

本地信息的优势

A Local Information Advantage

区域性投资给共同基金管理人带来有利条件

介绍 Tobias J. Moskowitz 教授的研究成果

金融学理论主张通过持有多样化的投资组合来降低投资风险。然而，大多数投资者的投资组合都缺乏多样性，而且往往偏好国内股票而不喜欢国外股票。把地理因素和共同基金业绩联系起来的一项新的研究结果显示，由于拥有准确的本地信息，区域性投资更容易受到投资者青睐。

在题为《投资地理学：内幕交易和资产价格》的学术论文中，芝加哥大学商学院金融学助理教授 Tobias J. Moskowitz 和哈佛商学院的 Joshua D. Coval 考察了共同基金市场，并试图解释为什么投资者更青睐本地公司的股票。

按理，职业共同基金管理人应该通过交易保持多样性的投资组合，而不应该偏爱本地股票。尽管大多数研究表明，多数共同基金的业绩并未能胜过市场的整体表现，Moskowitz 和 Coval 首次提供证据表明，即使有些基金管理人的业绩的确胜过了整个市场及其同行，其成功也仅限于所持有的本地股票。

两位作者调查了共同基金过去 20 年来所积极持有的股票，发现基金在本地股票上的预期回报较高。尤其那些盘子小、持股数少而股性灵活的基金，以及那些与当地投资界有较强纽带（如在较偏远地区由较为年长的管理人所管理）的基金，在本地投资中的回报最高。而在基金数量众多、竞争激烈的市场中成立时间较短的大盘基金则没有这种特性。

这项新的发现表明，从本地公司获取的信息使基金管理人在选股方面占据优势，因而能获得更高的回报。他们平均每年能从本地股票获得 2.67% 的额外收益。这里的本地股票是指位于基金总部所在地 60 英里范围内的公司的股票，与之相对应的是异地股票。此外，在调整风险因素后，这些基金管理人未持有的本地股票要比其所持有的本地股票的综合收益率低 3%。

为了最大限度的从本地市场获取利润，具备最佳选股能力（一般也是拥有最多信息来源）的基金管理人，一般在其投资组合中包含 20% 至 25% 的本地股票。在他们所持有的所有股票中，本地股票比异地股票的年收益率要高 3%。

Moskowitz 教授说：“我们不认为基金管理人具备特别的选股能力，只不过是某些管理人有渠道从本地获取未经公开的信息而其他人没有罢了。”

与当地的关系举足轻重

两位作者先将基金的地理位置和持股公司所在地联系起来，然后追踪了每个基金从 1975 年到 1994 年每个季度的持股状况。他们找出基金投资额中真正投于本地股票的金额，从而确定投资本地股票倾向性的程度。除本地公司之外，基金管理人所持有的其它股票被归为异地股票。

尽管通过这样的方法可以确定有内部消息的投资者，但两位作者也指出，本地基金管理人的成功是外地投资者很难效仿的。

Moskowitz 教授说：“如果我发现阿肯色州的一家基金正在买入某些股票同时卖出另一些股票，我也能跟风。但根据 SEC 的要求，基金每三到六个月才公布一次持股情况，所以当我想效仿该基金的持股状况的时候，已经是六个月之后了，这样我不可能获取任何利润。”

基金的许多特性都会影响其选股能力，比如资产规模、持股数量和基金年龄等。Moskowitz 和 Coval 还根据所在地的城市规模将基金划分为：大城市类（位于人口最多的 20 个城市的基金），小城市类（不位于上述 20 个城市的基金），以及偏远城市类（位于上述 20 个城市至少 150 英里以外的基金）。

资产规模较大的基金和小盘基金不同，其本地倾向性较低，但在本地股票上未能获得较高的投资回报。比较不同基金的持股数量也能得出类似的结果。这些研究结果都证实，信息是决定本地股票选择能力的关键因素，因为持股数较少、盘子较小的基金更擅于监控本地信息并采用更积极的交易策略。

在调查中成立时间最久的基金往往更看好本地股票，而且其所持有的本地股票的表现优于异地股票。年龄最短的基金没有本地持股倾向，而且选股能力也较差。此外，位于大城市基金的本地倾向不是很明显，而位于小城市和偏远城市的基金都持有较多的本地股票，而且本地股票的回报高于平均值。位于竞争较少的偏远地区、年纪较大的基金管理人与其所在地公司的关系越密切，他们就越有获得本地信息的优势。

本地优势主要是指从本地公司获取内部信息。靠近本地公司也意味着可以减少为获取信息而花费的旅行时间和研究成本。如果与被投资公司相距不远，投资者可以登门造访，可以与其雇员和供应商谈话，还可以分析当地的市场状况。

Moskowitz 教授说：“真正推动这些效应的是那些在小规模市场中与本地企业界有密切关系的为数不多的基金管理人。我们把它称作‘乡村俱乐部效应’。因为在一个本地的小环境中，基金管理人和公司经营者身处同一个圈子，有些信息会在他们之间来回传递。”

本地化策略的障碍

总而言之，研究表明，具备卓越本地选股能力的基金管理人将其投资的重点集中在本地市场，而没有本地选股能力的基金管理人大多持有一个在地理分布上更为均衡的投资组合。

为什么基金不愿进一步持有更多的本地股票？Moskowitz 和 Coval 建议，既然本地投资回报高于平均值，基金应该百分之百投资于本地股票，而让投资者通过选择不同地区的基金来分散其投资组合。然而，在共同基金的现有体制下，基金管理人的职业生涯取决于资产规模的增长和客户数量的多少，因而降低了专门投资小规模本地市场的吸引力。Moskowitz 教授解释说，一个从小城市起步并取得成功的基金管理人，往往会选择去纽约为一家大规模的共同基金公司工作，而不会继续留在小城市靠当地的信息和关系赚钱。

对于共同基金本地倾向性的特点，Moskowitz 教授进一步解释说：“共同基金的投资者也很想知道这些投资组合的多样性到底有多强。”

Tobias J. Moskowitz 是芝加哥大学商学院金融学助理教授