

# 封闭式基金的折价研究

薛 刚, 顾 锋, 黄培清

(上海交通大学 安泰管理学院, 上海 200052)

**摘 要:**我国封闭式基金当前的市场价格存在着折价。理论界与广大投资者对这一现象都感到困惑不解。事实上,在西方发达的证券市场也存在同样的问题。本文通过对西方封闭式基金折价理论的研究,分析了我国封闭式基金折价的原因。

**关键词:**开放式基金;封闭式基金;折价;噪声交易者风险

**中图分类号:**F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2000)10-0018-05

根据基金的受益凭证是否可赎回,投资基金可分为开放式和封闭式两种。开放式基金是指基金发行总额不固定,投资者可以随时以基金单位份额的资产净值(不考虑手续费)为价格在规定的营业场所申购或者赎回基金单位的一种基金。而封闭式基金是指事先确定发行总额,在封闭期内单位总数不变,基金上市后投资者可以通过证券市场竞价买卖基金单位的一种基金。由此可见,与开放式基金不同,封闭式基金的价格是由供求关系决定,基金的市场价格可能高于资产净值产生溢价(Premium),也可能低于资产净值产生折价(Discount)。

## 一、封闭式基金的折价

在有效市场的前提下,基金的收益满足 CAPM 的假设,基金无法获得超额收益。不同基金收益之间的差异仅仅是由于各自风险偏好( $\beta$ )的不同。基金在较高的风险下将获得相应较高的收益;反之,基金在较低的风险下将获得相应较低收益。既然封闭式基金不能获得超额收益,其内在价值就应当等于基金的资产净值。统计资料也显示,美国每年有将近 80% 采取积极投资策略的股票基金的表现逊于大盘。这是因为美国证券市场的投资主体是以基金为代表的机构投资者,他们的总体业绩与市场平均水平大体一致,其中一些机构投资者业绩超过市场大盘,相应就有其他机构投资者业绩低于市场大盘。如果考虑除去基金的管理费用、交易成本等各项支出外,投资基金的总体业绩必然低于大盘平均水平。

到目前为止,我国发行上市的证券投资基金都是封闭式基金。起初由于广大投资者对封闭式基金的市场价格定位认识不足,加之在新股配售优惠政策的刺激下,一段时间里投资基金成为市场追捧与炒作的对象,基金在二级市场的价格出现了不正常的大幅溢价,基金的市场价

收稿日期:2000-06-14

作者简介:薛 刚(1972-),男,河南洛阳人,上海交通大学安泰管理学院博士生;

顾 锋(1964-),男,江苏南通人,副教授,上海交通大学安泰管理学院博士生;

