

doi: 10.19920/j.cnki.jmsc.2024.11.004

基金文本独特性能否吸引投资者关注?^①

——来自基金定期报告的研究

俞红海, 雷欣南, 张思岩, 王 硕
(南京大学工程管理学院, 南京 210093)

摘要: 独特的文本叙事能够吸引眼球, 给阅读者留下深刻印象。在基金市场上, 管理人撰写定期报告向投资者介绍基金产品情况。定期报告中的分析与展望部分阐述了对过往投资的总结和未来计划, 且没有严格模板要求, 基金经理撰写时发挥空间较大。那么基金文本独特性能否吸引投资者关注? 基于 2010 年—2022 年基金年报与中报的分析和展望文本构建基金文本独特性指标, 研究发现投资者受独特基金文本吸引并做出投资决策, 更强的文本独特性会导致未来一期更高的资金流入水平, 这一效应主要存在于个人投资者流量中, 同时业绩表现落后的基金更倾向于撰写独特文本。进一步从投资者偏好角度分析, 发现信息不对称程度、历史超额收益和市场宏观表现在一定程度上影响文本对流量的吸引能力。最后, 研究发现文本独特性未能提供有价值信息, 投资者无法从中取得超额回报。本研究揭示了基金经理迎合投资者对独特文本非理性偏好并从中获利的行为, 拓展了管理人迎合行为在基金领域的证据, 启示监管应当适当制定规范引导报告文本内容, 并教育投资者理性全面地看待基金报告。

关键词: 基金定期报告; 迎合行为; 文本独特性; 资金流动

中图分类号: F830 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2024)11-0040-23

0 引 言

独特的文本叙事方式能够增强阅读趣味性, 使文章从其他相对平庸的文本当中“脱颖而出”。在基金市场上, 定期报告是管理人与投资者交流的重要渠道, 独特的基金报告同样引人注目。其中在报告中“报告期内基金投资策略和运作分析”和“管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望”部分, 基金经理解释了过去一段时间的基金表现并讨论前景预期。由于撰写时没有严格的模板要求, 近年来诸多独具特色的“作文”型报告竞相出现, 这些报告不仅成为了市场中的热点话题, 也有可能影响投资者行为。例如, 某主动偏股型基金的 2021 年年报中^②, 基金经理以多种

比喻方法讨论业绩和价值投资等话题, 相比其他报告文风独具一格。在报告发布后的 2022 年上半年, 该基金规模增长超过 250%, 而与其过去半年业绩相似的其他主动偏股型基金同期平均规模增长仅为 14%。对此, 本研究关注的重点问题是, 基金经理的独特报告能否吸引投资者关注、影响投资者决策? 基金经理是否有意撰写独特文本迎合投资者以获得更多资金流量? 投资者能否从这种对文本的关注中获得投资回报?

“报告期内基金投资策略和运作分析”和“管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望”(后文分别简称为“分析”和“展望”)是定期报告的重要组成部分, 研究这两部分的影响, 主要

① 收稿日期: 2023-07-06; 修订日期: 2024-02-26。

基金项目: 国家社会科学基金资助重大项目(19ZDA105)。

作者简介: 俞红海(1978—), 男, 浙江嘉兴人, 博士, 教授, 博士生导师。Email: hhyu@nju.edu.cn

② 资料来源: 华夏时报, 基金经理都是文字高手 “熊市”基金年报出圈: 上谈爱情与相对论, 下谈葡萄和马拉松, 2022 年 4 月 1 日。

出于以下四点原因:第一,基金定期报告得到广泛阅读,一方面,自 2010 年定期报告格式进一步规范和线上披露渠道得到拓展以来,基金定期报告的获取途径广泛,关注基金动向的投资者可以快速便捷地获取和阅读报告^③,另一方面,近年来随着投资者学习意识的增强和投教工作的深入推进,投资者成熟度不断提升^④,基民有较强意愿增进对基金的认识^⑤,阅读基金定期报告的习惯正在逐步建立^⑥;第二,从内容功能的角度,这两部分内容对投资策略和业绩表现等进行说明与解释,并对宏观经济和行业走势等提出展望^⑦,有助于投资者站在管理人的角度上了解基金运作状况,是投资者在阅读中不可忽略的部分;第三,从形式规范的角度,“分析”和“展望”部分与其他结构化内容存在本质差异,没有严格撰写模板,表达形式灵活,为管理人提供了发挥空间,也因此可能导致差异化的经济后果;第四,近年来不仅投资者、财经媒体积极解读与传播“分析”和“展望”内容,诸多研究也深入探讨了“展望”文本的功能^[1,2],如何更好地探索与分析基金定期报告已经成为了业界和学界共同关注的焦点问题。因此,使用“分析”和“展望”部分的文本讨论其对投资者行为的影响具有重要理论和现实意义。

部分研究指出,由于大多数基金投资者缺乏专业训练,时间和精力资源有限,理论上他们会偏好更突出的基金信息^[3,4],以便获取和处理,并且将自己的最终投资选择确定在投入关注的产品

当中^[5]。因此,在投资者阅读报告时,“分析”和“展望”作为核心内容部分之一,投资者很有可能关注与众不同的表述,并选择投资那些表达方式突出的基金。与此同时,若存在这种可能的投资偏好,管理人有可能采取针对性的迎合行为^[6,7],即主动创造投资者偏好的特征来满足其非理性需求,从而实现利益最大化。尽管迎合理论最初由 Baker 和 Wurgler 针对公司决策行为提出^[7],但是相关研究指出基金经理同样存在迎合投资者非理性偏好以实现获利的行为^[8],因此基金经理若能考虑到投资者的相关偏好,则可能存在写作时“别出心裁”以获得流量的行为。

基于 2010 年—2022 年我国偏股型和股票型开放式基金的中报与年报,本研究提取中报和年报中“分析”和“展望”两部分的文本计算其文本独特性指标。实证研究表明,基金报告的文本独特性越高,资金流量增长幅度越大,并且独特性主要影响了个人投资者流量,更多迎合个人投资者对文本独特性的偏好。对基金撰写报告的动机检验表明,基金经理存在由于担忧业绩而撰写独特文本的倾向,认识到文本所发挥的资金吸引作用并加以利用。从投资者偏好角度分析表明,信息不对称程度、历史业绩表现及市场环境会影响文本对流量的作用效果。值得指出的是,文本独特性与投资收益没有显著关联,因此独特文本只是基金经理迎合投资者非理性偏好的手段,在给基金经理赢得流量的同时不能给投资者带来

③ 证监会指定基金定期报告主要披露平台为资本市场电子化信息披露平台,提供 XBRL 格式和 PDF 格式报告供投资者阅读,巨潮资讯网提供了 PDF 格式的报告文件。投资者也可以在诸多第三方平台(例如天天基金网、基金吧、支付宝、蚂蚁财富等)或数据库(例如 WIND 数据库、Choice 数据库、iFinD 数据库等)以及各基金公司官网获取基金定期报告内容,读者可以通过上述访问方式进一步了解公募基金定期报告。

④ 以投资者成熟度较高的美国市场为例,超过 48% 的家庭持有共同基金(mutual fund),基金每半年向投资者发送致股东信,根据美国投资公司协会 2018 年发布的统计数据,63% 收到致股东信的投资者会阅读其中内容,SEC 于 2021 年发布的一项调查数据显示,超过 40% 的投资者会花费 6 min~15 min 来阅读报告。

⑤ 根据中国证券投资基金业协会 2014 年—2020 年发布的基金个人投资者报告,个人投资者在“与基金经理面对面交流”这一选项上的诉求不断提升,2020 年报告中 45% 的投资者认为交流具有重要性。在影响投资者决策的要素中,基金投资策略和基金经理投资能力的重要性显著提升,在 2020 年报告中排序重要程度仅次于基金业绩。

⑥ 有关国内市场的调查尚未统计定期报告的阅读情况,本研究详细检查了上述的报告获取渠道,在提供全市场基金报告的平台上,“基金吧”中基金的定期报告以网络帖子的形式呈现,提供了每只基金定期报告公告帖的阅读量数据。经数据抓取和统计,在 2010 年—2022 年间所有主动权益类基金中,平均每只基金的中报和年报阅读近 5 000 次,与之可比的数据是,基于“股吧”上市公司公告帖阅读量的统计表明,中证 800 指数成分股上市公司中报和年报平均阅读约 9 500 次。可见,与上市公司相比,整体上基金定期报告得到的关注水平并不低。值得指出的是,基金吧仅仅是众多信息获取渠道中的一种,投资者亦可以从其他诸多平台中阅读报告,这意味着在全平台统计层面的平均单篇报告阅读量极有可能达到数万次的数量水平。基于 Choice 数据库统计,2010 年—2022 年主动权益类基金平均持户数数为 7.9 万户,意味着相当比例的基金投资者愿意关注基金动向并阅读定期报告。

⑦ 参考 2004 年《证券投资基金信息披露内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式》第四节第二十一条、第四节第二十二条。

实质利益.

相比现有研究,本研究的贡献主要体现在以下三个方面.

首先,本研究首次说明了我国市场中基金文本对投资者的影响,证明了文本在基金运作中发挥的重要作用,丰富了基金流量影响要素的研究.既有文献中,业绩表现^[9]、投资组合^[10]等结构化指标已经得到充分关注,补充了有关基金流量影响要素的相关研究,也启示后续研究深入探究文本内容与投资者认知、基金管理等之间的密切联系.

其次,本研究揭示了基金经理迎合投资者非理性偏好以获利的管理行为,补充了有关管理人迎合的在基金领域的证据^[6],以及投资者受到基金经理塑造“表面效应(cosmetic effect)”^[11]的影响研究.基金迎合投资者非理性偏好获利的行为包括大比例分红^[12]、份额拆分^[8]、模仿配置泡沫资产^[13]、更改基金名称^[11]、签署 PRI 后“漂绿”^[14]等,本研究提供了基金使用文本独特性迎合投资者偏好,但是并未实际获得超额收益的证据,从定期报告视角丰富了该领域的研究.

最后,尽管近年来海外市场研究中已有对基金招募说明书影响力的讨论,而本研究在研究主题和现实意义上都与之存在较大差别,是对基金文本影响力研究的重要补充.Kostovetsky 和 Warner^[15]将招募说明书中策略描述的独特性视为一种竞争战略,提升基金的可见度并吸引初期募资的资金流量.相较于该研究讨论的基金发行期间流量问题,本研究探讨的问题场景聚焦于基金报告如何在日常运营过程中影响资金流量,是对基金经理报告广泛传播并影响投资者决策现状的检验和回应;在结论层面,由于招募说明书在每次更新中较少进行策略描述等内容的修订,本研究在实证中发现招募说明书的特征无法对基金流量产生持续影响,在基金持续运营中发挥的作用较弱,是对此前研究结论的有益补充;最后,Kostovetsky 和 Warner^[15]讨论的问题重在揭示美国小型基金公司如何通过创新实现生存发展,而本研究旨在讨论投资者关注、投资者保护和基金经理迎合等话题,为我国基金市场治理提供了更强的现实价值.

