

南大商学评论

Nanjing Business Review

基金业绩、基金竞争与会计应计异象

——来自中国基金市场的经验证据

林 树 赵 军 孙俊峰 居理画

引入抽奖模式的众筹绩效研究

刘梦冉 周 耿

2015年农地确权、土地流转与农地投资的调查报告

张 晔 秦 聪

“需求引致创新”理论的研究述评

王高凤 郑江淮 许 璐

互联网时代组织声誉外部关联现象：认知视角的研究

刘明霞 吴光菊

员工感知的组织伦理气候对工作场所态度的影响研究

余 璇 陈维政

绿色消费意识及其行为表现

——基于大学生认知数据的检验

胡 靖 管莉花 宋 宇 等

资历过高感知：回顾与展望

黄 勇 彭纪生

“文化智力”与“全球心智”：概念及实证研究分殊

刘畅唱 贾良定 杨椅伊

35

2016-13(3)

经济转型与发展研究系列

南大商学评论

Nanjing Business Review

35



南京大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

南大商学评论. 第35辑 / 刘志彪主编. — 南京 :
南京大学出版社, 2016.12

ISBN 978-7-305-17952-5

I. ①南… II. ①刘… III. ①中国经济—文集 IV.
①F12-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 294183 号

出版发行 南京大学出版社
社 址 南京市汉口路 22 号 邮 编 210093
出 版 人 金鑫荣

书 名 南大商学评论(第 35 辑)
主 编 刘志彪
执行主编 贾良定 皮建才
责任编辑 徐 媛 尤 佳 编辑热线 025-83597482

照 排 南京南琳图文制作有限公司
印 刷 常州市武进第三印刷有限公司
开 本 787×1092 1/16 印张 11.5 字数 230 千
版 次 2016 年 12 月第 1 版 2016 年 12 月第 1 次印刷
ISBN 978-7-305-17952-5
定 价 32.00 元

网址: <http://www.njupco.com>
官方微博: <http://weibo.com/njupco>
官方微信号: njupress
销售咨询热线: (025) 83594756

* 版权所有,侵权必究

* 凡购买南大版图书,如有印装质量问题,请与所购
图书销售部门联系调换

主办单位

南京大学长江三角洲经济社会发展研究中心
教育部人文社会科学百所重点研究基地

南京大学经济转型和发展研究中心
教育部哲学社会科学创新基地

南京大学商学院

《南大商学评论》编辑委员会

主 任 沈坤荣

主 编 刘志彪

副 主 编 郑江淮 刘春林

编 委 (以姓氏笔画为序)

于津平 马野青 王全胜 王跃堂

安同良 刘志彪 刘 洪 刘春林

张正堂 张 兵 陈传明 沈坤荣

杨 忠 杨雄胜 范从来 郑江淮

洪银兴 赵曙明 徐志坚 贾良定

葛 扬 韩顺平 裴 平

执行主编 贾良定 皮建才

执行编委 (以姓氏笔画为序)

卜茂亮 王 宇 王 兵 毛伊娜

曲兆鹏 刘德溯 李 剑 张 骁

张 晔 何 健 杨 雪 林 树

周 耿 郑东雅 姜 嫵 徐小林

黄韞慧 韩 剑 蒋春燕 蒋 彧

主编的话

《南大商学评论》是由南京大学商学院主办的经济学、管理学类非连续的学术出版物。创办以来,以其规范、严密、扎实的研究风格受到国内外学者的高度评价,2012年被中国社会科学评价中心评定为 CSSCI 来源刊物。在此,我向关心、支持本文集的同仁们表示衷心的感谢!

新一轮的全球化期待中国学术研究像中国经济一样,进入世界学术研究关注的焦点和前沿。为了鼓励源自中国的原创性研究,《南大商学评论》立足于中国经济转型和发展实践,提倡从中国经济管理的实践中发现问题、提炼问题、分析问题和解决问题。

本文集将延续以前的传统,广泛接受来自国内外学者的自由投稿,采用双向匿名审稿制度,主要发表原创性的、规范和实证研究的学术论文,以及案例、综述和评论性的文章。研究领域不限,欢迎从宏观经济学、财政金融、产业组织、国际贸易、比较经济学、企业管理、市场营销、人力资源、电子商务、会计等相关具体领域进行专门化研究的成果。

欢迎赐稿,谢谢!



