

## 文摘

# 基于行为金融学的我国基金价格波动研究

国内挂牌交易的封闭式基金的价格不仅存在折价现象，也普遍存在着溢价的情况。笔者希望用实证的方法找出这种波动与何种因素关系最密切，验证在基金价格的表现上，有效市场是否存在。如不符合有效市场的要求，将采用行为金融学思想推导出带有规律性的结论，探讨解决折价或者溢价这些可能成为基金市场过度波动诱因的方法。

假设基金折价和溢价在国内投机气氛比较浓烈的证券市场上可能主要受所关注品种的流通规模影响，研究的对象选取了上海市场中的两支不同流通规模的基金作为样本，分别是基金金泰和基金景阳。这里进行统计研究采用的指标为基金二级市场周收盘价格的对数回报率和上海市场综合指数的周收盘对数回报率。

验证程序如下：第一步，对选定的目标进行采样，时间区段选定两支基金从上市第一周到 2001 年 10 月 19 日；第二步，采用一定的处理技术，得到所采用数据组中的解释变量和被解释变量均已经平稳，并且对数的回报率也呈正态分布这些前提条件；第三步，对这些平稳的数据进行 Granger 因果分析检验（Granger Causality Test）和最小二乘法回归分析。发现：基金景阳的价格与同期市场指数波动、自身净值关系都不大。所以，必须尝试用一种不同于 EMH 的理论解释基金的价格走势。

我们的解释依托行为金融学的三个基本假设：风险态度、心理记忆、过度自信。我们认为：（一）在市场行为模式确立之后，作为基金的折价 / 溢价指标一定在相当长的时段内保持不变；（二）参与投资和投机主体的行为不同，导致了大盘基金中的投资者更迭很少，变动较慢，小盘基金的大股东更迭得会比较快；（三）由于投机品种的特点，小盘基金的换手率一定远高于大盘基金。得出以下结论：

第一，从实证的结果看，我国封闭式证券投资基金的折价、溢价交易有其内在原因。要彻底解决折价、溢价交易的问题，就必须改变封闭式基金的性质，“封闭式基金开放化”，不能让改制的基金重新成为新的投机工具。对封闭式基金的投资者来讲，如果买入和卖出行为无法得到按净值交易的承诺，投资者一定会将市场上基金的价格歪曲，歪曲的程度取决于大的资金操纵者的意愿。

第二，当前阶段可以采用的抑制投机的市场化手段就是把流通的规模做大。大盘基金的价格波动小、换手率低、折价交易现象显著，基本不存在市场操纵行为。同理，按合理的价格减持或者增发国有股份也会是稳定市场的好办法。事实也证明，如今的股市尽管也有波动，但是比 1992—1995 年的市场稳定多了，“扩容”在其中起了很大的作用。

第三，开放式基金的认购冷清并不表明市场的低效率，恰恰说明了市场中的投资者水平正在提高。对于流通规模很大，按照净值赎回的交易方式，当投资人已经预期到大势的下行无可避免，即便是“专家理财”的基金也很难让人相信一定能够回避市场系统性风险。这时，不参与认购就是最好的策略。投资人看似不理性的行为，其实包含着深刻的对市场的理解。

行为金融学研究的是投资人的行为，统计指标的背后更多的是对把握人群心理走向的努力。在上面讨论中对 EMH 的分析和对具体个案的评测结果并不含有价值判断的意味，只是理论的探讨。

原作者：贺京同、沈洪博

西南财经大学中国金融研究中心 苟宇 摘自《经济学动态》2002 年第 6 期