

封闭型基金折价交易的行为金融学研究

贺炎林^{1,2}

(1. 天津大学 管理学院, 天津 300072; 2. 天津工业大学 管理学院, 天津 300160)

摘要:封闭型基金折价交易现象是现代金融理论中的一个异象。虽然现代金融理论发展了各种理论来解释该异象,但这些解释仍存在着明显的缺陷,因此需发展新的理论来解释该异象。行为金融学利用噪声交易者会影响资产价格的观点能对该异象作出较为合理的解释。

关键词:行为金融学;封闭型基金;折价

中图分类号:F830.91

文献标识码:A

文章编号:1009-9107(2005)03-0053-04

封闭型基金是指通过发行固定数额的股份来向投资者筹集投资资金的基金;在基金存续期间,投资者不能通过赎回其所持有的股份来获得现金,而只能以市场价格进行交易来获得现金。在我国证券市场中,一般来说,股票价格均远高于其每股净资产;然而,封闭型基金却与之相反,其交易价不仅不比每股净资产高,反而在大多数情况下低于每股净资产。学者们把封闭型基金的交易价格低于其每股净资产的现象称为封闭型基金的折价交易现象。

考察国内外的封闭型基金可以发现,几乎所有的封闭型基金都存在折价交易现象。由于封闭型基金的净资产实质上就是构成其投资组合的证券的价格之和,于是人们发出了疑问,为什么证券市场中的证券经基金公司组合之后便会贬值而折价进行交易呢?这与现代金融理论中的一价律相悖,因为根据一价律,具有相同现金流的资产价格应该相同。由于现代金融理论很难对该现象作出合理的解释,因此该现象被称为“异象”(anomalous phenomenon)。本文将介绍现代金融理论对该“异象”的解释和所碰到的困难,探讨运用行为金融学的相关知识来对该“异象”作出解释。

一、封闭型基金折价交易现象

学者们在考察封闭型基金的交易价格时发现了如下一些具体特点:(1)封闭型基金在首次发行(IPO)上市时通常有10%左右的溢价;但在3~6个月后,溢价消失,出现了10%左右的折价,并且在封闭期间,基金的交易将一直维持在折价状态。这着实让人感到困惑,既然首次发行上市的基金在3~6个月后会出折价,那么投资者为什么还会在首次发行上市时购买溢价发行的基金呢?^[1,2](2)在封闭期间,基金的折价会大幅波动,且该波动幅度不与基金的资产净值成固定比例。^[3]通常来说,基金价格的波动比其净资产价值的波动更为剧烈。^[4](3)当封闭型基金宣布清盘或转型为开放型基金时,基金价格上升,折价大幅度减少,最终当基金清盘或转型时,折价完全消失。^[5]

封闭型基金交易价格呈现出的这些特点,向现代金融理论提出了挑战。为了完善现代金融理论体系,现代金融领域的学者们作了大量研究工作,提出了许多理论,试图在有效市场假设(EMH)基础上对这些特点作出合理解释。

二、基于现代金融理论的解释

现代金融理论的两大基石是有效市场假设 EMH 和资本资产定价模型 CAPM。

其中,EMH 的理论基础由三个不断弱化的假设组成:(1)当投资者是理性时,投资者可理性评估资产价值,资产价格由理性投资者决定。(2)即使有些投资者不是理性的,但由于他们的交易随机产生,交易相互抵消,不至于影响资产的价格。(3)即使投资者的非理性行为并非随机的而具有相关性,他们在市场中也将会遇到理性投资者的套利活动,“市场选择”使判断错误的非理性投资者被淘汰出市场并逐渐消失,直到套利机会也随之消失,资产价格逐渐接近其基础价值,所以非理性的噪声交易者不对资产价格产生影响 CAMP。由此 EMH 认为,资产价格是由理性投资者决定的,非理性的噪声交易者不会对资产价格产生影响 CAMP。认为投资者具有风险规避的理性趋利特征,只有在得到高收益补偿的情况下才愿去冒高的风险,所有投资者都会理性地作出决策并在资本市场线上进行投资,因而只有理性投资者才会影响资产价格,而非理性的噪声交易者不会影响资产价格。

