

基金投资者网络与企业自愿性信息披露

——来自中国证券市场的经验证据

梁雯¹, 宋思淼², 姚晓林³

(1. 杭州电子科技大学 会计学院, 浙江 杭州 310018; 2. 东北财经大学 会计学院, 辽宁 大连 116025;

3. 大连东软信息学院 信息与商务管理学院, 辽宁 大连 116023)

[摘要]以2004—2018年持有我国深市A股上市公司的公募基金为样本,探究基金投资者网络对企业自愿性信息披露的影响。研究表明:基金投资者的网络中心度越高,企业进行自愿性信息披露的倾向就越强,且这一关系在非国有企业和基金持仓比例较高的样本企业中更为显著。进一步研究发现,基金网络在此过程中主要发挥监督职能和降低信息披露成本作用,且其不但会影响重仓持股公司,还会对行业内非基金持股公司产生溢出效应,从而优化行业信息环境。研究结论为我国机构投资者治理角色提供理论解释和经验证据,也为政府监管部门的制度设计提供参考。

[关键词]基金投资者网络;自愿性信息披露;监督治理;信息披露成本;信息溢出

[中图分类号]F832.5 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2020)06-0078-10

一、引言

随着我国“超常规发展机构投资者”政策实施,资本市场投资结构逐渐发生改变,截至2018年底,我国机构投资者持有上市公司股份比例已到达39%,在一些重要板块和行业甚至超过了65%,机构投资者已经超越个人投资者成为资本市场的主角^[1],所发挥的作用也越来越大。就我国而言,机构投资者主要包括基金、银行、保险、证券公司、信托和投资公司等组织,现有研究认为公募基金是最具有治理效应的机构投资者,它们主要通过资本市场的交易活动获利^[2],与企业没有商业联系,独立于公司董事会,较其他机构投资者来说更具有价值创造能力,可以视为最有影响力的外部股东^[3],因而研究其治理作用有着非常重要的理论价值与现实意义。但是目前对于基金投资者的治理效应研究,存在着两种争论,即基金投资者对企业的影响到底是“用脚投票”还是“用手投票”,前者称之为基金信息效应^[4-5],后者称之为基金监督效应^[6-7]。究其原因,早期研究倾向于从基金投资者的“经济人”角度出发,认为基金投资者主要是“用脚投票”,即以基金信息效应为主,如Kochhar和David证实该信息治理效应可以使得企业与外部投资者之间的信息不对称问题得到缓解^[4]。我国上市公司“一股独大”现象比较普遍,基金投资者相对“势单力薄”,不但持股比例较为分散,而且持股比例偏低,因而基金参与企业内部决策的成本较高^[8],基金监督效应并不显著。目前网络理论与经济学交叉研究的兴起,学者发现金融市场上也存在着各种各样的复杂网络关系^[9],一系列研究证明基金投资者的“社会人”身份得到重视,基金投资者作为一个团体互相交流、互相合作,更能有效发挥其公司治理的功能^[10-13],基金投资者已经逐渐由“用脚投票”转化到“用手投票”。

现有基金投资者网络的文献主要是从盈余公告^[14]、非效率投资^[7]和股价崩盘风险^[15]等角度展开,鲜有学者关注其对企业自愿性信息披露的影响。自愿性信息披露指的是相对于强制信息披露,企业自行或者自愿进行的对外信息披露^[16]。对大部分利益相关者而言,企业自行披露信息越多,他们做出正确决策的可能性越大,获取的经济收益会越高。简言之,外部投资者需要优质有效的信息资源以实现其投资收益。自愿性信息披露是降低企业内外部信息不对称程度,提高企业信息透明度,推动投资者认同企业价值的重要手段,也是提高资本市场配置效率的重要途径^[17]。但是现实情况下,企业往往会进行成本与收益的权衡,由于各种原因并不愿意进行自

[收稿日期]2019-11-18

[基金项目]浙江省教育厅一般科研项目(Y202044428);国家社会科学青年基金项目(16CJY006);浙江省软科学年度课题(2019C35012)

[作者简介]梁雯(1987—),女,浙江绍兴人,杭州电子科技大学会计学院讲师,从事社会网络、公司治理与并购研究,E-mail:286787220@qq.com;宋思淼(1990—),女,辽宁沈阳人,东北财经大学会计学院博士生,从事资本市场会计与财务研究;姚晓林(1983—),女,辽宁大连人,大连东软信息学院信息与商务管理学院副教授,从事资本市场会计与财务研究。

愿性信息披露,特别是那些对自身不利的负面信息。此时基金投资者网络就会起到举足轻重的作用,促使企业自愿披露,实现资本市场的健康发展,但是现有文献并未对其内在机理进行详细分析和深层次的探讨。基于此,本文以2004—2018年深市A股上市公司为研究对象,以公募基金构建网络模型,研究基金投资者网络对企业自愿性信息披露的影响,并进一步根据产权性质和基金持仓比例大小进行分组,研究其对该种影响的重要调节效应。研究发现:基金投资者的网络中心度高,则与其他各方纽带关系多,可以获得规模经济以及更强的信息优势和资源优势,相应地其机构声誉和权力高,可以通过正式或者非正式途径影响企业各项决策,通过发挥其监督治理作用和降低信息披露成本,进而促使企业自愿性信息披露。这一关系在非国有企业和基金持仓比例较高的样本企业中更显著。进一步研究发现,基金投资者网络不仅会影响其重仓持股公司,还会对行业内非基金持股公司产生溢出效应,从而优化行业信息环境。以上结论为我国机构投资者治理角色提供理论解释和经验证据,也为政府监管部门的制度设计提供参考。

