

# 投資風格轉移與基金管理之探討 Style Shift and the Fund Management

黃心怡<sup>1</sup> (Hsin-Yi Huang)  
臺中科技大學財務金融系  
Department of Finance,  
National Taichung University of Science and Technology

## 摘要

本文探討基金經理人管理因素與基金投資風格之關聯性，以及投資風格轉移對基金績效之影響。利用 2010 年至 2013 年期間美國共同基金投資持股季資料，並且控制基金特性因素後，實證結果發現，積極交易及選股能力較好的基金經理人有顯著風格轉換。而在市場動能較高情況下，經理人交易較相同類股，風格轉換程度下降。另外，團隊管理也會降低風格轉移機率。值得注意的是，對於更換經理人的基金，其投資風格明顯轉移，且類別改變對基金績效具有正面影響效果。此結果支持積極資金管理能預期較高投資組合績效。

**關鍵詞：**共同基金; 風格轉移; 績效表現; 風險偏好

## Abstract

This paper investigates the relationship between fund managers and investment style, and the associated impact of style drift on fund performance. Using the stock holdings information of U.S. mutual funds from the period 2000 through 2013 and controlling for the potential influences of fund characteristics, the empirical evidence shows that fund managers with active trading and stock selection skill have a greater magnitude of style drift. However, the fund holdings are close in the same category when market momentum increases, which results in lower style changes, especially for team managed funds. In addition, the replacement of fund manager increases style drift and the change of investment style exhibit a positive expectation of fund performance. This result supports the view that active fund management predicts portfolio performance.

**Keywords:** Mutual Fund; Style Drift; Fund Performance; Risk Preference

---

<sup>1</sup> 通訊作者，E-mail: [Hsinyihuang9@gmail.com](mailto:Hsinyihuang9@gmail.com)

## 壹、前言

基金經理人具備豐富的財金背景和投資經驗，除了個人風險偏好衡量，其投資策略之資產標的選擇通常依照資產實質價值評估，作為投資組合資產配置。然而，由於市場投資標的資產眾多，資產價值評估工作需要耗費時間與成本。因此，過去文獻指出，實際操作上，投資者對於股票選擇，並非以個別股票基本面評價進行配置，而是傾向將股票分類為幾個風格類別，例如，公司規模、成長性、價值股、科技類股、或景氣循環類股等，透過這些風格類別進行配置資產(Froot and Teo (2008))。甚至將這些以小型股、成長股、價值型股、動能股等風格，作為基金銷售最佳投資名稱代表。而這些股票類別選擇，經理人會考量個人職業生涯及風險偏好，採取對其有利的投資策略。Chan et al. (2002) 指出，基金經理人之投資行為與基金持股，反映經理人操作風格。例如，有些保守經理人偏好投資槓桿程度低、股利支付率高、與規模大之公司股票。而有些積極型基金偏好獲利能力表現優異、成長型、與公司規模小等特徵的股票，因為成長型小型股票其經理人操作部位雖然不大，但其獲利可能比市場指數平均績效還優秀，

基金經理人會因個人的心理特質或者外在的因素，產生行為差異與投資風格轉移的情況。Lee et al. (1991)認為投資者風險規避程度或情緒改變，會改變他們對資產風險曝露忍受程度，因而致使交易風格改變。而 Holmes and Faff (2007)指出，經理人薪資報酬與管理之基金績效連結若產生變化，會造成基金經理人改變風格持股。例如，因為基金績效競爭力、打敗大盤指數期望、或採取跟隨贏家操作等投資持股策略，都是希望投資策略轉移能帶來更優異績效表現。進一步來說，基金經理人為追求績效表現，不會持有固定類型個股，而是隨著風險偏好、景氣循環、或職涯考量等因素而改變其持股類型，擴大風險，進而改變其基金資產結構。除此之外，風格轉換確實可以吸引基金投資所帶來的資金流入。例如 Holmes and Faff (2007)發現基金名稱改變投資風格可以在短期帶來異常資金流入。

由於投資風格轉換反應在不同持股類別配置上，將投資資金配置於類似或相同風格的股票的优点是可以讓基金經理人更方便控制投資組合風險，例如將股票交易頻繁集中在交易熱絡的市場指數成份股上，可降低交易成本及避險容易。然而，倘若基金經理人沒有控制與關注風格改變所帶來的風險變異，則風格轉移不一定會產生更高的績效。以風格分組作為投資決策的隱憂則為，基金操作績效差不如預期，通常會被歸因於基金經理投資風格選擇錯誤，或是猜測是因個人的利益所造成行為偏誤(非理性投資決策)。同時，若是過於頻繁地改變投資風格，且與原先策略大相逕庭，則更容易造成基金投資者不信任而流失客源，引起基金管理階層關注，作為是否替換經理人判定標準。

