

研究投资的回报

Return on Your Research Investments

强制性信息披露法规可能会影响共同基金行业的产品创新

介绍 Mary Margaret Myers 教授的研究成果

美国证券交易委员会(SEC)要求共同基金管理人至少每半年公布一次他们在基金中的资产持有情况。这些披露使竞争对手和投资人能获得原本属于私有的信息，从而了解到这家基金看好哪些资产，然后他们可以自己去购买这些资产。这种强制性公布的做法限制了基金管理人能从其研究投资中获得的回报。

几年前，Vanguard Group 宣布不再公布现金流入和流出其旗下各个基金的情况，因为有其它公司或个人利用这些信息试图捷足先登，抢在 Vanguard 基金前进行投资。投资人只要得知某只 Vanguard 基金持有量最大的股票，同时知道有大量资金注入该基金，他们就能确定在近期哪些股票是有市场需求的。此后 Fidelity Investments 也步 Vanguard Group 的后尘，不再公布下属基金的现金流动情况。

那么，在这样的披露中，积极管理的共同基金究竟会损失多少竞争优势呢？芝加哥大学商学院会计学助理教授 Mary Margaret Myers，与麻省理工学院的 James Poterba，北卡罗莱那大学的 Douglas Shackelford 和斯坦福大学的 John Shoven 一起探讨了这个问题。

在题为《跟风基金——论信息披露法规和共同基金行业积极管理的回报》的学术论文中，Myers 教授证明这些和积极管理基金购买同样资产的跟风基金，在调整支出项目以后，其回报等于或甚至高于被模仿的基金。

跟风基金和积极管理的基金相比有一个劣势，因为有的积极管理的基金每半年才披露一次，因此跟风基金的管理人每隔半年才能根据新披露的信息进行一次交易。换言之，对于积极管理基金的管理人在两个披露日期之间所选择的资产，跟风基金管理人无从得知，也就无从把握这样的投资机会。与此相反，积极管理基金的管理人却可以根据研究的结果立刻进行投资。

但为了得到新的信息，积极管理的基金会需要研究上的花费，而跟风基金基本上不会产生研究费用。

Myers 教授说：“如果研究是有价值的，跟风基金所挣的回报应该低于被模仿的积极管理的基金。”

然而，关键的问题是，如何对积极管理的基金在扣除开支后的净回报和跟风基金的净回报进行比较？为了研究这个问题，Myers 教授根据一批积极管理的基金，创建了一批虚构的跟风

基金，然后一对一地比较了两批基金从1992年到1999年的回报情况。

创建跟风基金

Myers教授的研究基于这样一个假设：根据美国证券交易委员会的规定，积极管理基金（或称“原始”基金）每年必须披露两次，因此虚构的跟风基金每年只有两次机会可以追踪相应的原始基金所选择的资产，第一次是基金财政年度结束后60天，第二次是财政第二季度结束后60天。这个假设应该还是比较保守的。如果原始基金每年自愿披露超过两次以上，两种基金的相似性就会更加明显。

可以举个例子来说明这个保守的假设，如果一家基金的财政年度和日历年度相重，也就是说它必须在每年的2月底和8月底公布其财务资料，那么跟风基金的资产也是在这两个披露日被买入。然后Myers教授将比较跟风基金未来六个月的业绩和相应的原始基金的业绩。

假设和高支出率的原始基金相比，跟风基金潜在的净收益优势最大。基于这样的假设，Myers教授分析了一批高支出的大盘股票基金。然后她又选取了更多种类的基金进行同样的分析。

第一组高支出的基金样本包括20家大盘股票基金，较大的盘子和高昂的投资费使它们最容易受到跟风基金的影响。第二组基金样本是由范围更大的一批股票基金中净资产值最大的100家基金组成。

进一步的分析

Myers教授分析了第一组基金样本及与其相对应的虚构的跟风基金，结果发现高支出率的原始基金的平均回报高于跟风基金的平均回报，但这种差异只有在六个月的时间里才明显。毫不奇怪，在六个月中，原始基金和虚构的跟风基金在回报上的差距也越来越大，这说明跟风基金模仿原始基金的能力越来越差。

