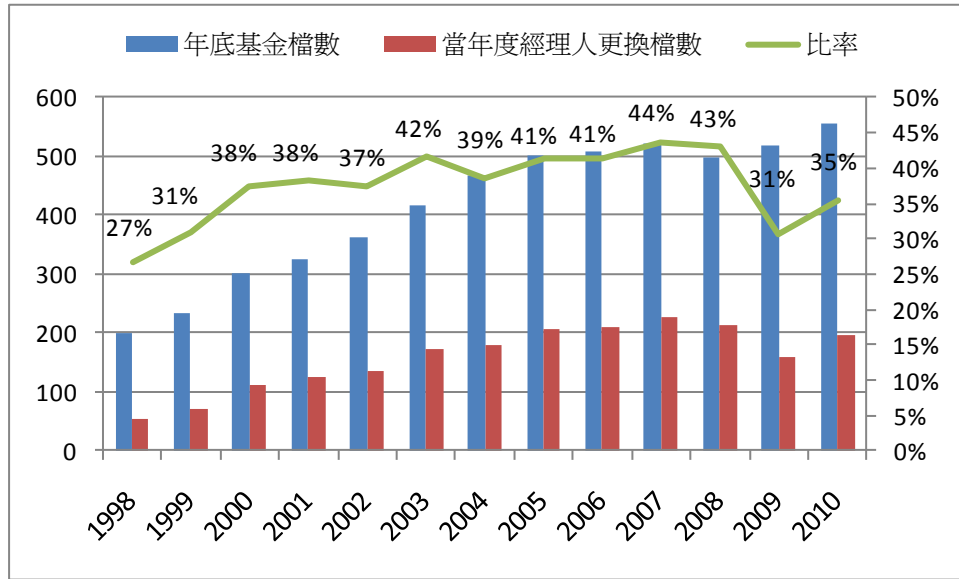


圖6、 1998年以來每年基金經理人異動狀況圖

## 1.2 研究動機

時序到了第一季，也是台灣基金界最熱鬧的時候，報章、雜誌及媒體不時刊登許多共同基金或基金公司的得獎消息，從傑出基金「金鑽獎」、「理柏(Lipper)台灣基金獎」、過去的「標準普爾(Standard & Poor's)台灣基金獎」到近幾年的「Smart智富台灣基金獎」以及「晨星Morningstar最佳基金獎」，甚至還有表彰基金公司與管理階層的「金彝獎」、亞洲資產管理雜誌(Asia Asset Management)舉辦的「Best of the Best Awards」、亞洲投資管理雜誌(AsianInvestor)舉辦的「最佳台灣基金公司獎」...等獎項，讓投資人眼花撩亂，因為依據投信投顧法的相關規範<sup>4</sup>，只有某些基金評鑑機構及國際或區域性財經媒體頒發的獎項得主，才能對外廣告、宣傳行銷獲獎事宜。而一般投資大眾多半缺乏充分的專業知識與仰賴共同基金來分散投資，在選擇國內39家的投信公司與超過500檔的各類共同基金時，透過如此具公信力機構評估與媒體的強力曝光揭露下，自然容易會以過去績效表現做為投資的參考依據，使得各家得獎基金的詢問度大增，而被得獎光環

<sup>4</sup> 投信投顧法的相關規範，對於業者的自律規範中，於「中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會會員及其銷售機構從事廣告及營業活動行為規範」第十二條第一項「以基金績效及業績數字為廣告或促銷內容者，應符合原則」中第十一款之規定。

包圍的這些基金經理人身價亦水漲船高，成了各家投信積極挖角的對象。

綜觀本研究蒐集 1998 至 2010 年的 251 筆境內得獎基金名單中，就有 99 筆超過 39.4% 的基金經理人在得獎所評估年度過後的一年內有異動，明顯比同期所有境內基金的替換率高 2% 以上（參閱表 3），而在這些基金獲獎至今已超過三年的 179 筆中，則有 143 筆資料已不是當初得獎時的基金經理人所操作，更換比率居然將近 80%，雖然這些異動的基金經理人，有的是主力操盤其他檔基金、或高升為管理階層、或退下來繼續當研究員分析個股及產業，但其中有接近四成的經理人則是在得獎後一年內藉著得獎的知名度而在同業中跳槽，去繼續操作其它檔基金或轉而做規範較少的代操或自營（張銘煌，1998）。

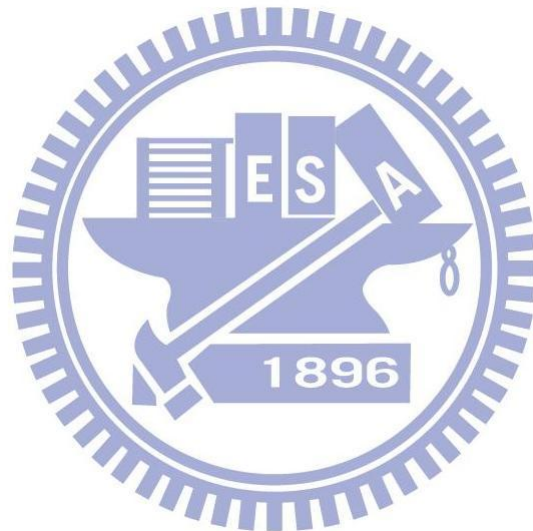
到底基金獲獎可不可以當成投資人的投資依據？以得獎基金做為投資標的後該注意些什麼？本研究試圖從國內兩大基金獎（金鑽獎、台灣基金獎）與三大主要基金評比機構（Bloomberg、Lipper、Morningstar<sup>5</sup>）過去多年來的得獎基金做探討，並觀察基金經理人的替換、生涯年資（又稱為年資）與現職年資（又稱為任期）、基金成立年數與投信公司規模對後續能否持續得獎的影響，希望未來對投資人透過這些得獎訊息判斷標的時，能有更客觀與彈性的投資依據。

過去許多學者多只針對金鑽獎及台灣基金獎做探討研究（陳雅亭，2008；黃純蘭，2007；曾婷郁，2009；蔡佳蓉，2010），本文將根據投信投顧法之相關規範，可對外廣告、宣傳行銷獲獎事宜的獎項中，主要以國內投信募集發行的境內基金做評比或將之列入的所有獎項，包含 1998 年即開始由財團法人台北金融研究發展基金會主辦的傑出基金「金鑽獎」（曾與理柏 Lipper 合作，現與 Bloomberg 合作，分為國內基金獎與海外基金獎）、2000 年開始頒發的「台灣基金獎」（曾為標準普爾 Standard & Poor's 台灣基金獎，現為 Smart 智富月刊與晨星

---

<sup>5</sup> 晨星（Morningstar）於 2007 年 2 月收購標準普爾（S&P Micropal）的基金資料庫業務，所以本研究亦包含 Standard & Poor's 過去所頒發之獎項。

Morningstar 主辦) 和 2008 年開始的「晨星 (Morningstar) 年度最佳基金獎」、2009 年開始獨立頒發的「理柏 (Lipper) 台灣基金獎<sup>6</sup>」, 此兩大基金獎及三大主要基金評比機構所選拔頒發的獎項做觀察, 此從 1998~2010 年得獎超過一年的 251 筆境內基金資料, 經歷 13 年跨越數次景氣循環的得獎基金研究, 希望能為主管機關、相關基金評鑑機構與投資人帶來些許貢獻。



---

<sup>6</sup> Lipper 還曾於 2000~2001 年與渣打銀行、渣打投顧合辦兩屆的「渣打全球基金獎」, 因獎項大多與當年金鑽獎及台灣基金獎重覆, 故不列入樣本觀察。

### 1.3 研究目的

有關共同基金績效評估的相關文獻，過去已有非常多的研究，其中有針對許多績效評估指標，例如淨值報酬率，以資本資產定價模型（CAPM）為基礎所建立的 Treynor (1965) 、Sharpe (1966) 、Jensen (1968) 以外，還有評估擇時與選股能力的 Treynor and Mazuy (1966) 、Henriksson and Merton (1981) 、Fama-French (1993) 三因子模型...等的研究，為的都是從各種不同角度找出衡量基金績效的方法，更有許多文獻試圖找出績效是否具有持續性，其中透過許多基金操作資訊或與投資人相關的各類數據，希望找出影響績效持續性的因子。

針對得獎基金的研究，尤其以已進入完全競爭市場的境內基金研究卻少之又少，只有黃純蘭(2007)探討以連續得獎基金做投資配置的優異績效、陳雅亭(2008)探討金鑽獎得獎基金及經理人績效之持續性，以及曾婷郁(2009)探討得獎基金的績效持續性。本文將進一步涵蓋所有針對境內基金頒發的獎項，並加入經理人、基金及投信特性等相關變數，以對得獎基金後續再得獎的持續性，做完整且深入的探討。

本研究之目的經歸納後計有以下四點：

- 一、過去 13 年的境內得獎基金在得獎持續性上有無規則可循
- 二、經理人的替換對基金得獎後一至三年得獎持續性之影響
- 三、經理人的產業年資或操作任期對基金得獎後一至三年得獎持續性之影響
- 四、投信規模以及基金成立年數對基金得獎後一至三年得獎持續性之影響

## 1.4 研究架構

本研究共分五章，主要內容分述如下，研究架構流程如圖 7 所示：

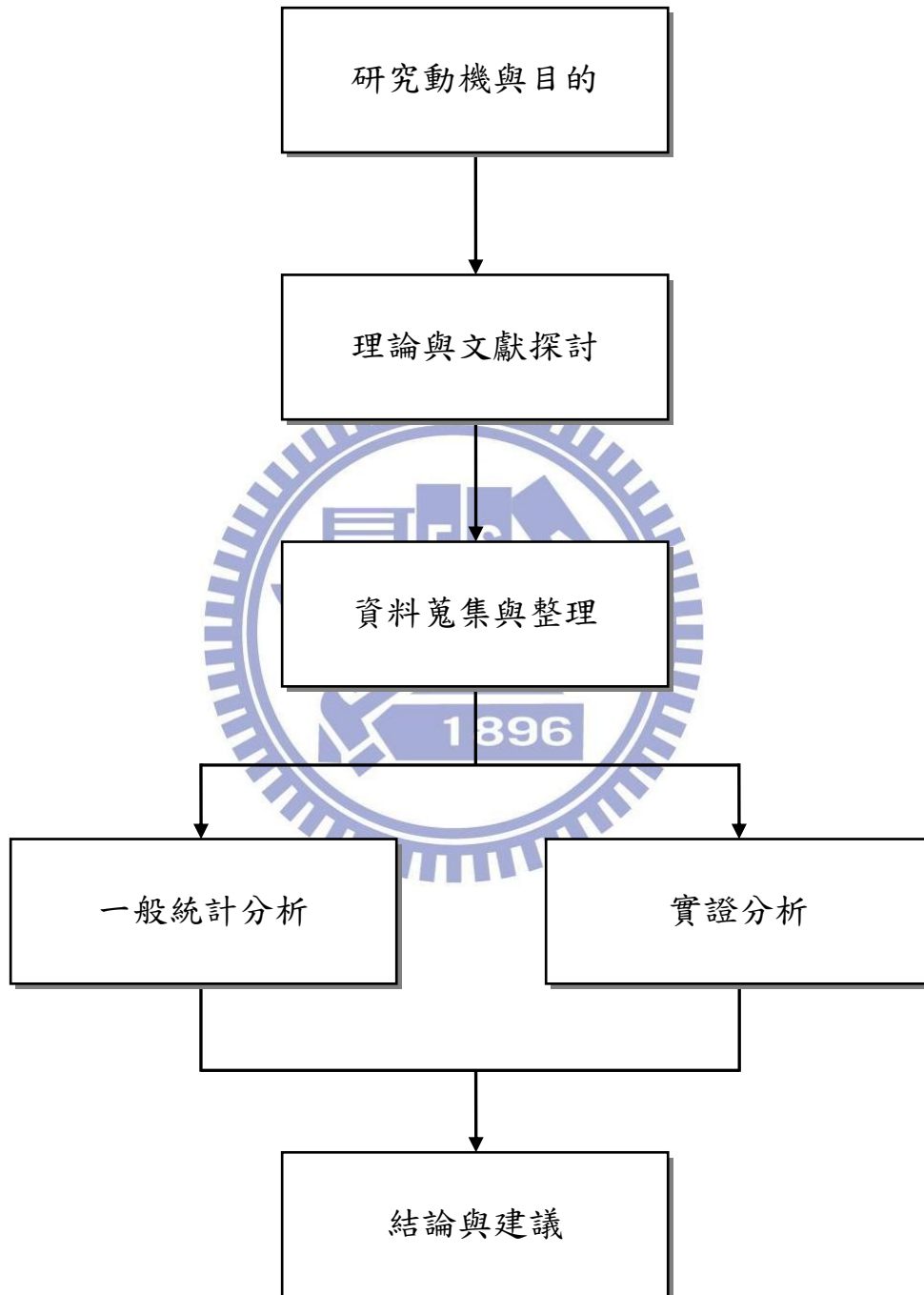


圖7、 研究架構流程圖

## 1.5 預期貢獻

本研究的貢獻在於使用所有國內外大型基金評鑑機構曾頒發獲獎的全部境內基金，以涵蓋較多的樣本及較長的檢驗期間，來探討影響國內得獎基金之再得獎狀況，並以基金經理人的替換、生涯與現職年資、基金成立年數與投信公司規模對基金得獎後能否連續得獎之二元變數預測模型做探討，在控制基金規模、基金類型與一至三年期之崔納指數 (Treyner Index)、資訊比率 (Information Ratio) 的情況下，希望投資人在透過這些得獎訊息判斷標的時，能有更客觀與彈性的投資依據。並檢視過去國內外許多針對基金經理人替換與任期對績效持續性的相關研究，是否可用在得獎基金的評估上，如果的確會是得獎持續性的影響因子，投資人可以在投資時有所依據，而基金公司拿過去獲獎獎項來當做宣傳焦點應是合理，但如果得獎之持續性不存在，投資人就不宜將過去得獎事蹟拿來當投資之依據，對於基金公司的宣傳手法也不至於繼續盲從；這是本研究試圖找出影響得獎持續性的原因。



## 第二章 文獻探討

### 2.1 基金獎常見之績效評估指標

如第一章第三節所提及，有關共同基金的績效評估指標或相關文獻，過去已有非常多的研究，例如淨值報酬率，以資本資產定價模型（CAPM）為基礎所建立的 Treynor (1965) 、Sharpe (1966) 、Jensen (1968) 指數以外，還有評估擇時與選股能力的 Treynor and Mazuy (1966) 、Henriksson and Merton (1981) 、Fama-French (1993) 三因子模型...等的研究，均為從各種不同角度找出衡量基金績效的方法。以下將針對本文所探討之基金獎常用的衡量指標做介紹，從單純的淨值報酬率到同時考量報酬與風險的 Treynor (1965) 、Sharpe (1966) 、Jensen (1968) 以及 Information Ratio 指標。

#### 2.1.1 淨值報酬率

淨值報酬率的績效衡量方法，是和其它同類型基金或大盤指數報酬率做比較，愈高者代表該績效表現愈佳。此方式在做績效評估時非常簡易，但卻未考慮到基金風險的高低，因為根據資本資產定價模型（Capital Asset Pricing Model；CAPM），當投資人可以承受較高風險時，則有較大的機會獲得更高的報酬（高風險高報酬），因此在衡量上略顯粗糙。淨值報酬率之定義如下：

- 1、若在績效評估期間無股息

$$R_Q = \frac{NAV_1 - NAV_0}{NAV_0} \quad (2-1)$$

- 2、若在績效評估期間有股息

$$R_Q = (1 + R_A)(1 + R_B) - 1 \quad (2-2)$$

$$\text{其中，} R_A = \frac{NAV_A - NAV_0}{NAV_0}, R_B = \frac{NAV_1 - NAV_A + D}{NAV_A - D}$$

$$TR = \left[ \prod_{Q=1}^n (1 + R_Q) \right] - 1 \quad (2-3)$$

$R_Q$ ：基金評估期間之淨值報酬率

$TR$ ：基金評估期間之累積報酬率

$NAV_1$ ：基金在評估期間最後一日每股淨值

$NAV_0$ ：基金在前一評估期間最後一日每股淨值

$D$ ：基金在評估期間所配發股息

$NAV_A$ ：基金在評估期間除息日前一天之每股淨值

### 2.1.2 崔納指數 (Treynor Index)

崔納指數是由 Jack L. Treynor (1965) 所創，他認為共同基金為一可完全分散非系統風險的投資組合，僅需考量系統性風險 (System Risk，以  $\beta$  表示)，故利用  $\beta$  值作為調整報酬的績效指標，來衡量共同基金承擔每單位系統風險所能獲得之超額報酬，其定義如下：

$$Treynor = \frac{E(R_i) - R_f}{\beta_i} \quad (2-4)$$

$E(R_i)$ ：共同基金之平均報酬率

$R_f$ ：無風險利率

$\beta_i$ ：表示第  $i$  支共同基金之系統性風險



崔納指數源自於證券市場線（Security Market Line；SML）的概念，用投資組合的系統風險 $\beta$ 作為風險調整的係數來調整投資組合的報酬，進而推導而出，又稱為報酬率對波動性比率（Reward to Volatility Ratio），也就是承擔每一單位的系統風險所能得到的風險貼水（Risk Premium）。崔納指數愈大表示該基金承擔每單位系統風險所能獲得之超額報酬愈高，即為該基金之績效表現愈佳；而 $\beta_i$ 則為投資組合的波動性，當值愈大表示該投資組合隨著市場投資組合的波動性也愈大，其風險性就愈高，投資報酬率的波動性也愈大；反之亦然。

### 2.1.3 夏普指數（Sharpe Ratio）

夏普指數是由 William F. Sharpe (1966) 所創，他則認為除了考慮系統性風險外，還需考慮非系統風險（Unsystematic Risk）的部份，因此 Sharpe 將投資組合報酬率的標準差（即為總風險，以 $\sigma$ 表示；其中包含系統風險與非系統風險）視為風險係數，來調整投資組合的報酬，作為投資組合的衡量方式，其定義如下：

$$\text{Sharpe} = \frac{E(R_i) - R_f}{\sigma_i} \quad (2-5)$$

$\sigma_i$ ：表示第  $i$  支共同基金投資組合報酬率的標準差

夏普指數源自於資本市場線（Capital Market Line；CML）的概念，認為共同基金可能無法完全分散風險，亦即所承擔的風險應為基金的總風險，因此主張以基金之總風險 $\sigma$ 作為調整報酬之績效指標，又稱為報酬率對變異性比率

（Reward to Variability Ratio），也就是承擔每一單位的總風險所能得到的風險貼水。夏普指數愈大表示該基金承擔每單位總風險所能獲得之超額報酬愈高，即為該基金之績效表現愈佳；反之亦然。