本文的贡献主要在于:第一,丰富了自愿性信息披露的影响因素研究。以往文献普遍孤立地研究基金投资者持股的公司治理效应,本文从网络视角入手探讨了基金投资者之间的信息交流对企业自愿性信息披露的影响,为基金投资者影响公司自愿性信息披露动机与行为的路径与机理寻找到了理论解释。第二,丰富和完善了基金投资者相关领域的文献。本文考察了企业产权性质与基金持仓比例对基金投资者网络与企业自愿性信息披露关系的调节作用,丰富了基金投资者网络对企业自愿性信息披露产生影响的情境机制,是对基金网络文献的细化补充。

二、理论分析与研究假设

(一)基金投资者网络与企业自愿性信息披露

本文认为,基金投资者网络可以有效地进行监督,降低信息披露成本,促进企业自愿性信息披露。从监督功能的角度来说,我国作为新兴资本市场,第一类代理问题相对来说并不严重,而一股独大的问题比较突出,目前解决第二类代理问题是我国公司治理的重点^[18]。第二类代理问题主要是由于股东之间的利益冲突所导致的,在集中型的股权结构下,大股东为了获取控制权带来的私有收益,进行一系列自利交易行为或对外部股东的歧视性行为,由此造成了内部大股东与外部中小股东之间的利益冲突,形成一种壁垒效应^[19],基金投资者这类特别而重要的外部股东是解决第二类代理问题的重要途径。根据社会网络理论,基金之间由于持有相同企业的股票而形成网络关系,通过此网络关系进行信息资源和经验知识的传递,并最终影响决策的制定^[20]。目前基金投资者的“社会人”身份得到重视,已经开始“用手投票”,其监督治理效应逐步占据主导地位^[5]。由于持股企业数量有所差别,身处网络内部的各个基金投资者所拥有的信息优势并不一致,因而发挥其治理作用也有所差异。本文使用基金投资者的网络中心度代表其在整体网络内部所处的相对位置、获取各类资源和施加影响的能力^[5,21]。当基金投资者的网络中心度较高,处于中心位置时,意味着其声誉和权力较高,具有规模经济以及多元化的信息优势^[5]。根据第二类代理问题,控股股东为了自身收益,往往倾向于掩盖和隐瞒负面信息,利用其控制权地位对企业实施掏空行为,造成对中小股东利益侵占的“隧道效应”,因而自愿性信息披露倾向较低。此时网络程度较高的基金投资者可以削弱大股东的“内部人”优势,通过频繁的正式与非正式的信息沟通与信息交流^[22],降低信息监督成本。由此,基金投资者通过网络联系发挥了监督大股东自利行为的作用,抑制其隐藏坏消息的动机,促使企业进行自愿性信息披露。

另外,基金投资者网络的信息共享可以直接改变信息披露所带来的边际成本,进而影响管理层的成本收益权衡及其信息披露行为。由于存在信息不对称,自愿性信息披露往往会给企业带来很多方面的收益,例如企业流动性的提高^[23]、资本成本的降低^[24]以及更多市场分析师对公司的追踪分析等^[25],但也会因为泄露企业战略决策等关键信息而损害其在产品市场中的竞争优势,这无疑增加了企业信息披露的成本^[26]。基金投资者由于拥有网络内部众多信息资源,信息搜索成本大大降低。网络内部的信息资源可以互通有无,通过反馈机制检验信息质量是否优质,信息来源是否可靠等,同时反过来也促使网络中的其他群体对此进行回报,进而获得更优质可靠的信息^[27]。基金投资者网络的这种信息共享和信息验证作用,使企业的私有信息通过网络在各个公司之间传递。这种由基金网络导致的信息溢出效应^[13],降低了企业披露私有信息的边际成本,从而促使企业自愿进行信息披露。

综上所述,当基金投资者在网络中处于越高、越中心的位置时,其获取信息资源的速度越快、信息质量越好、影响力越大,可以越有效地发挥其监督功能和降低信息披露成本的作用,促使企业自愿进行信息披露。基于以