本篇利用 2010 年至 2013 年期間季，美國開放型基金持股季資料，探討規模、帳面市值比和股票過去年績效之三種類型基金風格轉換情況，探討基金操作風格轉換與基金經理人特性之關聯性。首先，檢定經理人積極交易是否與投資風格轉換有關，結果發現，基金週轉率與三種風格轉換均有顯著正向相關，反應積極經理人具有選股及調整資產配置能力，但是若股票頻繁交易增加交易成本，會減少基金獲利。Cremers and Pareek (2016) 指出，不具有耐心的交易員因交易頻繁，基金持股週轉率較高，是，交易成本過高，績效表現很差。而有耐心的持股才能獲得超額報酬。第二，本研究利用經理人更換作為經理人特性改變之替代變數，用以分析經理人因素改變與基金持股風格轉換之關聯性。實證顯示更換經理人，基金風格轉換顯著上升，且更換後風格投資與基金未來一年績效呈現正向相關，說明基金新任經理與原任經理在資產配置風格差異性可以預測未來績效。第三，過去文獻指出市場動能會影響投資者交易行為，故探討市場動能與經理人持股風格相關性，而結果得出，當市場動能提高時，投資資金動向與投資策略趨於一致，投資風格變化降低。最後，實證顯示，當基金風格改變程度與基金績效呈正向相關。

本文之研究貢獻為二，第一，過去文獻針對基金經理人特性，著重在其交易行為偏誤及代理問題對基金績效負面影響。而本篇則是分析基金經理人特性如何影響投資風格，透過投資風格選擇增加獲利。第二，本篇延續過去文獻提出投資者在股票風格偏好選擇，進而探討風格轉移之基金交易策略對績效影響。

## 貳、文獻回顧

風格投資動機原因可能來自於兩個可能性：其一為市場資訊不充份，建立標竿來評估投資組合報酬。Chan et al. (2002)指出，風格投資標的多集中於標竿資產標的，依照風險資產之市值、基本面價值及成長性各類型來區分股票風格。利用標竿資產報酬作為投資組合績效評估，以作為市場投資者及財顧問公司分析使用。其二為個人職涯考量：由於績效評比影響經理人個人績效與薪酬，在職場考量及風險偏好下，可能改變他們原先所宣稱之投資風格。因而，風險趨避、意圖彌補過去虧損，從眾交易行為、或跟隨贏家策略，等都是造成風格改變之變數。投資人進行投資決策時，可能會因外在環境及內在心理因素的影響，而造成投資人不理性的判斷，失去他原先的風格理念。Goetzmann and Ibbotson (1994)指出基金表現不佳之經理人往往改採用積極選股之策略，透過頻繁之股票交易提高週轉率，冀望短期內來提升基金績效，此說明經理人容易受績效的改變而影響其操作風格。而在多頭時期，基金經理人也會操作積極，將大量的資金集中投資於較高動能風格組合股票，使基金報酬、風險整體績效都優於那些將資金分散投資的保守型基金經理。因此，基金風格不是固定不變，而是容易受到市場的波動，使基金經理人修正過往的操作模式，迎合市場的需求。如果積極型基金在優異的選股策略，在扣除交易成本下，仍可以擊敗被動式市場投資組合。這些具有選股能力之投資風格即具有優秀基金績效。Wermers (2012)分析主動式及被動式投資組合之基金經理人交易行為，發現主動式且交易頻繁的基金容易有較大的風格改變。顯示採取主動管理策略基金經理人會有較卓越的選股能力，而主動程度與基金績效為正向關係。

### 假說 1：基金經理人交易愈頻繁，基金風格轉移程度愈大。

關於基金經理人的輪替，管理者通常必須考量替換經理之替換成本。Bryant (2012)研究在基金家族中，績效不佳的經理人仍會繼續留任不會隨意的替換掉，基金公司不願意解雇績效不佳之基金經理人，尤其是經理人只管理單一基金，原因是解雇經理人會增加許多額外的成本，例如招聘新的經理人、失去忠誠的顧客以及其他更換經理人的潛在成本。因此，績效不佳與成本增加的考量下，且無法確保更換基金經理人可以提昇績效指標情況下，為了不喪失該基金的客源，基金公司選擇留下經理人，故將有經驗，績效卻不好的基金經理人繼續任，而不解雇經理人。

關於經理人更換導致投資風格改變，原因來自於不同的經理人的其風格偏好不同。例如性別、年紀、教育程度都有可能影響投資風格。例如：男性基金經理人之持股總風險較女性經理人高。愈年輕且資歷越淺的經理人由於職業關注較高，因此其持股之風險程度也較年齡較長且資歷愈深的經理人高。愈年長的經理人持股之系統風險較高。教育程度愈高的經理人持股風險愈低。而共同基金經理人特質與其持股偏好中基金經理人的教育程度愈低，則其持股之益本比愈高。當經理人的資歷愈淺，則其持股之本益比愈高且帳面市值比愈高。持股週轉率部分則基金經理人的教育程度愈高，則其持股之週轉率也愈低。資歷較淺的基金經理人持股之週轉率也較高。

Jensen and Meckling (1976)認為，基金經理人為提高績效來獲得更高的報酬以及額外的獎勵獎金而修改投資組合內容，使得投資組合風險增高，增加代理問題。若以經理人

特質來看，任期短之基金經理人績效表現較佳，因任期短的基金經理人為能在短期內有好的操作績效表現故選擇積極操作基金，而任期長且更換次數多者績效表現較差，因任期長的基金經理人操作判斷上較趨於保守，加上曾有被更換過的經驗，所以為確保自己的職位，使其在操作上更加保守。因任期長的基金經理人擁有較豐富的操作經驗，且操作判斷上較任期短的基金經理人趨於保守，因此較不易發生重大失誤。經理人的資歷愈淺，則其持股之益本比愈高且帳面市值比愈高。因此當經理人的教育程度愈低且資歷越淺，則其較偏好價值性股票。資歷較淺的基金經理人持股之週轉率也較高。因此，基金經理人的替換次數愈少，表示經理人操作年資較長，則基金收取費用愈低，且會有較優異的基金績效表現與穩定操作。因此，本研究建立第二假設如下：

