

分级基金 B 端溢价率的决定因素

韩雅婷

(天津财经大学金融学院, 天津 300222)

摘要: 分级基金是一种创新性基金,其采用较为优化的分级机制,母基金份额、子基金 A 份额和子基金 B 份额分为针对倾向指数化投资、偏好固定收益和求杠杆化这三种投资者。本文以 2015 年前发行分级杠杆基金的 7 只基金为研究对象,就基金 B 溢价率的决定因素展开讨论,并利用时间序列,实证分析基金流动性、B 的实际杠杆率和 A 的折溢价情况对 B 溢价率的影响机制。研究发现,流动性与 B 的溢价率呈现正向关系,B 的价格杠杆率与 B 的溢价率呈现反向关系,A 的折溢价情况与 B 的溢价率呈现负向关系。

关键词: 分级基金;折溢价;流动性;杠杆率

1 引言

2016 年 11 月,中国证监会批准发布《上海证券交易所分级基金业务管理指引》,进一步完善了投资者适当性管理制度,规范了分级基金份额折算、投资者教育与风险警示工作。此项政策的颁布,在一定程度上降低了分级基金的溢价率,保证了基金市场稳定发展。但现在分级基金 B 端的溢价率仍然处于一个比较高的水平,本文就影响溢价率的三个因素进行探讨,得出溢价率和这三个因素呈现什么关系。

关于分级杠杆 B 端溢价率的影响因素,目前学者主要是从基金流动性(王莹和张莲英,2015;闵晓芳,2017),B 的实际杠杆率(苟莹,2014),A 的折溢价情况(马刚,2014;黄艳芳,2015),分级基金 B 份额(黄瑜琴,成钧和李心丹,2012)和投资者情绪(史德坤,2017)等方面展开研究。关于基金的流动性,王莹,张莲英(2015)主要研究影响分级基金两类子份额折溢价的因素,在分析流动性因素时,发现流动性 A 基金的折价率没有绝对的线性关系。闵晓芳(2017)主要研究我国分级基金三种份额折溢价率的影响因素和影响机理,选取 27 只分级基金,利用门槛面板设计,实证分析得出流动性与子份额折溢价率呈显著正向关系。关于 B 的实际杠杆率,苟莹(2014)主要研究我国分级基金折溢价率的影响因素,利用三种不同类型的杠杆,选取银华深证 100 分级基金,实证分析得出 B 份额实际杠杆率与 B 端折溢价情况呈显著正向关系。关于 A 的折溢价情况,马刚(2014)主要研究“配对转换”条款下两类份额折溢价影响机制,选取不同的基金并研究其折溢价率情况,分析得出“A 决定 B”是市场的事实。黄艳芳(2015)主要研究带期权性质的分级基金 A 份额和具有杠杆机制的 B 份额折溢价率、跟踪指数收益率之间的波动关系,利用多元 GARCH 模型,实证分析得出分级基金 A、B 份额的折溢价率之间存在一定的正向关系。关于投资者情绪,史德坤(2017)主要研究分级基金折溢价与投资者情绪之间的波动关系,利用多元 BEKK-GARCH 模型,实证分析得出,市场情绪的波动能够显著的影响 B 份额的二级市场价格变化,进而影响折溢价的变动。

但是,大多数学者没有以 2015 年股市下跌的情况作为分界点进行分级基金的筛选,只是选取了部分分级基金作为案例分析。2015 年股市下跌这个外部因素对 B 溢价率会产生很大的冲击,所以本文主要选取 2012-2015 年 6 月这个时间段,运用固定效应模型,实证研究流动性、B 的实际杠杆率和 A 的折溢价情况对 B 溢价率的影响。

研究表明,流动性和 B 的溢价率呈现显著但比较弱的正向线性关系,B 的价格杠杆率和 B 的溢价率呈现显著的负向线性相关,A 的折溢价情况和 B 的溢价率呈现显著但比较弱的负向关系。因为配对机制的存在,基金的回购要求将 A 和 B 两个基金合并到一起,且合并价值等于母基金价值,所以若 A 的折价率增加会相应增加 B 的溢价率。

本文有目的的避开了股市下跌的那个时间段,使得 B 的溢价率不会因为受到剧烈的冲击而产生不符合合理的变动,从而使得影响因素的判断不准确。本文主要研究基金公司在正常的运营下,

什么因素影响 B 的溢价率,以及影响的程度,从而为研究相关领域的学者提供一些参考。

2 文献综述和研究假设

关于基金的流动性,王莹,张莲英(2015)主要研究影响分级基金两类子份额折溢价的因素,在分析流动性因素时,发现流动性 A 基金的折价率没有绝对的线性关系。然而,我们通过查阅相关文献和数据,发现投资者大多愿意购买流动性好的基金品种,流动性好的子基金 B 平均溢价率要高于流动性差的子基金 B。闵晓芳(2017)主要研究我国分级基金三种份额折溢价率的影响因素和影响机理,选取 27 只分级基金,利用门槛面板设计,实证分析得出流动性与子份额折溢价率呈显著正向关系。

