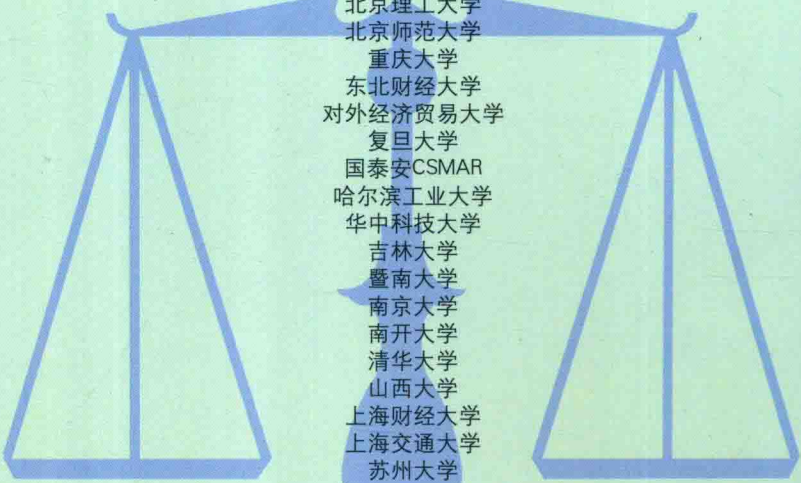


第14卷 第2期
(总第44期)
Vol.14 No.2

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

《中国会计评论》理事会
(按大学、机构名称拼音字母排序)



北京大学
北京工商大学
北京理工大学
北京师范大学
重庆大学
东北财经大学
对外经济贸易大学
复旦大学
国泰安CSMAR
哈尔滨工业大学
华中科技大学
吉林大学
暨南大学
南京大学
南开大学
清华大学
山西大学
上海财经大学
上海交通大学
苏州大学
武汉大学
西安交通大学
西南财经大学
西南交通大学
厦门大学
云南财经大学
浙江大学
浙江工商大学
郑州航空工业管理学院
中国人民大学
中南财经政法大学
中山大学
中央财经大学
《中国会计评论》编委会



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS
2016 · 6

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

名誉顾问

厉以宁/北京大学

梁尤能/清华大学

主 编

王立彦 陈 晓 吕长江 刘 星 刘志远

编 委(按编委姓名拼音排序)

陈 晓/清华大学	刘志远/南开大学
陈信元/上海财经大学	吕长江/复旦大学
刘 峰/中山大学	曲晓辉/厦门大学
刘 星/重庆大学	王立彦/北京大学

特邀编委

新庆鲁/上海财经大学	奚 溪/中央财经大学
夏立军/上海交通大学	祝继高/对外经济贸易大学

编辑部

罗 炜/北京大学	肖 星/清华大学
李 娟/北京大学出版社	伍利娜/北京大学

主编助理

许骞/中国农业大学

编辑部 IT 事务

曾建光/南开大学

地 址

(邮:

192)

北京市海淀区成府路 205 号 北京大学出版社 209 室

(邮编:100871 电话:010-62750037)

图书在版编目(CIP)数据

中国会计评论. 第14卷. 第2期/王立彦等主编. —北京:北京大学出版社, 2016. 6
ISBN 978-7-301-27800-0

I. ①中… II. ①王… III. ①会计—中国—丛刊 IV. ①F23-55

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 284404 号

书 名 中国会计评论(第14卷第2期)
ZHONGGUO KUAIJI PINGLUN

著作责任者 王立彦 等 主编

责任编辑 黄炜婷

标准书号 ISBN 978-7-301-27800-0

出版发行 北京大学出版社

地 址 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址 <http://www.pup.cn>

电子信箱 em@pup.cn QQ:552063295

新浪微博 @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书

电 话 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

印 刷 者 北京大学印刷厂

经 销 者 新华书店

787 毫米×1092 毫米 16 开本 10.5 印张 183 千字

2016 年 6 月第 1 版 2016 年 6 月第 1 次印刷

定 价 38.00 元

International Price: \$38.00

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有, 侵权必究

举报电话: 010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题, 请与出版部联系, 电话: 010-62756370

《中国会计评论》理事会

(按大学、机构名称拼音字母排序)