1 文献回顾和研究假说的提出

本研究涉及基金流量影响因素和基金文本,现有文献已从业绩等角度讨论了投资者决策的诸多影响要素,也有研究指出基金管理人迎合投资者非理性偏好从而获得流量,另一方面,基金文本的相关研究近年来也受到了较高关注,本研究首先对相关文献进行回顾评述.在此基础上,结合对基金文本独特性与流量关系的分析,以及投资者偏好和基金经理管理特征,提出相关研究假说.

1.1 相关文献回顾与评述

1.1.1 基金资金流动影响因素综述

影响基金流量的核心因素被主要研究认为是基金业绩.美国基金市场的证据表明基金优异业绩促进了后续资金流入^[3,16].类似的,在我国市场的研究中,杨坤等^[9]、伍燕然^[17]等指出基金业绩对基金资金流量有显著的正影响,投资者使用业绩排名作为决策依据^[18],中国市场存在明显的“明星效应”,李志冰和刘晓宇进一步指出个人投资者对原始业绩的追逐意愿更加强烈,而机构投资者关注超额收益^[19].

Sirri 和 Tufano 指出,购买基金对于投资者而言更像是购买类似汽车一样的大型耐用商品,“如果我们仅仅根据汽车的价格和动力之比来解释汽车价值和销量,而不认识到品牌、广告和销售能力的重要作用,那么得到的答案是不完全的”^[16].除业绩外,基金的费用^[4]、组合创新^[10]等管理特征为投资者观察基金运作、做出投资决策提供了评估视角.此外,基金及基金公司具备主动自我营销的动机,例如在营销渠道和人力上加大投入^[4]、撰写致股东信^[20]等,上述行为提升了投资者对基金的熟悉程度,从而影响资金流入.

与上述研究出发点不同的是,近年的研究指出基金的部分资金流动出于投资者的非理性认知.例如,Kumar 等提出,美国投资者由于刻板效应(stereotypes effect)而避开名字听起来类似外国人的基金经理^[21],Akbas 和 Genc 则提出,投资者给予基金历史收益率分布的右尾过高权重,产生类似于彩票效应的非理性追逐^[22].同时,基金经理作为市场中理性人的代表,往往会迎合个人投资者的非理性偏好^[6,7],通过塑造某些投资者偏

好的特征以赢得流量,包括追随热点改名^[11]、大比例分红^[12]、份额拆分^[8,17]、模仿配置泡沫资产^[13]、“漂绿”行为^[14]。这些管理手段已被证明能够吸引资金流入,但是并不实质性提升投资者收益。

现有主要研究大多从基金投资管理角度关注流量的影响要素,但从基金文本披露角度的关注仍然不足。投资者的阅读体验可能同样影响投资决策。同时,由于管理人在报告上的发挥空间较大,其更有动机实施操纵以吸引投资者流量。因此文本是否影响投资者决策、基金经理是否利用文本迎合投资者,是本研究需要进一步探讨的问题。

1.1.2 基金文本研究综述

国内外学者对基金文本的研究主要围绕基金招募说明书^[23]、致股东信^[20]、基金定期报告^[1]展开。海外市场的研究中,招募说明书得到重点关注,Sheng 等发现在招募说明书中过度披露风险的基金经理愿意承担的投资风险更小^⑧;Kostovetsky 和 Warner 利用招募说明书“主要投资策略”部分的文本独特性来衡量基金新发产品是否具有策略创新,并发现新发基金产品的策略创新对流量具有积极吸引效应,且能削弱流量-业绩敏感性^[15]。

在我国基金市场的研究中,学者对基金文本的研究目前主要聚焦在基金定期报告的展望部分。林树等发现基金年报与半年报展望部分语调表述更积极的基金经理投资时更愿承担系统性风险^[1];倪中新等指出基金季报披露质量对风格漂移带来的业绩负面影响具有调节作用^[24];Ammer 等发现基金经理整体上能够在定期报告中较为准确地预测货币政策的实际变化^[2]。

从上述研究来看,目前国内基金文本相关研究已从情感、披露质量、披露主题等角度初步探讨了定期报告展望部分文本的重要作用。然而考虑到基金文本的阅读主体为投资者,目前的研究主题对文本如何影响基金投资者行为尚未关注,故值得进一步深入讨论。

1.2 研究假说的提出

基金文本独特性指报告中文本表述方式与其

他基金报告文本的差异程度,例如,在基金定期报告中,大篇幅回顾市场表现就是一种平庸的表达,而以丰富的措辞详细阐述过往投资操作则是一种独特的文本表述。基金投资者认知的相关理论指出,投资者对突出信息具有更强烈的偏好^[3,4],独特性较高的文本提出了其他基金未提及的内容,在阅读体验上更容易“脱颖而出”,因此能够显著地吸引读者注意力^[25]。进一步地,从有限注意力角度出发^[5],大多数投资者在选择基金时都没有经过长期专业的培训^[4],基金的高搜索成本使得注意力成为稀缺资源,因此当被文本内容所吸引时,投资者往往将自己的投资范围限制在自己关注的产品中,最终倾向于选择买入这类撰写出独特文本的基金。此外,部分研究^[11,14]提供了投资者受到基金产品“表面效应(cosmetic effects)”的影响并采取买入行为的证据,而基金定期报告中的文本表述同样是基金一种低成本“贴标签”式的自我展示,因此可能具有同其他“表面效应”相似的作用效果。

与此同时,基金管理人的主要收入来源是与规模大小挂钩的管理费用^[26],而作为市场中理性人的代表^[6],管理人有动力利用投资者对独特文本的偏好,撰写较为独特的文本内容以迎合投资者需求,从而扩大基金规模、实现自身利益最大化。基于上述的回顾分析,本研究依次提出以下四个研究假说。

首先,对独特文本的关注是基金投资者由于缺乏足够信息处理能力产生的偏好,文本独特性吸引更多关注导致资金的加速流入,因此提出假说。

H1 基金定期报告中的文本独特性越高,未来资金流入增长幅度越大。

其次,从投资者视角出发,由于个人投资者和机构投资者在专业背景、信息优势上的差距,现有研究普遍认为两类投资者的决策有所不同^[12,19,27]。类似地,本研究认为两类投资者在面对独特文本时的决策表现存在差异。一方面,机构投资者的投资决策需要经过系统的评估与讨论,理性程度相较于个人投资者更高;另一方面,机构投资者的信息来源更加多样化,其不仅能够获得

⑧ 参考文献: Sheng J, Xu N, Zheng L. Do mutual funds walk the talk? A textual analysis of risk disclosure by mutual funds[J]. SSRN Working Paper Series, 2022.

基金发布在公告中的信息,还能与基金经理直接展开对话,以全面地评估基金表现,但一般而言个人投资者对定期报告中的内容理解并不深入,决策信息主要来自于历史业绩^[19]。因此,独特文本不能对机构投资者产生吸引力,个人投资者受文本内容影响更大。基于分析,本研究提出假说。

H2 基金定期报告文本独特性主要吸引了个人投资者高度关注,无法吸引机构投资者关注。

此外,从管理人视角出发,由于基金历史业绩与后续资金流动成正比^[3,16],过去一段时间表现不佳的基金面临着资金流出的压力,在较大压力下其更有动力通过文本的独特性来获得资金流入,而历史业绩表现突出的基金由于投资者的业绩追逐^[9],无需过度担心赎回压力,仅凭其过硬的业绩表现即可赢得关注,因此在文本上努力的积极性相对更低。据此,本研究提出假说。

H3 过往业绩表现越差的基金,撰写高独特性文本的可能性越大。

最后,从经济后果来看,非理性的偏好可能会导致投资者利益受到侵害。首先,如果基金经理撰写独特文本仅仅为了迎合投资者,特别是那些历史表现落后的基金倾向于以此方式吸引流量时,其并不能保证自身具备足够能力创造更高的超额收益;其次,当资金进入导致基金规模迅速扩张时,基金经理的当前策略可能无法应对增长的规模,策略容量不足导致无法取得超额收益;最后,目前尚未存在任何证据表明书面上的独特性可以带来积极的收益,Kostovetsky 和 Warner 甚至指出二者间存在微弱的负向联系^[15]。据此,本研究提出经济后果相关假说。

H4 文本独特性无法提供有价值的信息,投资者不能据此获得超额收益。

2 研究设计

2.1 样本选择和数据来源

自 2010 年起,中国证监会规定所有公募基金采用 XBRL 格式和固定模板披露定期报告,并提供在线 XBRL 阅读器方便投资者查阅,基金信息

披露自此进入了格式统一、内容可读性强的新阶段,因此样本选取区间为 2010 年初至 2022 年底。由于仅年报和半年报中会完整公布“分析”和“展望”两部分内容,且披露全部持仓信息,本研究选取基金的中报和年报文本作为数据来源^[1,28,29]。为确保基金投资行为、投资业绩和持仓比例等数据的可比性,本研究选用开放式主动股票型基金和偏股型基金,包含期间内的清盘基金避免生存偏差,并剔除了成立半年内的新发基金样本以避免流量、规模等数据的极端波动,同一基金的不同份额数据均合并至主基金处理,共计 2 134 只基金。基金定期报告的原文文件下载自 Choice 数据库的基金公告部分,基金持仓数据、收益数据、基金经理特征和基金公司特征等结构化数据来自 Choice 数据库和 CSMAR 数据库,多因子模型中的因子数据来自 CSMAR 数据库。

2.2 数据处理和指标计算

2.2.1 定期报告文本的处理

在获得定期报告原始 pdf 文档的基础上,做如下步骤处理:1) 文档解析:使用 Python 将 pdf 格式的原始文档转换为 txt 文本格式,便于提取解析文字;2) 文本定位:基于披露模板,使用正则表达式定位和提取文本中“分析”和“展望”部分;3) 中文分词:采用 Python 的 jieba 分词包对两部分文本进行分词处理,选用停用词表为哈尔滨工业大学、四川大学编制的停用词表,并进一步删除英文、数字、单字和特殊字符等。最后从原始文本中选取行业名称、公司名称、金融术语等构建用户词典加入分词过程,确保专有词汇被正确区分。

