

XBRL、代理成本与绩效水平

——基于中国开放式基金市场的证据^{*}

曾建光 伍利娜 湛家兰 王立彦

(西南财经大学会计学院 611130 北京大学光华管理学院 100871 台湾政治大学)

【摘要】从2010年开始,中国证监会强制要求所有基金公司采用XBRL在唯一指定的官方网站上披露年报等信息,同时提供在线XBRL阅读器以方便投资者查阅相关信息。基于此,本文考察XBRL的采用对于开放式基金代理成本及其相关经济后果的影响,研究发现,强制采用XBRL,降低了开放式基金的代理成本,同时提升了开放式基金的绩效水平。研究表明这一新的披露方式,减少了投资者的信息搜索成本以及投资者与基金经理之间的信息不对称,从而促进了投资者作为委托人对于代理人行为的有效监督。

【关键词】XBRL 开放式基金 代理成本

一、引言

近年来,随着机构投资者特别是证券投资基金的快速发展,开放式基金成为资本市场的重要组成部分。开放式基金能够根据资本市场的供求变化随时增发新份额,投资者也可以随时赎回其购买的投资基金份额。Fama and Jensen (1983)指出,在市场能够提供精准、低廉的资产价值信息和低交易费用条件下,赎回是有效降低开放式基金代理问题的重要机制。精准的资产价值信息一直是投资者较难及时获取的重要资源,如果投资者的信息渠道或者获取的信息本身存在问题,那么,投资者认为代理成本过高而进行的赎回,将不利于开放式基金的发展,也不利于机构投资者在资本市场中发挥资源配置的功效。因此,要解决开放式基金的发展问题,就必须解决好开放式基金公司的代理问题;而要解决开放式基金的代理问题,需要解决信息质量、信息来源以及信息的搜索成本等问题。

自Hoffman et al. (1999)提出XBRL (eXtensible Business Reporting Language),特别是2003年12月31日XBRL国际组织推出XBRL Specification Version 2.1以来,相比以往用PDF文件格式披露信息而言,采用XBRL作为开放式基金的信息披露格式,开放式基金的资产价值信息就变得更加容易获取,投资者不需要付出额外交易成本,就可以从大量的开放式基金披露的信息中更为及时地获取投资决策所需信息,监管层也可以更为及时地掌握整个行业的状态

以及异常市场行为。因此,引入XBRL标准化的信息披露格式,减少了投资者的信息搜集成本,提高了投资者获取资产信息的及时性,并降低了投资者对不同开放式基金的绩效进行比较分析的成本,投资者可根据这些信息推断基金经理的努力程度,迫使基金经理人在市场上更加努力,在同行中力争上游,从而有利于解决开放式基金的代理问题。

我国从2010年开始,证监会强制要求中国开放式基金市场上所有的基金,全面采用XBRL对其季报、年报、日净值信息和临时公告等在网站<http://fund.csre.gov.cn>上进行及时披露,并提供了方便投资者查阅相关信息的在线XBRL阅读器,以期提高我国开放式基金的信息披露质量,减少投资者及时获取各个基金公司有价值信息的搜索成本。那么,这些措施的采用,在实践中对于缓解中国基金业代理问题的效果究竟如何?本文以2008—2011年间中国开放式基金为样本,考察了中国开放式基金市场采用XBRL,对基金公司代理成本及经济后果的影响。研究发现,在我国开放式基金行业采用XBRL作为信息披露的语言之后,开放式基金的代理成本显著下降,绩效水平显著上升。

本研究的贡献在于:第一,采用新的披露技术,较以前的PDF格式能更有效地提升所披露信息的相关性、可比性和易获取性,降低信息搜索成本和信息比较成本,可以成为解决基金业代理问题的积极方式。这些发现,拓展了人们对于开放式基金的认识,丰富了开放式基金及其代理

^{*} 作者感谢国家自然科学基金项目(71172029、70772006、71132004)和西南财经大学引进人才科研启动资助项目“基于XBRL的内部控制信息披露及其经济后果研究”的资助。

问题方面的文献。第二, XBRL 的采用, 有利于投资者对于基金的选择, 提高其理性投资水平, 从而增强了对中小投资者的保护程度, 为监管部门强制采用 XBRL 作为基金信息披露的方式提供了实证依据, 也为整个中国资本市场采用 XBRL 方式提升信息披露质量提供了借鉴和参考。

二、文献回顾与研究假设

代理投资中委托资产“所有权”和“管理权”的分离, 导致基金投资者和基金管理公司或基金经理之间存在代理问题。基金公司利润最大化的经营目标与基金投资者财富最大化的投资目标产生了冲突, 基金经理利益最大化的个人目标与基金公司利润最大化的经营目标也存在冲突。代理人的利益冲突在规模急剧扩大、治理监管比较低效、信托责任观念相对淡薄的我国基金业中, 表现得尤为突出 (蔡庆丰和宋友勇, 2010)。