### 2.1.4 簡森指數（Jensen Index）

簡森指數又稱為 Jensen's Alpha，Jensen (1968) 認為資本市場並不具有完全的效率性，基金經理人可能會因為主動操作績效而使投資組合的期望報酬不等於資本資產定價模型所計算的，而產生了高估或低估的偏誤，故 Jensen 納入截距項於證券市場線，試圖利用該截距項來衡量共同基金的異常報酬，其定義如下：

$$R_p - R_f = \alpha + \beta_p(R_M - R_f) \quad (2-6)$$

$R_p$ ：投資組合平均報酬率

$\beta_p$ ：系統風險

$R_f$ ：無風險利率

$R_M$ ：平均市場報酬率

簡森指數是透過某一段時間基金超額報酬（報酬減去無風險利率）對市場投資組合超額報酬的線性迴歸分析，所求出的截距項可作為基金績效優劣的判斷標準，當  $\alpha$  值大於零，表示該投資組合具有超越市場投資組合的優異績效，也就是經理人的選股能力較好；當  $\alpha$  值小於零，表示該投資組合的投資績效較市場投資組合的表現為差，亦為經理人的選股能力欠佳。

### 2.1.5 資訊比率 (Information Ratio)

資訊比率是衡量基金在調整風險後的長期績效，主要用來評估相較於同類型基金的表現及其穩定性，其定義如下：

$$\text{Information Ratio} = \frac{\overline{D_p}}{\sigma_{(R_p - R_M)}} \quad (2-7)$$

其中， $\overline{D_p} = \frac{\sum_{t=1}^n D_{pt}}{n}$ ， $D_{pt} = R_p - R_M$

$R_p$ ：投資組合報酬率

$R_M$ ：市場報酬率（或同類型基金報酬率）

$\sigma_{(R_p-R_M)}$ ：超額報酬的標準差

$D_{Pt}$ ：第 t 期，投資組合報酬率－市場報酬率（或同類型基金報酬率）

$n$ ：總期數

資訊比率之目的是用來衡量投資組合超額報酬率（Excess Return）相對於超額報酬之標準差（超額報酬的變異程度，即追蹤誤差；Tracking Error）的比率，意指每單位超額報酬的波動度所獲取超額報酬的程度，等於將基金走勢與大盤或同類型基金的偏離程度納入考量。資訊比率愈高表示該基金操作具有持續超越大盤或同類型基金的能力，投資效率也愈佳。

由以上可知，從淨值報酬率到同時考量報酬與風險的崔納指數、夏普指數、簡森指標及資訊比率，這幾個基金獎評鑑機構所參考的衡量指標，各有其對投資人在選擇共同基金評估上的重要性。崔納指數與夏普指數皆屬於相對性的衡量指標，差別僅在於對風險的定義不同，對於投資多檔不同市場及類型基金的投資人，已透過分散投資來分散非系統風險時，則應較關心衡量系統性風險的崔納指數；但若投資較集中同類型基金的投資人，則應多關心以總風險衡量的夏普指數；而簡森指數與資訊比率則是都有加入和市場投資組合的比較，當市場處於空頭，多數基金皆為負報酬時，能持續打敗市場或同類型基金，表示該基金的選股配置與進出掌握度相對較佳，簡森指數與資訊比率則成為投資人挑選共同基金的重要參考指標。

## 2.2 共同基金績效衡量與績效持續性相關研究

### 2.2.1 共同基金績效衡量相關

Treynor and Mazuy (1966) 認為投資組合報酬與風險的關係可能不為線性關係，而是曲線關係。他將基金經理人的操作績效以選股和擇時能力做為評比標準，利用二次迴歸式使得模型內容簡單明瞭且易於分析，其基金報酬與風險的關係以下面的二次迴歸式來表現：

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha + \beta_1(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_2(R_{mt} - R_{ft})^2 + \varepsilon_{pt} \quad (2-8)$$

$R_{pt}$ ：共同基金第  $t$  期報酬率

$R_{ft}$ ：第  $t$  期市場無風險利率

$R_{mt}$ ：第  $t$  期市場報酬率

$\varepsilon_{pt}$ ：第  $t$  期殘差項

迴歸結果 $\beta_2$ 若大於0，表示基金經理人會隨著其對市場多、空頭的預測而改變其投資組合，當預期市場進入多頭，經理人會提高投資組合的風險以獲取較高的報酬，反之當預期市場將處於空頭狀態，經理人則會降低其投資組合的風險度，使其報酬率在市場報酬好的時候上漲幅度增加、市場報酬不佳時其所受的損失亦較小，此可用於判定基金經理人的擇時能力；反之若 $\beta_2$ 小於0，則表示其擇時能力不佳，另外 $\alpha$ 則視為基金經理人擇股能力的指標。

Henriksson and Merton (1981) 納入股票與債券兩市場為投資標的，認為具有預測能力的基金經理人可藉由預測兩市場的相對表現適當地調整所屬投資組合之資產配置，即當股票市場優於債券市場表現時增加股票的持有比率；反之則降

低股票的持有，進而改變所承擔的系統性風險。其利用選擇權評價模式發展出類似 Treynor and Mazuy (1966) 二次迴歸式的績效評估模型，主要針對基金經理人選股及擇時能力做分析，定義如下面方程式：

$$R_i - R_f = \alpha_i + \beta_1(R_M - R_f) + \beta_2 \max\{0, R_M - R_f\} + \varepsilon_i \quad (2-9)$$

其中  $\max\{0, R_M - R_f\}$  可視為以  $R_f$  為執行價格的賣出選擇權 (put option)，在多頭市場 ( $R_M - R_f > 0$ ) 時，上式可改為：

$$R_i - R_f = \alpha_i + (\beta_1 + \beta_2)(R_M - R_f) + \varepsilon_i \quad (2-10)$$

在空頭市場 ( $R_M - R_f < 0$ ) 時，(2-9) 式可改為：

$$R_i - R_f = \alpha_i + \beta_1(R_M - R_f) + \varepsilon_i \quad (2-11)$$

分別估計 (2-10)、(2-11) 兩式的  $\beta$  係數，並以 t 檢定測試，當  $\beta_2$  顯著為正時，則意謂  $(\beta_1 + \beta_2)$  顯著大於  $\beta_1$ ，表示該基金經理人能在預測市場轉空時降低基金所承擔的系統性風險，以減少因市場波動所帶來的損失，亦即具備擇時能力；另外  $\alpha_i$  則為衡量選股能力的指標，當其顯著為正時，則該基金經理人具有選股能力。

## 2.2.2 共同基金績效持續性相關

洪嘉苓 (2000) 以 1997 至 1999 共三年時間 17 家國內投信所發行的 64 檔共同基金做研究，以 Fama and French (1993) 三因子模型作為績效衡量的指標，並將其套入橫斷面迴歸 (Cross-Sectional Regression) 中，探討研究團隊人數、經理人更換數、基金及投信成立年數、基金及投信規模、買入及賣出週轉率及費用率... 各特徵變數與績效衡量指標間的關係，且以 Spearman 等級相關係數比較不同期間 (六個月、一年、二年) 各基金的績效是否具有持續性。結果發現：(1) 基金經理人更動的次數愈頻繁基金的績效表現愈差、投信公司的成立年數愈久其績效不如新成立者、買入週轉率與費用率愈高會增加交易成本抵銷績效表現；(2) 在

績效持續性方面，六個月期的 5 個區間中只有 2 個區間有顯著的持續性、一年期的 2 個區間中有 1 個區間有顯著的持續性、二年期的區間中則無顯著的持續性。

周萬順 (2004) 觀察 18 檔樣本基金自 1996 年 3 月至 2001 年 9 月 (經歷景氣繁榮至衰退) 期間，以 Treynor & Mazuy (1996) 二次式迴歸模型來探討在不同景氣循環時期的選股能力及擇時能力表現。結果發現樣本基金中：(1) 在景氣繁榮成長時期共有 7 檔具有正向選股能力，但是在景氣衰退時期只剩 1 檔具有正向選股能力；(2) 在景氣繁榮成長時期只有 1 檔具有正向顯著的擇時能力，但是在景氣衰退時期則都沒有具有此能力，該研究認為基金的正向擇時能力是很不容易具備的，反而在景氣衰退時期，樣本基金中有兩檔基金具有顯著負向擇時能力，表示在景氣衰退期間，基金經理人並不選擇認賠殺出，反而選擇逢低攤平增加風險性資產方式為其操作策略；(3) 認為在景氣繁榮成長時期投資共同基金才是較明智的決定，投資人可以不為選股煩惱，透過基金選股能力可獲得超越大盤的報酬，但是在景氣衰退時，共同基金的表現無論從選股或擇時能力來看都不具備，也就是淨值一樣會隨大盤下跌，建議此時最好的投資策略是持有無風險性資產等待景氣好轉。

劉倩伶 (2004) 以 1997 至 2002 年之國內開放式股票及平衡型基金為研究對象，採用資料包絡法 (Data Envelope Analysis; DEA) 評估投信公司及基金績效，以多元迴歸及聯立模型進行分析，觀察基金績效表現與投信績效、投信特徵及基金特徵之關連，並進一步檢視投信公司績效是否具有持續性。研究結果發現：(1) 投信管理效率愈高、淨利率愈好、流動比率愈大的投信公司，所募集管理之基金會有較佳的績效表現；(2) 後期成立的投信公司其發行之基金數不宜過多，並募集基金規模愈大的公司，旗下所管理之基金績效表現較佳；(3) 基金經理人更換次數愈少、收取之費用率愈低、基金規模愈大者，會有較佳的基金績效表現；(4) 無論是採用聯立模型或 Spearman 等級相關係數分析，結果均顯示投信公司前後

期績效皆具有顯著的正相關，即投信公司績效具有持續性。

賴建興(2005)以成立超過三年投資在海外的境內基金與經政府核備在台銷售之相同投資區域標的之境外基金為研究樣本，使用 Treynor (1965)、Sharpe (1966) 與 Jensen (1968) 指標為研究方法，來評估兩者的整體績效表現。由實證結果發現：(1) 大部份的海外股票基金，無論在整體績效或選股能力上，表現皆不如其相對應的標竿指數，符合效率市場假說；(2) 不同投資區域的基金在績效表現上會有差異，亞太區域型、單一市場型、亞太科技型 and 全球生技基金績效表現較標竿指數為佳；(3) 投資海外的境內基金與相同投資區域標的之境外基金就發行者而言各有擅長；(4) 境外基金在全部各區域市場皆與市場有較高的連動性；(5) 台灣投信業者發行海外基金有追逐市場流行的趨勢，如 2000 年網路通訊基金、2002 年生技基金、2003 年全球債券基金及 2005 年 REITS 基金，其成立時間都很相近；(6) 選擇期間的不同，對各區域海外基金的報酬率及各項績效評估的指標值會有影響，但基金績效仍呈現強者恆強的現象。

黃聖棠、溫英幹、鄺欽瑞(2006)以 28 檔基金境內基金 1995/1/7 至 2002/4/29 的期間，使用 Treynor (1965)、Sharpe (1966) 與 Jensen's Alpha (1968) 指標來評估績效，並進一步用 Treynor and Mazuy (1966) 與 Henriksson and Merton (1981) 模型衡量基金經理人的擇時與選股能力，最後再檢定基金績效持續性。實證結果發現：(1) Treynor 及 Jensen 指標對基金績效排名評比具有預測能力，可作為投資人選擇標的之衡量標準；(2) 開放股票型基金經理人選股能力優於封閉股票型基金經理人、債券型基金經理人具擇時能力；(3) 境內基金績效表現不具有持續性。

顏錚瑜(2006)以繆震宇(2005)基金評等系統及 TEJ 基金評等系統所評比之境內基金為研究對象，探討基金評比與短、中、長期績效表現之關聯性，以及基金型態與成立期間長短對此關聯性之影響程度，並以 Sharpe Index 評估期間長短探討基金短、中、長期績效持續性之關聯性，以及基金型態與成立期間之長

短對基金績效持續性之影響程度。研究發現：(1) 繆震宇基金評等系統及 TEJ 基金評等系統與基金未來績效表現無顯著之關聯性；(2) 基金型態不影響繆震宇基金評等系統與基金未來績效表現之關聯性，但基金成立期間長短卻會影響兩者間之關聯性；(3) 基金型態及成立期間長短皆會影響 TEJ 基金評等系統與基金未來績效表現之關聯性；(4) 以評估期間為半年之 Sharpe Index 為績效指標時，基金具有顯著之績效持續性；(5) 基金型態及成立期間長短會影響基金績效之持續性。

陳美雯 (2007) 以 34 檔境內基金為研究樣本，觀察 1997 至 2006 年橫跨股市多空頭的資料進行績效評估，為要探討與大盤績效的比較及基金績效持續性，在績效評估指標方面，該研究利用 Treynor、Sharpe 及 Jensen 指數進行整體績效評估，並以 Treynor and Mazuy (1966) 模型及 Chang and Lewellen (1984) 模型來評估共同基金之選股及擇時能力。此研究實證結果發現：(1) 在與大盤績效比較方面，Treynor、Sharpe 及 Jensen 指數評估多數基金之指標值為正，但整體共同基金之表現無法打敗大盤，而國內共同基金也多不具有顯著之選股及擇時能力，且兩者存在抵換 (Trade Off) 關係；(2) 在基金績效持續性方面，以 Jensen 指數作為排名依據時，國內共同基金之整體績效不具持續性，且不論以 Treynor and Mazuy 模型或 Chang and Lewellen 模型為排名依據時，國內共同基金之選股能力及擇時能力亦不具持續性。

### 2.2.3 共同基金績效持續性與基金分類相關

邱顯比、林清珮 (1999) 以 1992 至 1997 年間美國 3,981 檔股票型基金作研究，試圖發展出具有績效持續性的基金分類方式，更希望能妥善解決績效反轉的問題，此研究應用因素分析法，並結合基金投資組合特徵資料，如標準差、市價帳面價值比、平均報酬率、類股持股比例等。實證結果確實找出了穩定且持續性較 Morningstar 原有分類為佳的分類方式，但如同許多文獻所載，在某些時間仍



有顯著的績效反轉現象，為了克服此一問題，該研究衡量每檔基金追漲殺跌的強度並將之加入因素分析中，在加入此策略變數後，績效反轉的問題獲得大幅改善，顯示基金的操作策略應該為基金分類時考量之重要因素。

徐清俊、姜志堅（2003）以 85 檔境內基金作績效持續性的實證研究，並將所探討的 1998 至 2002 年分為連續的九段時間，使用 Spearman 等級相關檢定。實證結果發現：(1) 不是每段期間績效都有持續性的現象，而基金的分類越細績效持續性越明顯；(2) 績效反轉的現象與基金風險程度有關，標準差越小績效反轉的情形也越小，甚至所有的債券型基金都沒有績效反轉的情形發生；(3) 若加入追漲殺跌的策略與系統風險 ( $\beta$ ) 來做分類，發現當市場多空反轉時，風險程度愈大的基金比較會有績效反轉的情況發生。(4) 此研究建議投資人在參考基金過去績效做投資時，必須先適當的分類，且須考慮基金的風險程度，如此共同基金過去的績效表現才会有比較高的參考價值。

陳相宇（2005）以 2000 至 2004 年 43 檔上市股票型基金為研究對象，利用多變量分析中的「集群分析法」將基金分成四群，分別觀察報酬率、年化標準差及  $\beta$  係數，以探討基金績效的持續性。實證結果發現：(1) 60.87% 的樣本績效具有持續性，顯示該研究的分類有一定的績效持續性；(2) 若以績效最佳及最差的叢聚加以統計，發現當前其落在最佳叢聚者，下個月亦落在同樣叢聚的機率為 64%，而當前其落在最差叢聚時，下個月亦落在相同叢聚的機率為 76.2%，顯示在研究期間，績效最佳的基金持續性不如績效最差者；(3) 基金經理人的更換頻率與績效有些許的負相關；(4) 在平均年化標準差及  $\beta$  值方面，整體而言看不出有規則或持續性的存在。

林灼榮、徐啟升（2010）以 1999 至 2004 年間境內基金是否存在顯著之績效持續性做探討，先以資料包絡分析法 (DEA) 推估技術效率，並與傳統之 Sharpe Ratio 及 Jensen's Alpha 作為衡量基金績效之三項指標，再利用 25%-50%-25% 之

分群比例，將樣本基金依前述指標之衡量值分別區分為低、中、高績效群組，並利用 ANOVA 及 t 檢定驗證分群之適切性，最後再使用虛擬變數聯立迴歸模型驗證樣本基金是否存在績效持續性。實證結果顯示：(1) 在技術效率的衡量下，此期間樣本基金具有一年期績效持續性，隱含基金投資者應採取動能 (Momentum) 投資策略；(2) 在只單純衡量 Sharpe Ratio 及 Jensen's Alpha 時，並未出現績效持續性現象；(3) 推論上述實證結果之差異，應為 DEA 分析同時將交易成本 (包含經理費、手續費、週轉率) 及風險 (標準差) 訊息納入模型中，而有助於績效之可測性。

從上述文獻中可以發現，透過許多績效衡量指標來評估基金績效時，許多研究皆加入許多基金相關特徵變數 (洪嘉苓, 2000; 邱顯比、林清珮, 1999; 劉倩伶, 2004; 林灼榮、徐啟升, 2010)，以期能使績效衡量準確性增加；在評估績效持續性時，在各個不同研究樣本或期間，有時候有績效持續性的現象 (劉倩伶; 賴建興, 2005)，有時候卻沒有 (陳美雯, 2007; 黃聖棠等, 2006; 徐清俊、姜志堅, 2003)，或者是短期有長期沒有 (洪嘉苓; 顏錚瑜, 2006; 林灼榮、徐啟升)，其實並無一致的結論，而且有時候會有績效反轉的情形發生 (邱顯比、林清珮; 徐清俊、姜志堅)；在一些學者把基金適當分類後，發現可以提升績效持續性的現象 (邱顯比、林清珮; 徐清俊、姜志堅; 陳相宇, 2005; 林灼榮、徐啟升)。

目前國內較少有學者以得獎基金為主題做績效持續性的探討，本文也只將各基金獎較常用的績效衡量指標列為控制變數，而是對得獎持續性的二元應變數做觀察，惟本研究亦將加入某些重要基金相關特徵變數，以及透過適當的基金分類，希望在探討得獎基金得獎持續性時，能有更客觀與值得作為投資人參考的研究結果。

## 2.3 基金經理人年資與替換之相關研究

### 2.3.1 基金經理人年資相關

Golec (1996) 以 1988 至 1990 年共 530 檔基金為樣本，探討基金經理人的特徵對基金績效、風險及費用的關係，採用的變數有基金經理人的年齡、任期 (Tenure)、教育程度、是否有 MBA 學位、研究團隊的大小、基金年齡、基金規模、銷售費用及投資標的等。研究結果顯示：(1) 基金經理人之特徵確實會影響基金績效、風險及費用；(2) 年輕、擁有 MBA 學位且任期較長的經理人通常會有較佳之績效表現；(3) 基金經理人之任期為 5 至 7 年者表現較佳。