上分析,本文提出假设1。

假设1:基金投资者的网络中心度越高,企业越倾向于进行自愿性信息披露,即基金投资者的网络中心度与企业自愿性信息披露呈正相关关系。

(二)基金投资者网络、产权性质与企业自愿性信息披露

国有企业是我国国民经济的支柱,一般遍布我国各大重要战略性行业和垄断行业,具有重要的战略地位,国有企业的实际控制人为国家,其特殊地位使得监督和控制具有行政色彩,会导致过多的干预^[28]。同时,国有企业存在相对比较严的“内部人管理”以及“内部监管缺失”问题,代理人为了提升自身的政治资本,得到相应的升迁机会,往往会运用其政治力量,做出损害股东的行为^[29]。我国的基金投资者起步较晚,相对于国有大股东而言,占据的份额较小,力量也较为薄弱^[30],因而势单力薄的基金投资者对国有企业的各项经营及投资决策和治理效应所起的作用有限。再者,国有控股企业的融资需求较低,且大部分都分布在垄断企业,自愿性信息披露成本较高,国有企业进行自愿性信息披露的倾向较低。而在非国有企业中,基金投资者网络具有非常显著的积极治理作用^[15],其监督作用更加明显,信息披露成本也较低,因而企业进行自愿性信息披露的倾向较高。基于以上分析,本文据此提出假设2。

假设2:基金投资者网络对企业自愿性信息披露的影响在国有企业中相对有限,而在非国有企业中,基金投资者的治理作用显著,即基金投资者网络对企业自愿性信息披露的正向影响在非国有企业当中更大。

(三)基金投资者网络、持仓比例与企业自愿性信息披露

经济收益是促进基金投资者积极治理行为的重要原因^[5],当基金投资者之间由于网络关系实现信息共享,特别是传递关键性信息资源时,能帮助企业发现和创造更多的价值,最终基金投资者获得企业价值增加带来的回报。但是不同基金之间的规模差别较大,即使是同一家企业以相同的金额投资于两家规模不同的基金,获取的收益显然也不同^[31]。在经济动机衡量中,基金投资者的持仓比例代表着其所持股份占基金净值的比例,该比例值越大,说明可以从整体收益中获取的收益就越高,对基金投资者的吸引力就越大,关注度越高,此时基金投资者具有越强的驱动力对上市公司进行积极治理,促使其自愿进行信息披露。Firth等^[3]也发现基金投资者持仓比例较高时,其治理影响力强,即经济动机促进了基金投资者运用信息资源进行积极的公司治理行为。反之,如果基金投资者的持仓比例小,则说明其获取的收益会较小,那么基金投资者对该公司的关注就会减弱,进而降低其信息治理和监督治理功能^[5],信息披露成本也会增加,从而企业的自愿性信息披露程度有所降低。

基于以上分析,本文提出假设3。

假设3:基金投资者的持仓比例能增强其网络中心度对企业自愿性信息披露的正向影响,即基金投资者的持仓比例越高时,网络中心度与企业自愿性信息披露的正相关关系就越强。

三、研究设计

(一)样本选取与数据处理

本文以2004—2018年我国持有深市A股上市公司的公募基金为研究对象,建立基金网络关联模型,并进行以下样本筛选:(1)本文选取非指数型基金(股票型基金、混合型基金以及封闭性基金)持仓数据,剔除不受基金网络强度影响的指数型基金;(2)剔除ST类和终止上市的样本;(3)剔除金融行业的样本;(4)剔除严重缺失指标的样本,个别指标的缺失值通过查找上市公司年报予以补齐。经过以上步骤,最终本文得到8055个“基金—公司—年”有效样本观测值。本文对主要连续变量进行了上下1%水平的缩尾处理(Winsorize)以消除离群值影响。本文全部数据主要来源于国泰安(CSMAR)数据库。“基金网络中心度”指标计算采用社会网络数据分析软件Pajek,统计分析软件为Stata15.0。为控制潜在异方差与序列相关性对标准误差造成的影响,本文在回归过程中进行了公司层面的聚类处理(Cluster)。

(二)模型设定与变量说明

为了检验本文的理论假设1是否成立,本文构建以下模型(1),研究基金网络对企业自愿性信息披露的影响,并通过分组回归的方法,在模型(1)的基础上进一步分析产权性质和基金投资者的持仓比例对于该种影响的重要调节效应,以此来检验本文假设2和假设3。

$$Disclosure_i = \beta_0 + \beta_1 Centrality_i + \beta_2 Control_i + \sum \beta_i Industry_i + \sum \beta_j Year_j + \varepsilon \quad (1)$$

被解释变量 *Disclosure* 为企业自愿性信息披露。根据已有文献,自愿性信息披露指标的衡量主要是通过自行建造指标体系^[32]、自行选取报表中的一项具有代表性的指标信息^[17]和使用深圳证券交易所的信息披露评级指数^[33]这三种方法。本文考虑到构建指标体系是以作者的期望入手,主观性较大;自行选取报表中的一项具有代表性的指标具有很强的灵活性,但指标之间的差异性会更大,使用不同的指标很可能会得出不同结论;深交所的信息披露考评结果是由权威机构提供,最为全面和客观。因而本文使用深交所的信息披露评级指数作为企业自愿性信息披露 (*Disclosure*) 的代理变量,如果考评结果为优秀或者良好,则该值为 1, 否则为 0。

解释变量 *Centrality* 为基金投资者的网络中心度指标^[5,7,21], 分别为程度中心度 (*Degree*)、中介中心度 (*Betweenness*) 和接近中心度 (*Closeness*), 用来衡量某个基金投资者在网络中的相对位置和信息优势。指标的具体解释如下:

1. 程度中心度 (*Degree*), 为某基金投资者与网络中的其他基金投资者具有直接关系的数量, 衡量基金的活跃程度。计算公式如下:

$$D_i = \frac{\sum_{j \neq i} x_{ij}}{N - 1} \quad (2)$$

$\sum_{j \neq i} x_{ij}$ 为网络中某一基金投资者 *i* 与其他基金投资者有直接关系的数量之和。

2. 中介中心度 (*Betweenness*), 为度量基金投资者作为中介的能力, 显示基金投资者对信息流的控制程度, 位于两个其他基金投资者之间的基金投资者可以中断或促进这两个基金投资者之间的信息传递。如果某个基金投资者在网络成员中最短路径的频繁程度越高, 则说明他的中介性越高。计算公式如下:

$$B_k = \sum_{i < j \neq k \in N} \frac{g_{ij(k)} / g_{ij}}{(N - 1)(N - 2) / 2} \quad (3)$$

g_{ij} 是两个基金投资者之间必须经过的最短路径数, $g_{ij(k)}$ 是两个基金投资者之间最短路径中具有基金投资者数量。

3. 接近中心度 (*Closeness*), 为基金投资者从网络中其他基金投资者中获取信息的能力, 是基金投资者和网络中所有其他基金投资者之间的(最短)距离之和的倒数。计算公式如下:

$$C_i = \frac{N - 1}{\sum_{i \neq j \in N} d_{ij}} \quad (4)$$

d_{ij} 是基金投资者 *i* 与基金投资者 *j* 之间的最短距离(测地线), $\sum_{i \neq j \in N} d_{ij}$ 为基金投资者与其他所有基金投资者之间的最短距离之和。

分组变量为产权性质 (*SOE*) 和基金持仓比例 (*Ratio*), 国有企业则 *SOE* 赋值为 1, 否则为 0。当样本企业的基金持仓比例高于中位数时, *Ratio* 为 1, 否则为 0。

参考 Park 等^[13] 和綦好东等^[7] 的研究, 本文选取了公司特征、治理特征和机构特征三大类控制变量, 包括公司规模 (*Size*)、资产负债率 (*Lev*)、成长机会 (*Tobin's Q*)、流动能力 (*Liquidity*)、盈利能力 (*ROA*)、管理费用率 (*ADM*)、两职兼任 (*Duality*)、董事会规模 (*Board*)、独立董事比例 (*Indep*)、第一大股东持股比例 (*Top1*)、股权制衡度 (*EBD*)、机构持股 (*IO*)、高管持股 (*MO*)、换手率 (*IT*) 和审计意见 (*Top4*)。此外, 本文还设置了行业 (*Industry*) 和年度 (*Year*) 虚拟变量, 用来控制不同行业和年度特殊性对研究结果的影响。控制变量定义及计算方法见表 1。

表 1 控制变量定义表

符号	名称	定义或计算
<i>Size</i>	企业规模	企业当年年末总资产的自然对数
<i>Lev</i>	资产负债率	总负债的账面价值/总资产的账面价值
<i>Tobin's Q</i>	成长机会	短期债务加长期债务加优先股和股权市场价值之和除以总资产的账面价值
<i>Liquidity</i>	流动能力	经营性现金流量净额/总资产
<i>ROA</i>	盈利能力	净利润/总资产
<i>ADM</i>	管理费用率	管理费用除以主营业务收入
<i>Duality</i>	两职兼任	董事长与总经理同为一人则为 1, 否则为 0
<i>Board</i>	董事会规模	当年年末董事会人数之和取对数
<i>Indep</i>	独立董事比例	$\ln(1 + \text{独立董事人数} / \text{董事会成员总人数})$
<i>Top1</i>	第一大股东持股比例	第一大股东持股数/流通股总股数
<i>EBD</i>	股权制衡度	第二大股东至第十大股东持股比例之和
<i>IO</i>	机构持股比例	机构持股数/流通 A 股总股数
<i>MO</i>	高管持股比例	高管持股数/流通 A 股总股数
<i>IT</i>	换手率	$\sum [\text{单个交易日成交量数量} / \text{当日股票流通股总股数}]$
<i>Top4</i>	审计意见	如果上市公司被四大会计师事务所审计, 则 <i>Top4</i> = 1, 否则为 0
<i>Industry</i>	行业	行业虚拟变量
<i>Year</i>	年份	年度虚拟变量

四、实证检验与结果分析

(一)描述性统计

主要变量的描述性统计如表2所示。企业自愿性信息披露(*Disclosure*)均值为0.896,标准差为0.305,说明大部分样本企业都进行了自愿性信息披露。程度中心度(*Degree*)、中介中心度(*Betweenness*)和接近中心度(*Closeness*)平均值分别为5.863、0.001和0.596,指标之间的标准差差异较大,说明各个企业之间的基金网络中流通的信息差异比较明显。