Fama and Jensen (1983) 从产权理论和交易成本角度分析了开放式基金组织存在的理论基础, 认为由于开放式基金的资产不具有专用性特质, 可变现能力较强, 因而赎回权容易实现, 对基金资产的赎回可以认为是部分接管或清算基金公司的行为。之后, 一系列论文对开放式基金公司存在的代理问题进行了深入讨论, 研究结论一致支持: 开放式基金中基金管理公司与投资者之间的代理问题, 是开放式基金的重要问题 (Chevalier and Ellison, 1997; Tufano and Seivick, 1997 等)。而基金的绩效具有信号作用: 基金申购与基金的业绩正相关, 并且基金的净申购与当期的回报相关 (Tufano and Seivick, 1997; Zheng, 1999 等)。

但是, 上述文献均没有解决的问题是, 开放式基金的投资者究竟是如何决策的? 是根据足够充分的可靠信息进行赎回还是基于不完全信息进行非理性判断? 若是非理性判断下的赎回则不仅不利于资本市场的发展, 而且容易造成投资者不必要的损失。

国外的研究表明, 采用 XBRL 格式披露信息, 有助于减少投资者与开放式基金经理之间的信息不对称, 从而减少代理冲突。如 Zabihollah et al. (2001) 发现, XBRL 能提供更加精确的财务报告, 使得财务报告提供的信息更具可信度和相关性; Hodge et al. (2004) 则发现, 管理层不希望将那些可能降低企业利润的不确定信息都在财务报表中披露, 更喜欢将其隐藏在报表附注之中, XBRL 的采用有助于对这些隐藏信息的利用, 提高使用者获取信息与整合信息的能力; XBRL 作为 Internet 时代的财务报告语言有助于提高投资者使用财务数据的准确性, 同时还能提升投资决策效率 (Debceny et al., 2005; Arnold et al., 2008)。

为了更好地促进中国资本市场的健康发展, 中国证监会一直在推动加强 XBRL 在中国基金市场上的运用, 从 2010 年开始在所有的基金公司全面强制采用 XBRL, 中国基金业的 XBRL 得到了长足的发展。基金公司采用 XBRL 进行信息披露, 有助于提高信息的共享性、相关性、及时

性和可比性等, 投资者能够透过这些信息, 更加了解基金公司的代理问题; 同时, 监管层可以利用这些详尽的披露信息进行及时的监管, 从而对基金经理人形成良好的双重监督, 这在一定程度上弥补了法律和法规实施的不足和缺陷。

综上, 我们认为, 在采用 XBRL 进行信息披露之后, 基金公司披露的信息更标准化, 更易于为投资者使用, 降低了投资者的信息搜索成本和使用成本; 同时, 监管层采用相关的计算机软件处理这些更具可比性的信息, 能够提升监管效能。在委托人要求代理成本最小化以及监管层完善资本市场发展的目标下, 基金经理人如果不改善其机会主义行为等问题, 投资者的赎回以及监管层的监管压力势必影响其个人利益。XBRL 在中国基金业的全面采用, 有利于降低基金公司的代理问题。

另外, Slovin et al. (1993) 和李增泉等 (2011) 认为, 开放式基金的机构投资者持股比例越高, 开放式基金治理水平也就越高。机构投资者能对代理人的行为发挥积极的监管作用, 有效降低管理层的机会主义行为, 进而提升信息的披露质量 (Bushee, 1998; Koh, 2003 等)。开放式基金自身的治理水平较高, 在采用 XBRL 之后, 其代理成本的下降效应也就比治理水平较低的开放式基金更小。Dong et al. (2013) 也发现, 企业外部监督力量越小, 采用 XBRL 之后对其股票收益同步性 (stock return synchronicity) 影响越大。因此, 我们认为, 机构持股比例越低的基金, XBRL 的采用对其产生的增量影响会更大, 从而其代理成本的降幅也会更大。故提出假设 H1 和 H1a 如下:

H1: 在其他条件不变的情况下, 采用 XBRL 之后, 开放式基金的代理成本下降。

H1a: 在其他条件不变的情况下, 采用 XBRL 之后, 治理结构较差的开放式基金比治理结构较好的开放式基金的代理成本降幅更大。

一系列研究表明, 代理成本与公司绩效具有显著相关性 (如 Bruton et al., 2002; Wu and Tu, 2007)。公司治理机制会影响公司价值, 因公司价值取决于公司的经营决策和监督质量, 如果公司代理成本过高, 则意味着公司经理利益最大化的个人目标与公司利润最大化的经营目标之间冲突更为严重, 从而会影响企业的盈利能力以及资产的使用效率, 故代理成本越低的公司, 其公司绩效越好 (Yermack, 1996; Ferris and Yan, 2009)。若 XBRL 的采用能够降低开放式基金的代理成本, 则代理成本的降低应使得开放式基金的绩效水平上升。