**假說 2：更換或新任基金經理人，基金風格轉移程度愈大。**

過去文獻指出，機構投資者傾向特定類型股票。例如，Warther (1995)則發現基金經理人傾向採取動能投資或市場趨勢跟隨策略，亦即市場動能強時，經理人之投資組合持有較多市值帳面比或高動能之股票，基金經理人投資行為受市場動能影響，會依照股票過去報酬來交易，並具有羊群效應 (herding)，投資行為趨於一致，其績效平均而言相對於其他基金表現佳，並具有績效反饋於投資交易上(feedback)(Chan et al. (1996)；Grinblatt et al. (1995)；Jegadeesh and Titman (1993)；Moskowitz and Grinblatt (1999))。Froot et al. (2001)則發現國際投資資金會流向股票市場報酬較好國家。而市場動能反應於成長性股票報酬上，Daniel et al. (1997)發現，依照成長性及股票過去一年報酬等標竿將股票分類來形成被動式投資組合投資策略，基金經理人選股能力表現佳，投資報酬比市場平均報酬高。Chen et al. (2000)則發現持有成長性股票之基金，其投資組合績效較好。因此，股票市場動能高時吸引市場資金投資，投資者交易行為群聚效果更強，投資風格也趨於一致。因此，本篇建立第三個假設如下：

**假說 3：市場動能愈高，基金投資風格轉移程度愈小。**

而近年來的文獻更明確指出經理人投資風格之交易行為與投資組合報酬具有相關性。Kumar (2009)發現個別投資者之風格轉移與成長型及小資金股票等風格投資組合報酬有正向相關，認為將股票進行分類是投資組合策略重要觀點。Froot and Teo (2008)則分析機構投資者風格投資行為，包括規模大小、價值與成長、及產業部門，發現相同或類似風格之資金淨流入能預測未來短期正向股票報酬，相反地，不同風格組合之資金流量與股票未來報酬呈負向相關。因為投資者傾向依照他們風格類型來交易風險性資產，Barberis and Shleifer (2003)利用理論模型證明風格投資報酬存在自我相關特性，因而增加各類別資產動能以及價值策略獲利之差異性，而相同風格之股票，其報酬呈現相同移動大過於現金流量移動。Boyer (2011)實證檢定美國基金投資持股報酬與風格類股指數之相關性，認為具有相同風格標籤定義之資產及指數標籤資產，不僅在基本面相同，其股票間具有較高超額報酬共變異。因而，相同風格類別的股票之間存在報酬共變異性及超額股票報酬。因此，建立第四個假設如下：

**假說 4：投資風格轉移與未來投資組合報酬呈正相關。**

## 參、研究方法

### 一、樣本資料與來源

本研究使用 2010 年至 2013 年美國開放型基金資料季資料，探討基金經理人替換前後基金投資風格之變化。基金資料取自 CRSP Survivor Bias Free US Mutual Fund，包括基金持股、基金特性，基金經理人名冊，以及基金績效。而個股股價資料取自 CRSP 股價資料庫，持股股票公司財報資料取得 Compustat 資料庫。關於樣本選擇，由於 Cronqvist et al. (2015) 提出投資動機受到投資人生命歷程(life course)影響，在不景氣或景氣蕭條期間生長或工作的人，風險偏好較為保守，投資風格會傾向投資於價值型股票，故本研究期間排除金融風暴時期，以避免總體因素影響股票投資類別偏好所造成影響。

### 二、變數定義與研究模型

本研究依 Daniel et al. (1997) 研究方法衡量風格轉移，計算基金持股變動量，為避免交易成本及管理費用的干擾，以檢驗共同基金的擇股能力、擇時能力及經理人持股的平均風格對基金績效的影響。同時，以一定期間持股的特性來衡量風格轉移(Total style drift, TSD)，可以更準確的了解投資組合在個風格面向持股的改變。關於風格因素，Fama and French (1993) 建議，公司市值規模和帳面市值比為衡量股票報酬重要因素。Chan et al. (1996) 則建議，股票過去一年的績效是第三個重要指標。因此，由規模、帳面市值比以及過去一年的績效作為風格投資標準，依每年六月底公司規模、帳面市值比、股票過去一年績效排序各分成五等份，作為衡量風格特性。Grinblatt and Titman (1989) 指出，非常少基金經理人對市場具有擇時能力。規模溢酬、淨值市價比溢酬不一定總是正值，亦即規模效果與價值效果不一定總是存在，甚至有些期間這些效果呈現反向關係。因此，為衡量基金股票資產績效，評估基金經理人操作能力之指標，以檢驗經理人是否具有選股擇時能力。風格轉移依基金經理人在每一年六月底的持股狀況計算如下：

$$TSD_t^l = \sum_{j=1}^N (\tilde{w}_{j,t} \tilde{c}_{j,t}^l - \tilde{w}_{j,t-1} \tilde{c}_{j,t-1}^l)$$