企业规模均值为22.10,资产负债率均值为0.395,成长机会的均值和中位数都大于1,说明样本企业具有较好的发展势头和成长机会。流动能力均值为0.028,中位数为0.018,说明大部分样本企业的流动性欠佳。盈利能力均值为0.052,最小值为负数,说明盈利能力不佳。管理费用率均值为0.109,两职兼任和董事会规模均值分别为0.312和8.565,两职兼任现象较为普遍,公司董事会成员设置较为合理。独立董事比例均值为0.374,说明大部分企业都达到了上市公司关于董事会成员中至少应该包括1/3的独立董事的监管要求。第一大股东持股比例均值为0.324,最大值为0.708,说明我国深市企业上市公司的股权集中度较高,存在一股独大的现象,需要优化股权结构。股权制衡度均值为0.259,机构持股均值为0.055,最大值为0.215,高管持股均值为0.325,换手率均值为3.361,审计意见均值为0.044,说明由四大会计事务所进行审计的情况较为少见。产权性质均值为0.273,基金投资者的持仓比例均值为0.494。

综上,表2结果表明,本文选取的样本企业具有代表性,且控制变量的分布与以往文献基本一致。

(二)单变量分析

表3为基金网络中心度本文基于企业自愿性信息披露的组间差异检验,本文基于企业自愿性信息披露与否(*Disclosure*)分为两组,对主要变量进行组间均值T检验和中值秩和检验,通过观察组间的差异显著性来检验样本是否符合理论假设预期。根据T检验结果,披露组基金投资者的网络中心度更高,程度中心度(*Degree*)、中介中心度(*Betweenness*)和接近中心度(*Closeness*)的均值分别为5.890、0.0005和0.598,对应不披露组的均值分别为5.629、0.0004和0.584,此差异在1%的水平全部正向显著。根据控制变量结果,披露组的公司规模、流动能力、盈利能力、董事会规模、第一大股东持股比例、股权制衡度、高管持股比例和审计意见都显著高于不披露组,而资产负债率和管理费用率显著低于不披露组,可能的原因是公司各项指标较好,股权集中度越高时,高管持股比

表2 主要变量的描述性统计

变量	N	均值	标准差	1/4分位数	中位数	3/4分位数	最小值	最大值
<i>Disclosure</i>	8055	0.896	0.305	1	1	1	0	1
<i>Degree</i>	8055	5.863	1.114	5.148	6.023	6.612	0	8.169
<i>Betweenness</i>	8055	0.001	0.001	0	0	0.001	0	0.005
<i>Closeness</i>	8055	0.596	0.102	0.526	0.567	0.622	0.475	0.943
<i>Size</i>	8055	22.10	1.174	21.250	21.970	22.790	19.950	25.550
<i>Lev</i>	8055	0.395	0.200	0.230	0.384	0.546	0.010	0.847
<i>Tobin's Q</i>	7814	2.727	2.317	1.125	2.051	3.571	0.072	12.550
<i>Liquidity</i>	8055	0.028	0.030	0.013	0.018	0.031	0.001	0.193
<i>ROA</i>	8055	0.052	0.052	0.023	0.048	0.079	-0.146	0.210
<i>ADM</i>	8055	0.109	0.077	0.057	0.093	0.137	0.002	0.432
<i>Duality</i>	8055	0.312	0.463	0	0	1	0	1
<i>Board</i>	8055	8.565	1.710	7	9	9	5	15
<i>Indep</i>	8039	0.374	0.054	0.333	0.333	0.429	0.308	0.571
<i>Top1</i>	8055	0.324	0.146	0.215	0.305	0.418	0	0.708
<i>EBD</i>	8055	0.259	0.129	0.160	0.255	0.351	0	0.562
<i>IO</i>	8055	0.055	0.047	0.017	0.044	0.081	0	0.215
<i>MO</i>	7908	0.325	0.559	0	0.038	0.421	0	1
<i>IT</i>	8052	3.361	3.286	1.277	2.313	4.158	0	18.620
<i>Top4</i>	8044	0.044	0.204	0	0	0	0	1
<i>SOE</i>	8055	0.273	0.445	0	0	1	0	1
<i>Ratio</i>	8055	0.494	0.500	0	0	1	0	1

