

基于Logistic模型的开放式基金 异常分红问题研究

谢 岚 胡晓轶

(北京航空航天大学经济管理学院 北京 100083)

【摘要】 本文选取2006年、2007年开放式基金有关数据,运用Logistic模型对开放式基金异常分红的影响因素进行了实证分析,结果表明:我国开放式基金异常分红明显受到投资类型、单位基金可分配收益的影响,与基金最新规模、累计净值增长率、投资风格等因素没有显著的相关关系;股票型基金易发生异常分红现象,且与单位基金可分配收益显著负相关。

【关键词】 开放式基金 异常分红 Logistic模型

我国《证券投资基金募集运作管理暂行办法》明确规定,开放式基金在净值超过面值的基础上,每年至少进行一次分红,但每季度分红不得超过一次。尽管归一分红在化解赎回危机、强化产品特性等方面具有一定的意义,但是由归一分红所导致的异常分红也有着较大的负面影响。2006年起至2007年,随着证券市场行情的回暖,开放式基金净值出现了大幅上升,为了消除投资者的“恐高”心理,大部分开放式基金采取大比例多次分红的方式,将基金单位净值降低到1元附近以吸引投资者前来购买。在这种情况下,基金经理往往被迫卖出绝大部分股票,以获取足够的已实现收益满足大比例分红要求。此后,基金公司通过持续营销活动募集现金,再进行股票建仓,在股票的大幅卖出和买入过程中,不但存在比较大的冲击成本和交易成本,还需要较长时间完成建仓,这就有可能错过市场机会,存在很大的机会成本损失。这部分成本损失将由投资者承担,从而影响其投资收益。2006年大比例分红的20多只基金有关数据统计显示,这些大都属于过往业绩优良的基金,但在大比例分红前后的一个月时间内,基金业绩表现比同期所有基金整体业绩水平低18.64%,也大幅低于同期股票指数涨幅。

我国的陈利春在2005年对开放式基金分红效应进行了实证研究,即通过事件研究法来对基金分红事件对基金累计净值的影响进行研究。对基金分红前后每个交易日超额收益率和不同时间窗口下平均超额累积收益率进行t统计,结论显示我国开放式基金存在基金分红效应,特别在基金分红当日和基金分红后第一日对基金累计净值产生了较大影响。基金分红存在正向效应,基金公司对基金的合理分红对于基金市场、投资者和管理者来说是一个“多赢”的结果。刘磊、王书军(2007)对于开放式基金异常分红进行了实证研究,通过建立二元响应模型,以2006年分红的基金为样本,对可能影响开放式基金异常分红的因素进行分析,得出我国开放式基金异常分红与基金累计净值、基金类型显著正相关,与基金最新规模显著负相关的结论,并认为2006年基金分红在很大程度上存在非理性因素。另外,我国的马连霞和于春红基于心理账户理

论,对开放式基金分红策略进行了研究,认为按照心理账户理论,对开放式基金进行分红时首先要考虑基金的品种和投资于该品种基金的投资者对待风险和收益的态度,对于不同的基金产品制定不同的分红策略;同时,还要借鉴国外的基金分红经验,从投资者的基金投资类型角度考虑分红的频率,避免高密度分红。

因此,分析2006年与2007年基金异常分红现象,找出与此现象联系紧密的内在因素,并进行比较分析,具有一定的现实意义。这样不仅可以弄清此现象的产生与起源,也可以为基金公司选时分红、投资者看清形势选择基金乃至监管层的政策制定提供相应的借鉴与参考。

一、开放式基金异常分红影响因素分析

参照股利分配的经验标准以及国内外学者对于异常分红的定义,将每份基金分红金额低于0.3元的视为低比例或正常比例分红,故本文中对异常分红样本的要求是基金公司每份基金分红金额必须不低于0.3元,同时当年每份基金分红金额应大于单位基金可分配收益。基于以上考虑,本文认为下列因素对开放式基金异常分红政策的选择起了一定作用:

1. 基金类型。股票型基金倾向于分红。按照基金投资对象的特征,可将开放式基金分为股票型基金、债券型基金和混合型基金。我国目前还没有纯粹的股票型基金,基本上都是混合型基金。为了加以区别,本文按照基金招募说明书将股票投资比例大于60%的视为股票型基金,将债券投资比例大于60%的视为债券型基金,其他的则被视为混合型基金。

由于股票内在价值取决于其未来股利的净现值,股利越高,股票内在价值也越大。开放式基金中股票所占比例越高,基金未来的现金流也可能越多,因此应倾向于分红。

2. 开放式基金的投资风格。价值型基金倾向于大比例分红。开放式基金按照投资风格划分有成长型基金、平衡型基金、价值型基金等。成长型基金较注重长期资本的增值和股东权益的快速增长,其以净资产收益率作为衡量公司成长性的一个标准。因而,成长型基金并不太注重公司的现时派现。相

比而言,价值型基金更倾向于大比例分红。平衡型基金对于分红的态度则居于二者之间。

3. 基金规模。基金规模越大,发生异常分红的可能性越大。一般而言,基金规模越大,市场对其认识越多,同时基金业绩较好,容易满足大比例分红的条件。

4. 单位基金可分配收益。单位基金可分配收益越高,发生异常分红的可能性越大。

5. 基金的累计净值增长率。累计净值增长率代表基金管理者的投资能力和该基金的获利能力。基金的累计净值增长率越高,说明基金业绩越好,发展速度越快,基金经理就越倾向于大比例分红来吸引投资者。

二、研究设计

1. 研究方法。基金分红数据的时间序列短,样本数量少,为了能够集中研究2006年以及2007年的基金分红特征,本文采用横截面数据进行研究。考虑到本文考察的是基金公司是否存在异常分红,该因变量在异常分红时为1,其他情况(正常分红)下为0,因此本文研究的是离散因变量与一组自变量之间的关系,可采用Logistic模型。

2. 模型及变量设计。模型选取每份基金的分红数额是否异常作为被解释变量,选取累计净值增长率、最新规模、单位基金可分配收益、投资类型以及投资风格作为解释变量。各变量的定义如下:

Dt: 虚拟变量,当基金异常分红时取1,其他情况下取0。

cnvl: 累计净值增长率。累计净值增长率=(期末累计净值/期初累计净值)-1。

lsize: 最新规模。最新规模=基金最新份额×基金最新单位净值。

type: 投资类型,为虚拟变量,投资类型为股票型时取0,为混合型时取1,为债券型时取2。

r: 单位基金可分配收益。

style: 投资风格,为虚拟变量,投资类型为价值型时取0,为成长型时取2,为其他型时取1。

Logistic模型为:

$$Dt=c+\beta_1cnvl+\beta_2lsize+\beta_3type+\beta_4r+\beta_5style+\varepsilon$$

3. 样本数据的选取。从2006年开始到2007年,开放式基金异常分红现象屡见不鲜。本文将分别对这两年的开放式基金异常分红现象进行研究,并分析造成此现象的原因,同时通过对2006年与2007年的比较分析,找出两者的相同点和不同点。

2006年共有275只开放式基金,其中169只在当年进行了分红。以这169只基金的数据为研究样本,在剔除了不完整的数据并且进行筛选之后,总共有130只基金分红的完整数据,其中56只异常分红,74只正常分红。取样时间为2006年12月31日。

2007年共有292只开放式基金,其中193只在当年进行了分红。以这193只基金的数据为研究样本,在剔除了不完整的数据并且进行筛选之后,总共有166只基金分红的完整数据,其中101只异常分红,65只正常分红。取样时间为2007年12月

31日。

所有的数据来源于和讯基金网站,分析采用SAS统计软件。

三、实证结果及分析

运用Excel软件将全部的数据整理好之后,将数据导入到SAS统计软件中进行编程,输入语句为:

```
proc logistic desc;
model Dt=type cnvl lsize r style;
run;
```