基于分词结果,基金定期报告“分析”和“展望”全文本词云图如图 1 所示。基金经理在定期报告中主要讨论“市场”、“行业”、“估值”等信息,宏观讨论“货币政策”、“通胀”、“流动性”等内容,行业层面则涉及“消费”、“医药”、“地产”等信息较多,整体符合主动股票型和偏股型基金的投资定位。

对“分析”和“展望”部分分别绘制词云图如图 2 所示,其中,“分析”部分主要回顾了过去一段时间本基金投资表现,“本基金”主语出现频率

更高,强调基金操作的“配置”、“仓位”等词语被较多提及,“展望”部分更偏重宏观讨论,“经济”、

“流动性”、“政策”、“国内”、“长期”等词频繁出现,基金经理较多讨论“估值”以确定投资时机。



图 1 基金定期报告“分析”和“展望”总文本词云图

Fig.1 Word cloud of “Analysis” and “Outlook” part in fund’s report



图 2 基金定期报告“分析”(左)与“展望”(右)部分词云图

Fig.2 Word cloud of “Analysis”(left) and “Outlook”(right) section in fund’s regular report

2.2.2 核心指标构建

在计算层面,文本独特性指当前文本与其他同类文本在遣词造句上的区分度,参考 Kostovetsky 和 Warner 的构建方法^[15],对每篇报告的“分析”与“展望”文本计算文本独特性。首先,对于当前文本 A,计算其他同期报告与之重叠词汇数量占总词数比例并取均值:例如,对于同期的文本 B,与 A 有 20 个词汇重叠,而 A 的总词数为 50,则重叠度为 0.4。计算 A 与所有同期文本重叠度后取均值,记为变量平均重叠度(Overlap)。显然,Overlap 越高,则当前文本和其他文本更相似,

基金文本独特性越低。接下来,对 Overlap 取负并标准化作为因变量,将文本总词数作为自变量进行回归,所得残差项为最终的文本独特性指标,该步骤消除了文本长度的干扰,更充分地反映了基金的独特性,得到报告文本独特性(Report Uniqueness)作为整篇定期报告独特性的代理变量。

在表 1 中节选了 2022 年年报中部分高独特性和低独特性内容作为指标计算的说明案例,总体上报告文本独特性(Report Uniqueness)较好地区分了定期报告文本是否具备特色。

表 1 高独特与低独特报告文本案例

Table 1 Examples of reports with high and low report uniqueness

Report Uniqueness	高独特报告
3.72	……兴奋还是沮丧？同样的事，不同的解释，竟有完全不同的意义！……我只是在跑一场投资的马拉松……这是科技狂飙的时代，机器越来越像人，人反而越来越像机器……如何站到巨人的肩膀上，再如何去创造，将一直是我心中最大的挑战。
	……在人生的舞台剧上，每个人既是演员又是观众，从没有事先写好的剧本；如今，甚至看不清舞台上到底是哈姆雷特，还是堂吉柯德……而这些意义构成了我们——不是机器而是人……
3.58	……这种论述的抽象，是从每一天针对行业与企业具象的思考中得来，比如那些习以为常的挂在每个投资者嘴边的词汇——治理结构、基本功、标准化管理等等……理性的提高不一定会反映在即期回报上，甚至会在某段时间内是高回报的敌人。
	……保持好奇心与开放的心态、接受新事物与新阶段……如何压制住在应试教育阶段深入骨髓的思考方式，如何克服深藏人性中的傲慢与偏见，努力学会本能的去客观耐心的看待事物的发展，我一直在路上……
3.07	……在 22 年中报所说的尝试“打通任督二脉”后，持仓做了针对性的优化，业绩也在下半年有了明显的改善……巴菲特老先生早就给我们指出了重仓优秀公司的发展路径——“滚雪球”……通过基本面研究带来的判断，当股价下跌的时候，只会赞叹自己的判断正确，而不会想着大幅仓位抄底……
	……从虚拟显示到机器人，从 AI 到新的芯片，从自动驾驶到航天火星，从合成生物到基因编辑，我们有理由相信一波新的科技浪潮正在孕育……
Report Uniqueness	低独特报告
-3.84	2022 年全年，市场整体较弱，在二季度和四季度出现了两波反弹。二季度的反弹，主线是通胀及新旧能源相关的机会……本基金均衡配置消费、新能源、公用事业、交通运输等行业。
	展望 2023 年，各个要素都指向了改善和乐观的方向。相应的，对 2023 年的股市或可稍微乐观……而成长股的机会或也层出不穷。本基金将积极把握和应对，力争为投资者创造价值。
-3.74	2022 年权益市场经历了疫情局部扰动，海外美联储收缩、俄乌冲突等因素，市场波动较大……主要是对个股进行微调，将一些业绩低于预期的个股调出，调入一些业绩和景气度向上的公司。
	展望 2023 年，后续投资重点主要是看好科技成长中的计算机和光伏的高景气度……力求以均衡的行业配置、高质量的个股选择跑赢基准，做出较好的相对收益。
-3.49	2022 年在国内疫情、美联储大幅加息以及地缘冲突等各种不利因素的影响下……其中尤其以 TMT、新能源为代表的高估值成长板块跌幅更甚。本基金始终围绕科技成长方向布局……
	展望 2023 年，国内已经进入疫情复苏阶段，宏观经济改善可期。我们认为当下成长板块已经具备较好的配置价值……另一方面高端制造和数字经济等有望获得政策的持续重点支持……

参考 Sirri 和 Tufano^[16]，主要被解释变量——基金流量 $flow$ 的计算方式如式 (1) 所示，其中 $NAV_{i,t}$ 代表 t 期末基金总净值， $R_{i,t}$ 代表基金 t 期间收益率。

$$flow_{i,t} = \frac{NAV_{i,t} - NAV_{i,t-1}(1 + R_{i,t})}{NAV_{i,t-1}} \quad (1)$$

参考李志冰和刘晓宇^[19]以及左大勇和陆蓉^[12]，将基金流量进一步分拆为机构投资者和个人投资者的流量变动情况，如式 (2) 和式 (3) 所示。

$$Individual\ flow_{i,t} = \frac{Rind_{i,t} \times NAV_{i,t} - Rind_{i,t-1} \times NAV_{i,t-1}(1 + R_{i,t})}{NAV_{i,t-1}} \quad (2)$$

$$Institutional\ flow_{i,t} = \frac{Rins_{i,t} \times NAV_{i,t} - Rins_{i,t-1} \times NAV_{i,t-1}(1 + R_{i,t})}{NAV_{i,t-1}} \quad (3)$$

其中 $Rind$ 和 $Rins$ 分别为该基金的个人投资者持有比例和机构投资者持有比例，满足 $Rins + Rind = 1$ ， $Individual\ Flow$ 反映了个人投资者的投资行为， $Institutional\ Flow$ 体现了机构投资者的投资行为。

为消除极端值影响，上述流量指标在计算后做双侧 1% 缩尾处理。

2.2.3 控制变量选择

Wahal 和 Wang^[29] 以及 Hoberg 等^[31] 指出，独特的基金投资策略不仅与投资业绩密切联系，同时也能够影响投资者决策。定期报告独特性反映了在文本形式层面的独特程度，而其他与基金相关的独特性同样能够影响基金流量，应当控制以说明文本独特性与其他独特性作用无法相互替代。参考 Kostovetsky 和 Warner 的变量定义，本研究控制了基金的基本面独特性（fundamental-based uniqueness）^[15]。基本面独特性反映基金管理人已经采取投资行动或者即将采取策略的差异，而非文本形式独特性。本研究分别基于招募说明书、收益和持仓计算了策略独特性、收益独特性和持仓独特性。

策略独特性指基金在招募说明书中“投资策略”部分的文本独特性，指产品主要投资策略的独特程度，例如近年来受到关注的“ESG 主题投资”、“一带一路主题投资”、“国家安全战略主题投资”等新兴主题的策略描述，将明显区别于“大盘成长投资”等一般性的投资策略描述，策略独特性可以识别这种差异。收益独特性指基金在一段时期内的收益表现显著异于其他基金，说明基金在投资管理中采用了差异化的方式，使得业

绩表现也呈现出差异化的结果。持仓独特性指基金在定期报告中披露的持仓股票与其他基金的重合度较低，说明基金对选股具备独特的观点，并且实际反映在持仓中。

本研究提取了基金招募说明书文本中“投资策略”部分文本，并依据上述文本重叠度的计算方法得到投资策略独特性指标（Strategy Uniqueness），体现基金在投资时指导策略与其他基金的差异。此外，本研究还分别使用区间末基金持仓数据和区间内基金收益数据计算持仓独特性和收益独特性，具体地，将持仓数据和收益数据视为向量，计算当前基金其与同期其他基金余弦相似度并取均值，对该值取负后标准化，即得到持仓独特性（Holding Uniqueness）和收益独特性（Return Uniqueness），指标反映了基金的实际管理过程中呈现出的独特性。

参考罗荣华和田正磊^[28]、林树等^[1]，本研究还选用基金累计净值增长率、超额收益率、波动率、费率、年龄、换手率、基金家族变量、基金经理变量等作为后续主要使用变量，其中在回归中使用的收益相关变量均注明了计算期限（3 个月、6 个月或 12 个月），超额收益率采用过去 36 个月（至少 24 个月）的窗口期估计参数。主要变量、符号和定义如表 2 所示。

表 2 主要变量定义
Table 2 Variable definitions

变量名称	变量符号	定义
报告文本独特性	<i>Report Uniqueness</i>	基金定期报告文本（包括分析与展望）与其他文本重叠度均值取负并标准化，对文本长度回归取残差
报告文本长度	<i>Report Length</i>	报告文本字数
持仓独特性	<i>Holding Uniqueness</i>	基金截面持仓向量与其余基金持仓向量余弦相似度均值，取负并标准化
收益独特性	<i>Return Uniqueness</i>	基金净值增长率向量与其余基金同期向量余弦相似度均值，取负并标准化
策略独特性	<i>Strategy Uniqueness</i>	基金招募说明书策略文本与其他策略文本重叠度均值取负并标准化，对文本长度回归取残差
基金收益率	<i>Return</i>	基金累计净值增长率
超额收益率	<i>CAPM Return</i>	经过 CAPM 模型基准调整后的超额收益
四因子超额收益率	<i>Carhart Return</i>	经过 Carhart 四因子模型基准调整后的超额收益
收益波动率	<i>Vol</i>	年化后的基金收益率标准差
TM 基金选股能力	<i>TM Selection</i>	基金的选股能力，计算参考 Treynor 和 Mazuy ^[33]
TM 基金择时能力	<i>TM Timing</i>	基金的择时能力，计算参考 Treynor 和 Mazuy ^[33]
HM 基金选股能力	<i>HM Selection</i>	基金的选股能力，计算参考 Henriksson 和 Merton ^[34]

