

博士文库

西南财经大学“211工程”建设项目
西南财经大学学术基金资助出版

中国

ZHONGGUO
FENGBISHI JIJIN ZHEJIA DE
SHIZHENG YANJIU
LIXING YUQI HAISHI
ZAOSHENG JIAOYI

封闭式基金折价的实证研究 ——理性预期还是噪声交易

王 擎 著

西南财经大学出版社

博士文库

西南财经大学“211工程”建设项目
西南财经大学学术基金资助出版

中国

封闭式基金折价的实证研究

王擎 著

——理性预期还是噪声交易

ZHONGGUO
FENGBISHI JIJIN ZHEJIA DE
SHIZHENG YANJIU
LIXING YUQI HAISHI
ZAOSHENG JIAOYI

西南财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国封闭式基金折价的实证研究——理性预期还是噪声交易/王擎著. —成都:西南财经大学出版社, 2005. 12
ISBN 7-81088-383-6

I. 中... II. 王... III. 证券投资—基金—研究—中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 120880 号

中国封闭式基金折价的实证研究

——理性预期还是噪声交易

王擎 著

责任印制:杨斌

责任编辑:叶茜

封面设计:何东琳设计工作室

出版发行:	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址:	http://press.swufe.edu.cn
电子邮件:	xcpress@mail.sc.cninfo.net
邮政编码:	610074
电 话:	028-87353785 87352368
印 刷:	西南财经大学印刷厂
成品尺寸:	148mm×210mm
印 张:	6.875
字 数:	165 千字
版 次:	2005 年 12 月第 1 版
印 次:	2005 年 12 月第 1 次印刷
印 数:	1—3000 册
书 号:	ISBN 7-81088-383-6/F·342
定 价:	12.00 元

1. 版权所有,翻印必究。

2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。



作者简介

王肇，1973年生，重庆人，经济学博士，西南财经大学金融学院副教授，硕士研究生导师。1996年赴德国柏林经济学院进修MBA，2001年受国家留学基金委资助赴英国格拉斯哥大学做访问学者。主要研究领域为资本市场理论与实践，尤其专注于资本市场运行的实证分析。近年来，在《金融研究》、《光明日报》(理论版)、《财经科学》等刊物上发表论文30余篇，主持或主要执笔课题8项。

序

封闭式基金折价的现象无论是在西方成熟的证券市场还是在我国新兴的证券市场均存在。从 20 世纪 60 年代至今,西方学者对这个问题从理论和实证的角度进行了大量的分析和研究,提出了净资产偏差假说、代理成本假说、市场分割假说等理论解释。这些理论大多能够对封闭式基金在一定时期、一定条件下的折价做出说明,但是却都不能完整地解释封闭式基金在发行、交易、清算的全过程中出现的长时间、高折价现象,并且实证的检验结果差别也很大,不能完全支持上述假说。行为金融学的蓬勃发展为金融领域提供了一种新的研究范式。在对完全理性提出质疑的基础之上,行为金融学家们认为基于有限理性和有限套利的噪声交易行为可较好地解释封闭式基金折价现象。

本书在对国外学者就西方成熟市场基金折价现象的不同研究成果进行对比分析的基础上,从主流金融学与行为金融学的不同角度对我国封闭式基金折价的理性预期成分和噪声交易成分进行了实证分析,为进一步研究中国市场背景下的行为资产定价模型提供了直观的经验证据。理性预期和噪声交易的争论归根结底是对市场是否有效的不同回答,探求封闭式基金折价这一特殊现象的根本原因对于市场有效性的验证具有重要的理论意义。

同时,对封闭式基金折价现象的研究,从中也反映出基金投资者、基金管理者和基金监管者等多方博弈对市场的影响,这对寻求基金市场乃至证券市场规模发展的良方具有重大的现实意义。本书结合中国证券市场作为新兴市场的特征,从转型经济的高度分析了我国基金折价的体制原因与市场原因,折射出政策环

境与市场制度建设方面的一些深层次问题,对规范市场发展、提高市场的有效性具有重要的实际参考价值。

全书在以下几个方面进行了一些有益的探索:

(1)区分了理性预期和噪声交易对封闭式基金折价的影响程度,通过实证检验证明了我国封闭式基金折价的原因:“既包含理性预期成分,又包含噪声交易成分,但主要是由噪声交易引起的”。且在此基础上进一步分析了体制性缺陷和市场结构缺陷是导致中国证券市场过度噪声交易的根本原因,而过度噪声交易又决定了“噪声成分在折价中所占据的主导地位”。

(2)通过实证数据资料的分析得出我国基金折价的噪声风险作用机制,这在国内尚没有先例。作者指出,中西方市场封闭式基金折价虽然都可以用噪声交易来解释,但噪声风险的作用机制是不一样的。在西方,基金折价是理性投资者对基金中噪声风险均衡定价的结果;在我国,噪声交易驱动投资者偏好股票而冷落基金,是导致基金折价的主要原因。

(3)通过构建基于基金折价的交易战略,对投资者是否可以获得高于市场平均收益的超额收益进行了实证检验,并证明市场是失效的。这一结论对投资者而言,可以发现在市场上获得超额收益的机会;对监管者而言,“如何合理地引导和调控市场以使市场更为有效便显得势所必然”。

(4)在研究范式上,本书所有结论均来自于实证分析,较好地体现了金融研究微观化、数量化的发展趋势。全书大量使用了计量经济学方法,选取了较为全面的样本数据和变量,从而使研究结果更具有科学性和说服力。如采用面板数据的分析方法,克服了时间序列回归或截面回归所面临的样本不足的局限;同时进行双变量回归和分步多元回归,保证了变量选择顺序的科学性;同时进行季度和半年度数据的回归分析,以解决数据的可获得性和对比不同时间频度折价模式是否相同;同时进行折价水平和折价差分两种回归,以比较静态和动态折价决定模式的异同等。

该书是作者在博士论文的基础上修改、补充而成的,其研究的最大贡献在于它告诉了我们:建立在有效市场理论基础上的各种资产定价模型忽略了投资者噪声风险对证券价格的影响。在不同的市场或同一市场发展的不同阶段,投资者行为有很大的差异性,因而要得出一个普遍适用的行为资产定价模型,找出真正的行为贝塔是很困难的。当然,本书的最大遗憾也在此。作者只是提出了这一点,却未能对行为贝塔的量化做进一步的探索,且对西方学者在这一问题上的前沿研究成果也跟踪不够。

尽管如此,对一位年轻的学者来说,该书的价值是值得充分肯定的。作为导师,我为他的成就感到欣慰,特作此序,以鼓励其在研究的道路上不断探索,更上一层楼。

陈野华

2005年9月

内容摘要

一、选题背景及意义

封闭式基金折价现象,即在大多数时间里封闭式基金价格低于净资产的现象在西方发达国家普遍存在,长期以来这一直是困扰学术界和实务界的一个重要问题。从上个世纪 60 年代开始,这个问题就引起了众多研究者的兴趣。当时,西方主流理论界刚好开始认识并接受有效市场理论,但封闭式基金折价现象的出现无疑打乱了人们刚刚确立起来的认识,人们不禁要问:为什么大家都认为有效的市场会存在如此明显的无效的现象呢?自此,围绕这个难解之谜,大量的研究开始展开。

几十年来,西方理论界围绕封闭式基金折价的研究主要包括两个方面:早期的研究用理性预期的观点来解释封闭式基金的折价,这方面的研究立足于有效市场理论,认为市场是有效的,投资者是理性的,但由于存在市场摩擦,或基金自身的一些独特的风险因素,使得基金价格暂时甚至较长时期地偏离基金净值。这方面的研究包括净资产偏差假说、代理成本假说和市场分割假说等。从 20 世纪 80 年代开始,随着行为金融理论在西方的兴起,从噪声交易角度对封闭式基金折价进行解释的观点开始不断涌现出来。这些观点认为,噪声交易者所带来的噪声风险是封闭式基金出现折价的主要原因。

相对西方封闭式基金的历史,我国封闭式基金才刚刚起步。虽然我国封闭式基金存在的历史不长,但基金的价格也呈现出明显的折价现象,因此,探寻我国封闭式基金的折价问题也逐渐被

■ 提上了议事日程。

封闭式基金折价,终究是一个价格现象,它实际上是证券市场参与各方行为特征的反映。因而,对我国封闭式基金折价问题的研究有助于揭示出基金投资者、基金管理者、基金监管者在行为中存在的问题,并进一步揭示出折价背后的制度成因。具体来讲,对封闭式基金折价的研究,有以下重要的现实意义:

(一)有利于找到基金折价的真正原因,从而促进基金业的平稳和健康发展

从目前的现状来看,封闭式基金长时间大比例的折价已经对整个基金行业产生了很大的负面影响,新的封闭式基金已经面临销售不出去的危险,许多投资者纷纷撤离了基金市场,这样下去会导致封闭式基金越来越“边缘化”,开放式基金也会受到相应拖累,这沉重打击了持有人的信心并严重损害了基金行业的长远发展。通过对封闭式基金折价问题的研究,我们能找到折价的真正原因,并制定相应对策矫正基金的折价现象。这对于促进封闭式基金的价值回归,提升封闭式基金的价值中枢,进而促进基金业的长期健康发展有极为重要的意义。

(二)有利于规范投资者的行为,提高基金管理和监管水平,促进证券市场协调和有效发展

封闭式基金的折价,暴露出我国证券市场的发展失衡问题。一方面是股价上涨,投资者积极踊跃;另一方面是基金的持续折价,投资者纷纷离场。封闭式基金的折价,也促使我们对市场参与者的行为进行反思。这里面有投资者行为不规范的原因,有基金管理人能力低下的原因,也有监管者监管水平不高的原因。因而,不断纠正和改进市场各方参与者的行为应该是改变基金折价现状,促进基金市场发展的必由之路。通过对封闭式基金折价问题的研究,可以认清封闭式基金价格的变动规律,在此基础上,规范投资者的行为,提高基金管理和监管水平,最终促进证券市场的协调发展。

(三)封闭式基金的折价,也可能暴露出了我国证券市场的发展失效问题

基金的价格和价值存在偏差,市场却没有及时纠正这个现象。通过本书的研究,我们可以弄清楚封闭式基金折价到底是否真正寓意着市场的失效,进而,是什么原因导致了市场的失效。这样,我们可以有针对性地进行修正和调节,使市场能最终实现有效发展。

除此之外,对我国基金折价问题的研究,还有更为重要的理论价值:

第一,行为金融学作为未来金融的发展方向,正受到越来越多的经济金融学家的重视。席勒(Shiller, 2000)认为,21世纪将成为行为金融学的世纪,德邦和特勒(DeBond & Thaler, 1985)、斯达曼(Statman, 1995)、伯斯坦(Berstein, 1996)更认为行为金融学取代当前主流金融学的时代已经来临。与当前主流金融学不同,行为金融学具有更宽阔的视野。它放宽了理性人的假设,认为市场中的大量现象都是噪声交易的反映,因而很难用理性预期的观点加以解释。

在资产定价方面,行为金融学的兴起使我们对资产定价的研究从均衡的资本资产定价模型向行为资产定价模型演进。谢夫林(Shefrin)和斯达曼(1994)构造了行为资产定价模型(BAPM),认为证券价格由市场中的相互作用决定。噪声交易者容易产生认识偏差,其资产选择行为会影响证券价格。但由于在不同市场上,在同一市场发展的不同阶段,投资者的行为都有不同的特征,因而要得出一个普遍适用的行为资产定价模型,找出真正的行为贝塔是很困难的。本书选此题进行研究,也正是希望站在这个理论基点上,检验在中国封闭式基金的折价中,是否有噪声因素的影响存在,有哪些噪声因素在起作用,以及基本的噪声交易特征。通过对基金定价中的投资者行为进行研究,我们能更好地掌握投资者的心理变化规律,深入分析投资者行为变化带来的相应风

险,这有助于为以后进一步量化噪声风险奠定基础,为得出中国市场背景下的行为资产定价模型提供直观的经验证据。

第二,作为一个新兴资本市场,中国资本市场和西方发达国家的资本市场有很大的不同。在证券价格的决定上,西方资本市场上的证券价格更多地体现为有效市场下的理性预期,而中国资本市场上的证券价格却更多地表现为无效市场下的随意波动。在基金的运作上,中国的封闭式基金还非常年轻,运作还很不成熟;西方的基金市场发展却已经有了几百年的历史。尽管中西方证券市场有非常不同的背景,却出现了共同的封闭式基金折价现象,这的确耐人寻味:是封闭式基金折价完全独立于不同体制下的证券市场而受到相同因素的决定,还是受到不同因素的影响但有不同的作用机制,因而导致殊途同归?本书通过对我国封闭式基金折价的研究,也正是希望进一步探寻中西方基金定价的共同因素和不同因素,从而深入理解基金价格的运行机制。

