

# 封閉型基金與開放型基金

授課教授：黃志典



# 封閉型基金與開放型基金

- 開放型基金(Open Ended Fund, OEF):

投信公司依淨值向投資人贖回或再賣出基金  
受益憑證

- 封閉型基金(Closed End Fund):

基金發行以後，投信公司不再贖回或賣出受  
益憑證，投資人必須透過經紀商在公開市場出  
售或買進。

市價不一定等於淨值，一般而言，封閉型基金  
出現折價的情況比較多，而且，折價的幅度往  
往很高。



# 封閉型基金為什麼會有折價與溢價？

## ● 折價：

- capital gains tax
- illiquid securities
- expectation

## ● 溢價：

- high cost to own the securities directly
- special investment skills
- expectation



# *Volatile Investment Sentiments*

- The CEF Premium Mania
- Why CEF Traded In Substantial Discount for Long Period of Time?
  - *Investors can reap huge profits by open ending or liquidating the CEF:*  
*Ex. Invests 80 \$ and Gets 100 \$ back!*  
*Investment Trust will implement anti- open-ending measures for its own good.*



# **Volatile Investment Sentiments**

- Is the Market Efficient?
- Can one gain excess returns trading CEFs based on discount?  
(The Information Content of Discount)



# *The Closed End Fund Mania*

	Price Premium to NAV.(%)
Spain Fund:	140% (Dec. 1989) 20% (Apr. 1990)
First Iberian Fund:	65% (Jan. 1990) 5% (Mar. 1990)
Germany Fund:	80% (Jan 1990) 0% (Apr 1990)
Austria Fund:	85% (Jan. 1990) 0% (Mar. 1990)
MexicoFund:	135% (Jul.-Aug. 1983) 0% (Jan. 1984)
Taiwan Fund:	170% (Feb. 1987)
Korea Fund:	155% (Mid. of 1987) 35% (Oct. 1987)
Thai Fund:	85% (Jan. 1990) 10% (Apr. 1990)



# 以基金折價比率為投資策略

以基金折價比率為買入依據，例如

策略A：投資所有折價的封閉型基金

策略B：投資所有折價基金，以基金折價程度為權數



# 封閉型基金改型的誘因與阻力

- 折價
- 管理費
- 績效





# 台灣的封閉型基金改型制度

## ● 舊版的封閉型基金改型制度

封閉型基金變更為開放型的條件有三項：

1. 基金屆滿一定的上市年限。

2. 基金達到召開受益人大會的標準。

(a) 基金的折價比率達到規定標準：

一般基金管理公司規定，若基金的折價比例連續30個交易日或連續20個交易日達20%以上，必須召開受益人大會討論基金型態變更問題。

(b) 受益人連署要求召開：

3. 受益人大會決議通過：

大部分基金規定，1/2以上的受益憑證出席，且2/3同意改型，基金才可以改型。



# 台灣的封閉型基金改型制度

## ● 修正後的封閉型基金改型制度

證管會為了改善封閉型基金的折價問題，在民國84年4月20日宣佈實施新版的基金改型條款，修訂的主要內容如下：

「封閉型基金上市滿兩年，最近20個交易日的平均折價幅度達20%時，基金公司須於3個月內召開受益人大會；在受益憑證1/2以上出席，1/2以上的出席權數反對開放時，基金維持封閉型態，若流會或表決贊成開放，基金須每3個月開放一個交易日供受益人以淨值贖回。」