其中， $l$  為三種風格型態，包括規模、帳面市值比、及過去一年績效等風格面向， $\tilde{w}_{j,t}$  是股票  $j$  在  $t$  期中占基金投資組合價值，而  $\tilde{c}_{j,t}^l$  為股票  $j$  在  $t$  期中以風格  $l$  面向排序五等分中之第  $c$  等分，每一風格會每季依照程度大小排序。例如，將投資組合內股票以規模(公司市值)排序，當經理人持股公司股票較前一期規模差異愈大，且該股票持股權重差異愈大，則 TSD 越大；相反地，TSD 愈小，代表持股配置於類似規模個股，經理人投資風格傾向不變。若是以過去績效做為風格衡量的方法，則若當期持有績效高股票，而前一期持有績效較差股票，則代表目前投資策略與過去投資傾向不同，經理人持股策略改變。相較於 Chan et al. (2002) 只利用前後期交易風格等級之相關性來衡量基金風格一致性，本篇納入投資權重變動考量，更能反應特定投資風格之持股差異。為了探討影響基金風格轉換之假說，建立下列迴歸模型：

模型(一)：採用規模衡量風格轉移的程度

$$TSD_{i,t}^{MV} = \beta_0 + \beta_1 TURN_{i,t} + \beta_2 CHANGE_{i,t} + \beta_3 MOM_t + rCONTROL_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

模型(二)：採用帳面市值比衡量風格轉移的程度

$$TSD_{i,t}^{MB} = \beta_0 + \beta_1 TURN_{i,t} + \beta_2 CHANGE_{i,t} + \beta_3 MOM_t + rCONTROL_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

模型(三)：採用過去一年績效衡量風格轉移的程度

$$TSD_{i,t}^{RET} = \beta_0 + \beta_1 TURN_{i,t} + \beta_2 CHANGE_{i,t} + \beta_3 MOM_t + rCONTROL_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

變數定義如下：

TSD <sup>MV</sup>	=規模衡量風格轉移的程度(%)
TSD <sup>MB</sup>	=帳面市值比衡量風格轉移的程度(%)
TSD <sup>RET</sup>	=過去一年年績效衡量風格轉移的程度(%)
TURN	=基金持股平均周轉率，即買賣交易總金額/全年平均基金淨資產價值(%)
CHANGE	=經理人更換虛擬變數，即經理人與上一期不同，則設值為 1，反之則為 0
MOM	=市場過去一年績效，以美國標準普爾綜合指數季報酬複利計算(%)
CONTROL	=控制變數

依照假設，第*i*家基金第*t*季之交易頻率(TURN)，經理人更換(CHANGE)，以及市場動能 MOM，預期與基金風格(TSD)為正向關係，故迴歸係數 $\beta_1$ 、 $\beta_2$ 、 $\beta_3$ 係數預期均為正數。而迴歸模式中*r*為控制變數係數陣列。

關於控制變數，管理費為基金手續費收入，管理費提高基金經理人薪酬獎勵，降低代理問題。因此，基金管理費愈高，其風格轉移程度愈小。Khorana (1996)研究發現有替換基金的經理人的基金其投資組合費用率高於無經理人替換的基金。大型基金之現金流量與績效呈現正向關係，而小型基金現金流量與績效仍呈現負向關係，因此，小型基金應較大型基金易受到基金流量影響，而導致較低的報酬。基金流量與績效呈現顯著負向關係，表示經理人進行部位調整時會受到基金流量之影響，導致績效不佳。若由基金特性來看，基金規模愈小，基金經理人愈容易被替換，而周轉率愈高的基金，經理人也愈容易被替換，因此，預期風格轉換與週轉率呈正相關。過去績效差的基金，其風格轉移機會愈大。Jensen and Meckling (1976)，認為基金經理人會因為欲增加其績效而修改投資組合的內容，使得投資組合風險增高來獲得更高的報酬以及額外的獎勵獎金。市場動能愈大，其風格轉移程度愈大。Fama and MacBeth (1973)利用前期的報酬對當期報酬做迴歸分析，透過迴歸係數求出預期報酬，以預期報酬高低形成投資組合，檢視投資組合動能投資策略，結果發現；小規模的公司動能投資策略比大規模的公司較高。因此小規模的基金經理人會不輕易的改變他的風格。另外，Bryant (2012)實證結果發現，經理人管理多檔基金比管理單一檔基金之經理人，其風格轉移程度愈大。依過去文獻建立控制變數如下，包括基金規模、基金前收手續費、贖回手續費、基金成立年數、以及基金過去一年績效：

FLOAD	=基金前收管理(基金買進)費用(%)
RLOAD	=基金後收管理(基金贖回)費用(%)
Log(TNA)	=上一季底基金總淨值取自然對數
NMGR	=每檔基金操盤經理人數
Log(AGE)	=基金成立年數取自然對數
PERFORM <sub>t-1~t-4</sub>	=基金過去一年(四季)淨值報酬率(%)

## 肆、實證結果

本研究使用 2010 年至 2013 年期間美國共同基金季資料，包括基金持股及經理人名冊。樣本中基金數目共 5,476 家，總共 58,192 觀察值。表 1 敘述統計量顯示由規模、帳面市值比、及過去一年股票報酬投資類別所衡量之風格轉移程度(TSD)，資料顯示三種類別風格轉移平均值介於 12%至 18%之間。而相較於規模風格轉移(TSD<sup>MV</sup>)及帳面市值比風格轉移(TSD<sup>MB</sup>)，以股票績效所衡量之風格轉移(TSD<sup>RET</sup>)程度較高，顯示基金經理較容易改變績效選股投資策略。相反地，以帳面市值衡量之成長性風格轉移最小，亦即投資組合內持股之成長性變動較小，經理人傾向維持成長性標的所定訂之投資策略。