第三,中国不仅是一个新兴的市场,也是一个正处于转型经济中的市场。转型经济的一个突出特征是“政策市”现象比较明显,由于市场机制还没有完全的确立,政府对市场的干预还比较强;另一方面,由于投资者还很不成熟,这些非连续性的政策的出台和一些大的事件的发生对投资者的行为有很大的影响。这些影响都会通过不同的传导机制作用于市场中的价格。所以,本书调查了一些典型政策和重大事件对基金折价的影响,也正是希望因此揭示出转型经济中投资者的行为特征,从而深入理解转型经济中基金价格的运行机制。

第四,证券市场的有效性一直是证券市场各方参与者关心的问题。监管者希望市场有效,因为市场有效同样也是经济效率的表现;投资者关心市场效率,因为这和投资者的投资收益密切相关。在西方市场上,封闭式基金的问题从一开始就被作为市场异常现象看待,认为其违背了市场有效的假设。然而,随着对这个问题研究的深入,各种从理性预期和行为金融角度出发的观点对

封闭式基金折价的解释越来越复杂,封闭式基金折价的存在是否合理需要我们进一步的检验。由于基金折价存在的合理性与市场有效是同一个问题的两个方面,所以对基金折价存在是否合理的研究,实质上也是从基金角度对我国证券市场的有效性作进一步的检验。对市场有效性的检验,不仅回答了在我国新兴市场和转轨经济市场的特征下,封闭式基金折价存在是否合理的问题,同时也意味着市场的监管者有无必要对折价现象进行干预以使市场向有效市场回归;另外,这也预示着投资者是否有从中进行套利交易的机会。

以上对本书研究价值的归纳,正是本书立论的基础所在。这也同时揭示出本书拟研究的四个主要问题:①我国封闭式基金折价的决定是以理性预期为主还是以噪声交易为主,尤其是,噪声因素是如何影响基金的折价的?②作为新兴证券市场中的基金折价,其决定因素和西方成熟市场有哪些相同的方面,又有哪些不同的表现?③我国转轨经济的特征对我国封闭式基金折价有何特别的影响?④在有效市场的假设下,我国封闭式基金折价的存在是否合理?

二、本书的结构和基本内容

遵循以上的分析思路,本书内容按以下的顺序展开:

第一章,研究的理论基础:文献综述及评价。西方对封闭式基金折价的研究主要有两派观点:站在有效市场理论的立场上,许多研究认为封闭式基金折价的存在仍然是合理的,因为它仍然符合投资者的理性预期;而另一派观点认为,不是投资者的理性预期,而是投资者的行为模式或者说噪声交易决定了封闭式基金的折价。本章在分析理性预期和噪声交易对证券资产价格决定的基础上,详细阐述了封闭式基金折价的理性预期观点和噪声交易观点,最后对相关理论进行了评价。

第二章,研究背景:基金市场与基金定价。本章分别对中国

基金市场和英美基金市场做了介绍。在对基本现状描述的基础上,本章重点介绍了中国封闭式基金市场和英美封闭式基金市场在发展现状、法律地位、资本结构、投资规定、税收、基金种类、所有权结构等方面的内容,在比较的基础上得出中国封闭式基金市场的特点,并进一步分析了这些特点与基金价格存在的潜在关系。本章的目的旨在提供一较为丰富的背景知识,为深入分析基金折价问题做好铺垫。

在正式检验前,本章也对每只基金的折价在样本期间的表现做了描述性统计,并对新设基金和改制基金的差异做了比较,以揭示其基本的统计特征和数量特征,为进一步的分析奠定基础。

第三章,封闭式基金的折价模型。本章推导出了基金折价的特征模型。研究的基本方法采用面板数据的多元回归方法。因为数据的有限性,研究中采用面板数据以克服数据的不足。另外,文章采用变量的分步回归法来克服变量间的多重共线性问题。本章研究的样本基金为2001年底上市的数据充分的所有新设基金。