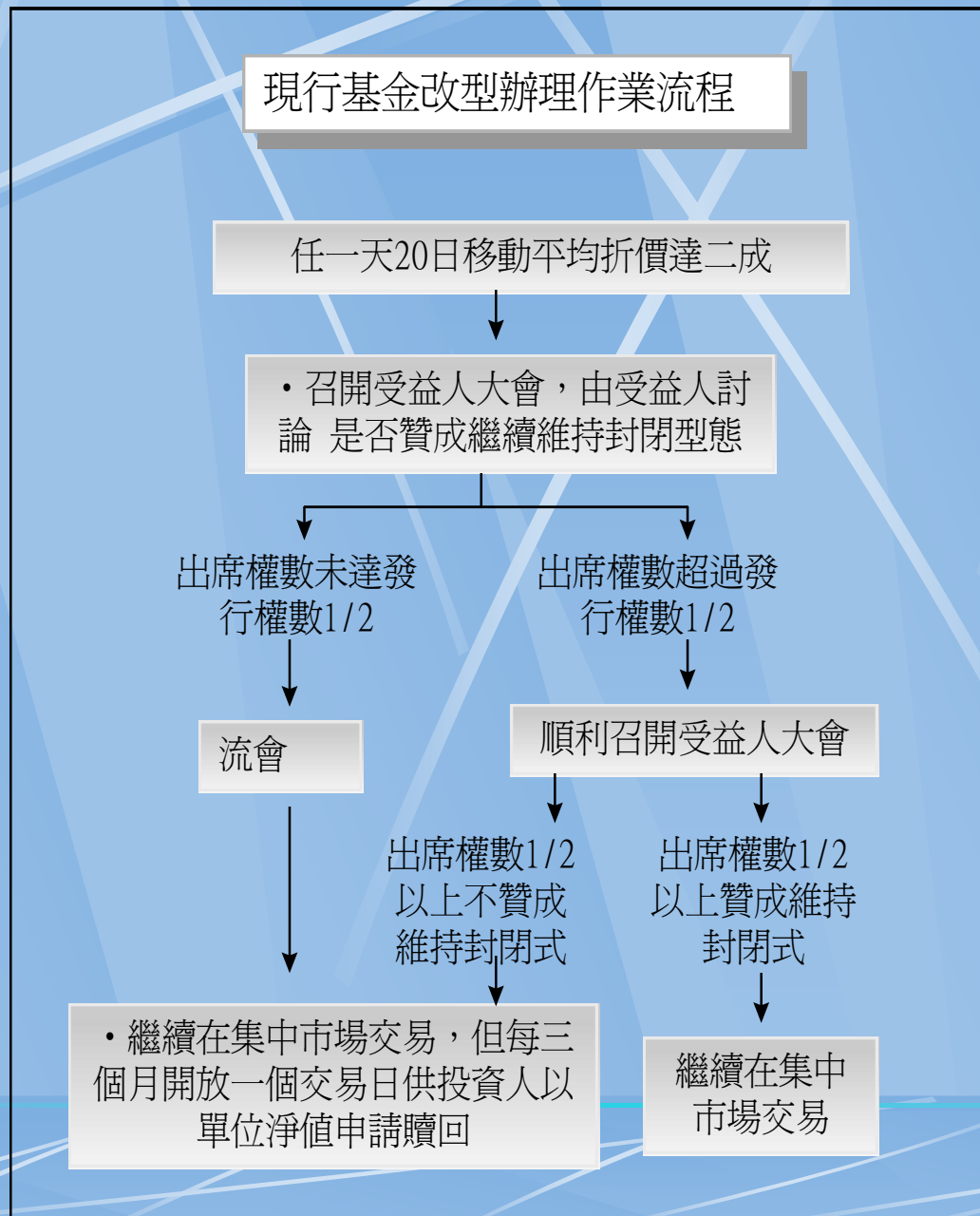
# 台灣的封閉型基金改型制度

- 此項改型方案與原先的改型規定有極大的差異：  
即使受益人大會因為出席的受益憑證未達到總數的二分之一而宣告流會，該封閉型基金也必須改為定期開放。

希望迫使基金改型的機構投資人有相當大的發揮空間，投資人可以先行聯合大量買進特定基金的憑證，再俟機於股票市場臨收盤時，故意用低價賣出基金的憑證，迫使基金的20天移動平均折價幅度超過20%。