CHINA ACCOUNTING REVIEW

理 事

北京大学	吴联生
北京工商大学	杨有红
北京理工大学	陈宋生
北京师范大学	崔学刚
重庆大学	刘 星
东北财经大学	方红星
对外经济贸易大学	陈德球
复旦大学	洪剑峭
国泰安 CSMAR	高 宁
哈尔滨工业大学	王福胜
华中科技大学	刘启亮
吉林大学	赵 岩
暨南大学	熊 剑
南京大学	王跃堂
南开大学	张继勋
清华大学	肖 星
山西大学	张信东
上海财经大学	孙 铮
上海交通大学	徐晓东
苏州大学	罗正英
武汉大学	王永海
西安交通大学	田高良
西南财经大学	蔡 春
西南交通大学	肖作平
厦门大学	叶建明
云南财经大学	陈 红
浙江大学	姚 铮
浙江工商大学	许永斌
郑州航空工业管理学院	张功富
中国人民大学	支晓强
中南财经政法大学	王雄元
中山大学	魏明海
中央财经大学	孟 焰
《中国会计评论》编委会	王立彦

《中国会计评论》在线投稿和管理系统开通公告

《中国会计评论》自加入“中国知网信息化服务采编系统”,经过近十个月的沟通、设计、搭建和调试,终于进入开通阶段。采编系统平台以2016年后半年作为试运行期,2017年正式全面运行。

非常希望听到作者、读者的使用反馈,尤其是改进建议。

《中国会计评论》在线投稿和管理系统简介

为了更好地服务投稿人和广大学者,《中国会计评论》在线投稿平台于2016年7月21日起正式开放运行,平台地址为<http://zkjp.cbpt.cnki.net/>。试运行期间状况良好,并将在广泛接受意见的基础上不断地改进。

进入《中国会计评论》在线投稿和管理系统的主页(见下图),可以看到在线办公系统、在线期刊、下载中心、最新动态、友情链接、期刊信息六个主要模块,以及期刊介绍、理事会、编委会、投稿指南、实证会计会议、PhD工作机会、期刊征订、联系我们等入口,满足不同使用者的需求。

1. 在线办公系统

本模块包括专家审稿系统、编辑办公系统及作者投稿系统,根据使用者身份各自点击进入,在第一次使用时按照要求提供姓名、邮件、研究方向等信息并设置密码。完成注册后,使用者可以完成审稿(稿件分配、稿件下载、给予审稿意见和建议等)、投稿(填写投稿信息、上传稿件、查看审稿进度),以及编辑管理(查阅整理、分稿、联系专家作者、反馈意见等)工作。

2. 在线期刊

在本模块中,高级检索提供按照年、期(Issue)、作者(Author)、单位(Unit)、题目(Title)、摘要(Digest)、关键词(Key Word)、分类号(Book Classification)等信息详细搜索期刊文章。摘要点击排行、全文下载排行、被引频次排行等板块提供按照不同标准进行的期刊文章排行信息。本期栏目和过往期刊浏览,分别给出详细的最新一期期刊,以及过往各期文章的详细信息和下载链接等。

3. 下载中心

本模块包含投稿人须重点关注的投稿须知,并且提供了标准的论文模板,

中国会计评论

[首页](#) | [期刊介绍](#) | [理事会](#) | [编委会](#) | [投稿指南](#) | [实证会计会议](#) | [PhD工作机会](#) | [期刊订阅](#) | [联系我们](#)

在线办公系统

- 专家审稿系统
- 编辑办公系统
- 作者投稿系统

在线期刊

- 高级检索
- 按页点击排行
- 全文下载排行
- 被引频次排行
- 本期栏目
- 过刊浏览

下载中心

- 投稿须知
- 论文模板
- 著作权转让声明

期刊简介



期刊名称: 《中国会计评论》

创办日期: 2003年8月

主管部门: 教育部

主办单位: 北京大学

刊期: 季刊

电话: 010-62767992

Email: caapku@pku.edu.cn

国内统一刊号(CN):

国际标准刊号(ISSN):

本期栏目

中国会计评论
2015年04期 = 13. 36-42 384页 [查看摘要][在线阅读][下载 1258K]

文章

会计信息与宏观分析师经济预测
方军雄, 周大伟, 罗宏, 曾永良:
2015年04期 = 13. 36-42 389-412页 [查看摘要][在线阅读][下载 1092K]

分红弹性、母公司利润操纵与债务融资动机
刘斌, 王雷, 杨磊:
2015年04期 = 13. 36-42 413-430页 [查看摘要][在线阅读][下载 795K]