由此,做出假设一:流动性与 B 的折溢价率呈正向关系。

关于 B 份额的实际杠杆率,苟莹(2014)主要研究三种不同类型的杠杆:初始杠杆、净值杠杆和价格杠杆。初始杠杆是由优先份额和进取份额拆分比例决定的,是分级基金最初的杠杆;净值杠杆是母基金净值与进取份额净值之比,表示母基金净值变化一单位时,进取份额净值的变化程度;价格杠杆则是考虑了价格长期偏离价值的现象前提下,母基金净值变化一单位时,进取份额市场价格的变化程度。相较于净值杠杆,价格杠杆往往更稳定,更具实际意义,所以更青睐于用价格杠杆代表实际杠杆率。他分析得出折溢价受市场供求变化的影响,而市场供求的变化在很大程度上受到有无杠杆和杠杆大小的影响。分级基金最吸引投资者的特点就是杠杆效应,而恰恰由于杠杆率的作用,当市场表现出上涨趋势时,进取份额能超越市场指数的表现,从而产生溢价,也因此增加了对高风险投资者的吸引力。但在市场表现出下跌趋势时,过高的杠杆率反而会使投资者退缩。而在 2012 年-2015 年的五月份,股市未进入牛市,上涨趋势不明显,所以在实际的基金交易中,投资者不愿意承担高风险溢价买入子基金 B。

由此,做出假设二:B 的价格杠杆率与 B 的折溢价率呈反向关系。

关于 A 份额的折溢价情况,马刚(2014)主要研究不同基金的折溢价率,通过将其还原成隐含收益率,发现 A 类份额的隐含收益率在 6.5%左右,这与 AA 级长期信用债到期收益率极为接近,即此类基金的定价标准,这证明了 A 份额具有主导性。配对转换机制的存在,使得基金的整体溢价率维持一个较低的水平,使得 A 类份额和 B 类份额相互牵制,即一种份额折价时,另一种份额必然溢价,两者呈现负相关性。黄艳芳(2015)利用非线性模型的多元 GARCH 模型,对比分析 8 只分级基金跟踪指数的收益率与 A、B 份额折溢价率的绝对值,结果发现所跟踪指数收益率更高的分级基金,往往表现出 A 份额折价、B 份额溢价的特征。根据文献的查阅,由于配对机制等一系列因素,很多学者支持 A 和 B 之间存在相互关系,但对于 A 和 B 的相互决定关系没有定论。对于决定性问题,不做探讨。但是,可以肯定 A 和 B 的之间的变动关系是本文研究的重点。通过对相关文献的了解,得出本文的观点。

由此,做出假设三:A 的折溢价情况与 B 的折溢价率呈负向关

系。

3 研究设计

(1)研究方法。本文以固定效应模型对 B 的折溢价率的影响因素分析。

固定效应模型 (fixed effects model), 是一种面板数据分析方法。它是指实验结果只想比较每一自变项之特定类目或类别间的差异及其与其他自变项之特定类目或类别间交互作用效果, 而不想依此推论到同一自变项未包含在内的其他类目或类别的实验设计。固定效应回归是一种空间面板数据中随个体变化但不随时间变化的一类变量方法。其有 n 个不同的截距, 其中一个截距对应一个个体。可以用一系列二值变量来表示这些截距。

(2)检验模型。为了验证假设, 建立如下基准回归模型:

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \beta_4 X_{4it} + \beta_5 X_{5it} + \mu_{it}$$

其中: y 为被解释变量, 本文中指 B 的折溢价率。x₁、x₂、x₃、x₄、x₅ 为解释变量, 本文中分别指 A 的折溢价率、B 的净值杠杆、B 的价格杠杆、B 的月平均换手率和 B 的折溢价率偏离系数。u_{it} 为干扰项, u_{it} = α_i + ε_{it}, 它用于分析每个个体的特殊效应, 即本文中 7 家基金公司的 21 只基金。其中 α_i 代表个体的特殊效应, 反应不同个体之间的差别, ε_{it} 是服从经典假设的扰动项。

实验预期: 若假设 1 成立, 则 B 的月平均换手率前的系数显著为正; 若假设 2 成立, 则 B 的价格杠杆的系数显著为负; 若假设 3 成立, 则 A 的折溢价率前的系数显著为负。

4 变量、样本与统计性描述

(1)变量定义。本文的被解释变量 y 是 B 的折溢价率, 计算方式为(B 的交易价格/B 基金净值-1)*100%。被解释变量 x1 代表 A 的折溢价率, 计算方式为(A 的交易价格/A 基金净值-1)*100%; 控制变量 x2 代表净值杠杆, 计算方式为(母基金份额 * 母基金净值)/(B 份额 * B 净值); 解释变量 x3 代表价格杠杆, 计算方式为(母基金份额 * 母基金净值)/(B 份额 * B 价格); 解释变量 x4 代表 B 的月平均换手率, 计量方式为月成交量/发行总股数(手)*100%; 控制变量 x5 代表 B 的折溢价率偏离系数, 计算方式为(Σ(实测值-计算值)/(实测值+计算值)/2)/n*100%。