關於經理替換與否(CHANGE)，由資料顯示在樣本期間內，每季經理人替換機率为 2.794%，更換經理人機率不高。因此，後續迴歸研究以更換經理人與否之虛擬變數作分

析。另外，每檔基金操盤經理(NMGR)平均有 2.442 人，其中，單一經理人管理之比例約為 26.89%<sup>2</sup>。以市場前一年報酬率計算之市場動能(MOM)平均為 14.949%，基金前收手續費約為 0.541%，贖回後收手續費用平均為 0.125%。其中，只有 35,251 個觀察值有收取手續費(約 40%)，顯示近年來基金手續費大幅減少或取消。此樣本期間美國基金平均年報酬率平均約為 15.408%，中位數 14.155%，績效表現尚可，與美國市場標準普爾綜合指數報酬計算之動能表現(平均 14.949%)接近。

表 1 敘述統計量

變數	觀察值	平均值	標準差	最小值	25 百分位數	中位數	75 百分位數	最大值
TSD <sup>MV</sup> (%)	58,192	14.419	15.882	0.001	3.546	9.262	19.293	86.384
TSD <sup>MB</sup> (%)	58,192	12.576	13.455	0.000	3.054	8.274	17.175	69.954
TSD <sup>RET</sup> (%)	58,192	17.100	20.027	0.013	3.437	9.600	22.399	92.016
CHANGE	58,192	0.028	0.165	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
TURN(%)	58,192	77.883	90.659	3.000	26.000	53.000	95.000	616.000
MOM(%)	58,192	14.949	11.713	-0.857	6.233	13.374	23.454	46.569
FLOAD(%)	58,192	0.541	1.155	0.000	0.000	0.000	0.000	3.464
RLOAD(%)	58,192	0.125	0.237	0.000	0.000	0.000	0.000	0.667
NMGR	58,192	2.442	1.251	0.000	1.000	2.000	4.000	4.000
Log(AGE)	58,192	2.384	0.657	1.099	1.946	2.398	2.833	4.174
Log(TNA)	58,192	4.556	2.398	-2.303	3.035	4.709	6.236	9.678
PERFORM <sub>t-1~-t-4</sub> (%)	58,192	15.408	18.005	-23.157	3.225	14.155	25.079	75.950
PERFORM <sub>t+1~-t+4</sub> (%)	47,079	15.046	14.148	-21.657	5.175	16.014	24.880	49.918

註：所有變數之最大值及最小值都經過 1% 及 99% 百分位數作極值調整(winsorized at the 1% and 99%)，並使用於本篇後續實證分析。

表 2 以更換經理人與否，作分組樣本獨立性均數檢定，檢定經理人更換，是否在基金性質上及基金投資風格有所差異。結果顯示，有更換經理組別，無論平均數及中位數其風格轉移程度都高於無更換組。顯示更換經理人後，基金持股偏向市值較高、成長性較高，及過去報酬較高之個股。而且更換經理人組別數值，相較於無更換經理人組別，平均而言，基金過去一年績效表現之低 6% (14.457/15.435-1)，持股週轉率亦顯著高 5% (81.576/77.76-1)，基金前收手續費高 11%，但贖回手續費少 17%。而且，經理人在更換後有管理人數增加約 9%，基金規模小 11.22% (723.3/814.7-1)。此差異性分析發現，經理人更換與否，其基金特性有明顯差異，說明管理因素改變與基金特性及其投資風格具有關聯性。

<sup>2</sup>基金資料庫中，基金經理人 3 人(含)以下會顯示經理人姓名，因此，若資料顯示” Team Managed”，則本研究設定經理人數為 4 人。樣本觀察值中無經理人名冊之數目為 1,557 觀察值，約占總樣本數 2.67%，因此，若無經理人資料，則經理人數設定為 0。

表 2 更換經理人差異性分析

變數	無更換 平均數 (N=56,566)	更換 平均數 (N=1,626)	差異	P-value (T 檢定)	無更換 中位數 (N=56,566)	更換 中位數 (N=1,626)	差異	P-value (Wilcoxon signed-rank 檢定)
TSD <sup>MV</sup>	14.353	16.717	<b>2.365</b>	0.00	9.260	9.408	<b>0.148</b>	0.02
TSD <sup>MB</sup>	12.523	14.419	<b>1.896</b>	0.00	8.273	8.307	<b>0.034</b>	0.01
TSD <sup>RET</sup>	17.051	18.802	<b>1.751</b>	0.00	9.585	10.046	<b>0.461</b>	0.05
TURN	77.776	81.576	<b>3.799</b>	0.10	53.000	58.000	<b>5.000</b>	0.01
MOM	14.976	14.015	<b>-0.962</b>	0.00	13.374	13.374	<b>0.000</b>	0.00
FLOAD	0.539	0.599	<b>0.061</b>	0.05	0.000	0.000	<b>0.000</b>	0.03
RLOAD	0.126	0.104	<b>-0.021</b>	0.00	0.000	0.000	<b>0.000</b>	0.00
NMGR	2.436	2.645	<b>0.209</b>	0.00	2.000	3.000	<b>1.000</b>	0.00
Log(AGE)	2.384	2.383	-0.002	0.92	2.398	2.398	0.000	0.93
Log(TNA)	4.560	4.441	<b>-0.119</b>	0.05	4.710	4.603	<b>-0.107</b>	0.10
PERFORM <sub>t-1~t-4</sub>	15.435	14.475	<b>-0.960</b>	0.04	14.194	12.970	<b>-1.224</b>	0.00