这样,现代金融理论经分析得出结论:投资者是完全理性的,只有理性投资者才会影响资产价格,而非理性的噪声交易者不会影响资产价格。

为了维护现代金融理论体系的完美性,现代金融领域的学者们据该分析结论,通过提出一系列理论来解释封闭型基金折价交易现象:(1)代理成本理论认为,基金在存续期间为维持正常运作需要一些成本,如基金管理人的报酬、管理费用、交易费用等,这些成本的存在使得基金的市场价格应低于其资产净值。(2)非流动性资产理论认为,封闭型基金一般会把大量的资金投资于在一定时期内有流通限制的资产,由于这类资产的流动性较差,用其市值计算资产净值实际上是夸大了基金的真实资产净值,因而持有大量这类资产的基金价格应有较多的折价。(3)资本利得税理论认为,在封闭型基金的投资组合中常含有大量未实现的资本升值,当基金将来卖出相应资产、实现这些资本升值时,必然要支付资本利得税,基金资产组合中包含的这种未实现资本升值越多,基金的折价程度就越大。(4)业绩理论认为,如果基金的证券选择能力和市场时机的把握能力较强,其未来的业绩预期较好,投资者就会出高价购买该基金,该基金的交易价格就会高于其资产净值,基金以溢价进行交易。否

则,该基金的交易价格就会低于其资产净值,基金以折价进行交易。这些理论解释虽然在一定程度上说明了封闭型基金折价交易的原因,但仍存在缺陷。Lee、Shleifer 和 Thaler(1991)对代理成本理论提出了质疑,既然封闭型基金为维持正常运作需要代理成本,那么为什么封闭型基金在首次发行时还会存在溢价呢?为什么封闭型基金在封闭期间有时还会以相当大的溢价来进行交易呢?代理成本理论无法对此作出解释。Lee、Shleifer 和 Thaler(1990)对非流动性资产理论提出了质疑,认为在实际上,封闭型基金持有的非流动性资产数量占总资产的比例很小,不足以对折价造成影响。资本利得税理论也存在缺陷,当封闭型基金转型为开放型基金后,未实现资本升值并没有减少,按理说基金的折价比例不应发生变化,但实际上当转型发生后,折价却消失了,资本利得税理论无法解释这一现象。Lee、Shleifer 和 Thaler(1990)实证发现,折价幅度较大的封闭型基金的业绩表现往往优于折价幅度较小的封闭型基金。该实证发现与业绩理论的预期结果相反,是业绩理论所无法解释的。

三、行为金融学的基本观点

兴起于 20 世纪 80 年代的行为金融学,对现代金融理论的理性投资者假设作了修正,认为投资者不是完全理性的而是有限理性的。Tversky 和 Kahneman (1979)在所提出的期望理论(prospect theory)中通过观察和试验对比发现,当投资者面临收益时,呈现出风险规避的理性特征;而当投资者面临亏损时,则呈现出风险偏好的非理性特征。于是投资者常常过早抛售盈利股,而迟迟不愿出售亏损股。

在此分析结论的基础上,Shefrin 和 Statman (1994)在其提出的行为资产定价模型(BAPM)中将投资者分为信息交易者和噪声交易者两种类型。信息交易者即资本资产定价模型(CAPM)下的理性投资者,他们从不犯认知错误,而且不同个体之间的表现有良好的统计均方差性;噪声交易者则是那些处于 CAPM 框架之外的非理性投资者,他们时常犯认知错误,不同个体间具有显著的异方差性。BAPM 认为,在证券市场上,这两类交易者交互作用,共同决定了证券的价格,因此,证券价格不仅取决于信息交易者对证券的理性判断,而且还取决于噪声交易者对证券的价值感受。

同现代金融理论一样,行为金融学也分析了“市场选择”。在分析了“市场选择”机制后行为金融学发

现,“市场选择”的结果是不确定的,其机制常常失灵,非理性投资者完全可在市场中长期生存下来,非理性投资者的持续存在本身就证明了“市场选择”理论的不完全性,因而非理性投资者会影响资产的价格形成。为了证明“市场选择”结果的不确定性,De Long, Shleifer, Summers 和 Waldmann 构造了一个完全竞争市场条件下的噪声交易者生存模型,从而证明了非理性投资者是能够在与理性投资者的博弈中生存下来的,而且,由于噪声交易者制造了更大的市场风险,他们还可能获得比理性投资者更高的风险溢价;如果放松模型中的完全竞争条件,在不完全竞争条件下,噪声交易者将有可能同时获得比理性投资者更高的预期收益和预期效用,这解释了非理性投资者在市场中生存的长期性,因而也意味着“市场选择”机制失灵。