新闻媒体的监督功能: 基于上市公司并购事件的分析

最新动态

- 录用稿件new
- PhD工作机会new
- 系统开通公告

友情链接

- 《中国会计评论》总览
- 《经济研究》
- 《管理世界》
- 《南开管理评论》
- 《会计研究》
- 《审计研究》
- 工作论文

期刊信息

期刊名称: 《中国会计评论》

创办日期: 2003年8月

主管部门: 教育部

主办单位: 北京大学

刊期: 季刊

电话: 010-62767992

Email: caapku@pku.edu.cn

为投稿人提供参考。出于尊重知识版权的目的,投稿人必须仔细阅读本模块中的著作权转让声明并签注。

4. 最新动态

本模块包含录用稿件信息,作者可以随时查询。PhD工作机会则是结合期刊参与主办的“中国实证会计年会”及年会中的job market相关信息,为广大PhD毕业生提供宝贵的就业信息。

5. 友情链接

本模块给出《中国会计评论》总览用于读者、投稿人和广大专家学者更好地了解期刊。此外,提供《经济研究》《管理世界》《南开管理评论》《会计研究》《审计研究》等期刊链接,促进学术交流。工作论文部分会及时给出投稿工作论文信息,以助于学术交流。

6. 期刊信息

本模块包括期刊名称、创办日期、主管部门、主办单位、刊期、电话、E-mail等期刊主要信息。

7. 链接窗口

系统主页根据作者的需求和期刊工作的需要,给出期刊介绍、理事会、编

委会、投稿指南、实证会计会议、PhD 工作机会、期刊征订及联系我们等链接窗口。

(1) 期刊介绍。本链接窗口详细介绍《中国会计评论》的办刊宗旨、历史变革、理念思路等状况,以及文章的基本要求、投稿方式等。

(2) 理事会。本链接窗口详细介绍《中国会计评论》理事会(按大学、机构名称拼音字母排序)成员单位,以及各成员单位的主要负责人。

(3) 编委会。本链接窗口详细介绍《中国会计评论》编委会,包括名誉顾问、主编、编委、特邀编委、编辑部成员构成及编辑部地址等信息。

(4) 投稿指南。本链接窗口指明本刊以中文为主。海外学者可用英文投稿,本刊直接发表其英文稿件,或由本刊组织翻译成中文发表。中文稿在本刊发表后,作者可继续以英文发表。投稿时不必邮寄打印稿,提交 Word 或 PDF 格式的文章电子版(PDF 格式分别提供单独署名页和不含作者信息的文章主体部分)。稿件的匿名评审意见如果为可能采用,在收到稿件四个月之内通知作者进行修改;超过四个月没有联系时,作者可以自行处理。稿件如被录用,作者应提供可供编辑排版用的 Microsoft Word 格式电子文档。此外,还会给出详细的稿件格式要求。

(5) 实证会计会议。本链接窗口介绍自首届至各届中国实证会计国际研讨会的详细信息,包括主办地、主办单位、参与方式、会议主题、联系地址等。

(6) PhD 工作机会。本链接窗口包含首届会计学博士生招聘会将在上海举行、全国会计学博士招聘、海外招聘等重要博士就业机会信息。

(7) 期刊征订。本链接窗口介绍征订联系人和北京大学出版社详细地址等信息。

(8) 联系我们。本链接窗口说明期刊编辑部地址、邮编、电话、E-mail、出版社等信息,便于投稿人查阅。

中国会计评论

第 14 卷 第 2 期

(总第 44 期)

2016 年 6 月

目 录

文 章

技术进步与经理人的风险承担

——基于开放式基金采用 XBRL 的证据 曾建光 (141)

可操纵性应计利润模型在中国的应用

——基于对被查处盈余操纵的研究 张 燃 王亚平 (171)

信息披露质量对企业价值与盈余质量影响之研究

——来自企业社会责任履行的证据 王雅芳 钟雅译 (199)

金融危机、财政刺激与上市公司过度投资

..... 张 超 刘 星 李 宁 (227)

关系网络、信息传递与 IPO 利益联盟

——基于承销商和机构投资者的实证研究

..... 陈信元 颜恩点 黄 俊 (249)

网络自媒体态度与审计意见关系研究

——基于新浪微博自媒体数据的分析

..... 尹美群 张继东 刘 帆 (271)