# Strategic Plan for the CEF Open-Ending Game



# QFII 與 投信公司的基金保衛戰

## ● QFII的攻擊策略

- *How to pick a target to launch a speculative attack?*
- *Block Investment Trust's buy orders*
- *Absent from shareholders meeting*

## ● 投信公司的防守策略

- *Defense Alliances*
- *Place Ridiculous Buy Orders*
- *Shareholders meeting*



# How to pick a target of speculative attack?

1.  $D_t$  : discount of a CEF on date  $t$ .  $D_t$  is known after market close on date  $t$ .
2.  $AD_t = (1/20)(D_t + D_{t-1} + \dots + D_{t-19})$  : 20 days moving average of discount on date  $t$ .  $AD_t$  is known after market close on date  $t$ .
3. If  $AD_t \geq 20\%$ , the investment trust managing the CEF must call a shareholders meeting to vote on the issue of open ending.



# How to pick a target of speculative attack?

$$4. AD_{t+1} = (1/20)(D_{t+1} + D_t + \dots + D_{t-18})$$
$$= (1/20)(20 \times AD_t - D_{t-19} + D_{t+1})$$

By 3. , we know that when  $D_{t+1} \geq 400\% - 20 \times AD_t + D_{t-19}$  , the CEF is due for a vote on open ending.

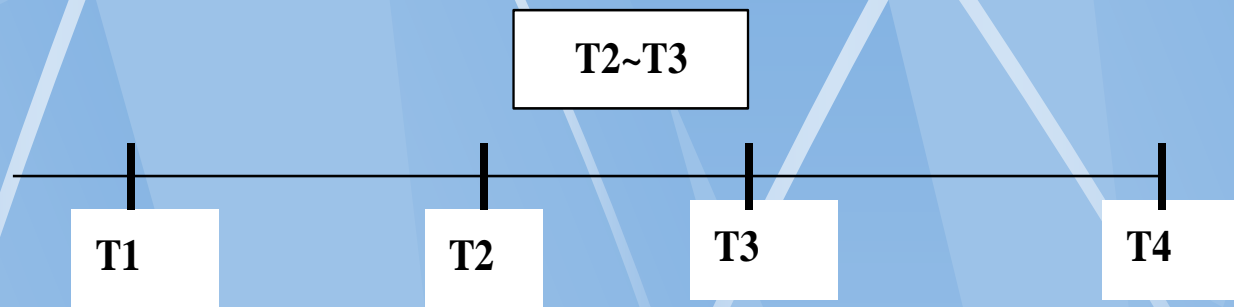
5. Let  $400\% - 20 \times AD_t + D_{t-19} = D_{t+1, g}$ .  $D_{t+1, g}$  can be known after market close on date t

6. Other things being equal, a CEF with a smaller " $D_{t+1, g} - D_t$ " is more likely to call a meeting to vote on open ending.



# 基金改型的影響因素分析

(一) 各時點外資持有比例的變動差異  
圖5-4 外資持有比例變動的時點劃分-



- \* T1:達到召開受益人大會標準日
- \* T2:停止過戶開始前最後一天
- \* T3:召開受益人大會日
- \* T4:開放定期贖回日
- \* T2~T3:停止過戶期間





# 基金改型的影響因素分析

## 1. 不同時點的外資平均持有比例

表5-4 不同時點的外資平均持有比例 單位(%)

	ALL	WIN	WIN(調整後)*註1	LOSE
T1	18.57548	22.7087	28.1573	14.7006
T2	26.95419	38.6200	48.6709	16.0175
T3	28.71867	40.8287	51.8118	16.6087
T4	-	46.9033	57.9167	-