Lemak and Satish (1996) 以 313 檔共同基金為樣本探討，發現任期較長之基金經理人其表現較任期較短之經理人為佳，任期較長之經理人會選取風險較低之投資組合。

Chevalier and Ellison (1999) 以 1988 至 1994 年的樣本探討基金績效與基金經理人特徵之關係，觀察包括基金經理人畢業學校、是否為 MBA 學位、年齡、任期、費用率、基金規模、投資型態及週轉率等因素。其實證結果發現：(1) 擁有 MBA 及高 SAT<sup>7</sup> 分數的年輕經理人，其操作績效明顯優於年紀較大且又不具 MBA 及低 SAT 分數的經理人；(2) 經風險調整 (Risk-Adjusted) 後績效顯示，有高 SAT 及 MBA 學位的經理人通常管理具有較高  $\beta$  值的基金、較年長的經理人選擇管理具有較低  $\beta$  值的基金，其中 SAT 具有顯著性、MBA 則不具顯著性；(3) 高 SAT 且具有 MBA 學歷的年輕經理人通常管理相對規模較大的基金，且有較低的費用率及週轉率，並有較佳的績效表現，年紀較長的經理人則相反；(4) 具有 MBA 學位的經理人傾向購買低淨值市價比 (Book-to-Market Ratio) 的投資組合，

---

<sup>7</sup> SAT 是 The Scholastic Aptitude Test 的簡稱，為一般高中畢業生進大學的入學考試之一。

而年紀較長的經理人傾向於使用動能 (Momentum) 投資；(5) 具有高 SAT 學校畢業之經理人，因受到較好的訓練而有較佳的選股能力、較強的社會網絡及被特定的投信公司所重用，所以具有較佳之績效表現；(6) 經理人任期與基金績效有微弱正相關，但檢定結果並不顯著。

Fortin, Michelson, and Wanger (1999) 以 1976 至 1996 年 800 檔共同基金為樣本，檢定以下假設：(一) 任期較長的基金經理人是否比任期較短的經理人有更好的績效表現。(二) 基金經理人的任期是否與基金規模有正相關。(三) 基金經理人的任期是否與週轉率及費用率存在某些關連。其結果發現：(1) 基金經理人之任期與基金報酬率並無關聯；(2) 任期較短之經理人似乎有較高之週轉率；(3) 基金規模較大者似乎容易長期聘用同一個基金經理人來管理該基金。

Philpot, Hearsh, and Rimbey (2000) 以 1988 至 1997 年間共 73 檔債券型基金為樣本，採橫斷面迴歸模型以 Sharpe 指數與前期 Sharpe 指數、費用率、週轉率、基金規模及基金經理人任期做分析。實證結果發現，基金平均週轉率與績效衡量指標呈顯著負相關，而經理人任期與績效衡量指標則有顯著正相關。

Friis and Smit (2004) 觀察 1996 至 2002 年期間，以二次橫斷面迴歸來分析基金經理人特徵對基金超額報酬率與 CAPM 求出的風險因子 ( $\beta$ ) 之影響，所採用變數包括經理人年紀、任期、受教育年數、是否有 MBA 學歷、是否有 CA<sup>8</sup> 或 CFA<sup>9</sup> 資格、基金之經理團隊人數、發行年數及類型。其研究結果發現：(1) 基金經理人擁有 CA 或 CFA 資格者對基金超額報酬有顯著正向影響；(2) 擁有 CA 或 CFA 資格之經理人會選取風險較小之投資組合；(3) 擁有 MBA 學位之經理人會選取風險較大之投資組合；(4) 基金經理人之任期對基金績效與風險因子無

---

<sup>8</sup> CA (Certification Authority) 是認證機構的通稱。

<sup>9</sup> CFA 是特許財務分析師 (Chartered Financial Analyst) 的簡稱，係由美國投資管理研究學會 (Association for Investment Management and Research; CFAI) 主辦的投資專業證照。

顯著影響。

沈威利(2006)以 2001 至 2005 年境內基金績效之影響因素做觀察，透過「變數遞迴最小平方迴歸分析」，探討隨著經理人任期或年資的遞增，對兩種基金績效衡量指標（Jensen 及 MAR 績效指標）之影響方式是否會發生結構性的改變，再進而以「變數門檻模型」加以分段估計。實證結果發現：(1) 當經理人任期達 21 個月與年資達 63 個月時，對兩種基金績效衡量指標之影響方式發生結構性轉變；(2) 經理人任期與年資對四因子績效指標均無顯著影響；(3) 經理人任期少於 21 個月時對兩種績效指標皆為顯著的正向影響、但大於 21 個月時則均無顯著影響；(4) 當經理人年資少於 63 個月時皆無顯著影響、大於 63 個月時均為顯著的正向影響。

吳旭裕(2007)以 2001 年 1 月至 2006 年 8 月共 122 檔境內基金做樣本，分別採用原始報酬率、市場調整後報酬率、Jensen's Alpha 以及 Sharpe Ratio 作為基金績效之衡量指標，透過同時考量經理人現職年資與生涯年資的方式，將此兩重要變數分段配對來分別驗證其對基金績效的影響。其結果顯示：(1) 在單一年資指標模型時，現職年資與生涯年資對基金績效均呈現正向影響，表示基金經理人熟悉目前所管理之基金，以及擔任經理人所累積的時間越長越有助於提升管理績效；(2) 在雙年資指標模型時，相對於基金經理人生涯年資的長短，較高的現職年資是基金績效較佳的重要指標，並發現所謂高現職年資的門檻值是指基金經理人管理同一檔基金達 24.33 個月以上；(3) 在高現職年資下，生涯年資與基金績效呈反向關係，因為隨著生涯年資的提高，經理人的年齡也隨之增長，將對基金績效產生負面效果；(4) 建議投資人先選現職年資較高的基金經理人，再搭配選擇其中生涯年資較低者，便可選取出較佳投資績效的基金。

### 2.3.2 基金經理人替換相關

Gallo and Lockwood (1999) 以 1983 至 1991 年曾經發生過經理人替換的 69 檔 Morningstar 資料庫中的共同基金為樣本，依照 Wilshire Index 將基金類型分為大型成長 (Large-Cap Growth)、大型價值 (Large-Cap Value)、小型成長 (Small-Cap Growth)、小型價值 (Small-Cap Value) 四種類型，利用資產類別因素模型並輔以 Chow 檢定來探討經理人替換前後五年是否具有風格移轉情形。研究結果發現，經理人替換後績效較佳，且在樣本資料中的 69 支基金共有 45 支基金 (65.2%) 在基金經理人替換後，發生風格移轉的情形。

孫志雄 (1998) 以 1986 年 1 月至 1997 年 11 月的所有境內股票與債券型基金為樣本，利用 Grinblatt & Titman (1993)、Sharp (1966) 兩模型衡量基金績效，Grinblatt (1995) 之模型衡量基金投資策略，針對：(一) 基金績效與經理人更換關係 (二) 基金經理人更換前後的績效表現 (三) 基金經理人更換前後之風險變化 (四) 基金經理人更換前後之投資策略變化 (五) 投資人對股票型基金經理人離職的反應等五大部分做探討。所得實證結果發現：(1) 基金績效並不是導致經理人離職的主要因素；(2) 基金經理人更換前後並不會使基金績效、風險及投資策略產生顯著差異；(3) 以針對國內情形所使用檢定投資策略的方法顯示，基金經理人還是會參考當時的強勢產業 (如電子股)，所以即使基金更換經理人，其投資組合內主要的產業比例仍然不會有顯著的變動；(4) 投資人對股票型基金經理人離職的反應結果是不顯著的。

張銘煌 (1998) 以 1995 年 3 月至 1998 年 2 月 19 家投信公司的 66 檔境內基金，利用 Logistic 模型、t 檢定與 Wilcoxon Mann-Whitney 兩樣本檢定以及複迴歸模型，驗證基金績效與經理人更換的關係。其研究結果顯示 (1) 在 1995 年 9 月至 1997 年 3 月期間，基金績效較差的經理人更換機率相對較高，然而在 1997 年 3 月至 1998 年 2 月期間，則出現績效較佳的經理人更換機率增加，顯示經理人可能藉由提高投資組合的風險達成短期較佳的績效，以獲得調任資產規模較大

的基金或者被其它投信公司挖角；(2) 經理人更換前後的一年或半年當中，其績效無顯著差異，而且若此經理人是在同公司內部轉任，會因績效較佳而轉任規模較大的基金；(3) 外資佔董事席位比重較高的投信公司，會有提供投資建議與監督基金經理人的功效，對績效有顯著的正面影響。

盧敬忠 (2003) 以不包括債券型、指數型之境內基金為研究對象，利用超額報酬、Sharpe、Treyner、Jensen 等指標，觀察基金經理人更換前後 12 個月之整體績效及風險變化，並透過 Treynor & Mazuy 之二次迴歸模型分析選股與擇時能力。實證結果發現：(1)「同一檔基金」的整體績效表現與風險和經理人的異動間沒有相關性、「同一位基金經理人」經過更換前後也不會因為管理不同基金而對整體績效表現與風險有顯著的差異性；(2)「同一檔基金」的選股、擇時能力亦不會因為經理人的更換而有所改變、「同一位基金經理人」經過更換前後對於所管理之不同基金的選股、擇時能力亦不具有顯著性。

李唯甄 (2004) 以 1998 至 2003 年間曾經發生經理人替換的 74 檔境內基金為研究對象，探討基金經理人替換前後對於基金績效、風險、與風格型態的變化情形，並試圖找出影響此差異的可能原因，其中基金績效衡量方式以淨值報酬率排名百分比、Jensen 指標與四因子績效指標；風險測度有總風險與系統風險；基金風格型態的分類則是依照其資產配置情形作區分。該實證結果顯示：(1) 基金在經理人替換後的平均績效比替換前好，且改善的個數也比惡化的個數多，但只有淨值報酬率排名百分比的檢定結果為顯著；(2) 如果新任經理人未曾擔任過基金經理人者，則多數樣本基金在經理人替換後的績效有改善，但不具有統計上顯著的差異，而對於新任經理人曾經擔任過基金經理人而言，不同績效指標所得的結果並不相同，且不具有統計上顯著的差異；(3) 從其他投信公司挖角過來的新任經理人，不論基金成立時間的長短，不同績效指標所得的結果並不相同，且都不具有統計上顯著的差異；(4) 基金在經理人替換前屬績效差者，有顯著的結果

顯示多數新任經理人傾向調高投資組合的系統性風險，基金在經理人替換前屬績效好者，多數新任經理人會調降投資組合的系統風險，但並沒有顯著的差異；(5) 大多數的基金在經理人替換後仍維持相同的風格型態，且完全集中在大型成長，如果採用較細的風格分類方式，則基金在經理人替換後風格型態會有顯著的改變。

顯然前述許多考量基金經理人年資與替換因子的研究中，學者們各有不同觀點，多數認為經理人任期（又稱現職年資）對基金績效會有影響，當任期較長時其表現較佳（Golec, 1996; Lemak & Satish, 1996; Philpot 等, 2000; 沈威利, 2006; 吳旭裕, 2007），有些則認為沒有顯著影響（Chevalier & Ellison, 1999; Fortin 等, 1999; Friis & Smit, 2004）。而在經理人替換對基金績效方面，多數認為會有一定的影響（Gallo & Lockwood, 1999; 李唯甄, 2004; 洪嘉苓, 2000; 陳相宇, 2005; 劉倩伶, 2004），且更動或更動次數愈頻繁會降低基金績效（洪嘉苓; 陳相宇; 劉倩伶），某部分研究結果則呈現更換後績效表現較佳（Gallo & Lockwood; 李唯甄）；除此之外，也有學者認為經理人替換對基金績效無顯著影響（孫志雄, 1998; 張銘煌, 1998; 盧敬忠, 2003），甚至投資人對於經理人的更換並不會有顯著反應（孫志雄）。以上相關研究多以某段期間的樣本基金為主，缺少對績效已被肯定的得獎基金做研究，本文試著觀察此重要經理人特徵變數與得獎基金的關係，希望能更清楚分析對得獎基金得獎持續性的影響。



## 2.4 基金獎評鑑比較（各獎項評比方式請參閱附錄一）

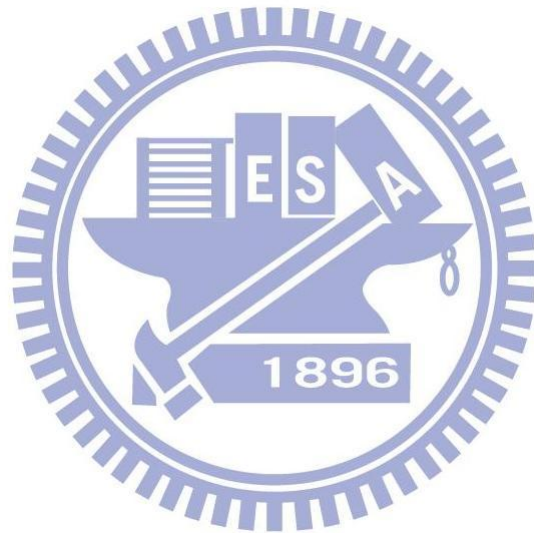
比較此兩大基金獎與三大主要基金評比機構的頒獎對象，最主要差異在於晨星 Morningstar 年度最佳基金獎和理柏 Lipper 台灣基金獎是由國際基金研究機構所評選，評選的基金包含所有在台灣核備銷售的境內及境外基金，而金鑽獎與 Smart 智富台灣基金獎則是由國內評選，只以本土基金公司發行的基金為主。

在評審標準上，金鑽獎中的國內基金獎以「風險調整後之報酬率」作為績效評估指標，且與 Smart 智富台灣基金獎皆有加入資訊比率作為與同類型基金的差異參考，而金鑽獎與 Bloomberg 合作頒發的海外基金獎，以及晨星 Morningstar 年度最佳基金獎和理柏 Lipper 台灣基金獎，則加入了該評比機構的專業風險評估方式，以期能替投資人兼顧報酬與風險；除了以上各種量化指標方面的評估之外，晨星 Morningstar 年度最佳基金獎則更考量到質化指標的評鑑，試圖突破以量化資料為主的基礎只能代表過去的歷史經驗，不能完全保證未來，而盡量剔除可能會影響未來績效表現的因素。

在所頒發的獎項項目上，金鑽獎與理柏 Lipper 台灣基金獎皆有分年頒發，除了三、五、十年期的獎項以外，金鑽獎中的國內基金獎亦因考量國內投信公司與基金成立相較於國外資產管理業普遍較短的特性，而加入了一年期的獎項，所以給獎項目較多；而其它未分年的基金獎則在績效及風險評估期間上，涵蓋了過去 1 至 5 年的數據評估。

由以上可知，各大主要基金評比機構評鑑的立意大致相同，除基金績效外皆納入風險衡量，並盡量涵蓋過去多年的長期數據考量，在晨星開始加入質化指標的評鑑後，可能也會帶動各機構的爭相仿效，期望所頒發的獎項在未來能帶給投資人一個更客觀、可信的投資評估依據。可見證得獎基金有相對於其它同類型基金更穩定的波動與更好的績效表現，持續得獎的基金代表可以為投資人帶來一定

的穩健績效，也更支持本研究所欲探討之得獎持續性的因素，能為投資人在得獎基金中找到更持久穩健的投資標的。



## 第三章 研究方法

### 3.1 研究對象與期間

依據投信投顧法的相關規範，只有某些基金評鑑機構及國際或區域性財經媒體頒發的獎項得主，才能對外廣告、宣傳行銷獲獎事宜，所以本研究將針對國內兩大基金獎(金鑽獎、台灣基金獎)與三大主要基金評比機構(Bloomberg、Lipper、Morningstar)過去多年來的得獎基金做探討，因為每個獎項頒發時的評估年度皆為前一年，故以下所列之得獎名單年度，皆為獎項評估年度(例：第四屆金鑽獎為2001年三月頒發，其所評估基金的績效年度為2000年，故以下之得獎名單年度以2000年表示)。本研究樣本將包含金鑽獎從1997~2009年、台灣基金獎從1999~2009年、晨星年度最佳基金獎從2007~2009年及理柏台灣基金獎2008~2009年的得獎名單，並觀察上述各獎項到2010年的得獎狀況，挑出國內投信募集發行之境內基金，包括投資國內及海外之股票型、平衡型、組合型(Fund of Funds)及債券型基金，惟不含主要投資在國內國庫券、存款、票券等項目且淨值幾乎只升不降的國內債券型基金<sup>10</sup>。

本研究第四章第一節敘述統計部分將包含上述所有期間獲獎資料做觀察，共有251筆資料，而第四章第二節後之實證部分所評估得獎後一年、兩年、三年的連續得獎狀況，將排除6<sup>11</sup>檔已清算、7<sup>12</sup>檔已併入其他同類型之基金，且侷限於

---

<sup>10</sup> 已於2006年起規範持債比重而歸類為類貨幣型基金，並在2011年起正式分流為固定收益基金(Real Bond Fund)及貨幣市場基金(Quasi Money Market Fund)，目前市場上只有保德信瑞騰基金為固定收益基金。

<sup>11</sup> 分別為建弘新台北、建弘廣福、中華萬邦、國際台灣祥龍、荷銀福爾摩莎成長、台壽保平衡基金共六檔。

<sup>12</sup> 分別為富邦幸福、倍立磐石、瑞銀雅典娜、新光競臻笠、新光千里馬、凱基先進、匯豐三高平衡基金共七檔。

部分變數資料取得狀況，將以 1999 至 2007 年 143 筆資料做探討。

綜上所述，本研究觀察的樣本資料如表 4 所示：

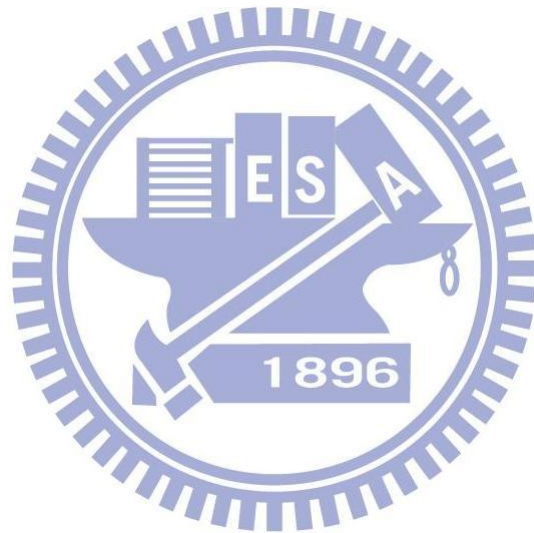


表4、 本研究各年期獎項樣本一覽

評估年度	獎項名稱	得獎基金檔數	共頒發獎項數
1997年	金鑽獎第一屆	11 (2檔已清算、1檔已合併)	14
1998年	金鑽獎第二屆	12 (3檔已清算)	16
1999年	金鑽獎第三屆 台灣基金獎第一屆	22 (4檔已清算)	25
2000年	金鑽獎第四屆 台灣基金獎第二屆	10	14
2001年	金鑽獎第五屆 台灣基金獎第三屆	20 (1檔已清算、2檔已合併)	26
2002年	金鑽獎第六屆 台灣基金獎第四屆	10 (1檔已合併)	12
2003年	金鑽獎第七屆 台灣基金獎第五屆	15 (1檔已清算、3檔已合併)	21
2004年	金鑽獎第八屆 台灣基金獎第六屆	17	24
2005年	金鑽獎第九屆 台灣基金獎第七屆	20 (1檔已合併)	29
2006年	金鑽獎第十屆 台灣基金獎第八屆	22	33
2007年	金鑽獎第十一屆 台灣基金獎第九屆 晨星年度最佳基金獎	20	31
2008年	金鑽獎第十二屆 台灣基金獎第十屆 晨星年度最佳基金獎 理柏台灣基金獎	27 (1檔已合併)	43
2009年	金鑽獎第十三屆 台灣基金獎第十一屆 晨星年度最佳基金獎 理柏台灣基金獎	45	60
2010年	金鑽獎第十四屆 台灣基金獎第十二屆 晨星年度最佳基金獎 理柏台灣基金獎	38	59