此外, Chevalier et al. (1997) 研究发现, 年龄较小 (即较晚成立) 的基金, 其资金净流量比年龄较大 (即较早成立) 的基金对历史回报率反应更敏感; Bergstresser and Potterba (2002) 则发现基金年龄与净值增长负相关。年龄越小的开放式基金, 为了更好地长期发展, 需要吸引

更多的资金,因而开放式基金经理人有动力减少机会主义自利行为而为投资者目标努力工作,进而使得其绩效越好。在XBRL采用之后,信息质量与使用效率得以提高,开放式基金经理人的机会主义行为降低,开放式基金的绩效水平将获得提升。但对基金年龄较小的开放式基金而言,XBRL的采用对其产生的增量影响可能较小。故提出假设H2和H2a如下:

H2: 在其他条件不变的情况下,采用XBRL之后,开放式基金的绩效上升。

H2a: 在其他条件不变的情况下,采用XBRL之后,基金年龄较大的开放式基金比基金年龄较小的开放式基金的绩效增幅更大。

三、研究设计

基金公司收取的费用,反映出基金公司基金投资者之间存在的代理问题(Ferris and Yan, 2009等)。基金公司收费越高,基金公司的利润也就越高,而基金投资者能够分享到的投资收益就越低,因此,基金公司的收费与基金公司和基金投资者之间的代理成本正相关(Ferris and Yan, 2009)。基于此,本文参考Tufano and Sevick (1997)、Ferris and Yan (2009)的作法,将开放式基金收费作为基金公司与基金投资者之间代理成本的替代变量,并设定如下开放式基金代码与年度二元固定效应模型(1),来检验假设H1和H1a。

$$\begin{aligned} \text{AgencyCosts} = & \beta_0 + \beta_1 \text{XBRL} + \beta_2 \text{XBRL} \times \text{InstPercent} \\ & + \beta_3 \text{InstPercent} + \beta_4 \text{IndexFund} + \beta_5 \text{NetAsset} \\ & + \beta_6 \text{RetOrder} + \beta_7 \text{Public} + \beta_8 \text{FundAge} \\ & + \beta_9 \text{FamilyTasset} + \beta_{10} \text{Tenure} + \beta_{11} \text{Education} \\ & + \beta_{12} \text{Leverage} + \beta_{13} \text{NetFlowIn} + \sum \text{InvestObject} \\ & + \xi \end{aligned} \quad (1)$$

其中 $\text{NetFlowIn}_{i,t}$ 参照Sirri and Tufano (1998)、肖峻和石劲(2011)等的算法,具体计算公式为:

$$\text{NetFlowIn}_{i,t} = \frac{\text{TotalNetAsset}_{i,t} - \text{TotalNetAsset}_{i,t-1} (1 + r_{i,t})}{\text{TotalNetAsset}_{i,t-1}}$$

上述公式中的 $\text{TotalNetAsset}_{i,t}$ 为基金当期净资产额, $\text{TotalNetAsset}_{i,t-1}$ 为基金前一期净资产额。 $\text{NetFlowIn}_{i,t}$ 为正,代表基金净申购,而 $\text{NetFlowIn}_{i,t}$ 为负,代表基金赎回。 $r_{i,t}$ 为基金当期的原始回报率。模型(1)和下述模型(2)中的其他变量定义见表1。

为了检验假设H2和H2a,本文借鉴Ferris and Yan (2009)等的作法,设定开放式基金代码与年度二元固定效应模型(2)如下:

$$\begin{aligned} \text{ROE} = & \beta_0 + \beta_1 \text{XBRL} + \beta_2 \text{XBRL} \times \text{preFundAge} + \beta_3 \text{preFundAge} \\ & + \beta_4 \text{Public} + \beta_5 \text{preNetAsset} + \beta_6 \text{preFamilyTasset} \\ & + \beta_7 \text{InstPercent} + \beta_8 \text{preAgencyCosts} + \beta_9 \text{preExpense} \\ & + \beta_{10} \text{preLeverage} + \beta_{11} \text{preTurnOver} + \beta_{12} \text{preNetFlowIn} \\ & + \xi \end{aligned} \quad (2)$$