续表 2
Table 2 Continues

变量名称	变量符号	定义
HM 基金择时能力	<i>HM Timing</i>	基金的择时能力,计算参考 Henriksson 和 Merton ^[34]
基金规模	<i>Size</i>	基金总净值(取对数)
基金年龄	<i>Age</i>	基金成立时长(按天计算,取对数)
资金流入	<i>Flow</i>	基金期间内现金流,计算参考 Sirri 和 Tufano ^[16]
个人投资者资金流	<i>Individual Flow</i>	个人投资者流量变化,计算参考左大勇和陆蓉 ^[12]
机构投资者资金流	<i>Institutional Flow</i>	机构投资者流量变化,计算参考左大勇和陆蓉 ^[12]
基金费率	<i>Fee</i>	基金报告公布费用与总净值之比
基金换手率	<i>Turnover Rate</i>	基金报告公布持仓换手率
机构投资者占比	<i>InstHold Ratio</i>	机构投资者股东持有比重
基金家族规模	<i>Family Size</i>	基金所在公司旗下全部基金总净值(取对数)
基金经理性别	<i>Manager Gender</i>	任职时间最长的基金经理为女性=1,否则=0
基金经理学历	<i>Manager Phd</i>	任职时间最长的基金经理最高学历,博士=1,否则=0
基金经理任职时间	<i>Manager Tenure</i>	任职时间最长的基金经理在当前基金任职时长(按天计算,取对数)
管理团队大小	<i>Manager Team Size</i>	基金经理团队人数

2.3 描述性统计

主要变量的描述性统计如表 3 所示。统计结果表明,基金年报和半年报的“分析”部分与“展望”部分重复词汇占比约为 18%。报告总长度 932 字,尽管

基金的定期报告一般长达数十页,但是其中非模板化的“分析”和“展望”部分文本平均来看字数不多,对于投资者来说阅读时间短、阅读障碍小。投资者可以轻松地阅读多份报告,比较不同基金的文本内容。

表 3 主要变量描述性统计

Table 3 Descriptive statistics of main variables

面板 A: 基金文本特征统计						
变量	样本量	均值	标准差	25 分位数	中位数	75 分位数
报告文本重叠度	18 062	0.182 7	0.035 1	0.159 5	0.181 6	0.204 2
报告文本独特性	18 062	-0.009 4	0.964 1	-0.575 2	0.011 7	0.577 3
报告文本长度	18 062	932.353 6	584.567 9	570	799	1 134
面板 B: 其他主要基金变量统计						
变量	样本量	均值	标准差	25 分位数	中位数	75 分位数
基金累计净值增长率(年度)	18 062	0.155 1	0.321 2	-0.077 2	0.083 0	0.345 4
基金规模(对数值)	18 062	20.297 7	1.611 4	19.182 6	20.494 5	21.510 5
基金年龄(对数值)	18 062	7.243 0	0.932 3	6.511 7	7.382 1	8.027 8
基金费率	18 062	0.014 5	0.006 5	0.010 4	0.013 0	0.016 6
基金换手率	18 062	2.051 4	1.677 0	0.935 6	1.577 8	2.609 5
资金流入	18 062	0.070 9	1.010 2	-0.208 6	-0.073 4	0.009 6
基金家族规模(对数值)	18 062	25.435 0	1.499 0	24.447 4	25.502 8	26.689 6

2.4 模型设定

对于假设 H1,首先关注基金定期报告中的文本独特性越高,未来资金流入增长幅度是否越大。基于半年报和年报数据,建立半年频面板回归模型如回归(4)所示。

$$flow_{i,t+1} = \alpha + \beta Report\ Uniqueness_{i,t} + \gamma Controls_{i,t} + \varepsilon \quad (4)$$

其中解释变量为报告文本独特性(*Report Uniqueness*)。控制变量 *Controls* 中包括基金历史业绩、波动率、规模、基金家族和基金经理特征等可能影响资金流量的变量,为了确保文本独特性不是一种其他基本面独特性的简单书面反映,而是一种基于文本表达的形式独特性,本研究还控制了基本面独特性的指标,包括策略独特性(*Strategy U-*

niqueness)、持仓独特性(*Holding Uniqueness*)和收益独特性(*Return Uniqueness*) ,回归还控制时间固定效应和基金个体固定效应 ε 为随机扰动项。

在识别文本独特性对流量影响后,由于个人投资者和机构投资者面对独特文本时的决策表现可能不尽相同,构建回归(5)和回归(6)以检验假说 H2。

$$\text{Individual flow}_{i,t+1} = \alpha + \beta \text{Report Uniqueness}_{i,t} + \gamma \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon \quad (5)$$

$$\text{Institutional flow}_{i,t+1} = \alpha + \beta \text{Report Uniqueness}_{i,t} + \gamma \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon \quad (6)$$

其中以个人投资者流量(*Individual Flow*)和机构投资者流量(*Institutional Flow*)作为被解释变量,分析报告文本独特性对两类投资者行为影响可能存在的差异,其他解释变量设定同回归(4)所示,控制基金特征、时间固定效应及基金个体固定效应。

进一步地,关注对于过去一段时间表现不佳的基金,是否更有动力通过文本上的努力来增加资金流入,本研究构建回归(7)检验其与过往表现之间的关系,以检验假说 H3。

$$\text{Report Uniqueness}_{i,t+1} = \alpha + \beta \text{Fund Performance}_{i,t} + \gamma \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon \quad (7)$$

其中 *Fund Performance* 指标为基金过往收益表现的代理变量,分别考虑原始收益率、CAPM 超额收益率以及 Carhart 超额收益率等指标,若 *Fund Performance* 项回归系数显著为负,则说明不佳的历史表现将促使基金经理在文本独特性上加以补救,其他解释变量设定同回归(4)所示,控制基金特征、时间及基金个体固定效应。

最后,考察基金是否为投资者创造了超额收益,为投资者获得了赚钱效应,本研究构造回归(8)以检验文本独特性与未来收益之间的关系,以验证假说 H4。

$$\text{Fund Performance}_{i,t+1} = \alpha + \beta \text{Report Uniqueness}_{i,t} + \gamma \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon \quad (8)$$

其中主要变量解释与式(7)一致,关注 *Report Uniqueness* 项的回归系数,若回归系数不显著或显

著为负,则说明撰写独特文本的基金未能创造超额收益,投资者无法基于文本独特性投资获利。

3 实证结果与分析

3.1 文本独特性与资金流量

首先检验文本独特性与资金流入间的关系,基于回归(4)建立面板回归模型,表4展示了回归结果。表4的(1)列表明,在控制主要基金流量的影响要素后,基金分析文本独特性对资金流量具有显著的正向影响,回归系数在1%水平下显著,研究假说 H1 成立。报告文本独特性每提高一个标准差,未来半年期的资金流入增长约3%。表4第(2)列~表4第(5)列分别单独考虑了策略文本独特性、收益独特性和持仓独特性信息,以及联合控制了多个独特性变量,排除基金管理的基面独特性对文本独特性作用效果存在的潜在干扰。表4第(2)列结果表明,定期报告中的文本独特性与招募说明书传递的信息不存在彼此影响,招募说明书中的投资策略独特性无法持续的提供资金流入。式(3)和式(4)的回归表明投资者对收益表现和持仓组合独特性存在偏好,这与既有研究结论保持一致,Vozlyublennaiia 和 Wu 指出,收益层面表现更加独特的基金在资金流入和费用收取中能够取得领先优势^⑨,Wahal 和 Wang 指出基金与其他基金的投资组合重叠度更低时,其更容易赢得资金流入^[29],本研究的结果与上述结论相印证。但是回归结果仍然表明,这种投资者的积极回应并不影响文本独特性所发挥的效果,说明定期报告中的文本独特性不是过往管理表现独特性的书面化呈现,从文本形式吸引了投资者关注。

控制变量方面,与现有研究一致,过去一年期的基金累计净值增长率回归系数显著为正,反映了投资者业绩追逐倾向^[9];费率的回归系数显著为负,体现了交易成本对流量的重要作用^[4];更大的基金公司拥有更多资源投入到营销中,打造良好的形象^[34],故家族规模正向影响流量。

⑨ Vozlyublennaiia N, Wu Y. Mutual funds apart from the crowd[J]. SSRN Working Paper Series, 2018.

表 4 文本独特性与资金流量
Table 4 Report uniqueness and fund flow

变量	$Flow_{i+1}$				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Report Uniqueness</i>	0.030 2 *** (2.82)	0.030 8 *** (2.85)	0.028 7 *** (2.69)	0.026 5 ** (2.45)	0.026 4 ** (2.42)
		-0.026 1 (-0.96)			-0.031 1 (-1.11)
<i>Strategy Uniqueness</i>			0.080 4 *** (3.10)		0.069 7 *** (2.80)
<i>Return Uniqueness</i>				0.054 4 *** (3.97)	0.047 2 *** (3.45)
<i>Holding Uniqueness</i>					
<i>Return12M</i>	0.716 7 *** (10.00)	0.716 8 *** (9.98)	0.717 5 *** (9.99)	0.736 6 *** (10.24)	0.736 7 *** (10.21)
<i>Vol</i>	8.127 2 * (1.78)	8.151 1 * (1.77)	8.459 0 * (1.87)	7.265 7 (1.60)	7.556 4 * (1.66)
<i>Size</i>	-0.425 4 *** (-17.50)	-0.430 8 *** (-17.35)	-0.428 0 *** (-17.61)	-0.425 5 *** (-17.46)	-0.433 3 *** (-17.40)
<i>Age</i>	0.162 3 *** (3.99)	0.150 7 *** (3.60)	0.167 7 *** (4.11)	0.174 9 *** (4.26)	0.165 1 *** (3.91)
<i>Fee</i>	-15.933 9 *** (-3.55)	-15.910 9 *** (-3.54)	-15.521 4 *** (-3.46)	-16.195 8 *** (-3.59)	-15.684 2 *** (-3.47)
<i>Turnover Rate</i>	0.044 9 *** (3.19)	0.045 6 *** (3.23)	0.042 5 *** (3.02)	0.043 4 *** (3.08)	0.042 1 *** (2.97)
<i>Family Size</i>	0.078 3 *** (3.31)	0.083 0 *** (3.45)	0.079 0 *** (3.36)	0.077 5 *** (3.29)	0.082 8 *** (3.47)
<i>Manager Tenure</i>	0.006 6 (0.57)	0.006 4 (0.54)	0.005 5 (0.47)	0.002 8 (0.24)	0.002 1 (0.18)
<i>Manager Phd</i>	0.032 4 (0.85)	0.037 8 (0.98)	0.034 3 (0.91)	0.039 6 (1.06)	0.045 7 (1.21)
<i>Manager Gender</i>	-0.016 9 (-0.49)	-0.015 1 (-0.43)	-0.009 6 (-0.28)	-0.010 2 (-0.30)	-0.003 2 (-0.09)
<i>Manager Team Size</i>	0.007 8 (0.42)	0.007 3 (0.39)	0.007 1 (0.39)	0.008 5 (0.46)	0.007 3 (0.39)
<i>InstHold Ratio</i>	-0.039 1 (-0.49)	-0.035 8 (-0.45)	-0.033 8 (-0.43)	-0.046 0 (-0.58)	-0.036 9 (-0.46)
<i>constant</i>	6.144 8 *** (9.09)	6.215 1 *** (9.00)	6.172 0 *** (9.14)	6.128 8 *** (9.05)	6.239 8 *** (9.02)
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	14 982	14 852	14 982	14 974	14 844
adj. R^2	0.102 0	0.102 8	0.103 0	0.103 5	0.104 9