資料來源：台北金融研究發展基金會、Smart 智富月刊、理柏台灣基金獎網站，  
本研究整理（詳細基金列表請參閱附錄二）

### 3.2 資料來源與處理

#### 一、得獎基金名單：

傑出基金金鑽獎取自「財團法人台北金融研究發展基金會」網站、台灣基金獎與晨星年度最佳基金獎取自「Smart 智富月刊」、理柏台灣基金獎取自「理柏台灣基金獎」網站。

#### 二、基金基本資料

基金成立日期與更名、合併、清算等基本資料，取自「投信投顧公會」網站。

#### 三、基金類型、投信規模、基金規模：

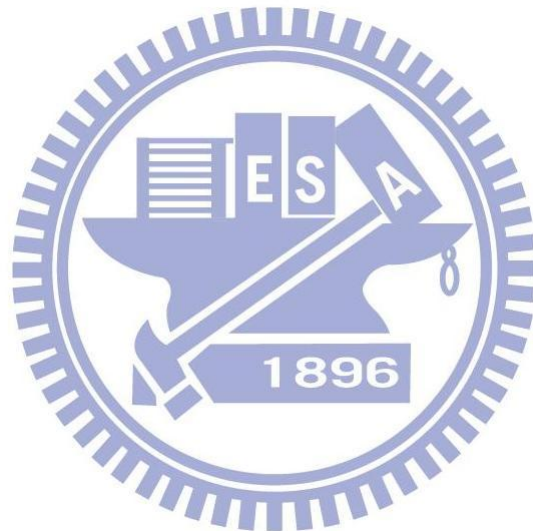
取自「CMoney 法人決策分析輔助系統」（連結投信投顧公會資料庫）；基金類型以台大教授版本基金分類再自行歸為三類（詳如下節表 5），投信規模以各別年度中年初至年底之平均金額計算，扣除規模變動較大且規模變化與操作績效較無關連的指數型基金、國內債券型基金；基金規模以各別年度中年初至年底之平均金額計算。

#### 四、績效評比指標數據：

透過 Lipper Investment Management 資料庫計算一至三年期年化值，崔納指數之無風險利率 ( $R_f$ ) 以台灣三個月期附買回利率 (Taiwan 3 Months REPO Rates) 為指標計算，而其中的系統性風險 ( $\beta$ ) 與資訊比率中之市場報酬率 ( $R_M$ ) 則是以理柏環球分類 (Lipper Global Classification) 衡量各基金表現的技術分析指數 (Technical Indicator Benchmark) 計算。

五、基金經理人異動資訊與生涯、現職年資：

取自「FundDJ 基智網」與「台灣經濟新報資料庫 (Taiwan Economic Journal ; TEJ)」中的「貨幣觀測與信用評等」雙月刊。



### 3.3 研究變數定義

有關評估基金績效持續性的變數有很多種，本研究著重在經理人替換與投信整體研究團隊的操作優勢，為提供投資人未來投資作參考。本節將依照應變數、研究變數及控制變數，分別說明其選用依據與定義：

#### 一、得獎基金連續得獎 *RWD*

本研究將分得獎後一至三年樣本基金是否皆連續得獎為應變數。

*RWD\_1*：得獎後一年是否連續得獎（連兩年獲獎），連續得獎為 1；否則為 0

*RWD\_2*：得獎後兩年是否連續得獎（連三年獲獎），連續得獎為 1；否則為 0

*RWD\_3*：得獎後三年是否連續得獎（連四年獲獎），連續得獎為 1；否則為 0



#### 二、經理人更換 *MNG*

得獎當時的基金經理人是否已經更換之虛擬變數為解釋變數。

*MNG\_1*：得獎後一年基金經理人是否已經更換，更換為 1；否則為 0

*MNG\_2*：得獎後兩年基金經理人是否已經更換，更換為 1；否則為 0

*MNG\_3*：得獎後三年基金經理人是否已經更換，更換為 1；否則為 0

#### 三、經理人生涯年資 *CARRER*

得獎基金經理人職業生涯中操作第一檔共同基金至基金得獎當年底的時間為解釋變數。

#### 四、經理人現職年資 *CURRENT*



得獎基金經理人持續操作得獎基金至該基金得獎當年底的時間為解釋變數。

#### 五、基金成立年數 $FAGE$

計算至基金得獎當年底之各別成立時間為解釋變數。

#### 六、投信公司規模 $CSIZE$

各基金所屬各別投信公司共同基金規模取自然對數值為解釋變數。

以分年迴歸所做之最後一年平均規模計算；

例如：2004 年得獎基金之  $RWD\_3$ ，則以 2007 年各基金所屬各別投信公司當年平均規模取自然對數值。

#### 七、基金規模 $FSIZE$

本研究樣本基金之規模取自然對數值為控制變數。以分年迴歸所做之最後一年平均規模計算；規則如前述投信公司規模計算方式。

#### 八、績效衡量指標 $TR$ 、 $IR$

挑選國內兩大基金獎列入之評鑑指標為控制變數。

兩大基金獎之績效衡量指標包含淨值報酬率、夏普指數、崔納指數及資訊比率，各指標定義如前章第一節所述；為避免各同期指標的共線性，本研究挑選出相關係數最低（如表 5）而以系統性風險為考量之崔納指數與和市場比較之資訊比率，計算至最後一年的年底值，涵蓋一至三年期間，且分別做迴歸；

例如：2004 年得獎基金之  $RWD\_3$ ，則以該基金 2006/12/31~2007/12/31

（一年期）崔納指數（ $TR\_1$ ）及資訊比率（ $IR\_1$ ）、

2005/12/31~2007/12/31（二年期）崔納指數（ $TR\_2$ ）及資訊比率（ $IR\_2$ ）、

2004/12/31~2007/12/31(三年期)崔納指數( $TR_3$ )及資訊比率( $IR_3$ )  
分別計算。

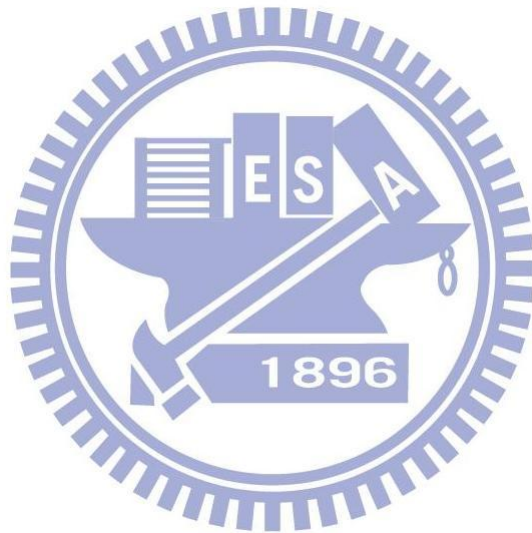


表5、各年期績效衡量指標相關係數

	<i>RTN_1</i>	<i>TR_1</i>	<i>SR_1</i>	<i>IR_1</i>
<i>RTN_1</i>	1			
<i>TR_1</i>	0.9500*	1		
<i>SR_1</i>	0.9254*	0.9515*	1	
<i>IR_1</i>	0.1026	<b>-0.0017</b>	0.1088*	1

	<i>RTN_2</i>	<i>TR_2</i>	<i>SR_2</i>	<i>IR_2</i>
<i>RTN_2</i>	1			
<i>TR_2</i>	0.9536*	1		
<i>SR_2</i>	0.9404*	0.9463*	1	
<i>IR_2</i>	0.3281*	<b>0.2498*</b>	0.3118*	1

	<i>RTN_3</i>	<i>TR_3</i>	<i>SR_3</i>	<i>IR_3</i>
<i>RTN_3</i>	1			
<i>TR_3</i>	0.9475*	1		
<i>SR_3</i>	0.9413*	0.9493*	1	
<i>IR_3</i>	0.4786*	<b>0.3810*</b>	0.4392*	1

\*代表達 0.05 之顯著水準

## 九、基金類型 *D*

以台大教授版本基金分類中自行分為三類（「國內積極型」、「國內一般型」、「跨國及平衡型」）之虛擬變數為控制變數。

*D1*：當基金投資類型為「國內積極型」時，其值為 1；其他類型則為 0

*D2*：當基金投資類型為「國內一般型」時，其值為 1；其他類型則為 0

歷年來有關基金績效持續性的研究文獻中，許多學者發現在不同分類結果下，持續性的程度亦有不同，表示分類型態對基金績效的持續性有絕對的影響力，下表為本研究與投信投顧公會委託台大教授評比之基金分類比較：

表6、 本研究基金分類表

台大教授版本分類		樣本 檔數	本研究 分類	
一、股票型				
1.投資國內	a.科技類	14	1	
	b.中小型	10		
	c.價值型	2	2	
	d.一般股票型	26		
	e.中概股型	2		
	f.指數型	0		
	g.上櫃股票型	5	1	
	h.特殊類	3	2	
2.跨國投資	a.全球市場	3	3	
	b.區域型	i.歐洲		0
		ii.亞洲		2
		iii.大中華區		1
		iv.新興市場		0
	c.單一國家	i.美國		0
		ii.日本		1
		iii.其他單一國家		0
	二、債券股票平衡型	1.國內價值型股票型		2
2.國內一般股票型		10		
3.跨國投資型		0		
4.模組操作型		0		
三、債券型	1.國內債券	a.類貨幣市場基金	0	
		b.固定收益型基金	0	
	2.海外債券	0		
四、貨幣市場型		0		
五、組合型	1.國內組合型	0		
	2.全球組合型	a.跨國組合-股票型	0	
		b.跨國組合-債券型	0	
		c.跨國組合-平衡型	0	
		d.跨國組合-其他	0	
六、保本型		0		
七、資產證券化型	1.不動產證券化型	0		
	2.金融資產證券化	0		
總計		81		

分類 1：國內積極型 29 檔、分類 2：國內一般型 33 檔、分類 3：跨國及平衡型 19 檔。

表7、變數定義彙總表

屬性	變數	變數符號	變數定義
應變數	連續得獎	<i>RWD_Y</i>	得獎基金於得獎後 1、2、3 年連續得獎，二元變數；連續得獎為 1、否則為 0
研究變數	經理人更換	<i>MNG_Y</i>	得獎基金之經理人於得獎後 1、2、3 年有無更換，虛擬變數；更換為 1、否則為 0
	經理人生涯年資	<i>CARRER</i>	得獎基金之經理人職業生涯中操作共同基金的時間（單位：年）
	經理人現職年資	<i>CURRENT</i>	得獎基金之經理人持續操作得獎基金的時間（單位：年）
	基金成立年數	<i>FAGE</i>	得獎基金之各別成立時間（單位：年）
	投信公司規模	<i>CSIZE</i>	各得獎基金所屬投信公司年平均規模取自然對數值
控制變數	基金規模	<i>FSIZE</i>	各得獎基金年平均規模取自然對數值
	績效衡量指標--- 崔納指數	<i>TR_Y</i>	得獎基金於得獎後 1、2、3 年之崔納指數
	績效衡量指標--- 資訊比率	<i>IR_Y</i>	得獎基金於得獎後 1、2、3 年之資訊比率
	基金類型	<i>D1、D2</i>	以投信投顧公會委託台大教授評比之基金分類中自行整理分類

### 3.4 研究方法與實證模型

由於本研究實證探討期間為 1999 至 2007 年績效年度得獎之境內共同基金，故資料型態包含橫斷面（Cross-Section）及時間序列（Time-Series）兩項要素，此時若單獨使用橫斷面或時間序列計量模型來評估，可能無法正確估計其影響。通常此種資料屬於追縱資料（Panel Data）型態，乃使用 Panel Regression 來配置模型，又本文探討基金得獎持續性，應變數為 0 與 1 之虛擬變數，故本研究採 Panel Probit Model 來配置實證模型。

主要迴歸模型亦分三年觀察，分別為基金得獎後一至三年內經理人更換、經理人生涯年資、現職年資、基金成立年數、投信公司規模與基金得獎後是否連續得獎之相關性。在不同年度之迴歸模型中，將考量基金規模與基金類型虛擬變數後，再依崔納指數、資訊比率兩種績效衡量指標各一至三年期間分別計算，以進一步分年探討迴歸模型在各期間績效指標下之結果，主要實證模型如下：

#### 一、基金得獎後一年得獎持續性之影響

$$RWD\_1_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MNG\_1_{i,t} + \beta_2 CARRER_{i,t} + \beta_3 CURRENT_{i,t} + \beta_4 FAGE_{i,t} + \beta_5 CSIZE_{i,t} + \beta_6 FSIZE_{i,t} + \beta_7 D1_{i,t} + \beta_8 D2_{i,t} + \beta_9 TR\_Y_{i,t} + \beta_{10} IR\_Y_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3-1)$$

$RWD\_1$ ：得獎後一年是否連續得獎（連兩年獲獎）

$MNG\_1$ ：得獎後一年基金經理人是否已經更換

$i$ ：樣本基金， $i = 1, 2, \dots, N$

$t$ ：時間單位， $t = 1, 2, \dots, T$

$TR\_Y$ 、 $IR\_Y$ ：兩種績效衡量指標各三期（ $Y = 1, 2, 3$ ）

#### 二、基金得獎後兩年得獎持續性之影響

$$RWD\_2_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MNG\_2_{i,t} + \beta_2 CARRER_{i,t} + \beta_3 CURRENT_{i,t} + \beta_4 FAGE_{i,t} + \beta_5 CSIZE_{i,t} + \beta_6 FSIZE_{i,t} + \beta_7 D1_{i,t} + \beta_8 D2_{i,t} + \beta_9 TR\_Y_{i,t} + \beta_{10} IR\_Y_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3-2)$$

$RWD\_2$ ：得獎後兩年是否連續得獎（連三年獲獎）

$MNG\_2$ ：得獎後兩年基金經理人是否已經更換

$i$ ：樣本基金， $i = 1, 2, \dots, N$

$t$ ：時間單位， $t = 1, 2, \dots, T$

$TR\_Y$ 、 $IR\_Y$ ：兩種績效衡量指標各三期（ $Y = 1, 2, 3$ ）

### 三、基金得獎後三年得獎持續性之影響

$$RWD\_3_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MNG\_3_{i,t} + \beta_2 CARRER_{i,t} + \beta_3 CURRENT_{i,t} + \beta_4 FAGE_{i,t} + \beta_5 CSIZE_{i,t} + \beta_6 FSIZE_{i,t} + \beta_7 D1_{i,t} + \beta_8 D2_{i,t} + \beta_9 TR\_Y_{i,t} + \beta_{10} IR\_Y_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3-3)$$

$RWD\_3$ ：得獎後三年是否連續得獎（連兩年獲獎）

$MNG\_3$ ：得獎後三年基金經理人是否已經更換

$i$ ：樣本基金， $i = 1, 2, \dots, N$

$t$ ：時間單位， $t = 1, 2, \dots, T$

$TR\_Y$ 、 $IR\_Y$ ：兩種績效衡量指標各三期（ $Y = 1, 2, 3$ ）

## 第四章 實證分析與研究

### 4.1 得獎基金得獎持續性之統計分析

投信基金能得到這些國際或區域性財經評鑑機構的獎項，絕對是該公司治理與基金績效的殊榮，而一檔好的基金若能時常受到肯定，也會讓長期投資的投資人安心將資產交由該基金管理。

觀察從 1997 年以來的傑出基金「金鑽獎」、1999 年以來的「台灣基金獎」、2007 年開始的「晨星年度最佳基金獎」，以及 2008 年以來的「理柏台灣基金獎」至 2010 年的得獎名單（如附錄二所列示）分析整理，得獎至今超過一年的得獎基金共有 251 筆資料，為 1997 至 2009 年的得獎標的，觀察此樣本得獎後一年再度得獎的筆數共有 86 筆，續得獎比率佔總得獎基金的 34.26%；而得獎至今超過兩年的得獎基金共有 206 筆資料，為 1997 至 2008 年的得獎標的，觀察此樣本得獎後兩年內再度得獎的筆數共有 104 筆，續得獎比率佔總得獎基金的 50.49%；而得獎至今超過三年的得獎基金共有 179 筆，為 1997 至 2007 年的得獎標的，觀察此樣本得獎後三年內再度得獎的筆數共有 92 筆，續得獎比率佔總得獎基金的 51.40%（表 8）；若分年觀察得獎後一、二、三年的再得獎比率，可觀察到表 9 的資訊。

表 8、 得獎基金得獎後一至三年再得獎狀況

	樣本數	後一年 得獎筆數	後兩年 得獎筆數	後三年 得獎筆數	得獎比率
1997~2009 得獎滿一年	251	86			34.26%
1997~2008 得獎滿兩年	206		104		50.49%
1997~2007 得獎滿三年	179			92	51.40%

資料來源：本研究整理



表9、 得獎基金得獎後一至三年再得獎狀況-分年觀察

得獎年度與樣本數	後一年 得獎比率	後兩年 得獎比率	後三年 得獎比率
1997樣本數11	55%	82%	82%
1998樣本數12	67%	75%	75%
1999樣本數22	27%	50%	50%
2000樣本數10	30%	30%	30%
2001樣本數20	20%	30%	30%
2002樣本數10	10%	50%	60%
2003樣本數15	20%	33%	33%
2004樣本數17	18%	35%	41%
2005樣本數20	35%	55%	55%
2006樣本數22	32%	41%	45%
2007樣本數20	40%	70%	75%
2008樣本數27	48%	59%	
2009樣本數45	38%		
2010樣本數38			
	(平均34%)	(平均51%)	(平均52%)

資料來源：本研究整理

綜合上述之觀察數據顯示，本研究所探討的得獎基金在獲獎後有一定的再得獎比率，雖然過去的績效不代表未來之操作表現，但受到媒體及投資人關注的得獎基金，的確在市場上過去 10 年平均超過 400 檔的基金當中，有一定的績效保證。