表3 基金网络中心度基于自愿性信息披露的组间差异检验

变量	<i>Disclosure</i> = 1 Mean	<i>Disclosure</i> = 0 Mean	T 检验 T 值	<i>Disclosure</i> = 1 Median	<i>Disclosure</i> = 0 Median	秩和检验 Z 值
<i>Degree</i>	5.890	5.629	6.447 ***	6.054	5.687	6.905 ***
<i>Betweenness</i>	0.0005	0.0004	3.589 ***	7.86e-05	1.38e-05	6.875 ***
<i>Closeness</i>	0.598	0.584	3.763 ***	0.569	0.551	5.137 ***
<i>Size</i>	22.11	21.96	3.566 ***	21.98	21.88	2.900 ***
<i>Lev</i>	0.388	0.450	-8.562 ***	0.377	0.460	-8.147 ***
<i>Tobin's Q</i>	2.722	2.767	-0.520	2.075	1.815	1.701 *
<i>Liquidity</i>	2.844	2.389	4.188 ***	1.863	1.494	8.165 ***
<i>ROA</i>	0.056	0.018	20.444 ***	0.050	0.021	17.992 ***
<i>ADM</i>	0.108	0.124	-5.868 ***	0.092	0.099	-3.516 ***
<i>Duality</i>	0.311	0.321	-0.567	0	0	-0.567
<i>Board</i>	8.594	8.317	4.439 ***	9	9	3.528 ***
<i>Indep</i>	0.374	0.377	-1.651	0.333	0.364	1.315
<i>Top1</i>	0.327	0.294	6.252 ***	0.310	0.276	6.388 ***
<i>EBD</i>	0.260	0.248	2.602 ***	0.255	0.246	2.137 **
<i>IO</i>	0.055	0.054	0.509	0.045	0.039	2.004 **
<i>MO</i>	0.336	0.228	5.193 ***	0.043	0.012	5.140 ***
<i>IT</i>	3.345	3.502	-1.307	2.259	2.777	-5.191 ***
<i>Top4</i>	0.046	0.024	2.915 ***	0	0	2.914 ***

注:***、**和*分别代表在1%、5%和10%的水平上显著,下同。

例越高,基金投资者的收益就与企业越密切相关,其越具备强烈的动机和意愿发挥其机构治理作用,进而增强企业自愿性信息披露。同时,根据中位数的秩和检验结果发现,其与T检验结果基本一致,两组中心度的中位数在1%水平也存在正向显著差异,控制变量存在少许差别,初步支持了本文提出的假设1,即基金投资者的网络中心度越大时,企业越倾向于自愿性信息披露。

(三)实证回归结果

1.基金网络中心度与企业自愿性信息披露

表4为基金投资者的网络中心度与企业自愿性信息披露的逻辑回归结果。从表4的实证结果中可以看到,基金投资者的程度中心度(Degree)、中介中心度(Betweenness)和接近中心度(Closeness)分别在1%和5%的水平与企业自愿性信息披露呈显著正相关,说明本文理论分析符合假设预期,假设1得到充分论证,基金投资者的网络中心度越高,说明其信息获取能力越强,信息质量越好,企业的自愿性信息披露倾向性越强。具体来说,基金投资者是公司经济利益的重要分享者,具有强烈的动机推动企业进行自愿性信息披露,从而使得企业获得市场的认可和了解,以提升企业的市场表现和长期绩效。同时对于网络位置处于中心的基金投资者而言,其掌握的信息优势也代表着更高的权力和声望,能进一步监督企业决策,发挥其监督治理和降低信息披露成本这两方面的作用。

就控制变量而言,列(1)至列(3)的结果是一致的,根据公司特征维度,资产负债率和成长机会与企业自愿性信息披露显著负相关,而盈利能力好,则会提升企业的自愿性信息披露概率。根据公司治理维度,董事会规模、第一大股东持股比例和高管持股比例与企业自愿性信息披露显著正相关,与已有研究结论一致,说明当董事会规模越大,股权集中度越高,高管自身利益与企业紧密挂钩时,会越多地促使企业进行自愿性信息披露。

2.基金网络中心度、产权性质与企业自愿性信息披露

进一步地,为了检验本文研究假设2,本文根据产权性质变量(SOE)进行分组检验。表5为根据产权性质变量进行分组检验的实证结果。其中列(1)、列(3)和列(5)为国有企业,列(2)、列(4)和列(6)为非国有企业。从表5可以发现,控制住其他因素后,当样本企业为非国有控股企业时,基金投资者的网络中心度与企业自愿性信息披露都在1%的水平正向显著,说明非国有企业会加强基金投资者网络中心度对企业自愿性信息披露的正向影响,而这种显著正相关关系在国企样本中作用有限,假设2得到验证。根据我国的现实情况,在国有控股企业一股独大的现象非常突出,国有资本牢牢控制了企业的各项决策,基金投资者无法发挥显著的治理作用。而民营企业的基金投资者,其话语权大大提升,因而基金网络的监督治理和降低信息披露成本作用的增强效应在非国企中的边际变化会较大,与本文理论推导一致。

3.基金网络中心度、持仓比例与企业自愿性信息披露

为了检验本文研究假设3,本文根据基金投资者的持仓比例变量(Ratio)进行分组检验。如表6所示,其中列(1)、列(3)和列(5)为持仓比例小于中位数的组,列(2)、列(4)和列(6)为持仓比例大于中位数的组。根据回归结果所示,当基金投资者的持仓比例大于中位数时,所有网络中心度都在10%以上的显著水平与企业自愿性信息披露显著正相关,形成鲜明对比的是,当持仓比例小于中位数时,网络中心度都不显著,说明假设3符合理论预期,基金投资者持仓比例越高,与其自身收益越相关,其参与公司治理的动力越强,就越有动力运用自身在社会网络

表4 基金网络中心度与企业自愿性信息披露的

Logit 回归结果^①

被解释变量	(1)	(2)	(3)
Disclosure	Degree	Betweenness	Closeness
Centrality	0.151 *** (3.67)	134.518 ** (2.00)	1.849 *** (2.90)
Controls	控制	控制	控制
cons	-1.427 (-0.87)	-1.687 (-1.04)	-2.387 (-1.49)
N	7640	7640	7640
Pseudo-R ²	0.116	0.115	0.116