征 文

第十五届中国实证会计国际研讨会征文通知

..... (291)

CHINA ACCOUNTING REVIEW

Vol. 14 No. 2

June, 2016

CONTENTS

Articles

- Technological Change and Managerial Risk Taking: Evidence from the
XBRL Mandatory Adoption at Mutual Fund Industry in China
..... Jianguang Zeng (141)
- Comparison on Discretionary Accrual Models' Application in China:
Based on Charged Earnings Manipulation
..... Ran Zhang Yaping Wang (171)
- Effects of Information Disclosure Quality on Firm Value and Earnings Quality:
Evidence from Fulfilling Corporate Social Responsibility
..... Yafang Wang Yayi Chung (199)
- Financial Crisis, Fiscal Stimulus and Over-investment of Listed Companies
..... Chao Zhang Xing Liu Ning Li (227)
- Social Network, Information Transfer and IPO Interest Alliances:
Evidence from Underwriters and Institutional Investors
..... Xinyuan Chen Endian Yan Jun Huang (249)
- The Research on Association between Social Media and Audit Opinion
..... Meiqun Yin Jidong Zhang Fan Liu (271)

Call for Paper

- The 15th International Symposium on Empirical Accounting Research in
China(ISEAR) (291)

技术进步与经理人的风险承担 ——基于开放式基金采用 XBRL 的证据

曾建光*

摘 要 从 2010 年开始,中国证监会强制要求所有的基金公司摒弃 PDF 作为信息披露的格式,而统一采用 XBRL 作为唯一的披露语言。这种信息披露方式的技术进步对开放式基金经理人的风险承担究竟有何影响?基于此,本文采用中国开放式基金的数据,考察 XBRL 的强制采用对基金管理人风险承担的影响。研究结果表明:采用 XBRL 之后,在以规避失业风险为主导的熊市中,与绩效排名靠前的基金管理人相比,排名靠后的基金管理人更倾向于规避风险;反之,在以薪酬激励为主导的牛市中,与绩效排名靠前的基金管理人相比,排名靠后的基金管理人更倾向于追求风险。本研究结论得到的启示是,信息披露的技术进步有助于提升市场的资源配置效率。

关键词 XBRL 基金管理人 风险承担

Technological Change and Managerial Risk Taking: Evidence from the XBRL Mandatory Adoption at Mutual Fund Industry in China

JIANGUANG ZENG

Abstract At the beginning of 2010, CSRC forced fund companies adopt XBRL as the only information discovery language in China. This paper uses data from mutual fund industry

* 南开大学商学院。地址:天津市南开区白堤路 121 号;邮编:300071;E-mail:car@pku.edu.cn。本文得到国家自然科学基金面上项目(71572152)、四川省 2015 年社科规划项目(一般项目,SC15B087)和西南财经大学 2016 年度重大基础理论研究项目(JBK161105)的资助。作者特别感谢中国证监会基金监管部、基金信息披露网站项目组提供的数据,以及北京大学光华管理学院参加 1405 论坛的教授和博士生的宝贵意见与建议。当然,文责自负。

and examines the influence on managerial risk taking from compensation incentives and unemployment risk. Our empirical results show that managerial risk taking is mainly from the relative importance of both incentives. After XBRL adoption, when unemployment risk dominates, worse underperforming fund managers incline to significantly improving lower risk relative to managers with better performance to avoid potential unemployment. While compensation incentives are more important, worse underperforming fund managers tend to significantly improve risk relative to managers with better performance.

Key words XBRL; Mutual Fund Managers; Risk Taking

一、引言

开放式基金的基金管理人按照基金说明书决定该基金的投资策略及其投资组合。为了使得基金管理人更尽职尽责地为投资者服务,基金公司普遍采用薪酬激励作为主要的激励方式之一。基金管理人为了达到或者超过契约中规定的绩效指标,他必须充分捕捉市场信息并做出最具潜力的投资组合决策;同时,他也必须承担投资策略及其投资组合可能引致的风险。如果这些投资策略及其投资组合的风险变成了现实,基金管理人就无法实现契约中规定的绩效指标,可能面临被解聘的风险。当整个市场行情较好时,经理人市场的需求也比较旺盛,基金管理人即使被解聘,重新找到新的职位的概率也较大。但是,当整个市场行情处于低迷时,经理人市场也处于供大于求的局面。此时,基金管理人如果被解聘,那么重新在基金行业找到新的工作机会的概率大大下降,基金管理人就面临失业的风险。因此,作为理性的基金管理人既希望得到更高的薪酬(薪酬激励),又不希望被解聘(失业风险规避)(Kempf et al., 2009)。为了尽量达到这两个目标,基金管理人必然会根据整个市场行情进行投资组合决策,在薪酬激励与失业风险之间进行权衡。当市场疲软时,基金管理人会重点考虑失业风险而调低薪酬期望;当市场行情较好时,基金管理人会重点考虑获得更高的薪酬水平而较少顾及失业风险。