註：平均數及中位數檢定之差異值在 10% 顯著水準以下標示為顯著（粗體）。

表 3 以複迴歸模型，加入基金特性及時間固定效果作為控制變數來驗證研究假設。迴歸模型中之應變數個別為市值、帳面市值比、以及過去一年股票報酬計算之投資風格轉移程度。在建立迴歸模型時，為檢驗自變數之間是否彼此獨立，本研究採 Variance Inflation Factor (VIF) 進行共線性診斷，而所有自變數之 VIF 值最高為 2.58，未達 10 的臨界值，故實證時將忽略共線性問題。實證結果顯示，基金周轉率愈高，基金經理人改變交易策略，頻繁變更投資組合持股。而是基金過去一年績效愈高，則會增加經理人自信，積極操作使得風格轉換程度愈高，故假設 1 獲得支持。另外，經理人更換與風格轉換有明顯正向相關，更換基金經理人將平均增加規模風格轉換程度約 15.8% (1\*2.28%/14.419%)，增加成長性風格轉換程度約 13.8% (1\*1.741%/12.576%) 及增加績效風格轉換約 6.9% (1\*1.185%/17.10%)。結果顯示，經理人更換顯著影響投資組合之持股配置，其中，以規模大小風格轉換程度較大，原因是價值型股在市場指數中所占權重較高，且風險相對較小，新任經理人在上任後開始進行股票配置時以大型股優先替換原先小型股。再者，新任經理人亦偏好成長性較高的股票，將配置比重提高。最後，針對股票報酬風格改變影響亦顯著，但影響力相對較小，約只有規模風格改變影響力一半程度。此與表 2 均數檢定結果一致，顯示經理人替換對於投資風格具有影響力，因而研究假設 2 獲得支持。



表 3 風格轉換之影響因素

變數	TSD <sup>MV</sup>	TSD <sup>MB</sup>	TSD <sup>RET</sup>
CHANGE	2.280*** (0.00)	1.741*** (0.00)	1.185** (0.01)
TURN	0.036*** (0.00)	0.029*** (0.00)	0.028*** (0.00)
MOM	-0.044* (0.06)	-0.225*** (0.00)	-1.096*** (0.00)
FLOAD	0.012 (0.82)	-0.069 (0.12)	-0.222*** (0.00)
RLOAD	-1.961*** (0.00)	-2.174*** (0.00)	-3.330*** (0.00)
NMGR	-0.355*** (0.00)	-0.323*** (0.00)	-0.348*** (0.00)
Log(AGE)	0.326*** (0.00)	0.474*** (0.00)	0.692*** (0.00)
Log(TNA)	-0.472*** (0.00)	-0.396*** (0.00)	-0.455*** (0.00)
PERFORM <sub>t-1~t-4</sub>	0.093*** (0.00)	0.100*** (0.00)	0.091*** (0.00)
Intercept	17.343*** (0.00)	21.458*** (0.00)	63.239*** (0.00)
Time dummy	Yes	Yes	Yes
Obs.	58,192	58,192	58,192
Adj. R2	0.0851	0.0981	0.261

註：括弧內為 p 值，\*\*\*、\*\*，以及\*分別表示雙尾檢定 p 值小於 1%，5%，以及 10%。

而市場動能(MOM)係數為負，其原因為市場動能愈高，風格轉換程度減小，基金經理對於成長性股票及大型股持股配置較為穩定，因而風格轉換機率較低。其中，以績效衡量之風格轉移程度最小，顯示市場動能增加時，基金經理人對於個股績效表現方向看法趨於一致，因此投資類股集中於過去表現較好之股票，造成投資組合內之持股群聚效應，此結果與假設 3 結論一致。就基金特性分析上，每檔基金管理操作人數(NMGR)與風格轉換呈負相關，基金管理者愈多則持股愈穩定，可以減少單一管理者管理之代理問題，而降低風格轉換程度。另外，基金資產愈大，或者手續費愈高，風格轉換可能性愈低，其原因為基金現金流量壓力相對較小，經理人調整投資組合持股壓力較小，基金管理成本相對減少。

關於投資風格轉移對基金績效之影響，表 4 迴歸實證分析顯示，風格轉移對未來績效呈現正向影響，例如，規模風格轉移程度增加一個標準差，則未來一年基金報酬平均上升 4.11% ( $0.039 \times 15.882 / 15.046\%$ )，而成長型風格轉移程度增加一個標準差，則未來一年基金績效上升 5.28% ( $0.059 \times 13.455 / 15.046\%$ )，而績效風格轉移程度增加一個標準差，則未來一年基金績效上升 5.72% ( $0.043 \times 20.027 / 15.046\%$ )。其結果建議無論是以股票市值、成長性、或過去股票表現來制定投資策略，調整投資風格可以預測未來一年基金績效提昇。