表5 基金网络中心度、产权性质与企业自愿性信息披露

被解释变量	Degree		Betweenness		Closeness	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Disclosure	SOE = 1	SOE = 0	SOE = 1	SOE = 0	SOE = 1	SOE = 0
Centrality	0.112 (1.14)	0.162 *** (3.40)	-79.99 (-0.80)	252.374 *** (3.26)	0.208 (0.18)	2.528 *** (3.27)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
cons	-1.884 (-0.77)	-0.654 (-0.40)	-2.452 (-0.99)	-0.814 (-0.50)	-2.139 (-0.87)	-2.027 (-1.26)
N	2034	5598	2034	5598	2034	5598
Pseudo-R ²	0.122	0.136	0.121	0.136	0.121	0.136

^①受篇幅所限,控制变量结果备案。

中的信息资源、行业经验等进行监督并提出建议,企业越具有进行自愿性信息披露的动力。Dennis 和 Strickland^[34]发现股价波动时引起的损益与基金投资者的经济考核具有直接相关关系,因而基金投资者在持仓比例高时会更加有动力关注企业的各项行为,避免大股东由于自利做出损害企业的行为。同时,根据基金网络的特性,持仓比例高,表示多家基金投资了本企业,企业管理层更有可能受到来自多家公司的基金投资者的压力。综上,假设3得到验证。

五、进一步讨论

(一)影响机制检验

我国上市公司股权相对集中,第二类代理成本对企业信息披露可能存在主导性的影响^[35]。基金投资者网络中心度高,能降低第二类代理成本,降低控股股东与中小股东的利益冲突,有效地发挥其监督治理作用,进而促使企业进行自愿性信息披露。为了证明基金投资者网络的监督职能,本文借鉴姜国华和岳衡^[36]的方法,以大股东占款(计算方法为其他应收款除以总资产)作为“第二类代理成本”的代理变量,大股东占据的款项越多,说明资金占用的现象越严重,中小股东被侵占利益的“隧道效应”越强。如果大股东占款的值大于行业中位数,则第二类代理成本(Dev) = 1, 否则为0。回归结果如表7所示,列(1)、列(3)和列(5)的系数显著为正,而列(2)、列(4)和列(6)的系数为正却不显著,说明监督治理作用得到验证,较高的第二类代理成本是基金网络发挥监督治理作用的前提条件。此外,本文还使用了朱春艳等^[37]的方法,用“两权分离程度”作为代理变量,计算方法为两权分离程度/(两权分离程度 + 控股股东持股比例),两权分离程度越高时,大股东对中小股东的掏空行为越严重,代理成本就越高,使用该方法进行中位数分组回归之后得到了一致的结论。

基金网络降低信息披露成本,促使企业进行自愿性信息披露的理论逻辑,是通过行业内竞争者的策略互动角度分析。当企业所在行业竞争程度较高时,其披露对行业内竞争对手的决策影响较低,披露信息对企业市场份额的影响较少,所以自愿性信息披露成本特别是私有信息的泄密成本较低,此时基金投资者网络降低信息披露成本的作用有限。反之,如果企业所在行业竞争程度较低,企业之间的互动对行业内企业决策影响较大,所以自愿性信息披露更可能改变行业内

竞争者的决策,导致企业竞争力下降,丧失市场份额,也就是说,此时自愿性信息披露成本较高,而基金投资者网络可以有效降低信息披露成本,促使企业进行自愿性信息披露。本文借鉴邢立全和陈汉文^[38]的方法,使用赫芬达尔-赫希曼指数(HHI),即行业内各公司营业收入占行业总营业收入比重的平方和,作为产品市场竞争程度的代理变量,当HHI值越趋近0,表明该行业内竞争程度越激烈。如果HHI的值大于行业中位数,则取值为1, 否则为0。分组回归结果如表8所示,列(1)、列(3)和列(5)的系数显著为正,说明产品市场竞争程度越低时,自愿性信息披露的成本越高,而基金网络会降低企业的信息披露成本,促进企业自愿性信息披露。

表6 基金网络中心度、持仓比例与企业自愿性信息披露

被解释变量 Disclosure	Degree		Betweenness		Closeness	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Ratio = 0	Ratio = 1	Ratio = 0	Ratio = 1	Ratio = 0	Ratio = 1
Centrality	0.059 (1.23)	0.128 ** (2.10)	72.84 (0.84)	164.513 * (1.86)	0.803 (0.86)	2.187 ** (2.43)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
cons	-3.131 * (-1.67)	-2.178 (-1.22)	-2.770 (-1.46)	-2.403 (-1.35)	-3.209 * (-1.71)	-3.132 * (-1.76)
N	3736	3897	3736	3897	3736	3897
Pseudo-R ²	0.103	0.136	0.103	0.135	0.103	0.136