目录

1 基金业绩、基金竞争与会计应计异象

——来自中国基金市场的经验证据

林 树 赵 军 孙俊峰 居理画

26 引入抽奖模式的众筹绩效研究

刘梦冉 周 耿

42 2015 年农地确权、土地流转与农地投资的调查报告

张 晔 秦 聪

59 “需求引致创新”理论的研究述评

王高凤 郑江淮 许 璐

73 互联网时代组织声誉外部关联现象：认知视角的研究

刘明霞 吴光菊

-
- 93** 员工感知的组织伦理气候对工作场所态度的影响研究

余璇 陈维政

- 106** 绿色消费意识及其行为表现
——基于大学生认知数据的检验

胡靖 管莉花 宋宇等

- 120** 资历过高感知:回顾与展望

黄勇 彭纪生

- 140** “文化智力”与“全球心智”:概念及实证研究分殊

刘畅唱 贾良定 杨椅伊

- 159** 过去道德行为的公开对未来道德行为的影响

黄潇晓 姜嫵 卢莹

CONTENTS

-
- 1** Performance, Competition and Accrual Anomaly:
Evidence from Chinese Mutual Fund Industry
Shu Lin, Jun Zhao, Junfeng Sun, Lihua Ju
-
- 26** Performance of Crowdfunding Introducing the
Lottery Pattern
Mengran Liu Geng Zhou
-
- 42** A 2015 Annual Survey Report on The Verification of
Rural Land-use Right, Rural Land-use Right Transfers
and Investment in Farmland
Ye Zhang Cong Qin
-
- 59** Research Review on the Theory “demand-induced in-
novation”
Gaofeng Wang Jianghuai Zheng Lu Xu
-
- 73** Organizational Reputation Interdependence in the
Internet Age: A Study Based on Cognitive Perspectives
Mingxia Liu Guangju Wu
-

-
- 93** Study of the Impact of Employees Perceived Organizational Ethical Climate on Employees' Workplace Attitude

Xuan Yu Weizheng Chen

-
- 106** Green Consumption Intention and It's Behavior Performance

—Based on the Test of College Students' Cognitive Data

Jing Hu Lihua Guan Yu Song et al

-
- 120** Perceived Overqualification: A Review of Literature and Future Research Directions

Yong Huang Jisheng Peng

-
- 140** Cultural Intelligence and Global Mindset: the Difference of Concepts and Empirical Studies

Changchang Liu Liangding Jia Yiyi Yang

-
- 159** The Effects of Past Moral Behaviors in Public on Future Moral Behavior

Xiaoxiao Huang Yan Jiang Ying Lu

基金业绩、基金竞争与会计应计异象

——来自中国基金市场的经验证据^①

林 树 赵 军 孙俊峰 居理画*

【摘 要】 本文以 2004—2013 年国内偏股型基金持股组合的季度数据为样本,首次对我国基金运用应计异象策略及由此导致的竞争对基金业绩的影响进行实证研究。研究发现:应计异象策略并不是国内股票型基金普遍运用的一种投资策略。其次,我们发现策略带来的基金竞争影响基金的业绩表现。在积极利用应计异象策略交易的基金中,基金业绩与策略带来的竞争呈现负相关关系。此外,我们发现存在基金利用应计异象策略获利的现象。本文的研究拓展了会计应计异象的研究范围,丰富了资本市场效率和资本市场定价的研究,也为基金管理者的决策提供理论支持和参考。

【关键词】 应计异象 基金 基金竞争 基金业绩

【JEL 分类】 G11 G20 M41

① 感谢国家自然科学基金(信息优势或利益冲突:股东关系对基金投资行为的影响,项目号:71372030)、国家自然科学基金(法律环境、行政裁量与公司价值,项目号:71272102)的资助。