注：回归系数的标准差在基金层面聚类，括号内为相应的 T 统计量。*、** 和 *** 分别表示回归系数在 10%、5% 和 1% 的置信水平下显著，后同。

3.2 文本独特性与个人投资者、机构投资者流量差异

本研究已经揭示了文本独特性将有效影响投资者的决策,为重点考察哪类投资者更加关注基金文本内容,建立面板回归模型如回归(5)和回归(6)所示,结果如表5所示。回归结果表明个人投资者对独特文本的反应更为强烈,当文本独特性每提升一个标准差时,个人投资者流量增长约1.74%,回归系数在1%水平显著,而机构投资者对文本独特性不敏感,从而表明假说H2成立。机构投资者能够和基金经理展开深入对话,对于无论是数据来源还是评价方式都更加多元化,而个人投资者大多只能凭借有限的信息评价基金,因此对文本独特性的敏感度更高。

表5 文本独特性与个人投资者 & 机构投资者流量

Table 5 Report uniqueness and individual-investor & institutional-investor flow

变量	<i>Individual Flow_{t+1}</i> (1)	<i>Institutional Flow_{t+1}</i> (2)
<i>Report Uniqueness</i>	0.017 4*** (2.60)	0.006 4 (1.19)
基金控制变量	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes
<i>N</i>	14 968	14 832
adj. <i>R</i> ²	0.086 9	0.097 4

3.3 独特文本与基金经理撰写动机

本研究进一步探讨基金经理是否在业绩压力

大时更倾向于迎合投资者,以增加资金流入。建立回归模型如回归(7)所示,结果如表6所示。回归结果表明,历史业绩表现更差的基金,将有更高的倾向撰写独特文本,当考虑原始收益率、CAPM超额收益率和Carhart超额收益率,以及三个月期(3M)、半年期(6M)和一年期(12M)的历史收益表现时,这种收益-文本独特性的负向关联都显著存在,进一步证实了不佳的历史表现是导致基金撰写独特文本的重要原因之一,假说H3得到验证。

3.4 独特文本与基金收益表现

对于投资者而言,做出投资决定的最终目标是获得超越基准的收益,本研究建立如回归(8)的模型讨论文本独特性能否预测基金收益表现,结果如表7所示。其中,面板A的回归结果表明,基金文本独特性与未来半年的业绩表现无显著关联,面板B讨论基金经理未来一期的选股和择时能力^[32,33],发现使用独特文本的基金并不具备超群的选股能力或者择时能力,即文本独特性和基金能力无关,假说H4成立。综上,基金文本独特性更多是一种吸引关注的迎合方式,是基金管理人为非理性的基金投资者创造的一种易于处理和关注的内容形式,且与业绩无关,这也与近年来有关基金管理人具有欺骗性的管理行为,如更名^[11]、拆分^[8]、漂绿^[14]所造成的经济后果一致。

表6 独特文本的撰写动机

Table 6 Motivation for writing unique reports

变量	<i>Report Uniqueness_{t+1}</i>				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Return3M</i>	-0.251 2** (-2.26)				
<i>Return6M</i>		-0.195 5*** (-2.68)			
<i>Return12M</i>			-0.165 9*** (-2.98)		
<i>CAPM Return12M</i>				-0.168 8** (-2.07)	
<i>Carhart Return12M</i>					-0.187 4** (-2.11)
基金控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	18 062	18 062	16 785	10 726	10 726
adj. <i>R</i> ²	0.002 4	0.002 5	0.003 1	0.003 1	0.003 2

表 7 文本独特性与基金表现
Table 7 Report uniqueness and fund future performance

面板 A: 文本独特性与基金未来表现				
变量	$Return6M_{t+1}$	$CAPM\ Return6M_{t+1}$	$Carhart\ Return6M_{t+1}$	
	(1)	(2)	(3)	
<i>Report Uniqueness</i>	-0.000 5 (-0.42)	-0.000 1 (-0.11)	-0.000 2 (-0.19)	
基金控制变量	Yes	Yes	Yes	
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	
<i>N</i>	14 982	11 429	11 429	
adj. <i>R</i> ²	0.750 6	0.452 7	0.156 6	
面板 B: 文本独特性与基金能力				
变量	$TM\ selection_{t+1}$	$HM\ selection_{t+1}$	$TM\ timing_{t+1}$	$HM\ timing_{t+1}$
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Report Uniqueness</i>	-0.000 0 (-0.28)	-0.000 0 (-0.07)	-0.054 7 (-0.95)	-0.001 4 (-0.52)
基金控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	14 982	14 982	14 982	14 982
adj. <i>R</i> ²	0.547 5	0.599 0	0.480 5	0.561 6

4 进一步分析

从投资者做出对基金的投资决策视角出发，在既有的主要研究中，Huang 等^[3]以及 Sirri 和 Tufano^[16]指出了决策过程中两个重要的投资影响要素：参与成本和历史业绩。前者是克服信息不对称的成本，依赖于基金的知名度、规模等要素，而后者对基金流量的重要性已经得到了广泛证明。此外，Huang 等还指出，由于宏观条件改变，投资者的偏好会随时间产生变化^[3]。据此，本文讨论了不同信息不对称程度和历史收益表现的调节效应以及不同时期文本的流量吸引异质性，观察文本独特性所发挥作用可能产生的差异。

4.1 信息不对称与文本独特性影响

Huang 等人以美国市场为例，指出传奇投资人彼得林奇掌管的富达麦哲伦基金知名度更高，投资者的参与成本更低^[3]。类似地，中国市场同样存在高信息不对称和低信息不对称的基金，投资者前期对基金的认知程度差异可能影响了基于文本的关注提升水平，本研究考虑了多个可能反映

这种信息不对称的主要变量。

基金年龄与管理时长：基金在运营中持续发布投资管理相关信息，认识基金的信息成本随着时间的推移而下降。新基金由于成立时间尚短，投资者做出决策必须依赖于近期发布的报告，而老基金有大量的历史数据支撑，投资者对其更加熟悉，对最新的报告敏感度有所下降。因此，文本独特性对新基金的流量吸引效应相比于老基金应该更加明显。

基金规模与家族规模：对于小型基金或者小型基金公司，其产品曝光度与大型基金公司相比存在较大差异，大型基金或基金公司拥有更好的营销推广资源。因此相较于小型基金，大基金的信息不对称程度较低，独特文本对中小型基金及基金家族的流量吸引效应可能更加明显。

基于上述分析，选取基金规模、家族规模、基金年龄和当前基金经理管理时长四个指标与报告文本独特性构建交乘项，其他设定同回归（4），回归结果如表 8 所示。回归结果表明，各指标交互项回归系数均为负，说明对于信息不对称程度低的基金，文本能够发挥的流量吸引效应相对较弱。

表 8 信息不对称、文本独特性与资金流量
Table 8 Information asymmetry , report uniqueness and fund flow

变量	Flow _{t+1}			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Report Uniqueness	0.371 8 ** (1.97)	0.355 9 * (1.85)	0.231 5 ** (1.98)	0.233 9 *** (2.91)
Report Uniqueness×Size	-0.016 8 * (-1.87)			
Report Uniqueness×Family Size		-0.012 9 * (-1.70)		
Report Uniqueness×Age			-0.026 7 * (-1.81)	
Report Uniqueness×Manager Tenure				-0.031 3 *** (-2.63)
基金控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	14 982	14 982	14 982	14 982
adj.R ²	0.102 5	0.102 2	0.102 3	0.102 6

注：限于篇幅，省略报告了构建交乘项的另一自变量回归系数，其已控制于“控制变量”项中，后同。

4.2 历史业绩与文本独特性影响

历史的优秀业绩表现会带来更高的资金流入，其中 Akbas 和 Genc 指出，投资者对极高收益值过度敏感并对此产生极端偏好^[22]。基于既有分析可以推测，当过往业绩表现出色时，投资者高度关注业绩，对文本的关注水平下降，文本独特性发挥的流量吸引作用将减弱。相反，当业绩表现不佳时，投资者选择基金可能参考报告内容。

在相关检验中，使用文本独特性与过去半年以及一年的基金超额收益计算交乘项，包括 CAPM 超额收益和 Carhart 超额收益，其余设定同回归（4），结果如表 9 所示。结果表明，相比于历史业绩较差的基金，表现优异基金的文本独特性所发挥的作用显著削弱，说明当业绩表现不佳时投资者提升对文本内容的关注，业绩较好时投资者弱化了对文本内容的注意。

回归结果还启示要从另一视角关注报告文本独特性带来的业绩敏感性差异，Kostovetsky 和 Warner 指出，由于独特策略基金缺乏可替代对象，业绩不佳时赎回压力会更小^[15]，Coval 和 Stafford 同样提出了类似的观点^[35]。上述回归中，由于交乘

项系数显著为负，高文本独特性基金的投资者业绩敏感性更低，投资者可能被基金文本一定程度上分散了注意力，从而降低了基金的赎回压力。考虑到本研究已证明了历史业绩更差的基金倾向撰写独特文本，这一分析也证明了这种举措有一定效果，管理人成功利用了对文本的关注来降低由于业绩落后造成的资金流失。

4.3 不同市场时期的文本独特性影响

最后本研究探讨了宏观环境对文本独特性所发挥作用产生的影响，重点区分了两种情况：互联网传播信息的便捷程度和股票市场状态，前者与基金定期报告的传播影响力强弱相关，而后者则影响了投资者阅读报告的积极性，本研究认为这对文本独特性-流量关系存在一定影响。

首先，随着近年来基金经理的观点在互联网上得到进一步传播，基金定期报告可能相比于早年期间得到更多的关注，从而文本-流量的关系更加密切。基于中国互联网金融协会发布的报告数据显示^⑩，自 2014 年起，基于互联网渠道的基金销售额超越传统渠道，并保持领先优势，投资者整体上更倾向于通过互联网收集与基金

⑩ 资料来源 《中国互联网金融报告（2014）》、《2015 年至 2018 年中国互联网金融发展趋势研究报告》，中国互联网金融协会。

相关的信息并做出投资决策,使得基金经理报告中的观点更容易通过互联网传播.据此构建指标 *Post 2014*,将 2014 年及以后的样本在该指标取值上记为 1,否则为 0,构建该指标与文本独特性的交乘项纳入回归,结果如表 10 的第 (1) 列

所示.结果表明,相较于 2014 年前的样本,2014 年及以后的基金定期报告独特性对流量的影响更为显著,与预期一致,体现了互联网在传播基金经理观点、吸引投资者关注中发挥的重要作用.