模型的构造选用了四种场景,即同时采用季度数据和半年数据进行回归,也同时对折价水平和折价差分进行了检验。采用季度数据和半年数据进行回归,既为了测试方程在不同场景下的一致性,也因为有些变量只能在半年数据中获得,运用半年回归会起到有效的补充作用。分别对折价水平和折价差分进行检验,通过同时分析折价的静态模型和动态模型,来达到既着眼长期关系检验,又着眼短期关系检验的目的。

本章最后得出模型的基本结论:①折价的决定既包含噪声成分又包含理性预期成分,但更主要体现为噪声交易;②在折价的噪声影响中,股票市场的噪声交易程度大于基金市场的噪声交易程度是封闭式基金折价的主要原因;③基金的公司特征因素对基金折价的影响较小,反映出基金的管理能力并未体现出差异性,这加重了基金的折价。

第四章,中国封闭式基金折价中噪声交易的进一步检验。为验证模型的结论,本章进一步从数量的角度对封闭式基金折价中是否存在噪声交易进行检验。根据国外已有的研究,封闭式基金折价中噪声交易的存在可以从多个方面进行验证。本章选择了三个角度进行分析验证:

第一种方法是基金折价间的相关性检验。持理性预期观点的学者认为,基金折价的产生主要是源于投资组合的风险,如果不存在噪声交易对基金折价的影响的话,基金折价的变动应该有很大差异;相反,如果不同的基金折价间呈显著的正相关,则可以说明噪声交易是基金折价的主要推动力。李(Lee)等人(1991)是这个方法的实践者。本部分对基金折价相关性的检验还具体分为折价水平协整性检验和折价差分相关性检验两种情况。

第二种方法是检验基金折价在上市初期的变化。西方证券市场上,基金在上市初期总是由显著的溢价逐步演变为显著的折价,但大量的基金仍然溢价发行,到底谁愿意在上市之初购买基金呢?这一直是个费解之谜。皮维(Peavy, 1990)和李等人(1991)认为,最初的购买者主要是未知情交易者或者典型的投机者,最初的交易也大都表现为噪声交易。因而,检验基金折价在上市初期的变化也是一个验证噪声交易存在的手段。

第三种方法是检验基金折价与股票市场整体走势间的关系。股票市场整体走势是股票市场上投资者行为的综合反映,股票市场上股价的上升,意味着投资者看好股票市场而积极地买进;股票市场下跌,意味着投资者不看好股票市场而积极地卖出。第三章的结论已经揭示出股市指数与基金折价存在显著的正向相关,即股票市场涨基金市场跌的“跷跷板现象”,由此证明基金折价是由严重的噪声交易驱动。本部分在此基础上,进一步对不同阶段的股票市场(即牛市、熊市)中基金折价的变化进行研究,以发现基金折价中噪声交易在不同股市阶段的不同表现。

第五章,模型的理论解释和经验证据。本章是在第三章的基

■ 基础上,对我国封闭式基金折价模型的结论提供进一步的理论解释和经验证据。首先,本章总结了基金折价模型里的噪声交易特征。然后,通过对我国证券市场过度噪声交易原因的讨论,以及对新兴证券市场和转轨经济特征的描述,进一步验证了以下结论:中国证券市场的过度噪声交易特征决定了噪声成分在折价中占据主导地位;股票市场的噪声大于基金市场的噪声,是封闭式基金折价的主要原因;基金管理能力的较大一致性,加剧了基金的折价;中国转轨经济的“政策市”特征进一步放大了基金的折价。

第六章,基金折价与市场效率。前面得出的封闭式基金折价决定模型既包含了理性预期的成分,也包含了噪声交易的成分,因而不能完全揭示市场是否有效的含义。本章将进一步验证封闭式基金折价和市场效率的关系。具体来讲,本章将通过建立不同的以折价为基础的交易战略,以检验其是否能带来超额收益,从而验证市场的有效性。

本章的研究是建立在以下假设的基础上的:如果市场是有效的,基金折价的存在是合理的,那么基于折价的交易不应该带来超额收益;反之,如果基于折价交易的经济利润不为零,则市场是无效的,基金折价的存在是不合理的。

第七章,缓解我国封闭式基金折价的对策措施。为缓解封闭式基金的折价程度,促进封闭式基金的健康持续发展,本章提出了减小证券市场的信息不对称程度、纠正证券市场的体制缺陷和市场结构缺陷、完善对基金的业绩评价体系、增加基金的品种、增大基金间的差异性、引入基金的并购和清算破产机制、尝试封闭式基金向开放式基金转换等措施和建议。

