

# 封闭式基金的折价研究

夏璇

(南京师范大学 商学院,江苏 南京 210024)

**摘要:**目前我国基金普遍出现折价,引起市场人士及学者的关注。本文综述了国外有关这方面的研究,在此基础上,对我国基金折价的形成原因进行较为全面的分析。

**关键词:**封闭式基金;折价;

## 一 引言

在有效市场假设下,基金的收益率满足资本资产定价模型,投资者无法获得超额收益。不同基金收益之间的差异仅仅是由于各自风险偏好的不同:基金在较高的风险下相应将获得较高的收益,在较低的风险下获得较低收益。既然封闭式基金不能获得超额收益,那么它的内在价值就应该等于基金的资产净值(NAV)。然而,封闭式基金的基金份额通常是以不等于其所拥有的资产净值的价格交易的,尽管有时以溢价交易,但大部分时间都会以折价的方式交易。封闭式基金的折价交易现象被认为是金融领域内最令人困惑的几个问题之一,被称为“封闭式基金之谜”(zeiwg,1973),表现在下面四个方面:

1.封闭式基金的初始发行(IPO)价格大约溢价10%。为什么在有其他基金可以买卖的情况下,投资者仍然会以相对高的价格购买新基金?

2.尽管开始时有溢价存在,但封闭式基金在开始交易的120天内,其交易价格便逐渐以平均大于10%的比例折价交易。之后,折价变成为经常的现象。

3.封闭式基金的折价呈现较大幅度的波动,而并不是基金资产净值的固定比例;

4.当封闭式基金宣布转型为开放式基金或清盘时,折价大幅减少,最终基金转型或清盘发生时,折价完全消失。

## 二 封闭式基金折价的理论解释

### (一)传统金融理论对封闭式基金折价的解释

#### 1.代理成本理论(agency costs)

代理成本理论从委托—代理的角度来解释封闭式基金的折价。代理成本理论认为,如果基金的管理费用过高或者基金未来的管理业绩低于市场平均水平,则基金的价格应当低于其单位NAV(Boudreaus,1973)。

但是代理成本理论的解释至少在以下三个方面存在局限性:

(1)当前还是未来的代理成本都无法解释为什么波动幅度会这么大。提取的管理费用一般是基金的净资产现值的一个固定比例,它并不会像折价那样大幅度变动。未来管理费用的现值主要受利率变动影响,而折价幅度的变化与利率变化之间并无显著关系;

(2)代理成本不能解释既然已经预期到基金最终会以折价卖出,为什么理性投资者开始会以高于净资产现值的价格购买基金;

(3)代理成本也无法解释基金间的折价幅度为什么会有这么大的差异。

#### 2.非流动性资产理论(illiquidity of assets)

非流动性资产理论认为,由于基金投资于一些流动性较差的股票,而这些股票的市场价格不易确定,价值可能被高估,当用这些股票的市场价格来计算基金的NAV时,就可能夸大基金的实际NAV。

有两个不同的观点解释非流动性资产理论:第一种理论是受限股票假说(restricted stock hypothesis)。这种观点认为,如果基金所持有的资产中有大量在一定期限内有限制流通的股票,由于这类股票的当期流动性较差,其市值与变现值之间还存在一定的折扣,则用市值计算其资产净值实际上是夸大了基金的真实价值,导致基金的折价交易。Malkiel(1977)认为,在基金间比较时,持有受限制证券数量的多少与折价幅度的高低之间确实存在微小且显著的相关关系。Lee,Shleifer和Thaler(1991)认为,持有受限制证券确实可部分解释某些基金的折价现象,但对于大量种类繁多的基金中的大部分的折价做出的解释却无法令人满意。

另一种理论是大宗股票折价假说(block discount hypothesis)。这一观点认为,在基金净资产报告中采用的核算价格是最后一笔成交价。因为封闭式基金有时会持有大量的某种证券,在清算时可能会因为需求曲线向下倾斜的原因使得实际所获收益要低于报告中的净资产值。这一说法不能解释如下现象:为什么将封闭式基金改为开放式基金后会带给基金持有人异常高的收益(Brauer,1984;Brickley and Schallheim,1985)。