* 作者简介:林树(1978—),江苏人,南京大学管理学院教授、博士生导师,主要研究领域为资本市场与机构投资者赵军,E-mail:slin@nju.edu.cn;赵军(1986—),国网江苏省电力公司南京供电公司,注册会计师;孙俊峰(1988—),中国移动通信集团江苏有限公司,注册会计师;居理画(1989—),江苏省注册会计师管理服务中心副主任科员,注册会计师。

20 世纪 80 年代初以来,学术界发现了越来越多的市场异象,这些市场异象主要包括规模异象(Banz, 1981)、市盈率异象(Basu, 1983)、反转策略异象(DeBondt & Thaler, 1985)、惯性策略异象(Jegadeesh & Titman, 1993)、盈余公告后漂移异象(Bernard & Thomas, 1990)、应计异象(Sloan, 1996)、稳健会计政策异象(Penman & Zhang, 2002)。其中,应计异象是被普遍研究的一种市场异象,它的存在说明市场并非完全有效,这为投资者获取超额回报提供了空间。

近年来,机构投资者在市场中的主体地位越来越强,量化投资技术也随之得到越来越广泛的发展与运用,投资策略不断丰富和创新。包括基金在内的许多机构投资者普遍运用市场异象策略进行交易。国外关于基金投资策略的研究发现,许多共同基金、对冲基金等机构投资者利用盈余公告漂移异象、动量异象、应计异象等市场异象构造投资策略,基金行业内的策略竞争也越来越激烈。Stein(2009)指出,许多市场异象投资策略,如盈余公告漂移、动量策略和应计策略,容易产生极端竞争和集中交易的影响。在基金采取类似的投资策略时,不同基金往往处于相似的位置,它们根据策略模型计算的结果进行交易,容易产生集中交易的现象。这种由相似策略运用导致的竞争势必对这种投资策略的业绩产生影响。

对于市场异象投资策略与基金竞争及基金业绩关系,国外已经有一些学术研究涉及,然而我国证券投资基金对会计应计异象是否进行投资策略化的运用,此策略对基金竞争与基金业绩如何影响?目前针对国内市场的此方面研究仍然缺乏。本文将对此主题进行探索性研究,拓宽与加深国内市场异象与机构投资者行为之间关系的研究,也对投资策略的实践有着借鉴意义。

二 理论回顾与研究问题

1. 应计异象

应计异象的发现最初是由 Sloan(1996)研究会计盈余信息组成时提出的。应计异象,从本质上讲就是投资者利用会计信息构造投资组合以期获得超额回报的现象。会计盈余作为会计信息的重要组成部分,是投资者进行股票定价依据的重要信息来源。Sloan(1996)研究了会计盈余的两个成分,即应

计项目和现金流,两者对于股价的反映程度是不同的,资本市场中的投资者不能有效区分两者对股价的影响程度,从而导致会计应计的错误定价。Sloan(1996)通过构建会计应计套利策略,买入会计应计低的股票,卖出会计应计高的股票,可以在未来一年获取10%的超额回报,这说明投资者对当期盈余中的会计应计给出了错误的理解和定价。应计异象的存在是一个全球性的现象,国内外学者针对会计应计异象进行了广泛的研究(Francis & La Fond, 2005; Leippold & Lohre, 2008)。

我国资本市场同样存在应计异象。例如,刘云中(2003)参照 Sloan(1996)的研究方法,发现我国资本市场存在应计异象。王庆文(2005)研究发现,投资者会高估会计应计占比高的股票,而低估会计应计占比低的股票,导致会计应计的错误定价。林翔和陈汉文(2005)研究发现,会计应计的持续性显著低于现金流量的持续性,两者之间存在比较明显的差异。姜国华、李远鹏和牛建军(2006)以我国证券市场A股为研究对象,发现中国A股市场存在着显著的应计异象。宋云玲和李志文(2009)参照 Fama-MacBeth 算法,研究发现我国资本市场上存在应计异象。