对于处于新兴发展资本市场的中国开放式基金市场而言,由于成立的时间不长,在制度安排和规范基金管理人等方面还存在许多不足,时有发生基金违规、违法操作(蔡庆丰和宋友勇,2010)。这些代理问题的存在造成中国基金管理人市场的不公平竞争,弱化了薪酬激励和失业风险应有的激励效率,抬高了整个基金市场的投资风险,直接影响了中国基金业的发展,导致了在中国资本市场上特有的诸如明星基金不能获得超额资金流入(肖峻和石劲,2011)、净值

操纵、关联交易等现象(蔡庆丰和宋友勇,2010;李增泉等,2011)。

为了更好地促进中国开放式基金的发展,减少开放式基金中存在的基金经理人与投资者之间存在的利益冲突代理问题(Brown et al.,1996;Tufano and Sevickb,1997)。除了充分发挥开放式基金本身具有的减少代理问题的机制——可赎回权(Fama and Jensen,1983)的作用,还要大力提高开放式基金信息披露的质量和透明度(Healy and Palepu,2001)。通过提升信息披露的质量和透明度,不但可以形成一种解决开放式基金所存在的代理问题的长期有效的措施,而且可以提升监管效率和资本市场的资源配置效率。

现有的文献主要集中在基金绩效对于基金经理人风险承担的影响,而鲜有文献考察基金的信息披露质量对基金经理人风险行为的影响。根据规模经济效应的原理,基金经理人的薪酬与其管理的资产总量高度相关。开放式基金赎回机制的设计,导致资本市场的资金更容易流向绩效较好的基金;为了吸引更多的资金流量,业绩较差的基金经理人势必通过提升投资组合的风险来提高基金的回报率。如果基金信息披露的质量和透明度不足,那么通过风险提高基金绩效对于投资者而言就未必是件好事。在这种情形下,投资者如果仅仅从绩效判断是否进行基金的投资决策,而忽视潜在风险的提高,势必造成投资者将来的潜在损失,也会导致未来的开放式基金市场上申购率不足、非理性赎回和非及时赎回等问题的爆发,进而挫伤投资者的投资热情,不利于资本市场的发展。如果信息披露能够对这些信息进行及时和充分的披露并且投资者搜索这些信息的成本较低,那么信息的透明度就能够减少基金经理人的机会主义行为,有助于投资者进行理性投资决策,从而迫使基金经理人在进行投资策略和投资组合的决策中减少代理问题,降低投资的投资风险。总之,通过提升开放式基金的信息披露质量和透明度,能够有效地减少开放式基金的代理问题之一——投资风险。因此,研究开放式基金的信息披露质量和透明度,对于开放式基金的风险管理与控制就显得极其重要(Edelen et al.,2012)。

从2010年开始,中国证监会强制要求基金市场上所有的基金全面采用《证券投资基金信息披露XBRL标引规范(Taxonomy)》作为季报、年报、日净值和临时公告等信息的唯一披露语言标准,根据这个标准制定的XBRL实例文档必须在指定的、唯一的官方网站(<http://fund.csrc.gov.cn/>)上及时披露;同时,中国证监会提供在线XBRL阅读器以方便投资者查阅相关信息。时任中国证监会基金部副主任洪磊认为:“随着基金业的发展,基金数量不断增长,提供给基金投资者的是轰炸式的基金信息,而对于这些以纸质或者传统电子格式

(WORD、PDF)传送的海量基金信息,投资者难以有效地提取出对决策有用的信息。为了解决该问题,进一步提高基金市场的透明度,中国证监会于2008年启动基金电子化信息披露建设,通过应用XBRL技术,实现基金信息的电子化自动交换和智能识别分析,高效地解决海量基金信息的传递与使用难题。”¹