在各媒體爭相報導或廣告的加持下，讓這些基金經理人過去的良好表現受到重視，在國內投信事業已高度競爭的產業現況下，各家公司不惜用最優渥的薪資來挖角最優秀的人才，以至於造成績優的經理人跳槽風盛行，由表 10 可觀察得獎後第一年續得獎或未得獎的各 86 及 165 個樣本中，續得獎的基金只有 37% 的經理人有更換，比未得獎的 41% 更換率來的低；同樣在第一年續得獎，而第二年再度得獎與未得獎的各 36 及 33 個樣本中，連兩年續得獎的基金只有 47% 的經理

人有更換，比第二年未得獎的 70% 更換率低了許多；同樣在第一及第二年續得獎，而第三年再度得獎與未得獎的各 15 個樣本中，連三年續得獎的基金只有 47% 的經理人有更換，比第三年未得獎的 60% 更換率也來得低。

得獎後連續三年都再未得獎的 87 筆基金資料當中，則有 76 筆約 87% 的基金經理人有更換過；其他相對的得獎及未得獎結果，如 (1,0,1)(1,0,0)、(0,1)(0,0)、(0,1,1)(0,1,0)、(0,0,1)(0,0,0)（其中 1 代表有得獎、0 代表未得獎、括弧裡以逗號區分年度，由前至後的年度順序），皆是後續得獎較多的基金經理人更換的比率較低。可見得基金經理人的操作的確與基金績效有很大的關連，經理人的更換亦對後續基金績效表現有很大的影響，投資人在媒體影響下的投資決策，應該要持續注意所投資的基金經理人是否有異動，對該檔基金是否繼續持有，亦或是做其它基金的轉換，有一定程度的重要性。



表10、 再得獎與基金經理人更換分析

經理人	第一年	前兩年	前三年	樣本數(基金檔數)			結果	比率
		(1st,2nd)	(1st,2nd,3rd)	251	206	179		
1=更換 0=未更換	1=得獎 0=未得獎	1=得獎 0=未得獎	1=得獎 0=未得獎	251	206	179	檔數	
1	1			86			32	37%
0								54
1		1,1			36		17	47%
0								
1			1,1,1			15	7	47%
0								
1			1,1,0(註)			15	9	60%
0								
1		1,0			33		23	70%
0								
1			1,0,1			4	3	75%
0								
1			1,0,0			22	18	82%
0								
1	0					165	67	41%
0								
1		0,1				35	21	60%
0								
1			0,1,1			9	7	78%
0								
1			0,1,0			23	20	87%
0								
1		0,0			102		79	77%
0								
1			0,0,1			4	3	75%
0								
1			0,0,0			87	76	87%
0								

註：本表左邊第一欄為經理人有無更換（1=更換；0=未更換），第二至四欄依次為得獎後一年、後兩年、後三年之再得獎狀況。故本格數據含意為本文所探討得獎基金資料於得獎後第一及第二年皆續得獎，但第三年並未得獎的樣本數有 15 筆，其中 9 筆經理人於此期間內有更換佔 60%、6 筆經理人未更換佔 40%。

資料來源：本研究整理

另外再分析此 251 筆基金資料，若扣除在不同年度重覆得獎的樣本後，這 13 年來只有 135 檔基金獲獎，其中有 69 檔基金得獎後再也沒有得過獎（此再得獎的評估包含 2010 年之得獎名單），佔所有得獎基金的 51%，且有之前提及 6 檔已清算、7 檔已併入其他同類型基金，其餘目前還存續且重覆得獎的基金只剩

53 檔，在 14 個得獎年度（1997~2010 年，共 289 筆得獎資料）中即佔了 162 筆得獎資料。裡面的群益店頭市場與保德信店頭市場這兩檔基金，在 14 個得獎年度中即各別重覆 9 年得獎；保德信金平衡、國泰中小成長、保德信高成長這三檔基金，在 14 個得獎年度中即各別重覆 6 年得獎；另外有 5 檔基金重覆 5 年、6 檔基金重覆 4 年得獎；這 16 檔基金即佔了前述 162 筆中的 85 筆，約 52.5%（如下表 11）。

表11、 1997 至 2010 年得獎基金的重覆狀況

	基金名稱	得獎次數	成立日	得獎後第一年 更換經理人比率	得獎後第二年 更換經理人比率	得獎後第三年 更換經理人比率
1	群益店頭市場	9	1997/02/13	75%	14%	14%
2	保德信店頭市場	9	1996/09/16	33%	0%	14%
3	保德信金平衡	6	2000/12/16	40%	0%	0%
4	國泰中小成長	6	2001/01/10	0%	0%	0%
5	保德信高成長	6	1994/04/11	17%	17%	33%
6	台新2000高科技	5	2000/03/07	20%	25%	33%
7	JF平衡	5	2000/09/28	0%	0%	0%
8	兆豐國際全球	5	1989/02/04	20%	0%	0%
9	群益中小	5	1996/02/12	50%	50%	0%
10	統一奔騰	5	1998/08/11	0%	0%	0%
11	永豐中小	4	2002/01/04	67%	50%	0%
12	永豐永豐	4	1998/04/14	67%	50%	0%
13	群益馬拉松	4	1996/08/20	0%	50%	25%
14	元大雙盈	4	2002/01/24	75%	0%	0%
15	富邦台灣鳳凰	4	1995/03/02	50%	50%	0%
16	保誠高科技	4	1994/11/14	75%	0%	0%

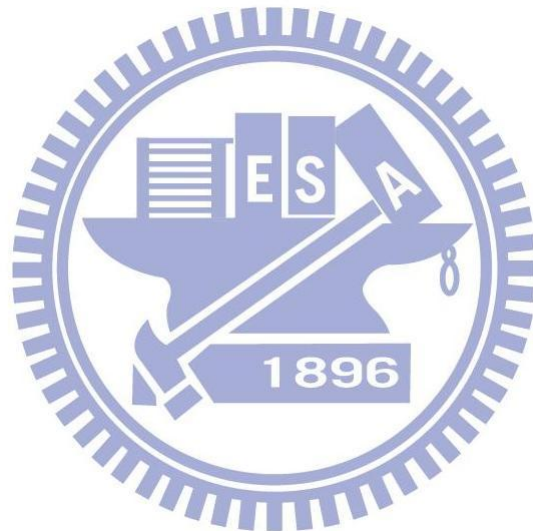
85

資料來源：本研究整理

由表 11 可觀察到，重覆狀況超過 4 次的基金當中，群益投信及保德信投信各有 3 檔基金入列，而永豐投信亦有兩檔基金入榜，其它則較為分散在各家投信公司，另外可觀察到這些基金在得獎後第 1 至 3 年的基金經理人更換比率，除了國泰中小成長、JF 平衡及統一奔騰這三檔基金不僅常得獎，經理人在得獎後三年皆無更動外，其他得獎常勝軍的更換比率皆不低，尤其前面所提的群益、永豐投信更為明顯，後面得獎次數較少的元大、富邦及保誠投信也不遑多讓，幾乎得獎時的基金經理人在得獎後三年內皆不再操作原來的基金，可見得在過去這 14

年的得獎名單中常勝出的基金，除了經理人長期持續操作的表現外，有符合劉倩伶（2004）所提到的某些投信公司個別特質，對基金具有維持長期優異績效的影響。

基於以上分析，本研究將在接下來的章節中以實證分析的方式，找出這些對基金連續得獎的影響因子。



## 4.2 經理人更換對基金得獎後得獎持續性之影響

本節將以第三章所述的研究方法對兩大基金獎（金鑽獎、台灣基金獎）與三大主要基金評比機構（Bloomberg、Lipper、Morningstar）從 1999 至 2007 年所頒發的 143 筆境內得獎基金的實證結果做分析，觀察基金經理人的替換、生涯與現職年資、基金成立年數與投信公司規模對得獎基金後續一至三年持續得獎是否具有顯著的影響，希望找到一些對基金連續得獎的影響因子，對投資人判斷投資標的能有更客觀與彈性的依據。

### 4.2.1 基金得獎後一年得獎持續性之影響

表 12 是基金得獎後一年實證所用各變數（不含二元之虛擬變數）的敘述統計分析，包含平均值（Mean）、標準差（Std. Dev.）、中位數（Median）、最小值（Min）及最大值（Max），可觀察到各變數大概的分佈與離散程度。

表 12、各項變數統計值-得獎後一年

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Median	Min	Max
<i>CAREER</i>	143	4.18	2.76	3.52	0.25	11.68
<i>CURRENT</i>	143	2.31	1.81	1.75	0.17	7.82
<i>FAGE</i>	143	7.44	2.98	6.94	2.18	14.81
<i>CSIZE</i>	143	9.93	0.95	10.01	7.06	11.67
<i>FSIZE</i>	143	7.64	0.92	7.70	5.56	9.62
<i>TR_1</i>	143	-11.32	37.82	1.51	-116.81	57.61
<i>TR_2</i>	143	5.98	20.82	9.67	-70.61	44.37
<i>TR_3</i>	143	7.36	18.94	10.54	-72.70	44.28
<i>IR_1</i>	143	0.25	1.07	0.20	-3.23	2.59
<i>IR_2</i>	143	0.62	0.68	0.59	-1.41	2.49
<i>IR_3</i>	143	0.61	0.50	0.62	-0.70	1.92

*CAREER*：經理人生涯年資，*CURRENT*：經理人現職年資，*FAGE*：基金成立年數，*CSIZE*：投信公司規模，*FSIZE*：基金規模，*TR\_Y*：1~3 年崔納指數，*IR\_Y*：1~3 年資訊比率

表 13 是基金得獎後一年各自變數(不含二元之虛擬變數)的相關係數矩陣，

在進行迴歸分析前，做此自變數間之共線性診斷以檢視自變數間是否存有共線性情況。共線性問題也就是所謂的線性重合問題，亦即自變數間存在著嚴重的共線性（線性重合）問題時，自變數對應變數的解釋能力將可能因為自變數彼此間具有替代性而使得其解釋能力降低；一般而言，若自變數間的相關係數絕對值超過 0.8，則共線性相當嚴重，此時通常會剔除影響力較弱的自變數。

表 13 中可觀察到部分變數存在不完全多重共線性（Imperfect Multicollinearity），但相關係數除了極少數介於 0.3 至 0.7 中度相關外，其餘皆為小於 0.3 的弱相關，顯示情況並不嚴重，若沒有此相關性的問題，本研究的結果應該會更為顯著。

表13、各項變數相關係數矩陣-得獎後一年

	<i>CAREER</i>	<i>CURRET</i>	<i>FAGE</i>	<i>CSIZE</i>	<i>FSIZE</i>	<i>TR_Y</i>	<i>IR_Y</i>
<i>CAREER</i>	1						
<i>CURRET</i>	0.421***	1					
<i>FAGE</i>	0.194**	0.117	1				
<i>CSIZE</i>	0.162*	0.098	0.229***	1			
<i>FSIZE</i>	0.017	0.206**	0.180**	0.493***	1		
<i>TR_1</i>	-0.074	0.090	-0.034	0.015	-0.108	1	
<i>IR_1</i>	-0.029	0.029	-0.160*	0.112	0.164*	0.073	1
<i>TR_2</i>	-0.046	0.048	-0.116	0.003	0.003	1	
<i>IR_2</i>	-0.037	0.057	-0.179**	0.033	0.077	0.394***	1
<i>TR_3</i>	0.051	0.143*	0.051	0.111	0.063	1	
<i>IR_3</i>	-0.138	-0.027	-0.029	0.068	0.147*	0.242***	1

\*、\*\*、\*\*\*分別表示達 10%、5%、1%的顯著水準

由表 14 基金得獎後一年得獎持續性的迴歸分析發現，基金經理人的更換、生涯年資、基金成立年數與投信公司規模對得獎基金連續得獎並無統計上顯著的影響，而經理人的現職年資在控制三年期的崔納指數與資訊比率後，統計上呈現 10% 顯著的正相關。可知基金得獎後一年是否再連續得獎（共連續兩年得獎），會因經理人操作此檔得獎基金的時間愈久而機率愈高，跟後一年經理人的更換沒有太大關係，現職年資較深的基金經理人、成立較久的基金、規模較大的投信公

司，也不見得是基金得獎的保證。

投資人在投資得獎基金時，若是以較短期進出的心態操作（以一年內進出為考量），可以選擇經理人已管理此檔基金較久的標的，若以表 12 經理人現職年資的平均值 2.31 年到最大值 7.82 年來看，管理時間愈久會讓得獎後一年再得獎的機率增加，因為此模型只有針對連續兩年得獎做討論，此結果可能也會受到長期操作得獎基金的經理人之前優異績效所影響，但在投資人挑選基金上，此依據確實為一項好的指標。另外，若以一般大眾對基金操作的瞭解，許多投信公司多有掛名經理人的情況發生，若是一檔基金的經理人多年未更換，也比較少會有長期掛名的現象。

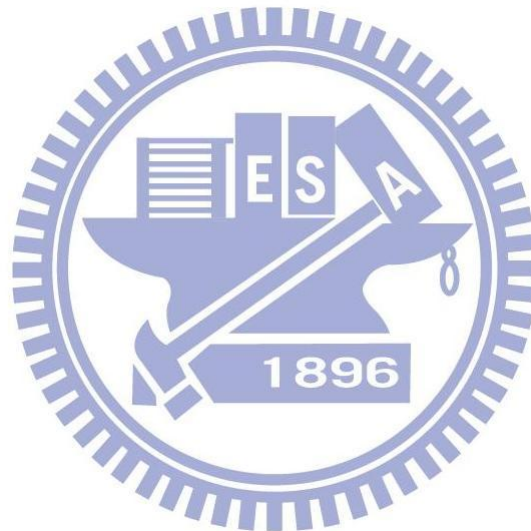




表14、 迴歸結果分析表-得獎後一年

	(1)	(2)	(3)
	<i>RWD_1</i>	<i>RWD_1</i>	<i>RWD_1</i>
<i>MNG_1</i>	-0.203 (-0.75)	-0.210 (-0.76)	-0.195 (-0.76)
<i>CAREER</i>	-0.104 (-1.62)	-0.0954 (-1.51)	-0.0870 (-1.51)
<i>CURRENT</i>	0.121 (1.49)	0.114 (1.41)	0.134* (1.72)
<i>FAGE</i>	0.0661 (1.31)	0.0702 (1.37)	0.0473 (1.02)
<i>CSIZE</i>	0.174 (0.92)	0.165 (0.87)	0.192 (1.10)
<i>FSIZE</i>	-0.130 (-0.68)	-0.0793 (-0.42)	-0.148 (-0.84)
<i>D1</i>	0.249 (0.68)	0.248 (0.67)	0.232 (0.68)
<i>D2</i>	-0.350 (-0.82)	-0.477 (-1.08)	-0.425 (-1.07)
<i>TR_1</i>	0.000194 (0.06)		
<i>IR_1</i>	0.340** (2.40)		
<i>TR_2</i>		0.00418 (0.60)	
<i>IR_2</i>		0.503** (2.23)	
<i>TR_3</i>			0.00389 (0.58)
<i>IR_3</i>			0.805*** (2.99)
<i>_cons</i>	-1.764 (-1.10)	-2.324 (-1.44)	-2.116 (-1.39)
<i>N</i>	143	143	143

括弧內數值為 Z 值

\*、\*\*、\*\*\*分別表示達 10%、5%、1%的顯著水準

#### 4.2.2 基金得獎後兩年得獎持續性之影響

表 15 是基金得獎後兩年實證所用各變數（不含二元之虛擬變數）的敘述統計分析，包含平均值（Mean）、標準差（Std. Dev.）、中位數（Median）、最小值

(Min) 及最大值 (Max)，可觀察到各變數大概的分佈與離散程度。

表15、 各項變數統計值-得獎後兩年

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Median	Min	Max
<i>CAREER</i>	143	4.18	2.76	3.52	0.25	11.68
<i>CURRENT</i>	143	2.31	1.81	1.75	0.17	7.82
<i>FAGE</i>	143	8.44	2.98	7.94	3.18	15.81
<i>CSIZE</i>	143	9.98	1.01	10.01	6.46	11.67
<i>FSIZE</i>	143	7.60	0.97	7.69	5.67	9.73
<i>TR_1</i>	143	7.23	41.68	16.56	-108.18	101.82
<i>TR_2</i>	143	-2.37	20.10	-0.48	-65.40	47.35
<i>TR_3</i>	143	6.19	15.91	7.51	-37.58	42.61
<i>IR_1</i>	143	0.14	1.06	0.06	-2.90	2.83
<i>IR_2</i>	143	0.22	0.64	0.24	-1.41	1.74
<i>IR_3</i>	143	0.48	0.49	0.46	-0.90	1.71

表 16 是基金得獎後兩年各自變數(不含二元之虛擬變數)的相關係數矩陣，從中可觀察到部分變數一樣存在不完全多重共線性，但除了 *FSIZE* 與 *CSIZE* 的相關係數值最高達到 0.534 外，則為 *IR\_3* 與 *TR\_3* 的 0.494 及 *CURRENT* 與 *CAREER* 的 0.421 次之，其它皆呈現小於 0.3 的弱相關，顯示情況並不嚴重，若沒有此相關性的問題，本研究的結果應該會更為顯著。

表16、 各項變數相關係數矩陣-得獎後兩年

	<i>CAREER</i>	<i>CURRET</i>	<i>FAGE</i>	<i>CSIZE</i>	<i>FSIZE</i>	<i>TR_Y</i>	<i>IR_Y</i>
<i>CAREER</i>	1						
<i>CURRET</i>	0.421***	1					
<i>FAGE</i>	0.194**	0.117	1				
<i>CSIZE</i>	0.152*	0.114	0.205**	1			
<i>FSIZE</i>	-0.004	0.217***	0.174**	0.534***	1		
<i>TR_1</i>	0.149*	0.020	-0.063	0.030	-0.029	1	
<i>IR_1</i>	0.089	0.086	-0.076	0.088	0.052	0.027	1
<i>TR_2</i>	0.043	0.096	-0.106	0.167**	-0.031	1	
<i>IR_2</i>	0.009	0.075	-0.145*	0.117	0.180**	0.258***	1
<i>TR_3</i>	0.054	0.052	-0.164**	0.104	0.065	1	
<i>IR_3</i>	-0.007	0.088	-0.190**	0.162*	0.220***	0.494***	1

\*、\*\*、\*\*\*分別表示達 10%、5%、1%的顯著水準

由表 17 基金得獎後兩年得獎持續性的迴歸分析發現，基金經理人的生涯、現職年資與投信公司規模對得獎基金連續得獎並無統計上顯著的影響，而經理人的更換在控制各年期的崔納指數與資訊比率後，呈現 5%及 1%顯著的負相關，而基金成立年數在控制 2 及 3 年期的崔納指數與資訊比率後，呈現 10%及 5%顯著的正相關。可知基金得獎後兩年是否都有連續得獎（共連續三年得獎），會因為此期間內基金經理人的更換降低其得獎機率，而成立愈久的基金則會增加連續得獎的機率，反而經理人過去的年資與操作得獎基金的任期深淺或規模愈大的投信公司，不能作為基金連續三年得獎的保證。

