

v. Agarwal • K. Mullally • Y. Tang • B. Yang

mandatory portfolio disclosure, stock liquidity, and mutual fund performance

CFR working paper 13-04

Seit Mai 2004 sind US-amerikanische Investmentfonds dazu verpflichtet, ihre Portfoliozusammensetzung nicht mehr halbjährlich sondern quartalsweise zu berichten. In der vorliegenden Arbeit wird anhand dieser Änderung in der Fondsregulierung der Frage nachgegangen, welchen Einfluss die höhere Berichtsfrequenz auf die Liquidität der berichteten Positionen sowie auf die Fondsperformance hat.

Die Motivation und Hypothesenbildung basieren auf theoretischen Modellen zum informierten Handel. So wird zunächst aufbauend auf dem Modell von Huddart, Hughes und Levine (2001) erwartet, dass eine häufigere Offenlegung der gehaltenen Positionen von informierten Händlern die Marktliquidität erhöht. Weil die Market Maker aus den berichteten Positionen Informationen ableiten können, wird der Preiseinfluss dieser informierten Transaktionen bei steigender Berichtsfrequenz reduziert. Darüber hinaus sollte sich insbesondere die Liquidität derjenigen Aktien verbessern, bei denen eine hohe Informationsasymmetrie besteht. Schlussendlich kann aus dem Modell geschlussfolgert werden, dass informierte Händler umso weniger Nutzen aus ihren Informationsvorteilen ziehen können, je öfter sie ihre Positionen berichten müssen.

Die empirische Untersuchung in dieser Arbeit unterstützt die theoretischen Vorüberlegungen und liefert zwei Hauptergebnisse: zum einen steigt bei höherer Berichtsfrequenz die Liquidität bei solchen Aktien stärker an, die in großem Maße von Investmentfonds gehalten werden. Dies geht einher mit der bereits berichteten Evidenz, dass die Portfolios von Investmentfonds wertvolle Informationen enthalten. Dies gilt insbesondere dann, wenn informiertere Fonds diese Aktien halten und wenn eine größere Informationsasymmetrie vorherrscht.

Zum anderen zeigen die Autoren als zweites wichtiges Ergebnis, dass die häufigere Berichterstattung bei den besseren Fonds zu einem stärkeren Rückgang in der abnormalen Performance führt. Dieser Rückgang für die Fonds im obersten Performance-Quartil reicht von 1,9% bis 4,5% jährlich. Die Autoren zeigen, dass die Performanceeinbußen aber lediglich zu einem Viertel aus der erhöhten Liquidität der gehaltenen Aktien resultieren.

Zusammenfassend lässt die Arbeit darauf schließen, dass eine häufigere Offenlegung der gehaltenen Positionen die Qualität des Finanzmarktes erhöht, da die Aktienliquidität steigt. Gleichzeitig schadet die mehrmalige Berichterstattung insbesondere den informierten Investoren, die infolgedessen weniger Anreize zur Informationsbeschaffung und -verarbeitung besitzen.