这一强制采用XBRL作为信息披露的措施,尤其是提供了浏览器版本的XBRL阅读器,极大地减少了投资者获取投资信息的搜索成本,有利于投资者及时了解基金经理人的投资策略和投资组合及其相关的投资风险。这一信息披露方式的革新,显著地提高了基金业信息披露的质量和信息披露的透明度(曾建光等,2014)。基于此,本文以金融危机之后的中国开放式基金为样本,考察采用XBRL进行信息披露之后,开放式基金经理人的投资风险管理的变化。研究结果表明,XBRL的采用显著地降低了开放式基金的投资风险。进一步研究表明,在以失业激励为主导的熊市中,绩效较差的基金管理人比绩效较好的基金管理人更不愿意承担风险;反之,在以薪酬激励为主导的牛市中,绩效较差的基金管理人比绩效较好的基金管理人更愿意承担风险。本文的研究表明,基金业全面实施XBRL促进了中国开放式基金业的发展,提高了资本市场的资源配置效率。

本文的主要贡献在于:第一,本文研究发现,XBRL的引入降低了开放式基金的投资风险。研究发现表明,信息披露的质量和透明度有利于改善基金经理人的风险管理水平,丰富了我们对于基金管理人投资行为的认知,为我们评估基金经理人的投资策略及其投资组合提供了一个新的实证证据。第二,Kempf et al. (2009)的研究认为,在以规避失业风险为主导的熊市中,绩效较差的基金管理人比绩效较好的基金管理人投资风险更不愿意承担风险;反之,在以薪酬激励为主导的牛市中,绩效较差的基金管理人比绩效较好的基金管理人更愿意承担风险。本文则发现,XBRL标准在中国基金业中被全面采用之后,Kempf et al. (2009)的研究结论才成立,这也从一个侧面佐证了中国证监会增强信息披露的质量和信息披露透明度的初衷,即通过提升信息披露的质量和透明度来促进中国资本市场的发展。这一研究发现为提升监管当局的监管效能提供了一个实证证据,也丰富了监管方面的文献。第三,本文的研究表明,对于开放式基金而言,不但业绩信号影响了基金经理人的风险管理和风险控制水平(Kempf et al., 2009),而且信息披露质量和信息披露透明度也影响了基金经理人的风险管理行为。这一

¹ http://news.xinhuanet.com/fortune/2012-03/31/c_122912334.htm

研究发现有助于我们更全面地考察开放式基金市场,为政策制定者和监管层加强信息披露的质量和透明度提供了一个实证证据。

本文其余部分的安排如下:第二部分是文献回顾,第三部分是研究假设与研究设计,第四部分是样本选择与描述性统计,第五部分是实证结果,第六部分是研究结论与进一步讨论。

二、文献回顾

代理投资中委托资产的所有权和管理权的分离导致基金投资者与基金经理人之间存在代理问题(Allen, 2001; Menkhoff, 2002)。因此,开放式基金中存在的基金经理人与投资者之间的利益冲突代理问题是开放式基金的核心问题(Fama and Jensen, 1983; Brown et al., 1996; Tufano and Sevickb, 1997)。由于基金经理人的努力程度具有不可观察性,委托人只能根据基金绩效信息倒推基金经理人的努力程度,因此这种契约安排是一种次优的合约,存在效率损失(Hölmstrom, 1979)。为了更好地解决可能的道德风险问题,提高信息的透明度是有效措施之一(Edelen et al., 2012)。

Basak et al. (2008)认为,开放式基金经理人为了实现其构建商业帝国的梦想,会利用投资者追求高业绩的心理,调高风险以吸引更多的资金流量,这种调高风险的行为往往会偏离投资者利益最大化的目标;同时,也可能导致基金经理人投资行为的不可预期性。Sensoy(2009)的研究也发现,为了吸引更多的投资者,开放式基金经理人往往会采用与自身投资风格不匹配的比较基准衡量自己的绩效。这些研究表明,如果基金的信息披露质量较差和(或)信息透明度较低,投资者就很难知晓这些偏离投资者目标的投资风险。由此可见,信息披露质量和信息透明度对于减少基金经理人的机会主义行为扮演了极为重要的角色(Healy and Palepu, 2001; Shaw, 2003; Edelen et al., 2012)。