表1 模型(1)和模型(2)的变量定义

变量	定义
AgencyCosts	代理成本,等于托管费、交易费用、销售服务费之和除以开放式基金净资产值。
preAgencyCosts	前一期代理成本
ROE	净资产回报率,等于开放式基金的净利润除以开放式基金净资产值。
preExpense	前一期经理人薪酬,等于管理人报酬除以开放式基金净资产值。
XBRL	以2010年作为是否强制采用XBRL作为信息披露语言的分界点,2010年及之后年度为1,之前为0 ^① 。
Public	是否为场外交易,采用交易所场外上市为0,否则为1。
IndexFund	基金的业绩比较基准是否参照了相关指数,是为1,否为0。
NetAsset	净资产额,开放式基金净资产值的自然对数。
preNetAsset	前一期净资产值的自然对数
RetOrder	净资产回报率排名,等于开放式基金的年度净资产回报率,按从小到大排序后的名次。
InstPercent	机构持股比例,等于开放式基金的机构投资占总份额比例。
FundAge	基金年龄,计算为月数的自然对数。
preFundAge	前一期基金年龄
preTurnOver	总收入与开放式基金净资产值之比
FamilyTasset	同一基金管理公司下的基金家族总资产的自然对数

① “2010年12月6日,新建基金电子化信息披露系统正式上升为主系统,所有基金管理公司和托管行正式向新系统报送所有定期报告”。新建基金电子化信息披露系统正式上升为主系统,标志着我国基金业全面强制实施XBRL。据此,我们设定2010年为开始强制实施XBRL的时间。

续表

变量	定义
preFamilyTasset	前一期基金家族总资产的自然对数
Tenure	基金经理的任职时间
Education	基金经理的学历, 0 为大专, 1 为学士, 2 为硕士, 3 为博士。
Leverage	开放式基金的资产负债率
preLeverage	前一期开放式基金的资产负债率
InvestObject	基金投资风格的虚拟变量, 是某种投资风格为 1, 否则为 0。
preNetFlowIn	前一期开放式基金的资金净流量

四、样本选择与描述性统计

本文的数据选自 2008—2011 年国泰安 CSMAR 中国基金研究数据库中的开放式基金数据库。本文对数据进行了如下处理: 第一, 2008—2011 总共有 2209 个年度样本, 为

了保证模型 (1) 和模型 (2) 中的样本量一致, 剔除模型 (1) 和模型 (2) 中的变量缺失样本 670 个; 第二, 为了消除样本偏差的影响, 将连续变量按照 1% 进行 Winsorize 处理。最后得到有效年度观测为 1539 个。

表 2 样本的描述性统计

变量	均值	中位数	标准差	最大值	最小值
AgencyCosts	0.011	0.009	0.007	0.042	0.001
XBRL	0.616	1.000	0.487	1.000	0.000
Public	0.125	0.000	0.331	1.000	0.000
IndexFund	0.955	1.000	0.208	1.000	0.000
NetAsset	21.355	21.629	1.457	23.842	17.974
FamilyTasset	24.356	24.558	1.086	26.291	21.381
RetOrder	0.501	0.502	0.277	1.000	0.000
InstPercent	0.218	0.126	0.228	0.861	0.001
Leverage	0.041	0.010	0.073	0.347	0.001
FundAge	3.781	3.784	0.494	4.700	2.890
Tenure	6.421	6.544	0.836	7.785	2.890
Education	2.053	2.000	0.447	3.000	1.000
NetFlowIn	-0.008	-0.034	0.241	1.453	-0.440
ROE	-0.159	-0.035	0.488	0.551	-1.637
preNetAsset	21.472	21.754	1.475	24.019	17.992
preFamilyTasset	24.260	24.393	1.060	26.224	21.312
preFundAge	3.729	3.761	0.464	4.615	2.890
preAgencyCosts	0.011	0.009	0.008	0.045	0.001
preExpense	0.014	0.014	0.006	0.027	0.002
preTurnover	-0.066	0.040	0.515	0.827	-1.583
preLeverage	0.039	0.010	0.069	0.342	0.001
preNetFlowIn	0.024	-0.039	0.398	2.992	-0.450

从表 2 的描述性统计看, 开放式基金的代理成本 (AgencyCosts) 的均值和中位数分别为 0.011 和 0.009, 中位数和均值比较接近, 这表明, 在各个开放式基金中, 其代理成本差异可能不大。采用 XBRL (XBRL) 的均值为 0.616, 表明大约有 61.6% 的样本采用了 XBRL。基金公司的净资产 (NetAsset)、基金公司的基金家族总资产规模 (FamilyTasset) 的均值分别为 21.355 和 24.356, 中位数分别为 21.629 和 24.558, 这表明, 开放式基金公司的净资产、家族总资产差异较大, 市场存在较大的分化。基金的净申购率 (NetFlowIn) 的均值为 -0.008, 而中位数为 -

0.034, 最大值为 1.453, 最小值为 -0.44, 这表明, 在中国开放式基金市场中, 大部分基金公司的净申购率为负, 即大部分基金公司的赎回现象比较严重。基金绩效 (ROE) 的均值为 -0.159, 中位数为 -0.035, 最大值为 0.551, 最小值为 -1.637, 表明各个开放式基金之间的绩效差异较大。