投資人在投資得獎基金時，若是以中期進出的心態操作（以兩年內進出為考量），可以選擇成立時間較久的標的，若以表 15 基金成立的時間平均值 8.44 年到最大值 15.81 年來看，成立時間愈久的基金會讓得獎後兩年都連續得獎的機率增加，但要注意該基金經理人是否有異動，以做為投資人是否續抱的重要考量。另外，若以一般大眾對基金操作的瞭解，經過長期市場多空萃煉而屹立不搖的基金，在整體投資規範與操作策略上，亦有一定程度代表該投信公司的聲譽效果，投信公司為了不造成長期投資人的流失，對於成立較久的基金會有一定的重視程度，惟許多基金經理人操作此類長青型基金時，在得獎光環包圍下卻選擇異動，

雖本文未對經理人異動原因深入探討，但透過實證結果證明此對基金得獎持續性確實有統計上負面的影響性存在。

表17、 迴歸結果分析表-得獎後兩年

	(1) <i>RWD_2</i>	(2) <i>RWD_2</i>	(3) <i>RWD_2</i>
<i>MNG_2</i>	-0.828** (-2.03)	-0.982** (-2.38)	-1.100*** (-2.59)
<i>CAREER</i>	-0.00844 (-0.10)	0.0276 (0.34)	0.0219 (0.27)
<i>CURRENT</i>	-0.0614 (-0.53)	-0.0839 (-0.73)	-0.0521 (-0.47)
<i>FAGE</i>	0.0660 (0.88)	0.143* (1.66)	0.195** (2.05)
<i>CSIZE</i>	0.282 (0.95)	0.0982 (0.32)	0.0403 (0.14)
<i>FSIZE</i>	0.151 (0.49)	0.162 (0.53)	0.0329 (0.11)
<i>D1</i>	0.585 (1.01)	0.0771 (0.13)	-0.0911 (-0.16)
<i>D2</i>	-0.928 (-1.17)	-1.383 (-1.62)	-1.764* (-1.92)
<i>TR_1</i>	0.00879* (1.89)		
<i>IR_1</i>	0.255 (1.16)		
<i>TR_2</i>		0.0201* (1.74)	
<i>IR_2</i>		0.750** (2.00)	
<i>TR_3</i>			0.0242 (1.51)
<i>IR_3</i>			1.381** (2.43)
<i>_cons</i>	-5.601* (-1.83)	-4.138 (-1.44)	-3.537 (-1.30)
<i>N</i>	143	143	143

括弧內數值為 Z 值

\*、\*\*、\*\*\*分別表示達 10%、5%、1%的顯著水準

### 4.2.3 基金得獎後三年得獎持續性之影響

表 18 是基金得獎後一年實證所用各變數（不含二元之虛擬變數）的敘述統計分析，包含平均值（Mean）、標準差（Std. Dev.）、中位數（Median）、最小值（Min）及最大值（Max），可觀察到各變數大概的分佈與離散程度。

表18、 各項變數統計值-得獎後三年

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Median	Min	Max
<i>CAREER</i>	143	4.18	2.76	3.52	0.25	11.68
<i>CURRENT</i>	143	2.31	1.81	1.75	0.17	7.82
<i>FAGE</i>	143	9.44	2.98	8.94	4.18	16.81
<i>CSIZE</i>	143	10.10	1.01	10.17	5.84	11.67
<i>FSIZE</i>	143	7.60	1.00	7.72	5.37	9.65
<i>TR_1</i>	143	2.42	39.60	5.11	-108.18	101.60
<i>TR_2</i>	143	4.70	20.47	7.08	-70.61	58.12
<i>TR_3</i>	143	-1.05	16.10	-0.52	-72.70	35.87
<i>IR_1</i>	143	-0.03	0.98	-0.02	-3.24	2.91
<i>IR_2</i>	143	0.09	0.68	0.06	-1.78	2.49
<i>IR_3</i>	143	0.17	0.52	0.11	-1.10	1.92

表 19 是基金得獎後三年各自變數（不含二元之虛擬變數）的相關係數矩陣，從中可觀察到與得獎後兩年相同在 *FSIZE* 與 *CSIZE* 的相關係數較高達到 0.551，其它除了 *CURRENT* 與 *CAREER* 的 0.421 之外，其餘皆為小於 0.3 的弱相關，依舊顯示情況並不嚴重，若沒有此相關性的問題，本研究的結果應該會更為顯著。

表19、 各項變數相關係數矩陣-得獎後三年

	<i>CAREER</i>	<i>CURRET</i>	<i>FAGE</i>	<i>CSIZE</i>	<i>FSIZE</i>	<i>TR_Y</i>	<i>IR_Y</i>
<i>CAREER</i>	1						
<i>CURRET</i>	0.421***	1					
<i>FAGE</i>	0.194**	0.117	1				
<i>CSIZE</i>	0.127	0.099	0.163*	1			
<i>FSIZE</i>	-0.039	0.210**	0.147*	0.551***	1		
<i>TR_1</i>	-0.092	-0.002	0.135	0.017	-0.038	1	
<i>IR_1</i>	-0.055	0.071	-0.167**	0.032	0.014	-0.057	1
<i>TR_2</i>	0.061	0.024	0.045	0.140*	0.004	1	
<i>IR_2</i>	0.037	0.133	-0.155	0.037	0.053	0.098	1
<i>TR_3</i>	-0.039	0.085	0.011	0.177**	-0.005	1	
<i>IR_3</i>	-0.024	0.110	-0.225***	0.116	0.214**	0.257***	1

\*、\*\*、\*\*\*分別表示達 10%、5%、1%的顯著水準

由表 20 基金得獎後三年得獎持續性的迴歸分析發現，基金經理人的現職年資與投信公司規模對得獎基金連續得獎並無統計上顯著的影響，而經理人的更換在控制各年期的崔納指數與資訊比率後，呈現 10%及 5%顯著的負相關，經理人的生涯年資及基金成立年數在控制 3 年期的崔納指數與資訊比率後，則各呈現 10%顯著的正相關。可知基金得獎後三年是否都有連續得獎(共連續四年得獎)，會因為此期間內基金經理人的更換降低其得獎機率，而經理人操盤的資歷愈長與基金成立時間愈久則會增加連續得獎的機率，反而經理人操作得獎基金的時間或投信公司的規模，不能作為基金連續四年得獎的保證。

投資人在投資得獎基金時，若是以較長期進出的心態操作(以三年內進出為考量)，可以選擇成立時間較久的標的，或是經理人操盤的資歷愈長，皆會讓得獎後三年都連續得獎的機率增加，但要注意該得獎基金經理人是否有異動，以做為投資人是否續抱的重要考量。另外，若以一般大眾對基金操作的瞭解，若能連續多年成為各家財經評鑑機構的得獎基金，勢必長期在市場獲得投資人的聚焦與青睞，該基金應為此投信公司的旗艦基金，絕不可能是成立期短、未曾經過市場多空萃煉洗禮的標的，其在投資風格與策略上會受到公司一定程度的重視，將整體研究團隊的資源重心放上，並拔擢資歷較深的經理人做操作，惟若此已有長期

資歷並擁有優異績效的旗艦基金經理人最後選擇異動，通常發生在集體跳槽或投信經歷人事大搬風的情況，在投資人追求長期穩定的投資角度下，實在不能不審慎關注。

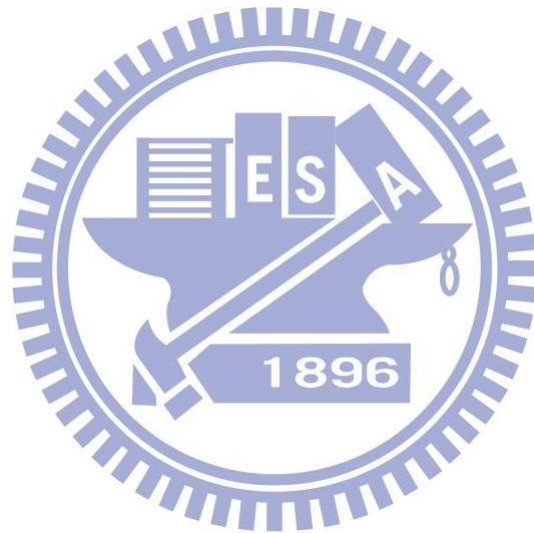


表20、 迴歸結果分析表-得獎後三年

	(1)	(2)	(3)
	<i>RWD_3</i>	<i>RWD_3</i>	<i>RWD_3</i>
<i>MNG_3</i>	-1.257** (-1.99)	-1.287* (-1.91)	-1.272** (-2.08)
<i>CAREER</i>	0.144 (1.53)	0.144 (1.44)	0.188* (1.86)
<i>CURRENT</i>	-0.207 (-1.26)	-0.228 (-1.28)	-0.240 (-1.47)
<i>FAGE</i>	0.0626 (0.65)	0.0729 (0.69)	0.242* (1.65)
<i>CSIZE</i>	0.0950 (0.27)	-0.00105 (-0.00)	-0.186 (-0.47)
<i>FSIZE</i>	0.219 (0.50)	0.264 (0.58)	0.259 (0.53)
<i>D1</i>	0.851 (1.13)	0.776 (0.99)	0.0762 (0.10)
<i>D2</i>	-6.358 (-0.01)	-7.379 (-0.00)	-7.669 (-0.01)
<i>TR_1</i>	-0.000447 (-0.09)		
<i>IR_1</i>	0.124 (0.52)		
<i>TR_2</i>		0.00996 (0.96)	
<i>IR_2</i>		0.262 (0.70)	
<i>TR_3</i>			0.0165 (1.06)
<i>IR_3</i>			1.373* (1.93)
<i>_cons</i>	-4.698 (-1.22)	-4.158 (-1.04)	-3.709 (-0.98)
<i>N</i>	143	143	143

括弧內數值為 Z 值

\*、\*\*、\*\*\*分別表示達 10%、5%、1%的顯著水準



## 第五章 結論與建議

### 5.1 研究結論

由於每年各家基金獎的頒獎時間相對集中且獎項多元，使得近幾年來市場開始有著「感覺基金獎一堆，好像人人有獎、獎項浮濫」的刻板印象，對於此說法，理柏中國大陸及台灣研究總監馮志源曾發表不同見解，他認為得獎基金雖然數量不少，但不代表獎項浮濫，而是台灣資產管理業發展成熟的指標，更與我國從 2005 年開始實施境外基金總代理制度有很大的關係。在這許多基金獲獎的媒體行銷廣告中，投資人如何從中挑選出值得投資，且會帶來穩健績效的基金，則是本研究起初的動機與目的。

在針對 1999 年至 2007 年國內兩大基金獎（金鑽獎、台灣基金獎）與三大主要基金評比機構（Bloomberg、Lipper、Morningstar）所頒發的 143 筆境內基金得獎資料，透過以基金經理人的替換、生涯與現職年資、基金成立年數、投信公司規模與基金得獎後是否連續得獎之二元變數預測模型做探討，並在一至三年不同年度之迴歸模型中，考量基金規模與基金類型虛擬變數後，再依崔納指數、資訊比率兩種績效衡量指標各一至三年期間分別計算，以進一步探討迴歸模型在各期間績效指標下之結果，所進行的結論歸納如下：

#### 一、基金得獎後一年得獎持續性之影響（連續兩年得獎）

由研究結果可知，雖然許多研究變數與基金得獎持續性之間的關係並不顯著，但其呈現正負相關的結果卻與假設頗為相符：

1. 在基金經理人的現職年資方面，其結果呈現 10% 的正向顯著性，顯示連續兩年得獎，會因為經理人操作此檔基金愈久而機率愈高，表

示當基金經理人管理一檔基金時間愈久，對其操作限制愈瞭解、投資策略也愈易貫徹、歸屬感也愈高，自然有助於提升與維持管理績效，亦同於 Golec (1996)、Lemak & Satish (1996)、Philpot 等(2000)、沈威利(2006)與吳旭裕(2007)的研究。另外，因為此部分模型只探討得獎後一年，結果也有可能是受到長期操作得獎基金經理人之前優異績效的延續所造成之影響。

2. 而在基金經理人的替換方面雖不具顯著性，但呈負向相關；基金成立年數與投信規模方面亦不具顯著性，但成正向相關，此部分皆與本研究假設相符；唯基金經理人生涯年資雖不具顯著性，但結果為負相關，雖然也有文獻發現較年輕的經理人操作績效較佳 (Chevalier & Ellison, 1999)，但可能跟此部分模型只探討得獎後一年得獎持續性，會因許多年輕經理人因短期操作績效優異而連續兩年獲獎所影響。

投資人在投資得獎基金時，若是以較短期進出的心態操作(以一年內進出為考量)，可以選擇經理人已管理此檔基金較久的標的，若以表 12 經理人現職年資的平均值 2.31 年到最大值 7.82 年來看，管理時間愈久會讓得獎後一年再得獎的機率增加，此依據確實為投資人挑選基金上的一項好指標，也較不會有一般大眾對基金操作會有掛名經理人的認知分歧，因為若是一檔基金的經理人多年未更換，也比較少會有長期掛名的現象。

## 二、基金得獎後兩年得獎持續性之影響(連續三年得獎)

此部分的實證可發現，本研究主要觀察的解釋變數，在經理人替換與基金成立年數方面皆為符合預期方向的顯著結果，其它雖然某些研究

變數與基金得獎持續性之間的關係並不顯著，但其呈現正負相關的結果卻與假設頗為相符：

1. 在基金經理人的替換方面，其結果呈現 1% 及 5% 的負向顯著性，顯示連續三年得獎，將會受到當初得獎基金經理人的更換而影響其得獎機率，表示當初因穩定操作及優異績效而獲獎的基金經理人已不再管理該檔基金，接任的經理人可能會帶來的投資風格改變，因對持股的喜好不同而換股操作致使基金週轉率提高、增加交易成本，且過去投資經驗無法累積、延續，接任經理人與研究團隊間的默契與配合度須重新建立，都將造成基金表現的下滑，此亦符合過去許多文獻之研究（洪嘉苓，2000；劉倩伶，2004）。
2. 在基金成立年數方面，其結果呈現 5% 及 10% 的正向顯著性，顯示連續三年得獎，會受到此基金在市場是否經過長期多空萃煉而屹立不搖所影響，而此基金在整體投資規範與操作策略上，亦有一定程度代表此投信公司的聲譽效果，投信公司為了不造成長期投資人的流失，對於成立較久的基金會有一定的重視程度，此亦符合過去許多文獻之研究（Friis & Smit, 2004；洪嘉苓，2000；顏錚瑜，2006）。
3. 在經理人生涯年資與投信規模方面雖不具顯著性，但呈正向相關，此部分與本研究假設相符；唯基金經理人現職年資為負相關，不過並不具統計上的顯著性。

綜上所述，投資人在投資得獎基金時，若是以中期進出的心態操作（以兩年內進出為考量），可以選擇成立時間較久的標的，若以表 15 基金成立的時間平均值 8.44 年到最大值 15.81 年來看，成立時間愈久的基金會讓得獎後兩年都連續得獎的機率增加，但要注意該基金經理人是

否有異動，以做為投資人是否續抱的重要考量。

### 三、基金得獎後三年得獎持續性之影響（連續四年得獎）

在此部分考量得獎後三年得獎持續性的分析，與前項後兩年的結果大同小異，但其中基金經理人的生涯年資方面呈現 10% 顯著的正相關，顯示連續四年得獎，會因為經理人過往年資愈久而機率愈高，表示當基金經理人的操盤經驗愈資深，在市場多年卻未被淘汰，代表對投資的研究與操作策略愈是駕輕就熟，自然有助於維持管理績效，此結果亦符合吳旭裕（2007）與沈威利（2006）的研究。

投資人在投資得獎基金時，若是以較長期進出的心態操作（以三年內進出為考量），可以選擇成立時間較久的標的，或是經理人操盤經驗愈資深，皆會讓得獎後三年都連續得獎的機率增加，但要注意該得獎基金經理人是否有異動，以做為投資人是否續抱的重要考量。因為若能連續多年成為各家財經評鑑機構的得獎基金，勢必長期在市場獲得投資人的聚焦與青睞，該基金應為此投信公司的旗艦基金，絕不可能是成立期短、未曾經過市場多空萃煉洗禮的標的，其在投資風格與策略上會受到公司一定程度的重視，將整體研究團隊的資源重心放上，並拔擢資歷較深的經理人做操作，惟若此已有長期資歷並擁有優異績效的旗艦基金經理人最後選擇異動，通常發生在集體跳槽或投信經歷人事大搬風的情況，在投資人追求長期穩定的投資角度下，實在不能不審慎關注。

## 5.2 研究限制

本研究在進行過程中，所面臨的限制如下：

一、在數據取得方面：

本研究主要資訊與數據來源於 CMoney 法人決策系統、Lipper Investment Management 資料庫及基智網 (Fund DJ)，其資料可能有所遺漏或錯誤的情況，加上 Lipper 資料庫環球分類中衡量各基金表現的技術分析指數為其所特有，皆可能使資料的正確與偏誤性對本研究結果造成影響。

## 二、在變數選取方面：

可能影響基金績效的因素眾多，投信公司特徵變數尚包括公司研究團隊資源多寡、團隊研究員或經理人人數、基金經理人被授權操作資金比例...等，經理人特徵變數尚有經理人性別、學歷、年齡...等，基金相關變數尚有週轉率、多頭或空頭時期持股比例、費用率...等因素，皆可能會造成基金績效與得獎持續性的研究偏誤。

另外，各基金獎的評審標準與方式不同，且多為該機構的內部資訊；綜上所述各種相關資料無法取得，或者不適合本研究量化模型，多少會影響本研究的範圍廣度。

## 三、在變數定義方面：

本文實證研究中，所使用的五個控制變數與四個解釋變數，因定義不同（例如：經理人的生涯年資以該位經理人職業生涯中操作第一檔共同基金算起，並未扣除中間退下來當研究員或暫時轉換領域未操基金的年資）或所觀察的角度不同（例如：投信公司規模計算因考量規模虛增或變化過大而扣除指數型、國內債券型基金，但在 2005 年投信結構債事件爆發前，投信公司很大的獲利是從國內債券型基金經理費而來，對該投信研究團隊資源亦會有很大差異），多少會影響本研究的結果。

## 四、在樣本選取方面：

本研究在第四章第一節統計分析中盡量以所有頒獎以來的 251 筆全部得獎資料做分析，惟第二節後之實證研究，因資料取得期間的限制，只能以 1999 至 2007 年共 143 筆資料做分析，可能會因樣本的不足而有所偏差，與必須排除已清算及合併消滅之基金，亦可能造成存續者偏誤（Survivor Bias）之情況。