一般而言,基金经理人的薪酬主要根据历史绩效及其规模而确定(Khorana, 1996; Farnsworth and Taylor, 2006; Kempf et al., 2009)。基金规模与该基金的申购与赎回相关,而赎回又与基金经理人的历史绩效显著相关(Spitz, 1970; Smith, 1978; Ippolito, 1992; Gruber, 1996; Tufano and Sevickb, 1997; Zheng, 1999)。因此,基金经理人之间存在类似锦标赛的竞争(Brown et al., 1996; Kempf et al., 2009; 陆蓉等, 2007; 李增泉等, 2011)。Brown et al. (1996)的研究发现,上半年绩效较差的基金经理人在下半年将提高投资组合的风险。而

Taylor (2003)构建了基于博弈论的开放式基金经理人的绩效与风险分析模型,发现绩效较好的基金管理人比绩效较差的基金管理人更愿意承担风险。Koski and Pontiff(1999)的研究发现,上一期绩效越好的基金,其投资风险越低。Kempf et al. (2009)的研究却发现,基金经理人的风险承担水平取决于薪酬激励与失业风险孰重,如果薪酬激励更重要,那么上半年绩效较差的基金管理人会比绩效较好的基金管理人承担更大的风险。Elton et al. (2010)采用开放式基金投资组合的月度回报数据作为基金管理人绩效的度量基准,发现绩效较好的基金管理人提升了基金的风险,而绩效较差的基金管理人却降低了基金的风险。

开放式基金的历史绩效与基金经理人的失业风险具有负向关系(Chevalier and Ellison, 1999)。如果开放式基金经理人的绩效较差,那么他将努力地提高投资组合的风险以提升绩效水平;但是,如果基金管理人更在乎目前的工作机会,他反而有可能调低投资组合的风险以便减少损失(Cullen et al., 2012)。因为在上半年绩效较差的基金管理人,如果为了提升绩效而贸然提高投资组合的风险,他就很可能重蹈覆辙而最终失去这份工作(Bloom and Milkovich, 1998)。此外,如果整个市场处于低迷状态,基金管理人就更容易被解聘(Chevalier and Ellison, 1999)。由于市场低迷,开放式基金能够获得的资金净流入量也在下降,导致一些开放式基金特别是绩效较差的基金退市(Zhao, 2005b);而且;由于市场低迷,新成立的基金更少。在两者的作用下,被解聘的基金管理人重新找到新工作的机会更少(Zhao, 2005a),失业风险显著提升。再者,由于市场低迷,基金管理人能够得到的奖金也相对较少,甚至没有(Kempf et al., 2009)。在这种情形下,作为理性的基金管理人不会为了表现更佳而冒更大的风险,反而更关心未来的工作机会,即失业风险(Karceski, 2002)。Kempf et al. (2009)的研究发现,如果失业风险在开放式基金经理人的投资决策中显得更为重要,那么上半年绩效较差的基金管理人就会比绩效较好的基金管理人降低更大的风险程度。

总之,现有的文献主要集中讨论开放式基金绩效—基金管理人投资风险的关系,却鲜有文献考察开放式基金的信息披露质量和透明度对于开放式基金管理人投资风险的影响。开放式基金的信息披露质量和透明度是关乎开放式基金长远发展的基础,也是奠定资本市场中机构投资者的基础,更具有基础性的重要意义。在这种委托代理关系中,只有提升信息披露的质量和透明度,才能有效地降低代理成本和保护投资者的利益,也才能吸引投资者、引导资金流向、

提升资本市场的资源配置效率。Healy and Palepu(2001)认为,高质量的信息披露能够提高投资效率。因此,研究开放式基金的信息披露质量和透明度对于开放式基金投资风险的影响就显得极其重要。

自美国注册会计师 Charles Hoffman 于 1998 年提出采用 XBRL 作为财务报告语言以来,尤其是 XBRL 国际组织发布 XBRL Specification Version 2.0 之后,信息披露进入一个革命性的时期。制定统一的信息披露分类标准和技术规范,然后根据所制定的标准和规范,借助专门的应用软件,生成 XBRL 实例文档。投资者和监管层借助一定的工具对 XBRL 实例文档进行分析,以满足各种的信息需求。在 XBRL 标准体系和规范中有一系列的勾稽和核对功能(如计算链接库、公式链接库等),XBRL 的采用有利于基金公司和托管银行等披露主体减少在采集原始数据时可能造成的不必要错误,提高了纠错能力;同时,披露主体只要完成一次数据采集工作,就能减少重复采集过程中可能造成的错误。另外,由于采用一套统一的标准规范生成信息,有利于信息的搜索和利用,极大地减少了信息的搜索成本和利用成本。因此,XBRL 的采用提高了信息披露的准确性、及时性和透明性(Debreceeny et al., 2005; Pinsker and Li, 2008; 曾建光等, 2013; 曾建光等, 2014)。