黄培清(1946-),男,浙江温州人,上海交通大学安泰管理学院教授,博士,博士生导师。

格严重偏离内在价值。之后,基金经历了一段时间的价值回归,溢价逐渐减少,直至出现持续折价现象,且折价呈现较大幅度的波动。如图 1 所示(以金泰、安信为例)。

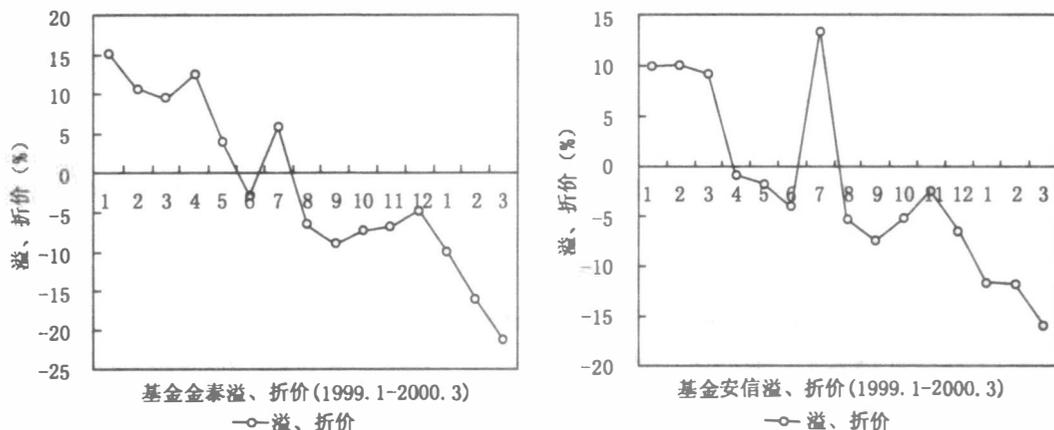


图 1 1999.1—2000.3 基金每月的溢、折价比例

事实上,不仅我国的投资基金长期存在着折价现象,在美国这样证券市场高度发达的国家,通常情况下封闭式基金的市场价格相对其资产净值也存在较大幅度的折价,如图 2 所示。



图 2 Fortune(1991)统计的 7 只有代表性封闭式基金的平均溢价(+)或折价(-)

与我们国家相类似,国外封闭式基金的折价有以下几个令人困惑的现象:1. 出于基金发行上市与开始运作的需要,封闭式基金的初始发行(IPO)价格大约溢价 10%。难以理解的是,封闭式基金的价格在 3 个月内逐渐下跌至折价 10%,那么为什么投资者还会在基金初始发行时购买基金,为何他们不等 3 个月然后以较低的价格买入;2. 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;3. 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、西方金融学家对封闭式基金折价的研究

封闭式基金市场价格长期偏离其内在价值的折价现象,是金融领域中的一个难解之谜。几十年来许多金融学家试图解释这一令人困惑的现象,提出了各种不同的观点,这些观点可归纳如下:

### (一)传统的解释

1. 代理成本理论。这一理论认为基金的日常运作需要成本,如基金管理人的报酬、管理费用等。由于这些成本,基金的市场价格应当低于其资产净值。但是由于基金的管理成本占基金资产净值的比例较小,并且变化不大,而封闭式基金的折价较多且呈现较大幅度的波动,因此这一观点并没有能够很好地解释折价现象。

2. 未实现资本利得税赋理论。Pratt(1966)最早指出,当投资者购买了含大量未实现资本增值的封闭式基金时,投资者需承担潜在的资本利得税赋。当基金将来卖出相应资产,实现这些资本增值时,必须要支付资本利得税。因而基金资产净值(NAV)中包含越多的未实现资本增值,基金折价的比例也应越大。但是这一理论也存在着缺陷,即当封闭式基金转型为开放式基金后,未实现资本增值并没有减少,按理说基金的折价比例也不应当发生变化。而实际中转型发生后,折价即消失了。显然这一观点无法解释这一现象。此外,Boudreaux(1973)的计算表明,潜在的资本利得税赋对基金的折价影响很小。因此,该理论对基金大幅折价的解释是有限的。

3. 资产的流动性缺陷理论。(1)一些基金把大量的资金投资于在一定时间内有流通限制的股票(Letter stock),由于这类股票的流动性较差,用其市值计算资产净值(NAV)实际上是夸大了基金的真实资产净值。因此,持有较大数量这种股票的基金价格应当有较大数量的折价。但事实上,许多封闭式基金持有的这种股票非常少,所以这种情况对这些基金折价的影响不大。(2)基金可能过多地持有某一公司的股票,由于流动性风险,这种股票的实现价值必然低于其公告的资产净值(NAV),从这一角度来看,基金应当有一定程度折价。不过,当封闭式基金转型后,基金仍然可能持有较多的某一股票,而基金却不再折价了。这一现象,该理论却无法解释。

4. 业绩理论。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。然而实际中过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)金融噪声理论的解释

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那些是噪声那些是信息,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。其中噪声交易者风险为当基金折价时,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。