以上语句表示以type、cnvl、lsize、r和style作为自变量,运用Logistic模型,探讨各自变量对因变量Dt的取值(正常分红时为0,异常分红时为1)的影响。

1. 2006年开放式基金异常分红实证研究结果。在显著性水平为5%的情况下,表1为2006年有关数据的输出结果。

表1 2006年基金异常分红各个解释变量预期与结果比较

解释变量	指标	预期符号	参数估计	P值
常数项	c	?	2.717 5	0.091 0
投资类型	type	-	-1.361 0	0.031 9
累计净值增长率	cnvl	+	1.974 1	0.072 8
最新规模	lsize	+	-958E-13	0.025 5
单位基金可分配收益	r	+	-8.477 7	<0.000 1
投资风格	style	-	0.415 4	0.467 7

由以上结果可以看出,type(投资类型)、lsize(最新规模)和r(单位基金可分配收益)三个变量通过了5%的显著性水平检验,说明这三个变量对基金异常分红具有显著影响。

2. 2007年开放式基金异常分红实证研究结果。在显著性水平为5%的情况下,表2为2007年有关数据的输出结果。

表2 2007年基金异常分红各个解释变量预期与结果比较

解释变量	指标	预期符号	参数估计	P值
常数项	c	?	3.967 8	<0.000 1
投资类型	type	-	-0.970 4	0.018 9
累计净值增长率	cnvl	+	-0.164 5	0.846 1
最新规模	lsize	+	-466E-13	0.145 9
单位基金可分配收益	r	+	-5.214 5	<0.000 1
投资风格	style	-	-0.284 5	0.477 0

由以上结果可以看出,type(投资类型)和r(单位基金可分配收益)两个变量仍然通过了5%的显著性水平检验,说明这两个变量对基金异常分红具有显著影响。而2006年对基金异常分红具有显著影响的因素lsize(最新规模)在2007年未能通过显著性检验。

3. 实证研究结果分析。

(1) 累计净值增长率。2006年、2007年累计净值增长率变量的参数估计值在5%的水平上都不显著,说明基金公司选择大比例分红在很大程度上不是因为其业绩良好,而是为了迎合投资者的“净值恐高”心理,一方面让基金净值大幅下降,另一方面也迅速扩大了规模。采用此方法,一些基金的规模迅速

增加到50亿元、60亿元,甚至近100亿元。应该看到,没有业绩支持的异常大比例分红,其累计净值增长率并不理想,但是其仍达到了诸如基金规模迅速扩张的目的,这是以损害投资者利益为前提的。

(2)投资风格。2006年、2007年投资风格变量的参数估计值在5%的水平上也不显著,说明这两年基金的分红确实呈现出以前未表现出的异常特征,基金的投资风格在是否选择大比例分红方面没有显著的差异。纵观这两年的分红数据,除了价值型基金以外,成长型以及其他类型基金的分红也相对更多,且比以往频繁。这说明各基金公司已不局限于以往的投资风格,在分红大潮逼近时,为吸引投资者,均迫不及待进行类似归一分红的决策。这种做法显然从长期来看是违背基金持有者和基金公司的初衷的。

(3)投资类型。2006年、2007年投资类型变量的参数估计值均在5%的水平上显著,且其参数估计与预期相符,即股票型基金更容易导致大规模的异常分红。这与2006年、2007年股票市场的持续升温是紧密联系的。

(4)单位基金可分配收益。2006年、2007年单位基金可分配收益变量均具有显著性,但是其参数估计与预期均相反,即单位基金可分配收益越低,越容易发生异常分红现象。这说明了这两年基金异常分红的非理性。一般情况下,只有当单位基金可分配收益较高时,基金公司才有能力进行大规模分红,给予投资者相应的回报,并且通过这种方式降低基金净值。然而,对于2006年和2007年的异常分红数据的研究结果却表明,当单位基金可分配收益较低的时候,基金公司为了安抚大众心理,满足投资者需求,不管自身的现金流是否可以满足分红所需,不顾因分红可能造成的严重后果(比如被迫卖掉蓝筹股份来进行融资等),也进行大比例分红。这一行为显然在一定程度上会导致其自身利益的损失。