信息的呈报格式不但会显著影响投资者的认知努力(Tuttle and Kershaw, 1998),而且会影响投资者的决策时间(Frownfelter-Lohrke, 1998)。采用 XBRL 这种新的信息披露语言会减少人工信息披露的工作量和可能存在的人为错误,因此 XBRL 能提供更加精确的财务报告,财务报告信息也更具可信度和相关性(Zabihollah et al., 2001)。XBRL 为信息使用者提供了一套标准化数据,有助于商业信息的编制、分析和交流(Debreceeny et al., 2005)。Hodge et al. (2004)的研究发现,管理层不希望将所有信息都披露在财务报表中,而更喜欢将其隐藏在报表附注中,因此 XBRL 的采用有助于利用这些隐藏信息;此外,使用 XBRL 技术,提高了使用者获取信息与整合信息的能力。Yoon et al. (2011)认为,XBRL 能够通过提高信息披露的质量(非数量)来提高投资者的信息搜索能力,进而降低信息的不对称性。Apostolou and Nanopoulos(2009)考察了欧盟采用 IFRS 标准的 XBRL 实施情况,发现 XBRL 的实施能够降低信息的不对称性。Yoon et al. (2011)考察了 XBRL 在韩国的实施情况,发现 XBRL 的实施与信息的不对称性存在显著负相关。

总之,采用 XBRL 进行信息披露,提高了信息披露的质量和信息的透明度,有助于减少投资者与组织之间的信息不对称性。但是,现有的文献鲜有考察

XBRL 作为信息披露语言对开放式基金经理人投资行为及其风险承担的影响。在中国开放式基金行业中全面采用标准化的 XBRL 语言进行信息披露之后,对中国开放式基金经理人投资策略及其投资组合的风险承担的影响究竟如何?这是本文主要解决的问题。

三、研究假设与研究设计

(一) 研究假设的提出

开放式基金的核心问题是基金经理人与投资者之间的代理关系(Fama and Jensen,1983;Brown et al.,1996;Tufano and Sevickb,1997),而信息披露质量和信息透明度有助于减少这种代理问题(Healy and Palepu, 2001; Shaw, 2003;Edelen et al.;2012),这促使基金经理人在进行投资策略构建和投资组合时,更好地服务于最大化投资者利益的目标,尽量减少偏离投资目标的行为。

对于中国开放式基金而言,信息披露的质量和信息透明度显得尤为重要。在中国现有的制度安排下,投资者保护状态相对成熟的市场存在较大的差距(Pistor and Wellons,1999;Glaeser et al.,2001;Djankov et al.,2003)。为了有效促进资本市场的良性发展、提升开放式基金在资本市场中的作用、减少市场中的噪声投资者,全国人民代表大会、国务院、中国证监会、中国证券业协会、上海证券交易所及深圳证券交易所一直在不懈努力,制定了一系列的法律法规与行业规范,对基金服务机构、基金运作及基金管理人员的行为进行规范。特别是中国证监会,一直加强对违规违法行为的查处力度,也一直要求基金业提高信息披露的质量和透明度以提高市场在基金业中的调节作用,XBRL 在中国基金市场上的应用是中国证监会最强有力和最彻底的信息披露改革措施之一。

没有采用 XBRL 之前,在海量的披露信息面前,投资者不但无法及时获得基金公司的运营信息,更无法知晓基金的风险状况。此外,投资者在选择基金时,需要在不同基金公司的网站或者报刊上搜集信息,然后手工整理,无疑给投资者搜集信息增加了更多的成本。在这些高昂的成本面前,大部分投资者的投资是非理性的。即便是监管层,在处理海量的、非标准化的数据时,也需要花费大量的人力和物力进行分析与解读,这为基金经理人掩盖其机会主义行为提供了天然的屏障。采用 XBRL 披露之后,在监管层规定的时间内,披露主体必须按照相关的法律法规对披露信息采用监管层指定的 XBRL 标准进行 XBRL 描述,然后在唯一的官方网站上公告。只要根据这个官方网站上的 XBRL 实例文