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。Lee, Shleifer 和 Thaler(1991)等人用实证的方法论述了封闭式基金的折价受市场上的同一投资主体——个人投资者的情绪(Individual Investor Sentiment)影响,表现出基金折价常常出现波动且波动具有连动效应。

而当封闭式基金转型为开放式基金后,持有基金不再有噪声交易者风险,相应地基金的折价也就理所应当消失了。

因此,这一理论较好地解释了以上封闭式基金的3个折价之谜。

### 三、对我国封闭式基金的折价分析

我国封闭式基金的业绩略微超过了同期市场大盘收益,很多人就此认为基金应该溢价,折价是不合理的。通过以上西方金融学家对封闭式基金折价的研究,结合我国的具体国情,我们认为这一观点是不正确的。

1. 西方学者认为,额外的噪声交易者风险是封闭式基金折价的主要原因。我国的证券市场尚在发展初期,无论是在运行体制的完善程度、信息的披露、交易者的素质、市场规模以及立法、执法等方面都与西方相差甚远。因此,我国证券市场上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有一些股票以便于拉抬股价,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。这样就会导致我国投资基金的折价。

3. 从1999年公布年报的19只基金来看,扣除新股配售对基金业绩的影响,基金的总体业绩水平略微超过了同期市场大盘。考虑到基金大比例持有一些股票并人为刻意拉抬股价而产生的“资产净值泡沫”,这一业绩水平应当打一折扣。此外,随着我国机构投资力量的逐渐壮大,养老基金、保险基金的大规模入市,除极个别优秀的基金管理人所管理的基金外,基金的总体业绩将不可能再超过市场平均水平,基金的折价也就顺理成章了。

4. 从国际趋势和我国基金的发展规划来看,开放式基金今后必然是我国基金业的主流,而且首批开放式基金即将在我国面世。由于开放式基金可赎回的特性,使其在流动性、对基金管理人的激励约束等方面都优于封闭式基金。在获取利润的能力上,开放式基金与封闭式基

金没有明显差别,既然开放式基金的价格等于基金的单位资产净值,封闭式基金的折价也在情理之中。

综上所述,在目前基金配售新股的优惠被取消、开放式基金即将面世以及国家大力发展机构投资者背景下,我们认为除极少数业绩优良的封闭式基金可以产生少量的溢价外,大多数封闭式基金不应当产生溢价。过多的溢价说明封闭式基金的内在价值被高估,投资者对此必须予以高度重视。

---

**主要参考文献:**

- [1]Fortune, P. : Stock Market Efficiency: An Autopsy? [J]. New England Economic Review, Federal Reserve Bank of Boston, March/April, 1991: 17—40.
- [2]Brickley, James, Manaster Steven and James Schallheim: The Tax—timing Option and the Discounts on Closed—End Investment Companies [J]. Journal of Business, 1991, 64(3): 297—312.
- [3]Barclay, Michael J. , Clifford Holderness and Jeffery Pontiff: Private Benefits from Block Ownership and Discounts on Closed—End Funds [J]. Journal of Financial Economics, 1993, 33: 263—291.
- [4]Lee, Charles M C. , Andrei Shleifer, and Richard H. Thaler: Investor Sentiment and the Closed—End Fund Puzzle [J]. Journal of Finance, 1991, 46: 75—109.
- [5]De Long, J. B. , A. Shleifer, L. H. Summers, and R. J. Waldmann: Noise Trade Risk in Financial Markets [J]. Journal of Political Economy, 1990, 98: 703—738.

## Study on the Discount of the Closed-End Fund

XUE Gang, GU Feng, HUANG Pei-qing

(Aetna School of Management, Shanghai Jiaotong University, Shanghai, China 200052)

**Abstract:** The shares of our country's closed-end funds sell at discounts. Both financial economists and investors are perplexed by the phenomenon. The same puzzle also exists in the western mature securities market. In terms of the various theories of closed-end fund discount, we analyses our country's closed-end funds.

**Key words:** open-end fund; closed-end fund; discount; noise trader risk