#### 3.应缴资本利得税理论(capital gains tax liabilities)

应缴资本利得税理论认为,如果投资者购买了含大量未实现资本利得的基金,则需承担潜在的资本利得税,但这些资本利得税并没有在基金NAV中得到反映。因而,未实现的资本利得税的存在使基金的NAV被人为高估,从而造成基金折价;而且基金NAV中包含未实现的资本利得税越多,基金的折价也就越大。

然而,这一理论也有缺陷。比如,当封闭式基金转型为开放式基金后,未实现的资本增值并没有减少,按照这一理论,基金的折价比例不应当发生变化。而Brauer(1984)、Brickley、Schallheim(1985)的研究表明,当封闭式基金转型为开放式基金时,封闭式基金的市场价格上升至净值一致,并不是净值下降至市场价格一致。Malkiel(1977)计算表明,潜在的资本利得税赋对基金的折价影响很小(最多不超过6%)。因此,该理论对基金大幅折价的解释有限。

#### 4.业绩预期理论

Malkiel (1977)认为基金的折价反映了公众对基金业绩的预期。基金管理人管理能力作为一种资产,其价值不尽相同。如果投资者认为基金管理人具备优秀的投资管理技能,能够以非常好的业绩(如能够超过市场平均水平)回报基金投资者,基金可溢价;反之,基金则应折价。然而实际中去业绩表现较好的基金,将来的业绩并不一定就好,这使得这一理论的应用性不强。而且统计数据表明,美国证券市场中收益超过市场平均水平的基金也常常发生折价。

## (二)行为金融学对封闭式基金折价的解释

在有效市场理论的框架下,用传统经济理论难以解释基金折价现象,这使得有些学者对市场理性产生了怀疑。于是,一些学者在行为金融的框架下,脱离有效市场的范畴,引进基于有限理性的模型,试图从与传统经济理论不同的角度解释基金的折价现象。

### 1.金融噪声理论

Black (1986)最早对噪声与噪声交易者的概念进行了经典、明确的界定。他认为,噪声是与信息相对的概念。信息是交易者据以正确预测与基础资产价值变动有关的信息,噪声则是与基础价值无关但可能影响资产价格使之非理性变动的错误信息,这一错误信息可以使资产价格偏离资产均衡价值。现实中信息与噪声很难区分,如果交易者可以很清楚地辨别哪些是噪声哪些是信息,那么就不会形成噪声。这就是说,交易中总会有一些把噪声视为信息的人。Black将这一行为称作噪声交易,而将进行噪声交易的人称为噪声交易者。

由于噪声交易者的长期存在,持有封闭式基金的风险包含两部分:持有基金投资组合的风险和噪声交易者风险。当基金折价时,理性的套利者若要购买基金,必须要考虑不久的将来噪声交易者可能会更加悲观,并驱使基金市场价格进一步下跌的风险。如果套利者在基金价格恢复之前必须卖出清算,他就会遭受损失。对这一损失的担心会限制他初始的套利行为。

DeLong, Shleifer, Summers 和 Waldmann (1989)提出噪声交易模型(简称 DSSW 模型)。该模型假设市场中存在两类投资者:理性投资者和噪声交易者,如果噪声交易者的行动趋于一致,那么他们的交易可能导致股价严重偏离其基础价值。而此时进行套利会存在较大的风险(因为价值偏离将可能更严重),所以理性投资者也不会把股价恢复到基础价值的水平。结果噪声交易者增加了市场中的系统风险。

由于这一额外风险的存在,投资者持有封闭式基金比持有基金投资组合的风险更大,从这个意义上讲,基金的市场价格应低于其投资组合的资产净值,由此产生了封闭式基金的长期折价现象。如果投资者(噪声交易者)对基金的未来收益过于乐观,他们会推动基金的市场价格上涨,使基金折价减少或产生溢价(封闭式基金初始发行上市时就是这种情况);反之,如果投资者(噪声交易者)对基金的未来收益过于悲观,则他们会推动基金的市场价格下跌,使基金的折价加大。