2. 基金投资与应计异象策略

在国外发达资本市场,对冲基金,共同基金等机构投资者会常基于市场异象构造投资策略,机构投资者对市场异象策略的运用具有普遍性(Richardson, Tuna & Wysocki, 2010),运用异象策略的机构投资者数量以及他们管理的资产规模都有较大幅度上升。在应计异象策略的应用方面, Bushee & Raedy(2006)认为精明的市场参与者很可能面临不同类型的市场摩擦,他们研究发现应计异象策略仅在低应计分组中存在,在高应计分组中很少存在,并且应计异象策略仅在一些情况下可以获利。Ashiq Ali, Xuanjuan Chen, Tong Yao & Tong Yu(2008)认为应计异象获利的研究具有局限性,很难推定在实际中精明的市场参与者是否能利用应计异象交易获利。

Teoh & Zhang(2006)在对是否可以从应计异象中获利的研究中,认为考虑到交易成本、交易限制、收益率波动及其他极端应计股票不具有吸引力的因素时,即使机构投资者可以利用应计异象策略,他们也不一定能够从交易中获利。与此不同的是, Collins, Gong & Hribar(2003)和 Lev & Nissim(2006)研究发现机构投资者趋向于购买低应计股票,出售高应计股票。这很可能表明机构投资者发现利用应计异象交易是可以获利的。

Ashiq Ali, Xuanjuan Chen, Tong Yao & Tong Yu(2008)以1984—2003年在美国基金市场上交易的主动管理型共同基金为样本,研究共同基金能否利用会计应计异象策略获利。作者参照 Sloan(1996)关于会计应计的计量方法,并参照 Grinblatt, Titman & Wermers(1995)关于动量异象的衡量方法构建了应计异象投资的计量方法。他们的研究结果显示,只有少数共同基金利

用会计应计异象策略。在采用应计异象策略的基金中,持有低应计股票最大组与最小组相比,持股比例没有显著差异。只有极少的共同基金运用应计异象策略可以获得较高的收益。目前我们还未见到国内关于基金利用应计异象策略的研究,这可能与国内基金投资策略的发展程度有关系。

3. 基金竞争与基金业绩

Stein(2009)在其研究报告中指出,许多异象投资策略,如盈余公告漂移异象、动量异象策略和应计异象策略,很容易受到极端竞争和集中交易(crowded trades)的影响。机构投资者运用这种策略时,对股票的需求依赖于策略模型计算的结果。因此对于采用异象投资策略的基金,我们除了关注基金业绩表现还要关注由策略运用产生的竞争。Ashiq Ali, Xuanjuan Chen, Tong Yao & Tong Yu(2012)在研究共同基金能否从盈余漂移异象中获利中指出,运用异象策略的基金间存在激烈竞争。异象策略的普遍运用意味着投资者之间的竞争和这些策略的运用越来越相关。许多市场异象投资策略就是根据已公布的市场异象与公开的会计财务信息买卖证券。基金在运用类似的异象策略时,由策略本身导致的竞争对基金业绩产生一定的影响。国内关于基金竞争及其对基金业绩影响的研究主要参照国外已有的研究,涉及基金竞争市场结构、基金规模、基金家族竞争战略等。但目前国内还未有从交易策略层面研究基金竞争对基金业绩影响的研究。

从上述的文献综述可以看到,应计异象的研究在国外取得非常快速的发展,不论是学术界还是投资界都对其给予极大的关注。国内也已经有一部分应计异象的研究,而对我国基金市场如何利用应计异象策略未见相关研究。我国资本市场不断完善,基金规模不断扩大,量化投资策略近年被越来越广泛的应用。那么,我国证券投资基金是否运用应计异象策略进行交易,基金运用会计应计异象策略是否产生竞争,以及由策略导致的竞争对基金业绩产生什么影响?我们将就这几个问题进行深入细致的研究,研究结论无论对于市场异象方面的研究文献,或是基金投资策略的应用问题均具有较高的理论价值和实践意义。