为了考察采用 XBRL 后对于开放式基金公司的影响, 表 3 检验了采用 XBRL 前后各变量的差异 (表中的 XBRL = 0 表示的是实施 XBRL 之前, 而 XBRL = 1 表示的是实施 XBRL 之后)。表 3 显示, 采用 XBRL 前后, 开放式基金的代理成本 (AgencyCosts) 的均值分别为 0.011 和 0.01, 中

位数分别为 0.009 和 0.008, 且均值和中位数都存在显著差异。这表明, 采用 XBRL 之后开放式基金的代理成本显著下降, 在一定程度上验证了 XBRL 有助于降低中国开放式基金市场上的代理成本, 支持了假设 H1。采用 XBRL 前后, 开放式基金的净资产回报率 (ROE) 的均值分别为 -0.225 和 -0.117, 中位数分别为 -0.083 和 -0.064, 均值

和中位数都存在显著差异, 这表明, 采用 XBRL 之后, 开放式基金的净资产回报率显著上升, 这在一定程度上支持了假设 H2。但这些中位数和均值差异测试的只是初步结果, 接下来我们将检验在控制了其他因素的情况下, XBRL 的采用对于开放式基金代理成本以及开放式基金绩效的影响。

表 3 XBRL 实施前后变量之间的差异对照

变量	XBRL = 0 (n = 591)		XBRL = 1 (n = 948)		差异性检验			
	均值	中位数	均值	中位数	T 检验		Wilcoxon Z 检验	
	a	b	c	d	a - c	T 检验值	b - d	Z 检验值
AgencyCosts	0.011	0.009	0.01	0.008	0.001	7.37 ***	0.001	7.922 ***
Public	0.105	0.000	0.137	0.000	-0.032	-1.91 *	0.000	-1.856 *
IndexFund	0.942	1.000	0.962	1.000	-0.020	-1.71 *	0.000	-1.790 *
NetAsset	21.828	22.025	21.060	21.274	0.768	10.84 ***	0.751	10.003 ***
FamilyTasset	24.461	24.733	24.290	24.464	0.171	3.03 ***	0.270	3.161 ***
RetOrder	0.503	0.508	0.501	0.498	0.002	0.140	0.010	0.125
InstPercent	0.174	0.087	0.245	0.169	-0.071	-6.27 ***	-0.083	-5.999 ***
Leverage	0.031	0.009	0.047	0.012	-0.016	-4.42 ***	-0.003	-3.447 ***
FundAge	3.722	3.738	3.817	3.818	-0.095	-3.80 ***	-0.080	-3.580 ***
Tenure	6.352	6.482	6.464	6.598	-0.112	-2.56 ***	-0.116	-3.684 ***
Education	2.052	2.000	2.054	2.000	-0.001	-0.060	0.000	-0.053
NetFlowIn	-0.021	-0.040	0.000	-0.026	-0.020	-1.73 *	-0.014	-2.310 **
ROE	-0.225	-0.083	-0.117	-0.064	-0.108	-3.43 ***	-0.019	-5.439 ***
preNetAsset	21.839	22.012	21.244	21.470	0.596	8.19 ***	0.542	7.318 ***
preFamilyTasset	24.303	24.417	24.232	24.387	0.071	1.280	0.030	1.249
preFundAge	3.744	3.807	3.719	3.714	0.024	1.000	0.093	1.233
preAgencyCosts	0.013	0.011	0.010	0.008	0.003	7.37 ***	0.003	7.443 ***
preExpense	0.016	0.018	0.013	0.014	0.003	8.42 ***	0.004	8.886 ***
preTurnover	-0.345	-0.253	0.107	0.073	-0.452	-15.63 ***	-0.326	-13.012 ***
preLeverage	0.027	0.009	0.046	0.012	-0.019	-5.86 ***	-0.003	-5.623 ***
preNetFlowIn	0.083	-0.016	-0.012	-0.059	0.096	4.24 ***	0.043	9.110 ***

注: ***, **, * 分别表示在 1%, 5%, 10% 的水平上显著, 下同。

五、多元线性回归结果

(一) XBRL 全面实施的回归结果

表 4 报告了模型 (1) 和模型 (2) 的回归分析结果。表 4 中模型 (1) 报告的是采用 XBRL 对于开放式基金代理成本的影响; 模型 (2) 报告的是对于不同机构持股比例的开放式基金而言, 采用 XBRL 之后其代理成本的变化情况。模型 (1) 中 XBRL 采用之后 (XBRL) 的系数显著为

负, 这表明, 强制要求所有基金采用 XBRL 标准作为开放式信息披露语言的措施取得了一定的成效, 代理成本有了显著的下降。本文的假设 H1 得到了支持。在表 4 的模型 (2) 中, 不同机构持股比例的开放式基金在采用 XBRL 之后 (XBRL × InstPercent) 的系数显著为正, 说明机构持股比例越低的开放式基金, 在采用 XBRL 之后, 其代理成本的降幅越大, 假设 H1a 得到了支持。