表 4 風格轉換對基金績效之影響

變數	未來一年績效(PERFORM <sub>t+1~t+4</sub> )		
	模型 1	模型 2	模型 3
TSD <sup>MV</sup>	0.039*** (0.00)		
TSD <sup>MB</sup>		0.059*** (0.00)	
TSD <sup>RET</sup>			0.043*** (0.00)
TURN	-0.004*** (0.00)	-0.004*** (0.00)	-0.004*** (0.00)
FLOAD	-0.432*** (0.00)	-0.427*** (0.00)	-0.422*** (0.00)
RLOAD	-3.378*** (0.00)	-3.323*** (0.00)	-3.302*** (0.00)
MOM	0.342*** (0.00)	0.353*** (0.00)	0.386*** (0.00)
NMGR	-0.017 (0.62)	-0.012 (0.73)	-0.015 (0.66)
Log(AGE)	1.247*** (0.00)	1.233*** (0.00)	1.227*** (0.00)
Log(TNA)	-0.300*** (0.00)	-0.296*** (0.00)	-0.299*** (0.00)
PERFORM <sub>t-1~t-4</sub>	0.171*** (0.00)	0.169*** (0.00)	0.171*** (0.00)
Intercept	1.980*** (0.00)	1.389*** (0.00)	-0.047 (0.93)
Time dummy	Yes	Yes	Yes
Obs.	47,079	47,079	47,079
Adj. R <sup>2</sup>	0.537	0.538	0.538

註：括弧內為 p 值，\*\*\*、\*\*，以及\*分別表示雙尾檢定 p 值小於 1%，5%，以及 10%。

為了檢定管理者替換之影響，以兩樣本分組迴歸作比較。表 5 結果顯示有經理人替換比無替換組別，其基金風格轉換所預期未來一年之報酬還來的高。但兩組別樣本中，無論是股票規模、成長性、及股票報酬衡量之風格轉換對績效影響都具顯著性。此結果控制基金持股週轉率、市場動能、以及基金特性等對基金績效影響力。而且，由於持股週轉率與績效呈反向係數關係，週轉率愈高則基金績效愈差。相反地風格轉換對績效有正向影響。此結果反應出基金經理人選股能力(selection ability)可以增加獲利，並非盲目交易而增加交易成本。再者，基金經理人數與基金績效關係為負向不顯著，而前述實證指出多位管理會減少風格轉換，在管理操作效率上多位經理人管理操作績效沒有比單一經理人操作績效好。

表 5 基金績效分組迴歸模型

變數	未來一年績效(PERFORM <sub>t+1-t+4</sub> )					
	無替換	有替換	無替換	有替換	無替換	有替換
TSD <sup>MV</sup>	0.038*** (0.00)	0.051*** (0.00)				
TSD <sup>MB</sup>			0.058*** (0.00)	0.077*** (0.00)		
TSD <sup>RET</sup>					0.042*** (0.00)	0.058*** (0.00)
TURN	-0.004*** (0.00)	-0.004 (0.26)	-0.004*** (0.00)	-0.005 (0.22)	-0.004*** (0.00)	-0.004 (0.26)
MOM	0.341*** (0.00)	0.370*** (0.00)	0.352*** (0.00)	0.383*** (0.00)	0.385*** (0.00)	0.439*** (0.00)
FLOAD	-0.436*** (0.00)	-0.269 (0.24)	-0.431*** (0.00)	-0.294 (0.19)	-0.425*** (0.00)	-0.310 (0.17)
RLOAD	-3.398*** (0.00)	-3.040** (0.01)	-3.344*** (0.00)	-2.937** (0.02)	-3.321*** (0.00)	-3.044** (0.01)
NMGR	-0.005 (0.90)	-0.296 (0.21)	0.001 (0.99)	-0.290 (0.22)	-0.002 (0.95)	-0.325 (0.17)
Log(AGE)	1.218*** (0.00)	2.676*** (0.00)	1.204*** (0.00)	2.673*** (0.00)	1.197*** (0.00)	2.692*** (0.00)
Log(TNA)	-0.291*** (0.00)	-0.638*** (0.00)	-0.287*** (0.00)	-0.631*** (0.00)	-0.290*** (0.00)	-0.619*** (0.00)
PERFORM <sub>t-1-t+4</sub>	0.169*** (0.00)	0.239*** (0.00)	0.167*** (0.00)	0.235*** (0.00)	0.170*** (0.00)	0.234*** (0.00)
Intercept	2.066*** (0.00)	-2.485 (0.35)	1.481*** (0.00)	-3.200 (0.23)	0.073 (0.88)	-5.351* (0.06)
TimeDummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	45,870	1,209	45,870	1,209	45,870	1,209
Adj. R <sup>2</sup>	0.537	0.524	0.538	0.527	0.538	0.527
VIF 最大值	9.62	9.93	9.62	9.93	9.62	9.93

註 1：基金績效以未來一年淨值報酬計算

註 2：括弧內為 p 值，\*\*\*、\*\*，以及\*分別表示雙尾檢定 p 值小於 1%，5%，以及 10%。

## 伍、結論與建議

### 一、研究結論

本研究以 2010 年至 2013 年期間美國開放型基金為研究對象，探討基金經理人投資行為及投資風格之決定因素，以及其對基金投資績效影響力。實證資料顯示，更換經理人明顯造成投資組合風格改變，且其風格轉換預期未來一年基金績效上升。然而，積極頻繁交易會使基金投資風格轉換程度提高，但是股票週轉率過高增加交易成本，降低基金利潤。另外，實證資料顯示市場動能上升時，投資持股類型接近有集群類股現象，基金經理人投資風格較趨於一致，風格轉換程度較低。