总之,行为金融学通过研究分析得出结论:噪声交易者会对资产价格的形成产生影响。下面利用该结论,来对封闭型基金折价交易现象作出解释。

四、基于行为金融学的解释

行为金融学认为,不仅理性投资者、而且噪声交易者也会对资产价格的形成产生影响。这意味着,封闭型基金的交易价格不仅取决于信息交易者或理性投资者,而且还取决于噪声交易者。由于噪声交易者不拥有内部信息却非理性地把噪声或伪信息当作信息并据此进行交易,而噪声或伪信息又具有不可预测性,因此噪声交易者对未来收益的预期很容易受到不可预测的变动的影响。

当噪声交易者对未来收益预期持乐观态度时,基金的交易价格就会上涨,折价幅度变小甚至出现溢价;当噪声交易者对未来收益预期持悲观态度时,基金的交易价格就会下降,折价幅度变大。这样,噪声交易者对未来收益预期判断的变化,导致了封闭型基金交易价格的变动,并由此引起了封闭型基金在封闭期间折价的大幅波动。由于噪声交易者对未来收益的预期受到不可预测的噪声或伪信息的影响,而噪声或伪信息又具有随机性和不确定性,与基金资产净值无任何关系,因此,基金折价的波动幅度与基金资产净值不成固定比例。

由于噪声交易者对未来收益预期所作判断的变化会引起基金折价的波动,因此持有封闭型基金就有两部分风险:一是基金净资产价值波动引起的风险,二是噪声交易者对未来收益预期所持态度变化引起的噪声交易者风险。其中,基金净资产价值实质上就

是基金所持有的投资组合的价格之和。这样,持有基金份额的风险不仅包括持有基金投资组合的风险而且包括噪声交易者风险,因而,持有基金份额的风险就比直接持有基金投资组合的风险更大,因此,基金的价格波动就比其净资产价值的波动更为剧烈。如果噪声交易者风险具有系统性,那么理性投资者由于承担了更大的风险必然要求获得更高的收益以对此进行补偿,因此封闭型基金的交易价格就应低于其投资组合的资产净值,于是产生了封闭型基金的长期折价交易现象。

在封闭型基金发行上市时,为保证新基金的发行成功,基金发行人常会选择在投资者气势旺盛的时候发行新的基金,并会在发行时作大量的宣传,将基金的未来前景描述得非常美好,给投资者以很大的想象空间。由于认知偏差的存在,噪声交易者对封闭型基金的未来收益预期就会报非常乐观的态度,并远远超过了理性投资者对基金未来收益的预期,从而导致基金的交易价高于其资产净值,产生溢价。因此,在封闭型基金发行上市之初,通常会出现一定幅度的溢价。虽然在3~6个月后,噪声交易者风险会使基金处于折价交易状态,但新基金上市之初会溢价交易已给广大投资者留下了深刻的“心理记忆”,这样的“心理记忆”使以后的基金在上市之初仍会出现溢价,并形成了市场对该投资品种的投资习惯。

当封闭型基金转为开放式基金或清盘时,由于噪声交易者知道此时封闭型基金的交易价格必然与其资产净值相同,因此噪声交易者对基金未来收益的预期不再发生变化,这样噪声交易者风险便消失了,理性投资者此时无需再担心噪声交易者对交易价格的影响,因而就不再要求对噪声交易者风险取得补偿。这样,当封闭型基金转为开放式基金或清盘时,基金的价格就会回复到资产净值。

这样,利用噪声交易者会影响基金价格、噪声交易者对未来收益预期判断的变化会引起基金价格的变动和基金折价的波动,行为金融学较为完美地解释了封闭型基金的折价交易现象。并且,这种解释不同于现代金融理论所作的解释——一种理论只能解释一种现象,因而现代金融理论的解释具有很大的局限性。基于行为金融学所提出的一种模型就能解释封闭型基金折价交易的所有现象,因而呈现出强大的生命力。不仅如此,行为金融学还能对基金间价格的共同变化方式作出预测。