DSSW 模型有两个十分重要的假设:第一,理性投资者目光短浅,他们只关心所持有的资产的即时价格,而不是股利的现值。这个假设是符合实际的,因为一些理性的机构投资者受到经常性、定期性的评估而不得不放近他们的眼光,而一些理性的个人投资者又会因为流动性的需要而卖掉所持有的资产。第二,噪声交易者的情绪是随机的,且不能为理性投资者所预测。

### 2.投资者情绪理论

Lee, Shleifer 和 Thaler (1991)运用噪声交易模型(DSSW 模

型),提出了有关基金折价现象的投资者情绪理论。投资者情绪理论认为,基金折价反映了个人投资者情绪的变化,而不是基金管理水平的变化。Lee, Shleifer 和 Thaler 认为,市场上存在两类投资者,即理性投资者和噪声交易者(非理性投资者)。理性投资者能够根据信息对资产收益形成理性预期,而噪声交易者则由于缺乏信息或分析能力,对资产收益的预期通常是随机的,有时会高估或低估资产收益,犯系统性预测错误,而且噪声交易者的预期或情绪的波动很难预测。由于噪声交易者的存在,投资者持有基金的风险大于持有基金资产的风险,从而导致基金价格低于基金单位 NAV,从而导致基金折价。

根据投资者情绪理论,基金折价因受投资者情绪的影响所致,那么折价的变化应相互联系。Lee, Shleifer 和 Thaler (1991a)在研究了 1965~1985 年间美国国内股票基金后指出,基金年折价变动幅度的平均相关系数是 0.39,从而证实了这一观点。在美国,由于基金份额和小公司股票主要是由个人投资者持有或交易,投资者情绪应同时影响两者的价格,因此 Lee, Shleifer 和 Thaler 认为,基金折价与小公司股票收益之间存在相关性。他们发现,当小公司股票收益好时,基金的折价减小;反之,当小公司股票收益差时,基金的折价扩大。

### 三 解析我国封闭式基金折价

截至到 2005 年 6 月,我国证券市场上 54 只封闭式基金的平均折价率已达 30%左右,而国外成熟基金市场的平均折价率一般在 10%左右。因此,很有必要对我国封闭式基金的折价现象进行分析。

1.噪声交易者风险是封闭式基金折价的重要原因。我国的证券市场处在发展初期,无论是在信息的披露、交易者的素质、运行体制的完善程度、市场规模以及立法、执法等方面都不够完善。因此,我国证券市场中的噪声问题更具有相当的普遍性与严重性,投资者持有封闭式基金需要承担更大的噪声交易者风险,因而封闭式基金可能有较大的折价。

2.我国基金重仓持股现象非常普遍,基金资产的流动性风险也是造成折价的重要原因。与国外相比,我国的封闭式基金资产净值中含有更多的“泡沫”。根据我国《证券投资基金管理暂行办法》的规定,同一基金管理公司管理的全部基金持有 1 家上市公司发行的证券,不得超过该证券的 10%。这一规定与国际惯例基本一致,其目的是使市场上的股票投资分散化,使市场上众多机构投资主体的力量相互制衡,避免基金操纵股价,促进证券市场的稳定发展。但由于我国股本结构的特殊性,占很大比例的国家股和法人股不能流通,这样一个基金管理公司完全有可能持有某上市公司流通股的 30%以上。此外,基金管理人的管理费用是按基金资产净值的一定比例提取的,在自身利益的驱动下,基金管理人自然要尽可能地重仓持股,这使得基金的资产净值中含有较多的“泡沫”。在这种情况下,基金的资产有较大的流动性风险,基金能够实现的价值会低于甚至远低于其帐面资产净值。由此导致我国封闭式基金的折价。

3.基金投资组合趋同化现象明显。众多投资组合相似的封闭式基金使国内证券市场出现变相的“过度供给”,而当新成立的基金抽取了原应投资于其它设立较早基金的资金,并最终导致所有封闭式基金都出现了较大幅度的折价。

### 参考文献:

- [1] [美]安德瑞·史莱佛,并非有效的市场—行为金融学导论[M].北京:中国人民大学出版社,2003;