另一方面，基金操盤人數增加，經理人持股類型較為固定，投資風格轉換程度低，但增加人數卻無法提高基金績效，說明操作人數多寡與績效無直接關係。而就基金費用而言，贖回手續費提高可以減少基金現金流量受投資人贖回影響，間接減少經理人對基金資產重新配置壓力，因而風格持股變動降低。然而近幾年，由於基金投資市場競爭激烈，許多基金公司調降基金投資手續費(包含前收與贖回手續費)，而此舉可能提高投資風格轉換程度。除此之外，就基金其它特性來說，包括成立年限、基金過去績效等，都與風格轉換具有顯著正向相關。說明基金公司經驗累積與過去投資獲利所帶來的自信，都反應在投資股票風格變化程度，以及對經理人選股能力之績效上。

### 二、未來發展方向及建議

Brown and Goetzmann (1997)研究發現投資風格可以預測股票報酬，建議應將投資風格納入資產評價模型，作為因子負荷(factor loading)，用以計算投資風格風險溢酬。因此，由本篇實證結論建議，未來研究可將規模、成長性、以及績效風格之變化程度，納入資產評價模型，將基金經理人管理及選股能力，納入投資組合報酬預測模型中。

## 參考文獻

- Barberis, N., and A. Shleifer (2003), "Style investing," *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, 161-199.
- Boyer, B. H. (2011), "Style-related comovement: Fundamentals or labels?," *The Journal of Finance*, Vol. 66, 307-332.
- Brown, S. J., and W. N. Goetzmann (1997), "Mutual fund styles," *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, 373-399.
- Bryant, L. L. (2012), "'Down but not out' mutual fund manager turnover within fund families," *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 21, 569-593.
- Chan, L. K. C., H.-L. Chen, and J. Lakonishok (2002), "On mutual fund investment styles," *The Review of Financial Studies*, Vol. 15, 1407-1437.
- Chan, L. K. C., N. Jegadeesh, and J. Lakonishok (1996), "Momentum strategies," *The Journal of Finance*, Vol. 51, 1681-1713.
- Chen, H.-L., N. Jegadeesh, and R. Wermers (2000), "The value of active mutual fund management: An examination of the stockholdings and trades of fund managers," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35, 343-368.
- Cremers, M., and A. Pareek (2016), "Patient capital outperformance: The investment skill of high active share managers who trade infrequently," *Journal of Financial Economics*, Vol. 122, 288-306.
- Cronqvist, H., S. Siegel, and F. Yu (2015), "Value versus growth investing: Why do different investors have different styles?," *Journal of Financial Economics*, Vol. 117, 333-349.

- Daniel, K., M. Grinblatt, S. Titman, and R. Wermers (1997), "Measuring mutual fund performance with characteristic-based benchmarks," *The Journal of Finance*, Vol. 52, 1035-1058.
- Fama, E. F., and K. R. French (1993), "Common risk factors in the returns on stocks and bonds," *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, 3-56.
- Fama, E. F., and J. D. MacBeth (1973), "Risk, return, and equilibrium: Empirical tests," *Journal of Political Economy*, Vol. 81, 607-636.
- Froot, K. A., P. O'Connell, and M. S. Seasholes (2001), "The portfolio flows of international investors," *Journal of Financial Economics*, Vol. 59, 151-193.
- Froot, K., and M. Teo (2008), "Style investing and institutional investors," *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 43, 883-906.
- Goetzmann, W. N., and R. G. Ibbotson (1994), "Do winners repeat?," *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 20, 9-18.
- Grinblatt, M., and S. Titman (1989), "Portfolio performance evaluation: Old issues and new insights," *The Review of Financial Studies*, Vol. 2, 393-421.
- Grinblatt, M., S. Titman, and R. Wermers (1995), "Momentum investment strategies, portfolio performance, and herding: A study of mutual fund behavior," *American Economic Review*, Vol. 85, 1088-1105.
- Holmes, K. A., and R. W. Faff (2007), "Style drift, fund flow and fund performance: New cross-sectional evidence," *Financial Services Review*, Vol. 16, 55-71.
- Jegadeesh, N., and S. Titman (1993), "Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency," *The Journal of Finance*, Vol. 48, 65-91.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 305-360.
- Khorana, A. (1996), "Top management turnover an empirical investigation of mutual fund managers," *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, 403-427.
- Kumar, A. (2009), "Dynamic style preferences of individual investors and stock returns," *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 44, 607-640.
- Lee, C., A. Shleifer, and R. H. Thaler (1991), "Investor sentiment and the closed-end fund puzzle," *The Journal of Finance*, Vol. 46, 75-109.
- Moskowitz, T. J., and M. Grinblatt (1999), "Do industries explain momentum?," *The Journal of Finance*, Vol. 54, 1249-1290.
- Warther, V. A. (1995), "Aggregate mutual fund flows and security returns," *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, 209-235.
- Wermers, R. (2012), "A matter of style: The causes and consequences of style drift in institutional portfolios," Working Paper. (University of Maryland at College Park).