另外在金鑽獎的評審標準中，若當年期間報酬率為負，但其負報酬率低於大盤跌幅之 1/3 者，主辦單位將擇優給予「入圍」獎勵，本文並未列入此「入圍」而「未得獎」名單，可能對某些年度因系統性風險造成之當年普遍負報酬的情況，影響了前一年得獎基金的得獎持續性。

### 5.3 建議

#### 一、對後續研究者的建議

##### 1. 研究樣本方面：

本研究以國內投信發行之境內基金為研究對象，主要期望結果能對已面臨完全競爭市場的國內投信業有些許貢獻，後續研究者可加入境外基金，或以國外之基金獎評比結果做得獎持續性的研究，以觀察結果的差異。

##### 2. 研究變數方面：

後續研究者可調整解釋或控制變數相關定義，變更基金分類方式、績效評估指標及衡量期間，或是增加某些關於特徵方面質的變數並加以量化，以期能更完整解釋與呈現研究的結果。

##### 3. 研究方法方面：

本研究採 Panel Probit Model 二元預測模型做實證之研究，亦可採用 Panel Logit Model 或事件研究法，以期能發現更貼近投資人所關住在基金挑選上該注意的各項指標。

## 二、對投資人的建議

已於本章第一節各段落後面詳述，故不再此處贅述。

## 三、對投信公司的建議

本研究與過去許多文獻皆發現，經理人的更換多會造成基金交易成本的增加與對績效表現的影響，在每年第二季各家得獎投信積極推出形象廣告或促銷專案的同時，相信對於績效的長期維持與重視，早已成為逐漸精明的投資大眾更為關住的焦點。建議投信公司在積極擴充產品線以外，尋找或創造本身的利基市場、加強整體投資研究團隊的穩定性與素質，並提昇研究廣度與深度，應和業務行銷及推展同受重視。

## 四、對於主管機關的建議

目前於台灣經濟新報之「貨幣觀測與信用評等」雙月刊與投信投顧公會網站中，皆有揭露基金經理人的替換資訊，惟可能考量個人資料保護，未能公開經理人異動原因。而投信投顧法相關規範在人員管理方面，對於投信及投顧事業人員申報作業辦法中，基金經理人之到職、變更或異動皆要求投信公司主動向投信投顧公會申報，主管機關若能做此方面研究，將可瞭解經理人異動原因對基金績效的影響，並考量公開此一對投資人切身損益之重大資訊。

## 參考文獻

### 一、中文部份

1. 吳旭裕，「高年資高績效嗎？基金經理人年資與基金績效之再探討」，義守大學，財務金融所碩士論文，2007。
2. 沈威利，「共同基金績效探討-經理人任期與年資之影響」，義守大學，財務金融所碩士論文，2006。
3. 李純瑩，「國內股票型基金績效之影響因素研究」，世新大學，經濟所碩士論文，2004。
4. 李唯甄，「臺灣共同基金經理人替換之績效與風格分析」，臺灣大學，國際企業所碩士論文，2004。
5. 邱沁宜，「台灣境外基金、海外基金與中國 QDII 基金之發展、評比與展望」，臺灣大學，財務金融所碩士論文，2009。
6. 林灼榮，徐啟升，「台灣共同基金績效持續性之檢定：多構面績效指標之比較」，管理與系統期刊，第十七卷第一期，27~47 頁，2010 年 1 月。
7. 周萬順，「共同基金在景氣循環下操作績效之研究」，世新大學，經濟所碩士論文，2004。
8. 邱顯比，基金理財的六堂課，完整修訂版，天下文化出版社，台北，2010。
9. 邱顯比、林清珮，「共同基金分類與基金績效持續性之研究」，Journal of Financial Studies，第七卷第一期，63~89 頁，1999 年 8 月。
10. 洪嘉苓，「共同基金經理團隊與基金績效關係之研究」，中山大學，企業管理所碩士論文，2000。
11. 孫志雄，「基金經理人更換與基金基效、風險、投資策略之實證研究」，中正大學，財務金融所碩士論文，1998。
12. 徐清俊、姜志堅，「基金績效持續性與基金類型之相關性研究」，遠東學報，



第二十卷第四期，785-798 頁，2003。

13. 陳美雯，「共同基金績效評估與持續性分析」，臺灣大學，國際企業所碩士論文，2007。
14. 陳相宇，「國內上市型開放式股票型基金績效持續性實證研究」，臺灣大學，財務金融所碩士論文，2005。
15. 陳雅亭，「知名度與基金績效」，國立高雄第一科技大學，財務管理所碩士論文，2008。
16. 張銘煌，「基金經理人更換、董事會組成與績效之研究」，輔仁大學，金融所碩士論文，1998。
17. 黃純蘭，「台灣國內/外基金評等方法之探討」，義守大學，資訊管理所碩士論文，2007。
18. 曾婷郁，「得獎基金績效持續性分析」，臺灣大學，國際企業所碩士論文，2009。
19. 黃聖棠、溫英幹、鄺欽瑞，「共同基金之績效評比—台灣地區之實證研究(1995-2002)」，華岡經濟論叢，第五卷第二期，31-67 頁，2006。
20. 蔡佳蓉，「基金及得獎基金績效持續性之研究-以國外環球型基金為例」，義守大學，資訊管理所碩士論文，2010。
21. 劉倩伶，「投信績效對基金績效之影響」，中正大學，財務金融所碩士論文，2004。
22. 賴建興，「國內投信發行海外基金與相同投資區域境外基金之績效研究」，中興大學，高階經理人碩士在職專班論文，2005。
23. 盧敬忠，「以績效評估指標探討經理人的更換對基金績效之影響」，中央大學，企業管理所碩士論文，2003。
24. 顏錚瑜，「共同基金評比與績效之探討」，淡江大學，保險經營所碩士論文，2006。

## 二、英文部份

25. Chang, E. C. and W. G. Lewellen, "Market timing and mutual fund investment performance.", *Journal of Business*, 57, pp. 57-72, 1984.
26. Chevalier, J. and G. Ellison, "Are some mutual fund managers better than others? Cross-sectional patterns in behavior and performance.", *Journal of Finance*, Vol. 54, pp. 875-899, 1999.
27. Fama, F. and R. French, "Common risk factors in the returns on stocks and bonds.", *Journal of Finance Economics*, 33, pp. 3-56, 1993.
28. Fortin, R., S. Michelson, and J. J. Wagner, "Does mutual fund manager tenure matter?", *Journal of Financial Planning*, Vol. 27, pp. 72-79, 1999.
29. Friis, L. B. and E.v.d.M. Smit, "Are some fund managers better than others? Manager characteristics and fund performance." *South African Journal of Business Management*, Vol. 35, pp. 31-40, 2004.
30. Gallo, J. G. and Lockwood, L. J. "Fund management changes and equity style shifts.", *Financial Analysts Journal*, 55 (5), pp. 44-52, 1999.
31. Golec, J. H., "The effects of mutual fund managers' characteristics on their portfolio performance, risk and fees.", *Financial Services Review*, Vol. 5, pp. 133-148, 1996.
32. Henriksson, R. D., and R. C. Merton, "On market timing and investment performance II statistical procedures for evaluating forecasting skill.", *Journal of Business*, 54, pp. 513-533, 1981.
33. Jensen, M. C., "The performance of mutual funds in the period 1945-1964.", *The Journal of Finance*, 23, pp. 385-416, 1968.
34. Lemak, D. J., & Statish, P. K., "Mutual fund performance and managers term of service: are there performance differences?", *The Journal of Investing*, 5 (4), pp.

- 59-63, 1996.
35. Philpot, J., Hearth, D. & Rimbey, J., “Performance persistence and management skill in nonconventional bond mutual funds.”, *Financial Services Review*, 9, pp. 247-258, 2000.
36. Sharpe, W. F., “Mutual fund performance.”, *Journal of Business*, 39, pp. 119-138, 1966.
37. Treynor, J. C., “How to rate management of investment funds.”, *Harvard Business Review*, pp. 66-75, 1965.
38. Treynor, J. L., and K. K. Mazuy, “Can mutual funds outguess the market?”, *Harvard Business Review*, 44, pp. 131-136, 1996.

### 三、參考網站

39. 中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會

<http://www.sitca.org.tw/>

40. 基智網

<http://www.funddj.com/>

41. 財團法人台北金融研究發展基金會

<http://www.tff.org.tw/>

42. Smart 智富

<http://smart.businessweekly.com.tw/>



## 附錄一 基金獎評比方式

### 一、傑出基金『金鑽獎』<sup>13</sup>

1. 主辦單位：財團法人台北金融研究發展基金會
2. 合辦單位：今周刊、彭博（Bloomberg）
3. 成立時間：1998 年至今
4. 獎項類別：
  - (1) 國內基金獎：

以國內投信發行投資於國內之共同基金，分為一、三、五及十年期，包含：

    - i. 股票型基金（科技類股、中小型股、價值型股、一般類股、上櫃型股）、
    - ii. 債券股票平衡型基金（價值型股票、一般型股票、模組操作型）、
    - iii. 債券型基金（固定收益型）、
    - iv. 貨幣市場型基金（投資國內）<sup>14</sup>、
    - v. 期貨信託基金。
  - (2) 海外基金獎：

以國外資產管理公司發行且登記註冊地在外國或國內投信發行投資於海外之共同基金<sup>15</sup>，分為三、五、十年期，包含：

    - i. 股票型基金（環球已開發市場、環球新興市場、亞洲太平洋(含日本)、亞洲太平洋(不含日本)、已開發歐洲、新興歐洲、新興拉美、大中華、美國、印度與印度次大陸、日本、能源與替代能源與天然資源、科技產業）、
    - ii. 債券型基金（環球已開發市場、環球新興市場、高收益、金融資產證券化）、
    - iii. 平衡型基金（環球）、
    - iv. 不動產證券化基金、
    - v. 組合型基金（跨國投資股票型、跨國投資債券型、跨國投資平衡型）。
5. 評審標準：
  - (1) 國內基金獎：

<sup>13</sup> 資料來源：財團法人台北金融研究發展基金會網站；因每年獎項類別與評審標準多有增減與修訂，此以 2011 年第十四屆傑出基金「金鑽獎」評審辦法為依據。

<sup>14</sup> 本研究樣本排除此部份：國內貨幣市場型基金

<sup>15</sup> 本研究只針對其中國內投信發行投資於海外之共同基金為研究對象

- i. 以風險調整後計算各類型基金績效（總報酬、夏普指數、資訊比率及崔納指數各佔 1/4）；
  - ii. 同期報酬須為正數；
  - iii. 若同期報酬為負，但其負報酬率低於大盤跌幅之 1/3 者，得擇優給予「入圍」獎勵；
  - iv. 在評比期間未受主管機關警告以上處分；
  - v. 依投信投顧公會公告之各類型基金列入評比，惟各類型必須達評審委員會所定之最少支數始得列入，未達規定者併入適當之相關類型評比（十二屆前規定股票型基金各子分類最少 10 支、其他各類型至少 5 支始得列入）；
  - vi. 各類型基金評比結果選出績效最傑出者一名得獎，若該類型基金支數超過一定數量，則經評審委員會酌予增加（十二屆前規定超過 50 支，則每滿 50 支得增加一名得獎）。
- (2) 海外基金獎：
- i. 以彭博（Bloomberg）公司基金分類為主，並參考投信投顧公會境外基金分類作為基金評比分類之依據；
  - ii. 各類型基金至少有 10 支始列入評比；
  - iii. 不同類別之基金分別進行三、五、十年期之年化報酬率（轉換為新台幣計價）與風險指標，用彭博基金之評比方式計算；
  - iv. 各年期各類別獎項只取「得獎」一名，不設入圍獎勵。
6. 備註：
- (1) 此獎項於 1998 年（第一屆）頒發時名為「傑出基金獎」，至 2000 年（第三屆）始正名為傑出基金「金鑽獎」、
  - (2) 2003 年（第六屆）～2008 年（第十一屆）與理柏（Lipper）合辦，並於此期間頒發海外基金獎、
  - (3) 第九屆起停辦「傑出經理人獎」、
  - (4) 第十一屆起停辦「傑出研究人員獎」、
  - (5) 直至 2010 年（第十三屆）起始與彭博（Bloomberg）合辦，並再度恢復海外基金獎。

## 二、台灣基金獎<sup>16</sup>

1. 主辦單位：Smart 智富、晨星（Morningstar）
2. 協辦單位：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會
3. 成立時間：2000 年至今
4. 獎項類別：

<sup>16</sup> 資料來源：Smart 智富網站；因過去主辦、協辦單位及獎項類別與評審標準皆有增減與修訂，故以 2011 年 Smart 智富台灣基金獎（晨星技術指導）評選方法為依據。

經主管機關核備銷售之國、內外共同基金，並於台灣銷售滿一年、成立達五年，包含：

- (1) 股票型基金獎（全球、全球新興市場、亞太(不含日本)、拉丁美洲、新興歐洲、台灣、日本、北美、歐洲、天然資源和工業物料、環境生態和替代能源、能源、科技、生物科技和健康護理）、
- (2) 平衡型基金獎（台灣、全球）、
- (3) 債券型基金獎（高收益、新興市場、政府、全球）、
- (4) 基金團隊研究獎（台灣股票型、台灣平衡型）<sup>17</sup>。

5. 評審標準：

- (1) 績效占總評分的 70%：每檔基金的一、二、三、五年績效在所屬各組別進行百分比排名，再以 25%、20%、15%、10% 比重加權（例如某基金的一年期績效在該所屬組別中排名前 2%，其一年期的加權數字就是 2×25%）；
- (2) 風險占總評分的 30%：以三年期的資訊比率（Information Ratio）計算每檔基金在各組別排名；
- (3) 上述(1)+(2)後，每類型基金選出一檔優勝。

6. 備註：

- (1) 從 2000 年（第一屆）至 2007 年（第八屆）均為標準普爾（Standard & Poor's）主辦，並名為標準普爾台灣基金獎、
- (2) 「Smart 智富月刊」從 2002 年開始合辦，並頒發「台灣基金獎」、
- (3) 2007 年 2 月標準普爾公司（S&P Micropal）基金資料業務被晨星（Morningstar）所併購，因此於 2008 年（第九屆）起由 Smart 智富與晨星合辦，由晨星技術指導。

### 三、晨星年度最佳基金獎<sup>18</sup>（Morningstar Fund Award）

1. 主辦單位：Smart 智富、晨星（Morningstar）
2. 協辦單位：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會
3. 成立時間：2008 年至今
4. 獎項類別：

經主管機關核備銷售之國、內外共同基金，並於台灣銷售滿一年、成立達五年，剔除所評估年度截至六月底基金規模為所屬組別中最小之 10% 者，包含：

- (1) 股票型基金獎（台灣、全球大型、歐洲大型、美國大型、亞太區、亞洲不包括日本、新興市場、大中華、日本大型、科技）、
- (2) 債券型基金獎（全球、全球新興市場、高收益）。

<sup>17</sup> 本研究只針對共同基金獎項，不包含基金操作團隊，故未將相關評審標準列入。

<sup>18</sup> 資料來源：Smart 智富網站；以 2011 年晨星年度最佳基金獎評選方法為依據。

5. 評審標準：

(1) 量化評鑑：

- i. 績效表現計分：(佔總體分數 80%)  
一年績效在其晨星組別的百分比排名佔總體分數 30%；三年和五年績效則佔總體分數 50% (其中三年 40%、五年 60%)；
- ii. 風險評分：(佔總體分數 20%)  
三年和五年晨星風險在其晨星組別的百分比排名各佔 40% 及 60%；
- iii. 依據上述公式，年度基金績效和風險佔整體分數的比例計算，茲整理如下：

績效表現計分				
一年績效	30%		30%	$30\% \div 1 = 30\%$
三年績效	50%	40%	$50\% * 40\% = 20\%$	$20\% \div 3 = 7\%$
五年績效		60%	$50\% * 60\% = 30\%$	$30\% \div 5 = 6\%$
風險評分				
三年晨星風險	20%	40%	$20\% * 40\% = 8\%$	$8\% \div 3 = 3\%$
五年晨星風險		60%	$20\% * 60\% = 12\%$	$12\% \div 5 = 2\%$
		<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>Per year</b>

以 2011 年獎項為例，各年配分比率：

2010 年	$30\% + 7\% + 6\% + 3\% + 2\% = 48\%$
2009 年	$7\% + 6\% + 3\% + 2\% = 18\%$
2008 年	$7\% + 6\% + 3\% + 2\% = 18\%$
2007 年	$6\% + 2\% = 8\%$
2006 年	$6\% + 2\% = 8\%$

**100%**

- (2) 質化評鑑：根據量化評鑑在各組別中選出得分前 10 檔，再進行質化評鑑；包括該基金之資產配置比重是否過度集中？經理人的管理風格與實際操作策略是否相符？是否有違反自訂的投資範疇？經理人的現職年資有無滿一年？管理團隊對相關投資風險是否有充分警惕？...等基本因素進行分析及討論，再挑選出得獎基金。

- 6. 備註：由於 2007 年 2 月晨星 (Morningstar) 併購標準普爾公司 (S&P Micropal) 基金資料業務，因此於 2008 年起與「Smart 智富月刊」開始舉辦。

#### 四、理柏台灣基金獎 (LIPPER FUND AWARDS)<sup>19</sup>

- 1. 主辦單位：湯森路透 (Thomson Reuters)、「Money 錢」雜誌

<sup>19</sup> 資料來源：理柏台灣基金獎網站；以 2011 年理柏台灣基金獎評選方法為依據。

2. 協辦單位：YAHOO!奇摩理財
3. 成立時間：2009 年至今
4. 獎項類別：  
經主管機關核備銷售之國、內外共同基金，成立滿三年，並在理柏環球基金分類（Lipper Global Classifications）中，符合同類型基金至少有 10 檔（2010 年以前為 5 檔）以上門檻，分為三、五、十年期。
5. 評審標準：
  - (1) 不得虧損、表現須優於大盤、不得有警告以上的處分；
  - (2) 以「穩定回報」(Consistent Return) 為評選標準，即經過波動風險調整後，表現要能持續優於同類型基金；
  - (3) 由理柏總部的全球計算中心統籌計算，再交給各個國家或地區的研究團隊，針對該國已核備且符合評選標準的基金進行試算，之後才底定得獎名單。
6. 備註：
  - (1) 過去理柏亦曾於 2000~2001 年與渣打銀行、渣打投顧合辦過「渣打全球基金獎」；
  - (2) 「金鑽獎」在 2003 年（第六屆）~2008 年（第十一屆）曾與理柏公司合辦，在進行海外基金給獎時，就是採用理柏環球基金分類作為分類標準；
  - (3) 從 2009 年開始，理柏單獨頒發「理柏台灣基金獎」，與另外 23 個國家、地區同步舉行。