(2)样本选择。本文数据来源为 Wind 数据库, 选取 2012-2015 上半年基金公司的基金为样本, 在剔除了 2012 年以后上市的公司后, 从中选取了 7 家基金公司, 包括母基金、子基金 A 和子基金 B 在内的 21 只基金, 并以这 21 只基金为样本。

(3)描述性统计。主要变量的分季度均值分析如表 1 所示: ①B 始终保持溢价的状态, 且溢价率的波动较为平稳, 且相对来说, 第三、四季度的溢价率较第一、二季度高。②A 始终保持折价的状态, 且折价率的波动较为平稳, 并且折价率的大小和季度并无明显的关系。③净值杠杆变动保持在 1.5-4.0 区间内, 且和 B 的溢价率变动趋势相似。④价格杠杆变动保持在 1.5-2.5 区间内, 可知价格杠杆平均低于净值杠杆水平, 和 B 的溢价率变动趋势也相似。⑤B 的月平均换手率保持在 0.2-0.9 区间内, 和 B 的溢价率无明显关系。⑥B 的折溢价率偏离系数大多数保持在-1.0-1.0 区间内, 但 2015-2 季度的系数大幅度偏离均值。

5 实证分析

由回归结果可知, x4 的系数为 0.325, 而且显著成立; x3 的系数为-0.338, 而且显著成立; x1 的系数为-0.627, 而且显著成立。因此, 假设一、二和三均得到验证。

6 研究结论

本文基于 2012 年-2015 年 7 家基金公司的母基金、子基金 A 和子基金 B 的面板数据, 借助固定效应模型, 研究得到: (1)在三个影响因素里, A 的折溢价率对 B 的折溢价率影响最大, 呈现显著的反向关系; (2)价格杠杆率对 B 的溢价率, 虽然显著但是反向线性关系较弱; (3)流动性对 B 的折溢价率影响同样较弱。

参考文献

[1]王莹, 张莲英. 关于分级基金两类子份额折溢价的研究[J]. 消费导

表 1 变量季度均值分析

年份季度	y/7	X1/7	X2/7	X3/7	X4/7	X5/7
2012-1 季度	0.2539	-0.1180	2.1872	1.7186	0.0868	-0.5554
2012-2 季度	0.1728	-0.1313	2.1231	1.7803	0.0347	0.9832
2012-3 季度	0.2661	-0.1254	2.5313	1.9276	0.0315	0.4517
2012-4 季度	0.4640	-0.0883	3.5551	2.2099	0.0475	-0.5355
2013-1 季度	0.0970	-0.0513	2.1969	1.9523	0.0551	0.7220
2013-2 季度	0.1940	-0.0503	2.7727	2.1461	0.0407	0.6747
2013-3 季度	0.3441	-0.0527	3.4625	2.2856	0.0532	-0.1037
2013-4 季度	0.3998	-0.0700	3.5800	2.2739	0.0270	0.8627
2014-1 季度	0.4126	-0.0626	3.3731	2.0775	0.0262	-0.2684
2014-2 季度	0.4183	-0.0765	3.6241	2.2439	0.0192	0.0422
2014-3 季度	0.4535	-0.0792	3.3752	2.0266	0.0523	0.5673
2014-4 季度	0.4033	-0.0671	3.3259	2.0554	0.0468	-0.9436
2015-1 季度	0.0879	-0.0627	1.9029	1.7053	0.0338	-0.6625
2015-2 季度	0.0171	-0.0247	1.6320	1.5965	0.0794	1.9646

表 2 实证检验结果

因变量: y	模型
x1	-0.627** (0.016)
x2	0.292*** (0.000)
x3	-0.338*** (0.000)
x4	0.325** (0.023)
x5	-0.004* (0.055)

注: ***, ** 和 * 分别表示在 1%, 5% 和 10% 水平上显著。

刊, 2015, (11): 142-143.

[2] 闵晓芳. 分级基金折溢价的影响因素研究[C]. 山西财经大学, 2017.

[3] 苟莹. 我国分级基金折溢价率影响因素的实证研究[C]. 上海理工大学, 2015.

[4] 马刚. 分级基金上市份额的折溢价问题研究[J]. 证券市场导报, 2014, No.265, 66-72.

[5] 黄艳芳. 分级基金 A、B 份额间折溢价率、跟踪指数收益率波动关系的实证研究[J]. 金融数学与研究, 2015, No.164, 55-63.

[6] 黄瑜琴, 成钧, 李心丹. 免费的午餐: 分级基金溢价的案例研究[J]. 财贸经济, 2012(07): 63-70.

[7] 史德坤. 指数型分级基金折溢价与投资者情绪波动研究[C]. 天津财经大学, 2017.