表 9 历史业绩、文本独特性与资金流量

Table 9 Historical performance, report uniqueness and fund flow

变量	$Flow_{t+1}$			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Report Uniqueness</i>	0.025 0** (2.52)	0.025 5** (2.57)	0.032 0*** (3.15)	0.035 2*** (3.34)
<i>Report Uniqueness</i> × <i>CAPM Return6M</i>	-0.126 6* (-1.82)			
<i>Report Uniqueness</i> × <i>Carhart Return6M</i>		-0.172 2* (-1.87)		
<i>Report Uniqueness</i> × <i>CAPM Return12M</i>			-0.134 8*** (-3.19)	
<i>Report Uniqueness</i> × <i>Carhart Return12M</i>				-0.216 6*** (-3.67)
基金控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	10 614	10 614	9 864	9 864
adj. <i>R</i> ²	0.090 9	0.090 2	0.093 4	0.089 9

其次,当市场表现良好,投资者信心充足时,投资者倾向于花费更多的时间用于基金研究,而当市场低迷时,基金文本的作用可能无从体现.参考徐龙炳和顾力绘^[36],基于中证 800 指数划分上涨和下跌阶段,构建指标 *High Market Return*,其中市场上涨时期记录为 1,否则为 0,构建该指标与文本独特性交乘项并纳入回归,讨论了不同时期文本独特性的流量吸引力,结果如表 10 的第 (2) 列所示.结果表明,在上涨行情下,投资者更有研究基金报告的兴趣,基金独特文本的流量吸引作用更加显著.

5 稳健性检验

5.1 替换指标计算方法

5.1.1 替换解释变量

本研究考虑了三种核心解释变量的替代计算方法,以确保结论稳健:替换文本重叠度为余弦相似度、基于高相似报告计算独特性和基于非常规

内容长度计算独特性.

表 10 不同市场时期的文本独特性影响

Table 10 The effect of report uniqueness in different periods

变量	$Flow_{t+1}$	
	(1)	(2)
<i>Report Uniqueness</i>	-0.003 7 (-0.28)	0.001 1 (0.11)
<i>Report Uniqueness</i> × <i>Post2014</i>	0.042 8** (2.40)	
<i>Report Uniqueness</i> × <i>High Market Return</i>		0.058 7*** (3.46)
基金控制变量	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes
<i>N</i>	14 982	14 982
adj. <i>R</i> ²	0.102 2	0.102 8

首先,参考 Kostovetsky 和 Warner 计算持仓及收益独特性时使用余弦相似度的处理方式^[15],计算报告文本向量与其他文本向量间余弦相似度均值,标准化取负后,对文本长度回归取残差项作为

替代的文本独特性衡量方式，得到 *Report Uniqueness_{cosine similarity}* 指标；其次，可能少量的文本与当前文本高度重叠，而其他大量文本与当前文本重叠度较低，使得该文本被计算为低独特性文本，本研究使用与当前文本同期重叠度最高的 15% 子样本计算文本独特性，得到 *Report Uniqueness_{similar report}* 指标作为替代衡量方式；最后，考虑到基金经理亦有可能在报告的常规内容撰写结束后加入

具有一定独特性的讨论，独特性可能被冗长的常规内容影响导致低估，本研究通过词频来分离常规内容和独特内容，在每个截面筛选排序靠前的 15% 的词汇作为高频常规内容，计算剔除高频词汇后的报告文本长度并进行标准化处理，得到 *Report Uniqueness_{common words}* 指标作为替代衡量方式。使用替代后解释变量的回归结果如表 11 所示，结论保持稳健^①。

表 11 文本独特性与资金流量(替换解释变量计算方式)

Table 11 Report uniqueness and fund flow (change the calculation method of explaining variable)

变量	<i>Flow_{t+1}</i>		
	(1)	(2)	(3)
<i>Report Uniqueness_{cosine similarity}</i>	0.029 5*** (2.75)		
<i>Report Uniqueness_{similar report}</i>		0.035 0*** (3.08)	
<i>Report Uniqueness_{common words}</i>			0.024 3** (2.00)
基金控制变量	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	14 982	14 974	14 974
adj. <i>R</i> ²	0.102 0	0.102 2	0.101 8

5.1.2 替换被解释变量

考虑其他有关被解释变量的度量方式，以确保结论稳健：使用规模增长替换增长比例、使用样本期内后一季度数据替换半年度数据。

首先 Sirri 和 Tufano^[16] 的基金资金流量计算方式对规模较大的基金并不公平，小规模基金比大规模基金更容易实现大规模增长，为消除这一由于计算方法设计可能造成的结论偏差，参考 Kostovetsky 和 Warner^[15] 构建净资金流入指标如式 (9) 所示，其中 *NAV_{i,t}* 代表 *t* 期末基金总净值，*R_{i,t}* 代表基金 *t* 期间收益率。净资金流入指标直观地考虑了规模增长而非增长比例，对该指标进行标准化后替换原有资金流量的回归结果如表 12 的列 (1) 所示，主要结论依然保持稳健。

$$Net\ Inflow_{i,t} = NAV_{i,t} - NAV_{i,t-1}(1 + R_{i,t}) \quad (9)$$

基金半年报应在上半年结束 60 日内完成编

制，年报需要在每年结束日期起 90 日内完成编制，少部分基金会早于这一期限提前披露，故大部分基金上半年中 3 月前流量和下半年 8 月前流量不受报告文本影响。因此，需进一步检验截止日后的流量数据中文本-资金流关联稳定显著存在，主要结论的成立不依赖于截止日前的流量数据信息。考虑到流量信息的最短统计区间为季度，本研究以每个半年的后一季度区间内流量替换半年资金流量，即使用二季度资金流量替代上半年数据，使用四季度资金流量替代下半年数据。尽管该部分流量数据不能完全涵盖截止日后的全部区间，但是能够确保该部分流量统计于所有报告披露后，且早于下一期任何一篇报告披露前。相关回归结果如表 12 的列 (2) 所示，当使用每个半年的后一季度流量替换原指标时，研究结论保持稳健。

① 稳健性检验中同样考虑了其他比例(如 20%、30%)的子样本或高频词，与当前检验结果一致。

表 12 文本独特性与资金流量(替换被解释变量计算方式)

Table 12 Report uniqueness and fund flow (change the calculation method of interpreted variable)

变量	$Net\ Inflow_{t+1}$	$Flow_{latter\ season}$
	(1)	(2)
<i>Report Uniqueness</i>	0.028 7*** (2.58)	0.011 6*** (2.72)
基金控制变量	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes
<i>N</i>	14 982	16 731
$adj.R^2$	0.066 8	0.075 2

5.2 排除替代性解释

本研究的主要结果可能存在三个替代性解释: 1) 其他文本特征影响流量, 而文本独特性恰好与之相关; 2) 新闻等公开信息促进投资者关注基金文本, 投资者并非通过阅读文本而产生投资兴趣; 3) 投资决策受文本中收益信息影响, 而文本独特性与之相关. 关于这三种可能的替代解释, 本研究考虑了一系列稳健性检验予以讨论.

首先, 投资者可能关注来自于文本的其他特征, 本研究考虑了被高频考察的三个文本指标: 文本长度 (*Report Length*)、文本情感 (*Report Emotion*) 和文本可读性 (*Report Readability*), 此外, 考虑到基金经理可能模仿、套用此前撰写的报告, 本研究还额外控制了上一期的文本独特性 (*Report Uniqueness_{t-1}*). 其中, 1) 文本长度为对全文字数取对数; 2) 文本情感的计算使用词典来自姜富伟等^[37]和姚加权等^[38]构建的中文金融情感词典, 情感语调为文本中积极词汇与消极词汇之差比积极词汇与消极词汇之和, 语调取值越大, 意味着在文本中表达的情绪越乐观; 3) 文本可读性参考陈霄等^[39]的计算方法, 使用教育部发布的《现代汉语语料库字(词)频表》中 14 000 余个汉语常用词, 计算分词后文本包含的常用词数量与总词数之比, 该比值越高, 文本可读性越强.

控制文本特征后的回归如表 13 所示, 回归结果表明, 加入其他文本特征后结论保持稳健. 其中, 所额外控制的文本长度、可读性和情感变量均对流量无显著影响, 说明投资者更加关注“说了什么”的内容本身, 而非是否长篇大论、预期积极或者浅显易懂.

另一组被关注的可能的替代解释在于, 投资

者关注是否被基金的公开关注水平影响, 而非阅读报告的体验决定, 即报告文本独特性与被其他公开传播信息存在重叠. 自然地, 具备独特见解的文本更容易被媒体转载, 或者被分析师报告加以关注, 使得投资者的关注并非来自基金定期报告文本自身. 本研究使用 CSMAR 市场资讯数据库的“新闻”和“研究报告”数据, 采用基金简称匹配其中的新闻或分析师研究报告, 以半年频统计基金被新闻或分析师报告提及的次数, 并且在每个截面上进行标准化, 得到新闻覆盖率 (*News Cover*) 和分析师报告覆盖率 (*Analysis Cover*), 作为基金的市场关注度指标. 此外, 基金获奖信息也有可能强化基金在整个市场中的曝光度, 本研究统计了过去一个半年度基金所获得的奖项情况(颁奖项目为金牛奖、金基金奖和明星基金奖), 计算获奖数量指标 (*Prize*) 并纳入控制.