三 研究设计

1. 样本选取

本文的样本数据来源为 Wind 资讯金融终端数据库和 CCER 数据库及巨潮咨询等网站。Wind 资讯金融终端数据库主要提供基金月度净收益、基金

规模、基金费用比率、基金持股明细等。根据本文研究的需要,采取市场异象策略的基金通常是属于主动管理型的基金,我们依据基金的投资目标选择了三种类型的基金,股票型基金、偏股型基金、平衡成长型基金及其持股数据。这三个类别的基金代表大多数主动管理型基金。基金样本的选取满足以下几个标准。① 剔除指数类股票型基金和未对外公告投资类型的基金。② 剔除未公布基金报告及基金数据缺失或不全的基金。③ 剔除基金持股数据缺失或不全的基金。比如,基金持有的股票,其财务数据缺失或不全等。时间区间为 2004—2013 年三季度使用的是基金的季度数据。

本文研究选取的基金持股组合为基金重仓股。选取基金持有的重仓股,一方面是由于我国基金公司公布的基金报告的特殊性。我国基金报告对外正式公布的时间起于 2003 年,一季报和三季度报的基金报告只公布基金持股的重仓股数据,半年报和年报的基金报告才公布基金全部持股明细。另一方面,从理论上,基金只会对更看好的股票或者股票组合给予更大的投资权重,重仓股的选择更能体现基金的挑选股票的策略。经过数据处理,本文筛选后的基金共 507 只,其中股票型基金 335 只,偏股型基金 147 只,平衡成长型基金 25 只。

2. 会计应计利润的衡量

总会计应计利润法成为许多公司尤其是上市公司进行盈余管理常用的办法。对于应计利润的衡量,最常用的就是传统的琼斯模型和其一系列修正的琼斯模型。传统的琼斯模型(Jones, 1991)对会计应计利润的计量为销售收入变动额减去应收项目变动额余额,加上固定资产净额的数值。修正的琼斯模型如陆建桥(1999)、顾振伟(2008)对应计利润的计量方法主要有两种,一种是资产负债表法,另一种是现金流量表法。虽然资产负债表法的应用更为广泛,但 Collins & Hribar(2000)研究认为,现金流量表法把会计盈余区分为应计利润和现金流量净额两部分,更加直观地反映会计盈余的质量、这种方法更加直观、易于理解。考虑到我国上市公司中的国有控股较多,政府补贴对公司效益的影响,同时近些年来上市公司出现较多的并购重组,使得公司的非持续性项目较多。综合以上因素,本文对于会计应计利润的衡量采用现金流量表法,即会计应计利润为会计盈余扣除经营活动现金流量后的余额(除以资产总额进行修正)。

$$Accrual_{j,t} = Earnings_{j,t} - Cashflow_{j,t} \quad (1)$$

许多上市公司利用会计应计利润进行盈余管理,更多地考虑公司稳定的业绩表现及良好的股市表现。但是,受经营状况和一些非持续性项目的影响,公司盈余管理也会出现较大的波动性,进而使得公司的会计应计项目出现较大的波动性。此外,从投资者的角度讲,他们十分关注公司的盈余质量,尤其

在市场表现相对低迷的情况下,投资者对盈余质量的关注度更高。这样一来,投资者在制定投资决策时,会考虑公司同期或者前后期会计应计的变化。基于上述因素的考虑,为了更好地衡量上市公司的会计应计,本文对现金流量表法下计量的会计应计做了进一步的平滑。参照 Bernard & Thomas (1990)关于会计盈余的计算方法,对会计应计利润进行平滑调整,记为标准化的会计应计 SA(Standard Accrual)。

$$SA_{j,t} = \frac{Accrual_{j,t} - Accrual_{j,t-4} - c_{j,t}}{\sigma_{j,t}} \tag{2}$$