(5)最新规模。最新规模变量参数估计值在2006年、2007年呈现出不同的统计特征。

2006年的参数估计值在5%的水平上显著,但与预期方向相反,即规模越小的基金越倾向于选择大比例分红。分析其中的原因,许多刚刚上市的基金公司股本规模较小,其扩容空间较大,而分红作为一条低廉而重要的融资渠道,大多数基金公司尤其是小规模基金公司都不愿放弃。很多规模相对较小的基金公司在股指大幅上涨的情况下,为了扩大基金规模,吸引投资者的注意,纷纷采用归一分红的模式,借此向市场以及投资者传达利好消息,并相信分红具有信息传递效应,投资者对于分红较多的基金会加倍重视。抱着这样的心态,规模越小的基金公司越注重分红,从而出现异常分红这一现象也就不足为奇了。

2007年的参数估计值未能通过显著性检验,表明无论基金规模大小,都容易发生异常分红,异常分红不受基金规模的显著影响。对此,需要将其与2007年股市的“大牛市”特征相联系。2007年股指一路走高,股票市场火爆异常,从而带动了基金业的迅猛发展。在此期间,无论是老牌基金还是新成立的基

金,一方面受到了投资者的推崇,另一方面其业绩在股票价格不断上升的势态下也表现不俗。因此不论规模大小,在其他基金大比例分红的带动下,各类规模的基金都有异常分红的选择倾向。

(6)2006年与2007年实证检验结果比较。

表3 2006年与2007年基金异常分红实证检验结果比较

项目	投资类型	累计净值增长率	最新规模	单位基金可分配收益	投资风格
2006年结果	负相关	不显著	负相关	负相关	不显著
2007年结果	负相关	不显著	不显著	负相关	不显著

可以看出,2007年结果与2006年结果有区别的只是基金最新规模变量。2006年的基金最新规模与是否异常分红负相关,而2007年则没有显著影响。总体来说,这两年基金的异常分红有着相似的特征:各种投资类型的基金(如价值型、成长型等),不论其本质是否以分红为特色,都在争先恐后地进行大规模分红;而各种规模的基金,尤其是新成立的小规模基金,更易以分红这种直观的方式来吸引投资者,而未考虑基金公司的整体状况;单位基金可分配收益越低,异常分红却越明显,这表明基金公司为了弥补在资本利得方面给投资者造成的不良印象,纷纷选择基金分红,让投资者重拾信心,这也是利用长期以来的信息传递效应向市场传达利好消息,然而这种现象很可能是假象;累计净值增长率与异常分红无显著联系,说明基金公司并未仔细、深入地考虑基金现有的可分配收益是否适宜分红,能否满足分红的现金流需求,这也体现了这两年基金分红的非理性。

在2006年与2007年基金分红浪潮中,确实存在着许多不理性的因素,从而导致了各种异常现象的存在,比如最新规模越小的基金更容易异常分红、并非单位基金可分配收益越高分红就越多、各种投资风格的基金都倾向于多次分红等等。这些现象说明,长期来看,异常分红的最终结果只是损害投资者和基金管理者的利益,因此并不是一个明智的选择。这个结论对基金市场的健康发展以及基金管理者的政策制定有一定帮助。

主要参考文献

1. 刘志远,姚颀.开放式基金的“赎回困惑”现象研究.证券市场导报,2005;2
2. 刘磊,王书军.开放式基金异常分红实证研究.工业技术经济,2007;4
3. 伍利娜,高强,彭燕.中国上市公司“异常高派现”影响因素研究.经济科学,2003;1
4. Lintner, John. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes. The American Economic Review, 1956; 46
5. Asquith P., David W. Mullins. The Impact of Initiating “Dividend Payments on Shareholder” Wealth. Journal of Business, 1983; 56