表 14 列(1)~表 14 列(2) 报告了控制新闻覆盖率、分析师报告覆盖率和基金获奖后的回归结果. 由于新闻和报告时效性较强, 表 14 列(1) 和控制了上一个半年度的指标, 在表 14 列(2) 控制了与流量同一个半年度的指标, 结果表明, 其他公开关注导致的注意力吸引不能替代基金定期报告本身所发挥的吸引作用. 此外, 并非所有基金都能够得到新闻报道、分析师关注或获奖, 故剔除了被新闻报道、分析师跟踪或获奖至少一次的样本, 分析结果如表 14 列(3)~表 14 列(6) 所示. 在分别保留无新闻报道、无分析师报告、无获奖信息以及无上述任何公开曝光的样本中的回归结果表明, 独特的报告文本依然能够吸引资金流量.

最后一组可能的替代解释是, 文本中包含的收益内容与独特性密切相关, 而投资者基于收益信息而非文本独特性做出投资决策, 尽管已经在回归中严格控制了收益相关信息, 但是在本部分进一步采用了历史累计净值增长率(3 个月、6 个月和 12 个月) 对文本独特性回归后的残差项作为分离收益信息后的文本独特性代理指标. 表 15 的回归结果显示, 分离收益信息后的文本独特性依然能够吸引投资者关注, 其他回归系数表明投资者基于收益的投资选择和基于文本独特性的投资选择同时存在, 而不是相互替代.

表 13 控制其他报告特征后的文本独特性与资金流量
Table 13 Report uniqueness and fund flow after controlling for other report characteristics

变量	Flow _{t+1}				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Report Uniqueness	0.029 9 *** (2.77)	0.030 2 *** (2.82)	0.029 9 *** (2.79)	0.035 0 *** (3.15)	0.034 3 *** (3.08)
Log(Report Length)	0.003 1 (0.13)				0.006 2 (0.25)
Report Emotion		0.003 0 (0.07)			0.022 8 (0.57)
Report Readability			-0.109 4 (-0.53)		-0.129 1 (-0.62)
Report Uniqueness _{t-1}				-0.009 3 (-0.80)	-0.009 0 (-0.77)
基金控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	14 982	14 982	14 982	14 397	14 397
adj.R ²	0.102 0	0.102 0	0.102 0	0.102 8	0.102 6

表 14 控制市场关注度后的文本独特性与资金流量
Table 14 Report uniqueness and fund flow after controlling for market attention

变量	Flow _{t+1}					
	All Sample		No News	No Report	No Prize	No Cover
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Report Uniqueness	0.030 2 *** (2.82)	0.026 4 ** (2.53)	0.041 1 ** (2.27)	0.032 7 *** (2.87)	0.034 3 *** (3.08)	0.044 6 ** (2.33)
News Cover	0.012 5 (1.17)					
News Cover _{t+1}		0.173 1 *** (7.09)				
Analysis Cover	0.019 4 *** (2.68)					
Analysis Cover _{t+1}		0.052 5 *** (5.53)				
Prize	0.061 4 *** (4.62)	0.047 6 *** (3.59)				
基金控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	14 982	14 982	6 874	13 384	14 279	6 499
adj.R ²	0.102 9	0.128 7	0.104 9	0.100 0	0.102 5	0.104 9

表 15 剔除收益影响的文本独特性与资金流量

Table 15 Report uniqueness and fund flow after excluding return effect

变量	$Flow_{t+1}$		
	(1)	(2)	(3)
Report Uniqueness (Resid-return12M)	0.027 1** (2.52)		
Report Uniqueness (Resid-return6M)		0.024 4** (2.32)	
Report Uniqueness (Resid-return3M)			0.027 2*** (2.59)
基金控制变量	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
N	14 982	16 021	16 021
adj.R ²	0.101 9	0.098 4	0.098 2

5.3 工具变量法

为了避免主要结论受遗漏变量等情形的干扰,本研究尝试使用工具变量和两阶段最小二乘回归解决内生性问题.林晚发等讨论管理层语调操纵和债券市场反应时,选择了同省份年度公司异常积极语调均值作为工具变量^[40].类似的,相似基金文本独特性与当前基金的文本独特性高度相关,但是并不直接影响当前基金的资金流量,适合作为工具变量的选项.

参考Hoberg等^[31]以及罗荣华和田正磊^[28]对相似基金的定义,本研究基于基金持仓加权计算得到基金在市值、账面市值比和动量三个维度的特征,并计算两两基金间的向量距离,其中距离更近的基金可以被定义为相似基金,参考罗荣华和田正磊^[28]的阈值设定,在所有基金的距离关联中排在前21.7%的关联被视为相似基金的关联,据此为每只基金都找到了相匹配的其他基金,并计算相似基金的文本独特性均值作为工具变量.在表16的两阶段回归结果中,工具变量与内生解释变量显著正相关,且第一阶段F统计量大于10,认为不存在弱工具变量问题,第二阶段的回归结果与主要结论保持一致.

5.4 动态面板回归

资金流量的变化可能受到过去一期资金流量的影响,参考罗荣华等^[41],对模型(4)加入滞后一期的因变量作为解释变量,构建动态面板回归

模型进行稳健性检验,并采用动态面板广义矩估计解决动态模型的内生性问题.表16相关结果表明,当加入流量的滞后项后,动态面板回归结果依然支持主要结论.

表 16 文本独特性与基金流量: 两阶段回归与广义矩估计

Table 16 Report uniqueness and fund flow: 2SLS estimation &

GMM estimation

变量	2SLS estimation		GMM estimation
	第一阶段	第二阶段	
	Report Uniqueness	$Flow_{t+1}$	
IV	0.225 9*** (4.99)		$Flow_{t+1}$
Report Uniqueness		0.611 5** (2.32)	0.044 6*** (3.63)
Flow			0.122 9*** (7.39)
基金控制变量	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
第一阶段 F 统计量	24.91		—
N	14 888	14 888	14 982
AR(1) -pvalue	—	—	0.000
AR(2) -pvalue	—	—	0.111
Sargan test -pvalue	—	—	0.133
adj.R ²	0.007 7	0.026 3	—

6 结束语

基金定期报告是基金管理人与投资者日常沟通的主要渠道,理解基金定期报告文本发挥的作用对于认识基金的资金流动具有重要意义.本研究基于2010年—2022年我国偏股和股票型基金中报和年报中基金经理分析和展望文本构建独特性指标,探讨文本如何影响投资者决策以及基金经理是否利用文本迎合了投资者.研究表明,基金文本独特性能够提升资金流入,该效应主要存在于个人投资者流量中,管理人也因此业绩落后时更倾向于撰写独特文本.进一步研究表明,信息不对称、历史业绩表现和宏观环境都可能影响文

本对流量的作用。从投资角度而言,文本独特性不能预测未来的收益表现,这意味着投资者难以取得超额收益,撰写独特文本是管理人对投资者的非理性偏好的迎合。

相比于模板化和同质化的语言表述,独特文本能够吸引投资者阅读,这一发现拓展了“文本能够影响投资者认知”在基金市场领域的证据,为后续对基金定期报告的深入研究提供了基础。此外,本研究揭示了文本独特性本质上是管理人迎合行为在报告文本领域的体现,投资者应当对基金经理的此类行为有清醒的认知,在阅读文本的同时充分结合其他信息加以判断。

本研究认为在促进投资者理性认知、强化基金披露规范、拓宽投资者交流途径等维度还

有诸多工作可以加以考虑和落实:1) 监管机构和机构投资者应当合力加强个人投资者教育,促进投资者多维度认知基金表现,投资者在阅读基金经理的定期报告时,既要关注管理人在文本中的表述,也要与其过往表现充分结合,从而更全面地认识基金经理的管理能力;2) 考虑到基金文本在流量吸引方面扮演着重要角色,监管机构可以在此前基础上进一步提升基金定期报告的规范化要求,避免基金为追逐流量而过度“标新立异”;3) 基金公司应当在报告发布前后为投资者提供与管理人在各个渠道交流的机会,促进管理人更加全面地表达自身观点,不要让一纸报告承担全部信息,进一步多元化现有信息披露体系。

参 考 文 献:

- [1] 林 树,葛逸云,朱 超. 基金经理语调与投资行为——基于基金年报的文本分析方法[J]. 证券市场导报,2021,(8): 58-70.
Lin Shu, Ge Yiyun, Zhu Chao. Fund managers' intonation and investment behavior: A textual analysis method based on Fund annual Report[J]. Securities Market Herald, 2021, (8): 58-70. (in Chinese)
- [2] Ammer J, Rogers J, Wang G, et al. Chinese asset managers' monetary policy forecasts and fund performance[J]. Management Science, 2023, 69(1): 598-616.
- [3] Huang J, Wei K D, Yan H. Participation costs and the sensitivity of fund flows to past performance[J]. The Journal of Finance, 2007, 62(3): 1273-1311.
- [4] Barber B M, Odean T, Zheng L. Out of sight, out of mind: The effects of expenses on mutual fund flows[J]. The Journal of Business, 2005, 78(6): 2095-2120.
- [5] Barber B M, Odean T. All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors[J]. Review of Financial Studies, 2008, 21(2): 785-818.
- [6] Baker M, Wurgler J. Behavioral Corporate Finance: An Updated Survey[M]. Amsterdam: Elsevier, 2013.
- [7] Baker M, Wurgler J. A catering theory of dividends[J]. The Journal of Finance, 2004, 59(3): 1125-1165.
- [8] 俞红海,陆 蓉,徐龙炳. 投资者名义价格幻觉与管理者迎合——基于基金拆分现象的研究[J]. 经济研究, 2014, 49(5): 133-146.
Yu Honghai, Lu Rong, Xu Longbing. Investor's nominal price illusion and manager's catering: The research based on mutual fund splits[J]. Economic Research Journal, 2014, 49(5): 133-146. (in Chinese)
- [9] 杨 坤,曹 晖,宋双杰. 基金业绩与资金流量: 明星效应与垫底效应[J]. 管理科学学报, 2013, 16(5): 29-38.
Yang Kun, Cao Hui, Song Shuangjie. Star effect and bottom effect in flow-performance relationship: A principal-agent analysis[J]. Journal of Management Sciences in China, 2013, 16(5): 29-38. (in Chinese)
- [10] 蒋运冰,王燕鸣,王恕慧,等. 基金公司竞争策略研究——基于产品创新和机制创新视角[J]. 中国管理科学, 2015, 23(12): 45-52.
Jiang Yunbing, Wang Yanming, Wang Shuhui, et al. Research on fund companies competition strategy: Based on product innovation and mechanism innovation perspective[J]. Chinese Journal of Management Science, 2015, 23(12): 45-52. (in