由于封闭型基金的风险包括持有基金投资组合的风险和噪声交易者风险两部分,因此,当噪声交易

者情绪波动、对未来收益的预期发生变化时,所有封闭型基金的交易价格都会发生相同方向的变化,就好像有一个共同的因素在影响所有封闭型基金的交易价格一样。这样,所有封闭型基金的交易价格都要反映噪声交易者情绪的波动,从而不仅封闭型基金的折价率而且封闭型基金折价率的变化在各基金间都具有共同变化的趋势,于是不同基金的折价率及折价率的变化呈现出共同变化的趋势,同时,这些基金持有的资产的未来现金流并不呈现出共同变化的趋势。因为如果噪声交易者变得非理性悲观的话,他们会卖出其持有的全部封闭型基金份额,从而在各基金管理、运作状况及现金流不变的情况下,把交易价格压下来,使各基金交易价格呈现出同方向变化的趋势。

对基金价格的共同运动趋势所作的行为金融学解释明显不同于现代金融理论的解释。现代金融理论认为,基金价格的共同变动是由基金所持有资产的未来现金流的共同变动引起的。现代金融理论的这一观点不能解释同一公司在不同股票市场中的股票所呈现出的价格走势并不一致的现象,因为同一公司

在不同股市中的股票未来现金流完全一样。但行为金融学就能很容易地解释这一现象,由于不同股市中影响投资者预期、情绪的因素并不相同,虽然是同一公司的股票,但其价格走势应该不同。由此,行为金融学认为,资产价格的共同变化是由噪声交易者引起的,而不是由资产未来现金流引起的。

结束语

封闭型基金折价交易现象是存在于各国金融市场中的一个极为普遍的现象。本文考察了该现象的一些具体特点;回顾了现代金融领域中的学者们为了维护现代金融理论体系的完美性,如何运用现代金融理论的基本观点来对该现象进行的解释。由于现代金融理论对该现象所作的解释存在着许多缺陷,因此本文分析了行为金融理论的基本观点,得出了“噪声交易者会对资产价格的形成产生影响”的结论,并利用该结论,对封闭型基金折价交易现象作出了较为合理的解释。

参考文献:

[1] Weiss,Kathleen, The post-offering price performance of close-end funds[J]. Financial Management,1989,(Autumn):57~67.
[2] Peavy,John W. Returns on initial public offerings of closed-end funds[J]. Review of Financial Studies,1990,(3):695~708.
[3] Thompson R. The information content of discounts and premiums on closed-end fund shares[J]. Journal of Financial Economics, 1978,(6):151~186.
[4] Pontiff J. Excess volatility and closed-end funds[J]. American Economic Review,1977,(87):155~169.
[5] Brauer G A. Open-ending closed-end funds[J]. Journal of Financial Economics,1984,(13):491~507.

A Study on Closed-end Fund Discount Puzzle Under Behavioral Finance Perspective

HE Yan-lin^{1,2}

(1. School of Manangement ,Tianjin University ,Tianjin 300072;
2. School of Manangement ,Tianjin Polytechnic University ,Tianjin 300160,China)

Abstract:Closed-end fund discount is an anomalous phenomenon in the modern financial theory. Although modern financial theorists develops various theories to explain the anomaly ,there are obvious defects in these explanations. Therefore,new theories should be developed to explain the anomaly. Behavioral finance can give a rational explanation by the idea that noise trader will affect price of assets.

Key words:behavioral finance;closed-end fund;discount

作者: [贺炎林, HE Yan-lin](#)
作者单位: [天津大学, 管理学院, 天津, 300072; 天津工业大学, 管理学院, 天津, 300160](#)
刊名: [西北农林科技大学学报 \(社会科学版\)](#)
英文刊名: [JOURNAL OF NORTHWEST A&F UNIVERSITY \(SOCIAL SCIENCE EDITION\)](#)
年, 卷(期): 2005, 5(3)
被引用次数: 0次

参考文献(5条)

1. [Weiss Kathleen](#) [The post-offering price performance of close-end funds](#) 1989(03)
2. [Peavy John W](#) [Returns on initial public offerings of closed-end funds](#) 1990(03)
3. [Thompson R](#) [The information content of discounts and premiums on closed-end fund shares](#) 1978(06)
4. [Pontiff J](#) [Excess volatility and closed-end funds](#) 1977(87)
5. [Brauer G A](#) [Open-ending closed-end funds](#) 1984

本文链接: http://d.g.wanfangdata.com.cn/Periodical_xbnlkjdxxb-sh200503013.aspx

授权使用: 西北农林科技大学图书馆(wflsxbt), 授权号: 41f5f0d0-3232-40e5-b89d-9df80170ff15

下载时间: 2010年9月21日