表 4 XBRL 采用之后对于开放式基金代理成本影响的回归结果

	模型 (1)		模型 (2)	
	系数	t 检验值	系数	t 检验值
Intercept	0.073 ***	14.77	0.073 ***	14.81
XBRL	-0.003 ***	-8.78	-0.004 ***	-8.44
XBRL × instPercent			0.004 **	2.33
InstPercent	-0.002 **	-2.51	-0.005 ***	-3.15
IndexFund	0.000	-0.200	0.000	-0.280
NetAsset	-0.002 ***	-9.59	-0.002 ***	-9.81
RetOrder	-0.004 ***	-7.44	-0.005 ***	-7.67

续表

	模型 (1)		模型 (2)	
	系数	t 检验值	系数	t 检验值
Public	-0.001	-1.260	-0.001	-1.300
FundAge	-0.001 ***	-3.65	-0.001 ***	-3.43
FamilyTasset	-0.001 ***	-3.38	-0.001 ***	-3.24
Tenure	-0.001 ***	-3.03	-0.001 ***	-2.90
Education	0.000	1.300	0.000	1.240
Leverage	-0.019 ***	-8.86	-0.019 ***	-8.83
NetFlowIn	-0.004 ***	-6.15	-0.004 ***	-6.27
InvestObject	controlled		controlled	
F Value	39.09 ***		38.04 ***	
R - Square	0.3716		0.3745	
Observations	1539		1539	

表5报告了开放式基金采用XBRL之后,其绩效水平的变化情况,其中模型(1)报告的是采用XBRL之后,对开放式基金绩效水平的影响。表5中模型(1)的XBRL的系数显著为正,说明在采用XBRL之后,开放式基金的绩效比采用XBRL之前获得了显著提升,假设H2得到了支持。

表5中模型(2)显示,XBRL实施后(XBRL)与开放式基金前一期的基金年龄(preFundAge)的交乘项(XBRL×preFundAge)系数显著为正,说明基金年龄越大的开放式基金在实施XBRL之后,其绩效水平的增幅越大,假设H2a得到了支持。

表5 XBRL采用之后对于开放式基金绩效的影响的回归结果表

	模型 (1)		模型 (2)	
	系数	t 检验值	系数	t 检验值
Intercept	-1.468 ***	-5.27	-1.079 ***	-3.080
XBRL	0.327 ***	10.71	-0.159	-0.740
XBRL × preFundAge			0.129 **	2.260
preFundAge	-0.018	-0.780	-0.098 *	-1.890
Public	-0.156 ***	-4.97	-0.158 ***	-5.050
preNetAsset	-0.003	-0.320	-0.008	-0.760
preFamilyTasset	0.041 ***	3.62	0.041 ***	3.640
instPercent	0.352 ***	8.14	0.359 ***	8.290
preAgencyCosts	-2.605	-1.410	-2.828	-1.540
preExpense	11.474 ***	3.67	11.801 ***	3.810
preLeverage	0.559 ***	3.62	0.587 ***	3.840
preTurnover	-0.509 ***	-21.47	-0.504 ***	-20.950
preNetFlowIn	-0.034	-1.130	-0.032	-1.080
F Value	88.54 ***		84.17 ***	
R - Square	0.3528		0.356	
Observations	1539		1539	

(二) 稳健性测试

1. 将模型(1)和模型(2)中的代理成本(Agency-Costs)采用总资产进行标准化后,对模型(1)和模型(2)重新进行回归,结论不受影响。

2. 根据肖峻和石劲(2011)的作法,分别采用(a)流通市值加权的CAPM模型;(b)流通市值加权的FAMA

三因子模型,计算得到序数回报率(ordinal measures),替代模型(1)中基金的回报(RetOrder)后对模型(1)重新进行回归,回归结果和表4的结果一致②。

3. 将模型(2)中的因变量净资产回报率(ROE)换成总资产回报率,对模型(2)重新进行回归,得到的结果与表5一致。

② 根据Tufano and Sevick(1997)、肖峻和石劲(2011)等的作法,分别采用(a)考虑了红利再投资的原始回报率(raw return);(b)流通市值加权的CAPM模型;(c)总市值加权的CAPM模型;(d)总市值加权的FAMA三因子模型;(e)流通市值加权的FAMA三因子模型计算出的当期和前一期的回报率进行排序,得到绩效较差的基金(业绩排名在最后10%)、绩效排名为中等的基金(排名在前10%至后10%之间)、绩效排名为最好的基金(业绩排名在前10%),替代模型(1)中的基金的回报,对模型(1)重新进行回归,回归得到的结果也与表4的结果一致。

4. 按照 Ferris and Yan (2009) 的作法, 净资产的回报率可能受前一期净资产回报率的影响, 因此在模型 (2) 中控制前一期净资产 (总资产) 回报率, 对模型 (2) 重新进行回归, 得到的结果与表 5 一致。