Chinese)

- [11] Cooper M J , Gulen H , Rau P R. Changing names with style: Mutual fund name changes and their effects on fund flows [J]. *The Journal of Finance* , 2005 , 60(6) : 2825–2858.
- [12] 左大勇, 陆 蓉. 理性程度与投资行为——基于机构和个人基金投资者行为差异研究 [J]. *财贸经济* , 2013 , (10) : 59–69.
- Zuo Dayong , Lu Rong. Rationality and investors' behavior: Based on the behavior of institutional and individual fund investors [J]. *Finance & Trade Economics* , 2013 , (10) : 59–69. (in Chinese)
- [13] 刘京军, 刘彦初, 熊和平. 基金竞争与泡沫资产配置模仿行为研究 [J]. *管理科学学报* , 2018 , 21(2) : 114–126.
- Liu Jingjun , Liu Yanchu , Xiong Heping. Competition among mutual funds and their imitation behavior on bubble assets allocations [J]. *Journal of Management Sciences in China* , 2018 , 21(2) : 114–126. (in Chinese)
- [14] Kim S , Yoon A. Analyzing active fund managers' commitment to ESG: Evidence from the United Nations principles for responsible investment [J]. *Management Science* , 2023 , 69(2) : 741–758.
- [15] Kostovetsky L , Warner J B. Measuring innovation and product differentiation: Evidence from mutual funds [J]. *The Journal of Finance* , 2020 , 75(2) : 779–823.
- [16] Sirri E R , Tufano P. Costly search and mutual fund flows [J]. *The Journal of Finance* , 1998 , 53(5) : 1589–1622.
- [17] 伍燕然, 王 凯, 苏 淞, 等. 有限理性对开放式基金业绩–流量关系的影响 [J]. *管理科学学报* , 2019 , 22(10) : 101–126.
- Wu Yanran , Wang Kai , Su Song , et al. Effects of limited rational factors on performance–flow relationship of mutual funds [J]. *Journal of Management Sciences in China* , 2019 , 22(10) : 101–126. (in Chinese)
- [18] 林 斌, 何 为, 余剑峰. 基于相关性调整的公募基金管理能力度量 [J]. *管理科学学报* , 2022 , 25(11) : 109–126.
- Lin Shen , He Wei , Yu Jianfeng. A correlation-adjusted measure for the management ability of mutual fund [J]. *Journal of Management Sciences in China* , 2022 , 25(11) : 109–126. (in Chinese)
- [19] 李志冰, 刘晓宇. 基金业绩归因与投资者行为 [J]. *金融研究* , 2019 , (2) : 188–206.
- Li Zhibing , Liu Xiaoyu. Fund performance attribution and investor behavior [J]. *Journal of Financial Research* , 2019 , (2) : 188–206. (in Chinese)
- [20] Hillert A , Niessen-Ruenzi A , Ruenzi S. Mutual fund shareholder letters: Flows , performance , and managerial behavior [J]. *Management Science* , 2024 , doi: 10.1287/mnsc.2021.03417.
- [21] Kumar A , Niessen-Ruenzi A , Spalt O G. What' s in a name? Mutual fund flows when managers have foreign-sounding names [J]. *The Review of Financial Studies* , 2015 , 28(8) : 2281–2321.
- [22] Akbas F , Genc E. Do mutual fund investors overweight the probability of extreme payoffs in the return distribution? [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 2020 , 55(1) : 223–261.
- [23] Abis S , Lines A. Broken promises , competition , and capital allocation in the mutual fund industry [J]. *Journal of Financial Economics* , 2024 , 162: 103948.
- [24] 倪中新, 王 娇, 巫景飞. 基金被动调仓引发了风格漂移吗? ——兼论基金季报披露质量的调节效应 [J]. *财经研究* , 2023 , 49(3) : 79–93.
- Ni Zhongxin , Wang Jiao , Wu Jingfei. Does funds' forced trading cause fund style drift? Also on the moderating effect of fund quarterly report disclosure quality [J]. *Journal of Finance and Economics* , 2023 , 49(3) : 79–93. (in Chinese)
- [25] Romaniuk J , Sharp B. Conceptualizing and measuring brand salience [J]. *Marketing Theory* , 2004 , 4(4) : 327–342.
- [26] 张琳琳, 江嘉骏, 沈红波. 基于利益冲突化解的基金最优管理规模的确定 [J]. *管理科学学报* , 2022 , 25(12) : 77–101.
- Zhang Linlin , Jiang Jiajun , Shen Hongbo. Optimal fund management size based on all evasion of interest conflicts [J]. *Journal of Management Sciences in China* , 2022 , 25(12) : 77–101. (in Chinese)

- [27]刘维奇,刘新新.个人和机构投资者情绪与股票收益——基于上证 A 股市场研究[J].管理科学学报,2014,17(3):70-87.
- Liu Weiqi, Liu Xinxin. Individual/institutional investor sentiment and stock returns: Study based on Shanghai A-share market[J]. Journal of Management Sciences in China, 2014, 17(3): 70-87. (in Chinese)
- [28]罗荣华,田正磊.基金网络、竞争阻隔与股票信息环境[J].中国工业经济,2020,(3):137-154.
- Luo Ronghua, Tian Zhenglei. Mutual fund network, competition barrier and stock information environment [J]. China Industrial Economics, 2020, (3): 137-154. (in Chinese)
- [29]孔高文,胡林峰,孔东民,等.基金持股的创新偏好与基金业绩研究[J].管理科学学报,2019,22(12):70-83.
- Kong Gaowen, Hu Linfeng, Kong Dongmin, et al. Does innovative preferences improve mutual funds performances [J]. Journal of Management Sciences in China, 2019, 22(12): 70-83. (in Chinese)
- [30]Wahal S, Wang A Y. Competition among mutual funds [J]. Journal of Financial Economics, 2011, 99(1): 40-59.
- [31]Hoberg G, Kumar N, Prabhala N. Mutual fund competition, managerial skill, and alpha persistence [J]. The Review of Financial Studies, 2018, 31(5): 1896-1929.
- [32]Treyner J, Mazuy K. Can mutual funds outguess the market? [J]. Harvard Business Review, 1966, 44: 131-136.
- [33]Henriksson R D, Merton R C. On market timing and investment performance. II. Statistical procedures for evaluating forecasting skills [J]. Journal of Business, 1981: 513-533.
- [34]Hazenbergh J J, Irek F, Van der Scheer W, et al. The lure of the brand: Evidence from the European mutual fund industry [J]. European Financial Management, 2015, 21(5): 867-904.
- [35]Coval J, Stafford E. Asset fire sales (and purchases) in equity markets [J]. Journal of Financial Economics, 2007, 86(2): 479-512.
- [36]徐龙炳,顾力绘.基金经理逆境投资能力与基金业绩[J].财经研究,2019,45(8):127-139.
- Xu Longbing, Gu Lihui. The fund manager's investment ability in the down market and fund performance [J]. Journal of Finance and Economics, 2019, 45(8): 127-139. (in Chinese)
- [37]姜富伟,孟令超,唐国豪.媒体文本情绪与股票回报预测[J].经济学(季刊),2021,21(4):1323-1344.
- Jiang Fuwei, Meng Lingchao, Tang Guohao. Media textual sentiment and Chinese stock return predictability [J]. China Economic Quarterly, 2021, 21(4): 1323-1344. (in Chinese)
- [38]姚加权,冯绪,王赞钧,等.语调、情绪及市场影响:基于金融情绪词典[J].管理科学学报,2021,24(5):26-46.
- Yao Jiaquan, Feng Xu, Wang Zanjun, et al. Tone, sentiment and market impacts: The construction of Chinese sentiment dictionary in finance [J]. Journal of Management Sciences in China, 2021, 24(5): 26-46. (in Chinese)
- [39]陈霄,叶德珠,邓洁.借款描述的可读性能够提高网络借款成功率吗[J].中国工业经济,2018,(3):174-192.
- Chen Xiao, Ye Dezhu, Deng Jie. Can readability of loan description promote lending success rate of online [J]. China Industrial Economics, 2018, (3): 174-192. (in Chinese)
- [40]林晚发,赵匡匡,宋敏.管理层讨论与分析的语调操纵及其债券市场反应[J].管理世界,2022,38(1):164-180.
- Lin Wanfa, Zhao Zhongkuang, Song Min. The tone manipulation of management discussion and analysis and the bond market reaction [J]. Management World, 2022, 38(1): 164-180. (in Chinese)
- [41]罗荣华,陈新春,刘阳.资金流波动、基金流动性配置与基金业绩[J].证券市场导报,2017,(11):49-60+77.
- Luo Ronghua, Chen Xinchun, Liu Yang. Cash flow volatility, fund liquidity allocation and fund performance [J]. Securities Market Herald, 2017, (11): 49-60+77. (in Chinese)

Does report uniqueness of mutual funds attract attention? Evidence from mutual fund's periodic reports

YU Hong-hai , LEI Xin-nan , ZHANG Si-yan , WANG Shuo

School of Management and Engineering , Nanjing University , Nanjing 210093 , China

Abstract: Unique text narratives can capture attention and leave a lasting impression on readers. In the Chinese fund market , managers write periodic reports to introduce fund products to investors. Fund managers summarize their past investment strategies and outline future plans without adhering to strict templates in the sections titled “An Analysis of Fund's Investment Strategy and Operation” and “A Brief Outlook on Macroeconomic , Securities Market and Industry Trends” of the periodic reports. In this case , can the uniqueness of fund texts attract investors' attention? This paper measures the uniqueness of fund texts based on the texts of analysis and outlook section of the fund's annual and semi-annual reports from 2010 to 2022. Our findings indicate that investors are attracted by funds with higher report uniqueness when making investment decisions. This suggests that greater textual uniqueness can lead to greater cash inflows in the future , primarily among individual investors. In this way , managers of underperforming funds are more motivated to produce uniquely crafted texts to compensate for outflows caused by the funds' poor performance. Furthermore , from the perspective of investor preferences , this flow-attracting ability can be affected by factors including degree of information asymmetry , the historical performance of the fund , and market macro performance to some extent. Finally , the paper finds that report uniqueness fails to imply beneficial information , which means investors won't obtain higher returns from it. Our study reveals how fund managers take advantage of investors' irrational preferences for unique text in order to make a profit , provides further evidence of fund managers' catering behavior , and suggests that supervisory bodies should develop appropriate guidelines to direct the content of reports while also educating investors to approach fund reports with a rational and holistic perspective.

Key words: fund periodic report; catering behavior; report uniqueness; cash flow