其中, $Accrual_{j,t}$ 是样本公司 j 在季度 t 的会计应计, $Accrual_{j,t-4}$ 是样本公司 $t-4$ 季度的会计应计。 $c_{j,t}$ 和 $\sigma_{j,t}$ 分别是 $(Accrual_{j,t} - Accrual_{j,t-4})$ 过去八个季度的均值和标准差,由于部分样本公司上市日期的原因,理论上应具有不少于四个季度的观察值。我们对计量的应计利润进行分组,分别考查了全体股票和基金持有的股票收益情况,具体结果见表 1。

表 1 不同应计利润组合下的股票表现
Panel A:全部股票的收益表现

全部股票						
Stock Decile	Num of stocks	SA	Q1	Q2	Q3	Q4
P1	190	-1.37	3.58	3.88	4.10	3.63
2	190	-1.09	3.49	3.88	4.06	3.82
3	190	-0.78	4.00	3.88	3.72	3.51
4	190	-0.47	3.35	3.70	3.99	3.59
5	190	-0.16	3.34	3.76	4.10	3.68
6	190	0.14	3.65	3.74	3.74	3.29
7	190	0.45	3.25	3.50	3.83	3.09
8	190	0.77	3.70	3.37	3.75	3.32
9	190	1.09	3.68	3.59	3.70	3.08
P10	190	1.39	3.31	3.35	3.57	3.04
P1-P10			0.27	0.53	0.53	0.59
(t-stat)			(0.73)	(1.66)	(1.60)	(1.78)
3-factor alpha			4.61	6.03	4.28	5.11
(t-stat)			(14.77)	(20.45)	(13.43)	(15.33)
4-factor alpha			3.54	3.81	3.97	3.09
(t-stat)			(48.06)	(53.16)	(51.27)	(40.02)

(续表)

Panel B: 基金持股组合的收益表现

基金持股组合						
Stock Decile	Num of stocks	SA	Q1	Q2	Q3	Q4
P1	51	-1.37	2.17	2.22	2.75	2.37
2	51	-1.09	2.59	2.32	1.84	2.20
3	51	-0.76	2.27	2.51	2.32	2.03
4	51	-0.44	2.32	2.36	2.05	2.03
5	51	-0.11	2.56	2.08	1.85	1.83
6	50	0.22	2.30	1.59	1.84	2.41
7	50	0.53	2.49	1.69	0.93	1.44
8	51	0.85	2.47	1.94	1.80	1.81
9	51	1.15	2.31	1.47	0.92	1.78
P10	51	1.40	2.61	1.96	1.56	1.44
P1—P10			-0.44	0.26	1.19*	0.93
(t-stat)			(-0.71)	(0.42)	(1.83)	(1.36)
3-factor alpha			4.53	4.43	1.77	2.34
(t-stat)			(8.13)	(7.99)	(2.98)	(3.50)
4-factor alpha			2.55	2.30	1.95	1.72
(t-stat)			(19.01)	(16.87)	(13.45)	(11.23)

注:括号中为 T 值

表 1 中的 A 组数据表示全部股票的收益表现。在每个季度,我们把所有 A 股上市公司按照 SA 划分为十组,应计利润最低的为 P1 组,应计利润最高的为 P10 组,分别考查了各组股票在随后四个季度的平均收益。从统计数据可以看出,每组拥有 190 只股票;在组合形成后的四个季度,P1 和 P10 组合收益差分别为 0.27%($t=0.73$)、0.53%($t=1.66$)、0.53%($t=1.66$)、0.59%($t=1.78$),除第一季度外,两个组合收益具有显著差异,这说明应计利润低的股票具有较高的收益。我们还给出了各个季度的三因子阿尔法值和四因子阿尔法值,两者分别参照 Fama French(1993)三因子模型和 Carhart(1997)四因子模型回归得到。统计结果显示各个季度均拥有显著的三因子阿尔法值和四因子阿尔法值。表 1 中的 B 组数据表示,基金持有的股票按照应计利润分组后的表现。从统计结果可以看出,每组含有 50 至 51 只股票;在组合形成后的四个季度,P1 和 P10 组合收益差分别为 -0.44%($t=-0.71$)、0.26%($t=0.42$)、1.19%($t=1.83$)、0.93%($t=1.36$)。在第三季度两个组合收益具有