六、研究结论

自 1976 年 Jensen and Meckling 提出代理问题以来, 代理问题就一直被学术界和实务界广泛讨论。对于开放式基金而言, 代理问题亦是需要关注的核心问题 (Fama and Jensen, 1983)。虽然赎回是解决开放式基金代理问题的主要机制之一 (Fama and Jensen, 1983), 但是, 如何避免非理性赎回的发生? 这是开放式基金发展中迫切需要解决的问题。为了有效解决开放式基金存在的代理问题同时避免非理性赎回的发生, 政策制定者以及监管层在强调信息披露的同时, 引入 XBRL 以提升信息披露的使用质量, 希望通过采用 XBRL 使基金公司的运营、治理结构等信息变得更加透明和易获得, 监管变得更加及时和有据可依, 也使投资者不但可以有效监督代理人的投资行为, 而且可以更加理性地进行投资。

从 2010 年开始, 中国证监会强制要求所有基金都采用 XBRL 作为信息披露的唯一语言, 并在唯一官方网站 (<http://fund.csrc.gov.cn/>) 进行披露。在此背景下, 本文以 2008—2011 年间中国开放式基金为样本, 考察了强制要求采用 XBRL 对开放式基金代理成本及其经营绩效的影响。研究发现, 采用 XBRL 之后, 由于所有开放式基金公司的日净值信息、季报、年报和临时公告等信息在指定的官方网站上得到了及时披露, 投资者根据官方提供的在线浏览器版本的 XBRL 阅读器, 可以及时掌握基金公司的运营信息, 通过提升信息的共享性、相关性、及时性和可比性, 提升了开放式基金披露的信息使用质量, 开放式基金的代理成本显著下降, 绩效水平得到了显著的提升。

本文的研究表明, 在解决开放式基金业中存在的代理问题时, 不但赎回是一种有效的解决方法, 提高信息使用质量、节约成本、提高效率也是有效的解决方法。我国作为一个新兴资本市场, 如何提高投资者的信息使用质量一直是监管层和投资者关注的问题, XBRL 的出现为解决这一难题提供了一个信息技术手段, 这种技术优势可以更好地披露企业信息, 提高信息的共享性、相关性、及时性和可比性, 从而更好地满足投资者的信息需求。本研究为监管部门强制采用 XBRL 作为信息披露的方式提供了实证依据, 也为我国进一步扩展 XBRL 在整个资本市场的运用提供了决策参考。

主要参考文献

蔡庆丰, 宋友勇. 2010. 超常规发展的机构投资者能

稳定市场吗? 经济研究, 1: 90 ~ 101

李增泉, 何小杨, 孔祥. 2011. 基金治理能够吸引投资者吗? ——基于我国开放式基金“赎回异象”的实证检验. 中国会计评论, 4: 402 ~ 420

肖峻, 石劲. 2011. 基金业绩与资金流量: 我国基金市场存在“赎回异象”吗? 经济研究, 1: 112 ~ 125

Arnold, M. W., C. A. Botosan, and R. H. Colson. 2008. Response to the Progress Report of the SEC Advisory Committee on Improvements to Financial Reporting. Accounting Horizons, 22 (4): 171 ~ 186

Bruton, G. D., J. K. Keels, and E. L. Scifres. 2002. Corporate Restructuring and Performance: An Agency Perspective on the Complete Buyout Cycle. Journal of Business Research, 55 (9): 709 ~ 724

Bushee, B. 1998. The Influence of Institutional Investor on Myopic R&D Investment Behavior. The Accounting Review, 73 (3): 305 ~ 333

Chevalier, J., and G. Ellison. 1997. Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives. Journal of Political Economy, 105 (6): 1167 ~ 1200

Dong, Y., O. Li, Y. Lin, and C. Ni. 2013. Information Processing Cost and Stock Return Synchronicity: Evidence from XBRL Adoption. Working Paper

Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Agency Problems and Residual Claims. The Journal of Law and Economics, 26 (2): 327 ~ 349

Ferris, S. P., and X. Yan. 2009. Agency Costs, Governance, and Organizational Forms: Evidence from the Mutual Fund Industry. Journal of Banking and Finance, 33 (4): 619 ~ 626

Hodge, F. D., J. J. Kennedy, and L. A. Maines. 2004. Does Search – Facilitating Technology Improve the Transparency of Financial Reporting?. The Accounting Review, 79 (3): 687 ~ 703

Koh, P. S. 2003. On the Association between Institutional Ownership and Aggressive Corporate Earnings Management in Australia. British Accounting Review, 35 (2): 105 ~ 128

Sirri, E. R., and P. Tufano. 1998. Costly Search and Mutual Fund Flows. Journal of Finance, 53 (5): 1589 ~ 1622