三、本书的主要观点及创新

在回答本书最初提出的四个研究问题的过程中,本书形成了以下观点:

(1)我国封闭式基金折价的决定既包含理性预期的成分,又包含噪声交易的成分,但主要是由噪声交易引起的。由于存在体制性缺陷和市场结构缺陷,证券市场中机构投资者的价格操纵现象相当严重,而对于资金和信息都处于弱势的中小投资者,跟庄成了较好的选择。中国证券市场呈现出过度噪声交易的特征,决定了噪声成分在折价中占据主导地位。我国封闭式基金折价模型里的噪声交易特征表现为:基金投资者并不关心基金业绩,而主要在股市走势的影响下做出买不买基金的行为,受到基金换手率大小和股本大小的影响而做出买多买少的行为。基金市场里存在噪声交易行为导致了基金的折价,股市里的过度噪声交易行为是基金折价的更主要的原因。

(2)在我国新兴的资本市场里,股票市场和基金市场信息不对称程度有较大差异,股票市场的信息严重不对称,基金市场的信息相对透明;再加上股票和基金的定价机制存在很大不同,股票以预期收益和市盈率为基础的定价有很大的不确定性,基金以净资产为基础的定价相对比较确定,这都使得股票市场噪声远远大于基金市场噪声。受股票市场信息更为不对称的影响,更多的庄家 and 散户都选择了股票市场而离开基金市场。在基金需求相对较小的格局下,封闭式基金出现折价就成为必然。另一方面,在新兴市场的特征下,我国封闭式基金的运作还很不成熟,受投资对象和管理能力的限制,无论在风格上还是业绩上,基金都表现出较强的趋同性,这使得投资者对基金的认同感不高。基金管理能力的较大一致性,加剧了基金的折价。

(3)在我国转轨经济中,证券市场中的“政策市”特征还比较明显。一方面,由于市场机制的作用还没有充分发挥出来,政府对市场干预的力度还比较大;另一方面,投资者还没有完全从计划经济的烙印中走出来,投资者还较缺乏理性,在市场中还十分依赖政府政策的指引。在我国封闭式基金的成长过程中,一些突出的宏观政策和重大事件对基金的价格产生了实质性的影响,这

进一步放大了基金的折价。

(4)通过建立一套基于基金折价的交易战略,笔者发现,投资者可以获得高于市场平均收益的超额收益。当扣除交易成本后,这个收益仍大于零。过去的折价信息能够成为未来投资的依据,这说明市场上存在着“免费的午餐”,市场是失效的。这同时说明,相对于有效市场假设来说,基金折价的存在有一定程度的不合理。这个结论对于投资者而言,可以发现在市场上获利的机会;对于市场监管者而言,如何合理地引导和调控市场以使市场更为有效便显得势所必然。

本书的创新之处在于:

(1)揭示出基金折价中的噪声风险及相应的作用机制。我国封闭式基金的折价主要来源于非理性的噪声交易,这是本书实证分析中得出的结论。理性的投资者关注的是基金业绩变化和基金投资组合变化带来的“基本风险”,而非理性的投资者则会对一些非“基本风险”,也就是噪声风险做出反应。本书中具体的噪声风险体现为股票市场对投资者的主动影响、投资者对基金换手率和股本大小的关注以及对基金净资产收益率的不关注。各种噪声风险对封闭式基金折价的作用机制有所不同。由于股票市场的过度噪声交易而使得投资者纷纷抛弃基金,这是封闭式基金折价的主要原因;基金净资产收益率增长而投资者并不相应地采取行动,这是封闭式基金折价的又一主要原因。较大的基金换手率和较小的基金股本都会不同程度地导致折价的加大。

(2)揭示出中西方基金折价在噪声影响方面的不同因素。西方的理论认为,由于基金的投资者大多是中小投资者,相对于大多数股票而言,基金存在较为严重的噪声交易,基金折价的产生就是理性投资者对基金噪声交易风险均衡定价的结果。这说明,西方的折价理论是建立在理性预期的基础上的,这跟西方证券市场基本处于半强有效市场的现实是一致的。本书认为,中国的封闭式基金折价的产生机制与西方有很大不同。西方封闭式基金