## 附錄二 得獎基金列表

下表為本研究所觀察 1998 年以來所有的境內得獎基金，其中標明黑色星號 (★) 者，為當年度同時獲頒「台灣基金獎」獎項之基金，並於金鑽獎列示後不再於台灣基金獎中重複列示；其中標明白色星號 (☆) 者，為當年度同時獲頒「晨星年度最佳基金獎」獎項之基金，並於金鑽獎及台灣基金獎列示後不再於晨星年度最佳基金獎中重複列示；其中標明黑色圓形 (●) 者，為當年度同時獲頒「理柏台灣基金獎」獎項之基金，並於金鑽獎、台灣基金獎及晨星年度最佳基金獎列示後不再於理柏台灣基金獎中重複列示。

1998年 金鑽獎 第一屆	
建弘新台北 (於2003/10清算)	三/五年期國外募集型
建弘廣福 (於2006/8清算)	一/三年期債券股票平衡型
建弘福元 (已更名第一金福元)	五年期封閉型
元富店頭市場 (已更名保德信店頭市場)	一年期上櫃股票型
元富金滿意 (已更名保德信金滿意)	一年期開放式國內股票型
國際全球 (已更名兆豐國際全球)	三年期跨國投資型
富邦富邦	一/三年期封閉型
富邦幸福 (已於2002/1併入富邦科技)	三年期開放式國內股票型
富邦鳳凰 (已更名富邦台灣鳳凰)	一年期國外募集型
中華安富 (已更名匯豐安富)	五年期債券股票平衡型
中信全球科技 (已更名景順全球科技)	一年期跨國投資型
1999年 金鑽獎 第二屆	

建弘雙福 (已更名第一金萬得福精選)	五年期開放式股票型
建弘新台北 (於2003/10清算)	一/五年期國外募集型
建弘廣福 (於2006/8清算)	一/五年期債券股票平衡型
元富高成長 (已更名保德信高成長)	一年期開放式股票型
元富金滿意 (已更名保德信金滿意)	三年期開放式股票型
國際全球 (已更名兆豐國際全球)	三年期/五年期跨國投資型
國際國民 (已更名兆豐國際國民)	一/三年期封閉式股票型
國際萬全 (已更名兆豐國際萬全)	三年期債券股票平衡型
富邦富邦	五年期封閉式股票型
富邦鳳凰 (已更名富邦台灣鳳凰)	三年期國外募集型
群益店頭市場	一年期上櫃股票型
中華萬邦 (於2007/11清算)	一年期跨國投資型
2000年 金鑽獎 第三屆	
建弘新台北 (於2003/10清算)	五年期國外募集型
建弘廣福 (於2006/8清算)	五年期平衡型
建弘小型精選 (已更名第一金小型精選)	一年期開放式中小型股
元富店頭市場 (已更名保德信店頭市場)	三年期上櫃股票型
元富高成長 (已更名保德信高成長)	五年期開放式股票型
國際全球 (已更名兆豐國際全球)	五年期跨國投資型
國際國民 (已更名兆豐國際國民)	三年期封閉式股票型
國際台灣祥龍 (已於2005/1清算)	一年期國外募集型
怡富東方科技 (已更名JF東方科技)	一年期跨國投資型
怡富新興科技 ★ (已更名JF新興科技)	三年期開放型科技類
富邦富邦	五年期封閉式股票型
群益店頭市場	一年期上櫃股票型
群益中小	一年期封閉式
群益馬拉松	三年期開放式
金鼎大利 ★ (已更名匯達大利)	一年期開放式一般類股
中華安富 (已更名匯豐安富)	一/三年期平衡型
中信全球科技 (已更名景順全球科技)	三年期跨國投資型
荷銀福爾摩莎成長 (已於2003/12清算)	三年期國外募集型
聯合領航科技 (已更名永豐領航科技)	一年期開放式科技類

2000年 台灣基金獎 第一屆	
元富金滿意 (已更名保德信金滿意)	三年期台灣股票基金
統一全天候	五年期台灣股票基金
台灣新光店頭 (已更名新光店頭)	一年期台灣店頭市場
2001年 金鑽獎 第四屆	
保德信元富高成長 ★ (已更名保德信高成長)	五年期開放型一般類
國際全球 (已更名兆豐國際全球)	五年期跨國投資型
怡富新興科技 ★ (已更名JF新興科技)	三年期開放型科技類
怡富新興日本 (已更名JF新興日本)	三年期跨國投資型
富邦鳳凰 (已更名富邦台灣鳳凰)	五年期國外募集型
群益店頭市場 ★	三年期上櫃股票型
群益馬拉松 ★	三年期開放型一般類
2001年 台灣基金獎 第二屆	
大眾大眾 (已更名台新大眾)	一年期台灣股票基金
國際店頭 (已更名兆豐國際中小)	一年期台灣店頭市場
建弘小型精選 (已更名第一金小型精選)	一年期台灣小型企業
2002年 金鑽獎 第五屆	
保德信元富店頭市場 (已更名保德信店頭市場)	五年期上櫃股票型
保德信元富科技島 (已更名保德信科技島)	三年期科技類股
保德信元富大中華 (已更名保德信大中華)	一年期跨國投資型
國際台灣祥龍 (已於2005/1清算)	三年期國外募集型
怡富東方科技 (已更名JF東方科技)	三年期跨國投資型
怡富中小 (已更名JF中小)	三年期中小型股
富邦鳳凰 (已更名富邦台灣鳳凰)	一/五年期國外募集型
群益店頭市場 ★	三年期上櫃股票型
群益馬拉松 ★	五年期一般類股
群益長安	三年期一般類股
群益真善美 ★	一年期平衡型
統一奔騰	一年期科技類股
金鼎寶櫃 ★ (已更名匯達寶櫃)	一年期上櫃股票型
保誠外銷 ★	一年期一般類股
景順中信全球科技 (已更名景順全球科技)	五年期跨國投資型

倍立磐石 (已於2008/10併入貝萊德寶利)	一年期中小型股
瑞銀雅典娜 (已於2002/11併入瑞銀強勢) (又於2005/8併入瑞銀小龍) (已更名國泰小龍)	一年期價值型股
2002年 台灣基金獎 第三屆	
金鼎大利 (已更名匯達大利)	三年期台灣股票基金
保誠高科技	一年期台灣科技基金
景順中信台灣科技 (已更名景順台灣科技)	三年期台灣科技基金
2003年 金鑽獎 第六屆	
保德信元富店頭市場 (已更名保德信店頭市場)	五年期上櫃股票型
怡富平衡 (已更名JF平衡)	一年期平衡型
群益店頭市場 ★	五年期上櫃股票型
新光競臻筓 (已於2007/3併入新光創新科技)	一年期一般類股
新光台灣富貴	五年期一般類股
元大巴菲特	一年期一般類股
復華傳家	三年期平衡型
統一統信 ★	三年期一般類股
2003年 台灣基金獎 第四屆	
金鼎大利 (已更名匯達大利)	五年期台灣股票基金
保誠高科技	三年期台灣科技媒體通訊
2004年 金鑽獎 第七屆	
建弘電子 (已更名第一金電子)	三年期科技類股
國際電子 ★ (已更名兆豐國際電子)	五年期科技類股
新光台灣富貴	三年期一般類股
新光千里馬 ★ (已於2006/12併入新光福運平衡)	三年期平衡型
新光店頭	一/三/五年期上櫃股票型
新光國家建設 ★	五年期一般類股
元大卓越	一年期一般類股
國泰中小成長	一年期中小型股
凱基先進 (已於2006/1併入凱基創星)	一年期科技類股
凱基開創	一年期一般類股
倍立磐石 ★ (已於2008/10併入貝萊德寶利)	三年期中小型股

台壽保平衡 (已於2006/7清算)	一年期平衡型
<b>2004年 台灣基金獎 第五屆</b>	
富邦精準	三年期台灣股票基金
JF台灣怡富 (已更名JF台灣)	十年期台灣股票基金
景順台灣科技	五年期台灣科技媒體通訊
<b>2005年 金鑽獎 第八屆</b>	
JF平衡	一/三年期平衡型
富邦店頭 (已更名富邦精銳中小)	一年期上櫃股票型
新光店頭	五年期上櫃股票型
元大多多	三年期一般類股
國泰科技生化	一年期科技類股
國泰大中華	一年期一般類股
國泰中小成長 ★	一/三年期中小型股
復華傳家	五年期平衡型
復華數位經濟 ★	三年期科技類股
統一統信 ★	五年期一般類股
統一店頭市場 ★ (已更名統一中小)	三年期上櫃股票型
日盛精選五虎 ★	三年期一般類股
金復華金復華 (已更名宏利宏利)	一年期一般類股
<b>2005年 台灣基金獎 第六屆</b>	
保誠理財通	三年期台灣中性平衡
統一全天候	十年期台灣股票基金
群益店頭市場	五年期店頭型股票
建弘電子 (已更名第一金電子)	五年期台灣科技媒體通訊
<b>2006年 金鑽獎 第九屆</b>	
建弘電子 ★ (已更名第一金電子)	五年期科技類
保德信店頭市場	一/三年期上櫃股票型
保德信高成長	一年期一般類股
保德信金平衡	一年期平衡型價值型股票
JF平衡	三/五年期平衡型價值型股票
元大多福	三年期一般類股
元大經貿	三年期一般類股

元大雙盈	一年期平衡型一般型股票
國泰中小成長 ★	三年期中小型股
復華傳家二號	三/五年期平衡型一般型股票
金鼎寶櫃 (已更名匯達寶櫃)	五年期上櫃股票型
保誠中小 ★	五年期中小型股
日盛上選	一/五年期一般類股
大華高科技 (已更名永豐高科技)	一年期科技類
華頓中小型	一年期中小型股
盛華2000高科技 ★ (已更名台新2000高科技)	三年期科技類
<b>2006年 台灣基金獎 第七屆</b>	
國泰平衡	三年期台灣中性平衡
新光千里馬 (已於2006/12併入新光福運平衡)	五年期台灣中性平衡
國泰國泰	三年期台灣股票基金
富邦精準	五/十年期台灣股票基金
<b>2007年 金鑽獎 第十屆</b>	
建弘小型精選 (已更名第一金小型精選)	一年期中小型股
保德信店頭市場	三/十年期上櫃股票型
保德信高成長 ★	三/十年期一般類股
保德信金平衡 ★	一/三年期平衡型-價值型
保德信台商全方位	三年期一般類股
JF平衡	五年期平衡型價值型
群益創新科技 ★	三年期科技類股
元大店頭	一年期上櫃股票型
國泰中小成長 ★	五年期中小型股
統一店頭市場 (已更名統一中小)	五年期上櫃股票型
金鼎首選平衡 (已更名匯達首選平衡)	一/三年期平衡型-一般型
保誠高科技	十年期科技類股
保誠理財通 ★	五年期平衡型一般型
日盛精選五虎	五年期一般類股
德信大發	一年期一般類股
德信數位時代	一年期科技類股
大華大華 (已更名永豐永豐)	一年期一般類股

華頓中小型 ★	三年期中小型股	群益中小 ●	十年期中小型股
盛華2000高科技 ★ (已更名台新2000高科技)	五年期科技類股	永豐永豐 ★●	三年期一般類股
建弘亞洲科技 (已更名第一金亞洲科技)	海外資訊科技股票	元大新主流 ●	五年期一般類股
<b>2007年 台灣基金獎 第八屆</b>			
元大新主流	五年期台灣股票基金	日盛上選 ●	十年期一般類股
群益馬拉松	十年期台灣股票基金	保德信店頭市場	五年期上櫃型股
<b>2008年 金鑽獎 第十一屆</b>			
保德信店頭市場	三/五年期上櫃型股	寶來雙盈平衡 ★●	一/三年期平衡型一般型股票
保德信高成長	三年期一般類股	元大雙盈	五年期平衡型一般型股票
保德信金平衡	一/三年/五年期平衡型價值型	保德信金平衡 ●	三/五年期平衡型價值型
群益店頭市場	一年期上櫃型股	匯豐三高平衡 (已於2010/4併入匯豐安富)	三年平衡型模組操作型
群益中小	十年期中小型股	元大全球通訊	五年期海外股票-全球
群益安家	一/三年平衡型模組操作型	JF龍揚	十年期海外股票-全球
元大多福	三/五年期一般類股	匯豐太平洋精典 ●	五年期海外股票區域型-亞洲
元大雙盈	三年期平衡型一般型股票	JF亞洲	十年期海外股票區域型-亞洲
國泰平衡	五年期平衡型一般型股票	友邦美國雙核心收益(配息) (已更名柏瑞美國雙核心收益)	一年期海外債券型
國泰中小成長	五年期中小型股	復華全球債券組合	三年期海外債券型
統一奔騰	一年期科技類股	安泰ING全球安穩平衡 ●	三年期海外平衡型
統一大滿貫	一年期一般類股	摩根富林明全球平衡	三年期海外平衡型
保誠高科技	十年期科技類股	元大全球滿意息(配息)	一年期資產證券化-金融資產證券化型
日盛上選	十年期一般類股	<b>2009年 晨星年度最佳基金獎</b>	
大華中小 ★☆ (已更名永豐中小)	一/三年中小型股	復華中小精選	大中華股票型基金
大華趨勢 ★ (已更名永豐趨勢平衡)	一年期平衡型一般型股票	<b>2009年 理柏台灣基金獎</b>	
盛華2000高科技 (已更名台新2000高科技)	三/五年期科技類股	保德信亞太	三年期亞洲太平洋股票
安泰ING台灣高股息	一年期一般類股	國泰全球積極組合	三年期新台幣進取混合型
建弘亞洲科技 ★ (已更名第一金亞洲科技)	三年期海外資訊科技股票	台灣工銀金鑽平衡 (已更名台新金鑽平衡)	五年期新台幣靈活混合型
兆豐國際生命科學	三年期生物科技股票	台灣工銀2000高科技 (已更名台新2000高科技)	三年期資訊科技股票
<b>2009年 金鑽獎 第十二屆</b>			
復華數位經濟 ★●	五年期科技類股	保德信全球中小	五年期環球中小型公司股票
統一奔騰	十年期科技類股	<b>2010年 金鑽獎 第十三屆</b>	
永豐中小 ●	三/五年期中小型股	德信數位時代 ★	一/三年期科技類股
		台灣工銀2000高科技 ● (已更名台新2000高科技)	五年期科技類股
		統一奔騰	十年期科技類股

日盛小而美	一年期中小型股
永豐中小 ●	三/五年期中小型股
群益中小	十年期中小型股
國泰小龍 ☆	一年期一般類股
永豐永豐	三年期一般類股
元大多福 ●	五年期一般類股
寶來2001	十年期一般類股
第一金店頭市場	一年期上櫃型股
群益店頭市場 ●	三年期上櫃型股
保德信店頭市場	五年期上櫃型股
永豐永益平衡	一年期平衡型一般型股票
復華人生目標 ●	三年期平衡型一般型股票
元大雙盈 ●	五年期平衡型一般型股票
德信長春藤	一/三年期平衡型價值型
保德信金平衡	五年期平衡型價值型
群益安家 ●	一/三年平衡型模組操作型
金鼎亞太地產(B) (已更名匯達亞太地產)	一年期資產證券化-不動產資產證券化型
台灣工銀北美收益資產證券化 (已更名台新北美收益資產證券化)	三年期資產證券化-不動產資產證券化型
復華全球資產證券化A	一年期資產證券化-金融資產證券化型
寶來全球新興市場精選組合	一/三年期組合型-股票
復華全球債券組合	一年期組合型-債券
富鼎全球固定收益組合	三年期組合型-債券
保德信新興趨勢組合	一年期組合型-平衡型
寶來全球ETF穩健組合	三年期組合型-平衡型
國泰全球積極組合 ●	三年期全球已開發市場股票
第一金全球台商	五年期全球已開發市場股票
元大亞太成長	三年期亞洲太平洋(含日本)股票
匯豐太平洋精典	五年期亞洲太平洋(含日本)股票
第一金亞洲科技	五年期海外科技產業股票
<b>2010年 台灣基金獎 第十一屆</b>	
永豐中概平衡	台灣平衡型基金

國泰中小成長	台灣股票型基金
<b>2010年 理柏台灣基金獎</b>	
保德信中小	十年期台灣中小型公司股票
統一大滿貫	三年期台灣股票
統一亞太	三年期亞洲太平洋股票
保德信亞太	五年期亞洲太平洋股票
安泰ING平衡	三年期新台幣平衡混合型
國泰全球保守組合	三年期新台幣保守混合型
第一金中概平衡	五年期新台幣靈活混合型
國泰科技生化	三年期資訊科技股票
富邦科技	十年期資訊科技股票
保德信全球中小	五年期環球中小型公司股票
兆豐國際全球	三年期環球股票
<b>2011年 金鑽獎 第十四屆</b>	
群益創新科技	一年期股票型-科技類
德信數位時代 ●	三/五年期股票型-科技類
統一奔騰	十年期股票型-科技類
富邦精銳中小 ●	一/三年期股票型-中小型
永豐中小 ●	五年期股票型-中小型
保德信中小	十年期股票型-中小型
富邦價值	十年期股票型-價值型
匯豐成功 ☆	一年期股票型-一般類
永豐永豐 ★●	三/五年期股票型-一般類
統一大滿貫 ●	五/十年期股票型-一般類
群益葛萊美	一年期股票型-一般類
群益奧斯卡 ●	三年期股票型-一般類
元大經貿	十年期股票型-一般類
群益店頭市場	一/三/五年期股票型-上櫃型
保德信金平衡	一/五年期債券股票平衡型-價值型
永豐永益平衡 ●	三年期債券股票平衡型-價值型
德信長春藤	三年期債券股票平衡型-價值型
JF平衡	十年期債券股票平衡型-價值型

永豐趨勢平衡	一年期債券股票平衡型-一般型
兆豐國際萬全 ●	三年期債券股票平衡型-一般型
永豐中概平衡 ★●	五年期債券股票平衡型-一般型
保誠理財通	十年期債券股票平衡型-一般型
聯邦計量平衡	一年期債券股票平衡型-模組操作型
JF龍揚	五年期股票型-環球已開發市場股票
復華亞太成長	三年期股票型-亞洲太平洋(含日本)股票
摩根富林明全球平衡	三/五年期平衡型-環球平衡型
台新北美收益資產證券化	三年期不動產證券化
寶來全球新興市場精選組合	三年期組合理-跨國投資組合理股票
富鼎全球固定收益組合	三年期組合理-跨國投資組合理債券
復華奧林匹克全球優勢組合	三/五年期組合理-跨國投資組合理平衡
<b>2011年 台灣基金獎 第十二屆</b>	
復華全球平衡	全球平衡型基金
保德信全球中小	全球股票型基金
<b>2011年 理柏台灣基金獎</b>	
統一強漢	三年期大中華股票
統一亞太	五年期亞洲太平洋股票
復華數位經濟	十年期資訊科技股票
群益平衡王	五年期新台幣靈活混合型
群益中小	十年期台灣中小型公司股票
德盛安聯亞洲動態	三年期亞洲太平洋股票