Tufano, P., and M. Sevick. 1997. Board Structure and Fee – Setting in the U. S. Mutual Fund Industry. Journal of Financial Economics, 46 (3): 321 ~ 356

Yermack, D. 1996. Higher Market Valuations with a Small Board of Directors. Journal of Financial Economics, 40 (2): 185 ~ 212

Enterprise Management Team Human Capital , R&D Investment and Enterprise Performance

Zhu Yan & Zhang Mengchang

Based on the research paradigm of “Management team human capital – Behavior – Economic consequences” and the 2009 – 2011 panel data of 200 manufacturing – listed companies , we utilize the mediating variables to study the enterprise management team human capital affecting the enterprise performance through the R&D investment and the mediating effect is quantified. We can draw 3 conclusions: Firstly , the biography and non – biography human capital of management team have a significant impact on enterprise performance with different properties. Secondly , the two human capital mentioned above also have a significant impact on enterprise performance with different properties. Thirdly , the human capital affects the enterprise performance only partly through the R&D investment , which acts as part of the mediating variable between enterprise management team human capital and enterprise performance.

Firm Heterogeneity and Empowerment for Comparable Companies ——Based on Valuation Model Construction and Application about Acquisition of Non – listed Companies

Hu Xiaoming et al.

Enterprise capabilities theory states that enterprises are heterogeneous rather than homogeneous. Non – listed companies involved in mergers and acquisitions do not belong to the securities market. Access to information quantity , quality , channels and other factors there are certain difficulties. The constituent elements of the value , the links and evolution between elements , both have complexity. This article is based firm heterogeneity , with the nearness principle in fuzzy mathematics , constructed fuzzy sets about characteristic index , to select comparable companies , thereby serving the valuation of the target company.

Has EVA Assessment Improved Firm Value? ——Empirical Evidence from State – owned Listed Companies of China

Chi Guohua et al.

The SASAC (State – owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council) began to implement EVA assessment within central enterprises in 2010 , aiming at promoting companies to transform from profit management to value management and achieving continuous improvement of firm value. Taking the state – owned companies listed on A – shares in Shanghai and Shenzhen motherboard from 2010 to 2012 as sample , this article empirically tests the consequences of EVA assessment to the improvement of firm value. Moreover , it probes into the function of investment efficiency in such effect from a perspective of management’s investment decision – making.

Who Cares Auditor’s Reputation? Evidence from “Dirty” Auditor Switch Decision

Liu Xiaoxia & Li Minghui

After auditors’ reputations are compromised , switching auditors indicates that listed companies have the demand for high quality audit. By using the data of listed clients of auditors disciplined by CSRC through 2002 to 2010 , this paper investigates the influence of relevant factors on the decision to switch “dirty” auditors. The empirical results show that: (1) As to agency conflict variables , ownership concentration has the significant positive effect on auditor switch , but managerial stockholding and leverage have not the significant effect; (2) As to BOD quality variables , whether to simultaneously set up four independent special committees under board of directors is significantly correlated with “dirty” auditor switch , however , the size , independence and diligence of the board are not significantly correlated with “dirty” auditor switch.

Impact of Internal Control Audit on Earnings Quality: Evidence from Listed Companies in Shanghai Stock Exchange

Lei Ying et al.

This paper uses data of listed companies of Shanghai Stock Exchange in 2010 and 2011 to explore whether the internal control audit is effective. We find that earnings quality of listed companies that disclosed internal control audit report is higher than that of those did not disclose. After controlling self – select intention , we find that the earnings quality of companies first time disclosing internal control audit reports is higher than that of previous year. The internal control audit can improve the quality of accounting earnings. The conclusion of this paper supports the decision to treat disclosure of internal control audit as statutory requirement.

Research on Quality Control Models of Accounting Firms

Qi Fei

Quality control model is a result of comprehensive factors of an accounting firm. From the perspective of theories , this paper analyzes the fundamental system framework of quality control models of accounting firms , summarizes three typical quality control models of accounting firms nowadays in China , argues material problems of quality control models and determining factors of them , and put forward suggestions to improve quality control models.

XBRL , Agency Costs and Performance: Evidence from the Mutual Fund Industry in China

Zeng Jianguang et al.

The China Securities Regulatory Commission has mandated the XBRL as the only financial reporting technology to file the daily reports , quarterly reports , annual reports and funds notices of mutual funds since 2010. The XBRL mandate is implemented with the free online XBRL reader provided by CSRC to facilitate the investors to access financial information in a timely manner. This global and revolutionary approach to information disclosure greatly reduces the investors’ information search costs. Information asymmetry has been mitigated due to the XBRL mandate. This regulatory change provides us a natural experiment context to study the relation of mutual funds’ pre- and post-adoption agency costs and performance. Our findings show that the mandatory adoption of XBRL has decreased the agency costs and increased the fund performance.