但如果在基金的回报中扣除估计的每月开支，在六个月中有四个月，跟风基金的业绩要好于所模仿的原始基金，而且除了第四个月差异为零外，其它五个月的差异也都不明显。这样的结果说明：跟风基金和原始基金的回报基本相同。

除了每月回报，Myers教授还考察了长期持股(buy-and-hold)的回报。结果也很相似：持股六个月后，原始基金和跟风基金的回报没有明显的差异。

对高支出率基金样本的分析结果表明，在积极管理的基金披露其投资组合后六个月内，虚拟的跟风基金的确能模仿积极管理的基金。此外，无论是否扣除积极管理基金的开支，两种基金的回报差别不大。这也说明一旦考虑到基金管理基金的额外成本因素，跟风基金的确能获得明显较高的回报。但Myers教授的分析没有考虑诸如税收和经纪费之类的成本。

在分析了第二个更广泛的样本后，Myers教授发现，即使放宽取样的限制条件也不会改变她的发现。在六个月中有四个月，原始基金的每月回报高于跟风基金，但高出的幅度并不大。

然而，如果从样本的利润中扣除年度开支，或在选取样本时只选择那些可以最精确地衡量资产分配的基金，那么跟风基金的业绩在六个月中有五个月都胜过了原始基金，但两者间的差异只有在其中一个月较为显著。

长期持有的结果也差不多。Myers 教授发现，在六个月持股期末，原始基金长期持有的毛利润和模仿基金长期持有的毛利润差别不大。但如果扣除开支，模仿基金六个月期的持股回报明显高于原始基金。

在以上两组样本中，能被芝加哥大学证券价格研究中心(CRSP)确认的基金持有的资产比例越高，模仿基金和原始基金之间毛利润的差额就越小。简而言之，基金所持的资产能被识别的越多，基金管理人就越难获得更多的回报。

结论

Myers 教授创建了一个模型来确定影响模仿基金追踪原始基金准确性的各种因素，她的发现和她所预计的一样，即在上述两组样本中，已知持股的比例越高，两种基金回报的绝对差异就越小；而周转率越高，回报的绝对差异就越大。

她的发现证明，基金在可确认的股票中投资越多，就越容易被跟踪；基金持股周转越快，就越难被跟踪。

Myers 教授表示：“跟风基金更容易模仿交易不活跃的基金，这样的说法是讲得通的。因为如果一只基金还从来没有进行过交易，跟风基金可以完全地模仿它的表现。”

选择范围更广泛的取样结果也表明，开支越高、管理人在任时间越长的共同基金就越难被追踪，而基金持股的市场资本化则使基金更容易被追踪。

Myers 教授的结论是，如果只考虑毛利润，积极管理基金的业绩好于跟风基金。但如果考虑扣除开支的净回报，即共同基金投资人所能享受到的回报，则虚构的跟风基金的业绩要好于积极管理的基金。无论在高支出率的采样中还是在更广泛的采样中，跟风基金的回报均高于原始基金，但两者在高支出率采样中的差别高于在更广泛的采样中的区别。

Myers 教授建议在今后的研究中考察积极管理基金的管理人能在多大程度上利用“粉饰业绩(window-dressing)”的做法来阻止跟风基金的模仿行为。

所谓“粉饰业绩”是指经理人在财务披露前夕卖出特别吸引人的股票，披露一结束又立刻回购的策略。Myers 教授指出，如果被卖掉的股票是在流通性好的市场上交易活跃的大公司的股票，粉饰业绩的做法很有意义。反之，如果股票盘子小，流通性差，粉饰业绩的做法意义不大，因为在这种情况下，交易的成本会超过粉饰带来的好处。

Myers 的发现还对相关法规的制订提出了一些置疑，其中一条就是强制性的披露是否合适，如果合适，应该多长时间披露一次。

投资者如果担心基金管理人会不负责任地进行投资，他们就会要求披露。但如果投资者认为不披露赚钱机会的好处大于基金管理人渎职的风险，他们或许会选择不进行披露的基金。

考虑到制订信息披露制度的潜在复杂性，Myers 教授认为，将来制订政策时不光应该考虑披露对投资者潜在的好处，也应该考虑到企业披露所造成的潜在成本。

Mary Margaret Myers 是芝加哥大学商学院会计学助理教授。