\*註1:WIN(調整後)群組指僅考慮84年後改型成功的基金



# 基金改型的影響因素分析

## 2. 各時點前後外資持有比例的變動差異

各時點前後外資對各群組基金之持有比例變動 單位:%

	ALL	WIN	WIN(調整後)	LOSE
T1~T2	8.3 787 (6. 4668*)	15.9113 (6.4399*)	20.5136 (7.7955*)	1.3169 (1.4014)
T2~T3	1.7645 (2.9768*)	2.2087 (4.0789*)	3.1409 (4.9463*)	0.5912 (0.5896)
T3~T4	-	6.0747 (4.1267*)	6.1048 (4.4696*)	-

說明：（）為成對檢定t值，（\*）表t值達5%顯著水準



# 基金改型的影響因素分析

## 3. 各時點前後外資持有比例的累積變化

改型過程外資對各群組持有比例的累積變化 單位: %

	ALL	WIN	WIN(調整後)	LOSE
T1~T2	8.3787 (4.4668*)	15.9113 (6.4399*)	20.5136 (7.7955*)	1.3169 (1.4014)
T1~T3	10.1432 (4.5745*)	18.1200 (6.6942*)	23.6545 (8.77456*)	1.9080 (1.1410)
T1~T4	-	24.1947 (6.2229*)	29.7594 (7.8006*)	-

說明：（）為成對檢定t值，（\*）表t值達5%顯著水準



# 基金改型的影響因素分析

(二)各變數對基金改型結果的影響

LOGIT模式實證結果

$$\log\left(\frac{P}{1-P}\right) = Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3$$

各變數意義如下：

$X_1$  表示基金於停止過戶前的外資持有比例

$X_2$  為基金於停止過戶前一年的操作績效

$X_3$  為基金的管理費用比率

得出的估計式如下：

$$Y = 1.0393 + 0.1711X_1 - 0.0073X_2 - 5.2590X_3$$



# LOGIT模式實證結果

## 1. Logit模式估計的正確區別率

		預測群組 (Predicted)		
		0(改型失敗)	1(改型成功)	正確率(%)
實際群組 (Observed)	0 (改型失敗)	13	3	81.25
	1 (改型成功)	2	13	86.67 %
	合計	15	16	83.87 %



# LOGIT模式實證結果

## 2 Logit模式的參數估計結果

變數	估計參數	標準差(S.E.)	t值
常數(Constant)	1.0393	1.5150	0.6860
X1:外資持有比例 (F-Ratio)	0.1711	0.0603	2.839***
X2:過去績效 (Performance)	-0.0073	0.0210	-0.3472
X3:費用比率 (Management Fee)	-5.2590	2.1916	-2.3996**

說明：\*\*\*表t值達1%顯著水準  
\*\*表t值達5%顯著水準



# 基金改型的影響因素分析

## 不同時點外資持有比例對基金改型的影響

- \* T1:基金達到開會標準前一個月
- \* T2:基金達到開會標準後一日
- \* T3:基金停止過戶開始前一個月
- \* T4:基金停止過戶開始前半個月
- \* T5:基金停止過戶開始前一日



# 外資持有比例對基金改型的影響

以LOGIT模式估計不同時點的外資持有比例影響

	T1	T2	T3	T4	T5
常數	0.8079 (0.6394)	0.7164 (0.5661)	0.9551 (0.7446)	0.8663 (0.5869)	1.0393 (0.6860)
X1:外資持有比例	0.0581 (1.70)	0.0614 (1.616)	0.0917 (2.2711**)	0.1695 (2.7939***)	0.1711 (2.8398***)
X2:過去操作績效	0.0066 (0.5959)	0.0051 (0.4491)	0.0031 (0.2568)	-0.0082 (-0.41996)	-0.0073 (-0.3472)
X3:費用比率	-2.1451 (-1.778)	-2.0251 (-1.6912)	-2.5010 (-1.9654)	-4.6579 (-2.3344**)	-5.2590 (-2.3996**)
估計正確率	67.74%	67.74%	74.19%	87.10%	83.87%

說明：\*\*\*表t值達1%顯著水準

\*\*表t值達5%顯著水準