表7 基金网络中心度、代理成本与企业自愿性信息披露

被解释变量 Disclosure	Degree		Betweenness		Closeness	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Dev = 1	Dev = 0	Dev = 1	Dev = 0	Dev = 1	Dev = 0
Centrality	0.155 *** (2.80)	0.093 (1.49)	193.234 ** (2.37)	79.660 (0.91)	2.047 ** (2.47)	1.494 (1.56)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
cons	-3.874 ** (-2.22)	1.763 (0.90)	-4.023 ** (-2.31)	1.645 (0.84)	-4.963 *** (-2.87)	1.148 (0.59)
N	3776	3858	3776	3858	3776	3858
Pseudo-R ²	0.147	0.088	0.147	0.088	0.147	0.088

表8 基金网络中心度、产品市场竞争与企业自愿性信息披露

被解释变量 Disclosure	Degree		Betweenness		Closeness	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	HHI = 1	HHI = 0	HHI = 1	HHI = 0	HHI = 1	HHI = 0
Centrality	0.213 *** (4.54)	0.059 (0.61)	211.131 *** (2.90)	92.39 (0.84)	2.612 *** (3.51)	0.004 (0.00)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
cons	-0.196 (-0.13)	-3.94 (-1.50)	-0.682 (-0.47)	-3.996 (-1.52)	-1.731 (-1.19)	-3.705 (-1.42)
N	5564	2076	5564	2076	5564	2076
Pseudo-R ²	0.119	0.121	0.116	0.121	0.117	0.120

(二)基金网络的信息溢出效应

网络内部的基金投资者往往在进行行为决策时,会考虑相应行为决策对行业内同伴公司的影响,进而将行为决策的外部效应内在化^[39-41]。基金投资者的网络中心度高、声誉高时,此时对外传递了一种信号,缓解了该企业的信息不对称程度,从而缓解了融资约束。如此一来,对非基金持股的行业同伴公司就产生了一种“信息溢出效应”,降低了提前披露企业前景等相关信息成本,即降低了企业自愿披露的成本。为了缓解自身信息不对称,这类非基金持股企业会增加自愿性信息披露以降低融资约束对企业行为的影响。为了证明该行业信息溢出效应的存在,本文计算基金投资者网络中心度的“年度-行业中位数”(Centrality*),将其作为解释变量纳入模型(1)进行回归,结果如表9所示。根据表9的结果可知,中介中心度(Betweenness)和接近中心度(Closeness)的系数在5%的水平显著为正,而程度中心度(Degree)的系数并不显著,基本证明行业信息溢出效应的存在。

表9 信息溢出效应检验结果

被解释变量	(1)	(2)	(3)
Disclosure	Degree	Betweenness	Closeness
Centrality*	0.341 (1.29)	380.946** (1.96)	4.487** (2.09)
Controls	控制	控制	控制
cons	-4.060** (-2.24)	-2.781* (-1.77)	-5.478*** (-2.63)
N	7640	7640	7640
Pseudo-R ²	0.107	0.107	0.107

六、稳健性检验

(一)内生性问题讨论

虽然前文的产权性质、基金持仓异质性检验可以在一定程度上缓解基金网络与企业自愿性信息披露之间的虚假相关问题,但本文结果仍可能是由遗漏无法观测的个体特征引起的,因此本文在模型(1)的基础上控制了公司个体固定效应以缓解遗漏不可观测不随时间改变的解釋变量导致的内生性问题;此外,本文认为基金网络可以通过降低代理问题和自愿披露成本促进企业自愿披露信息。但仍然有可能存在信息披露质量越好,越吸引基金持股的反向因果问题,因此,本文使用 Fisman 和 Svensson^[42]的方法构造分组平均值,选取基金网络中心度的“行业-省份”均值作为工具变量,进行两阶段最小二乘估计,两阶段回归结果如表10所示,第一阶段中,基金网络中心度的“行业-省份”均值系数全部显著为正,第二阶段将第一阶段工具变量的拟合值(Centrality*)作为解释变量,重复模型(1)回归,发现系数全部显著为正,说明本文的研究结论具有一定程度的稳健性。

表10 两阶段回归结果

被解释变量 Disclosure	Degree		Betweenness		Closeness	
	第一阶段 (OLS)	第二阶段 (Logit)	第一阶段 (OLS)	第二阶段 (Logit)	第一阶段 (OLS)	第二阶段 (Logit)
Centrality*	0.569*** (16.20)	0.140*** (3.30)	0.670*** (7.93)	118.875* (1.81)	0.258*** (6.47)	1.649*** (2.60)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
cons	-6.985*** (-19.46)	-2.395 (-1.53)	-0.003*** (-6.11)	-2.408 (-1.54)	0.0520 (1.44)	-2.352 (-1.50)
N	7641	7640	7641	7640	7641	7640
Adj R ² /Pseudo-R ²	0.329	0.109	0.171	0.107	0.548	0.108
F 值	80.82	/	34.48	/	197.933	/

注:带有*标志的变量是第一阶段线性回归(OLS)结果的预测值,作为第二阶段的对应解释变量。

(二)其他稳健性检验^①

首先,考虑到测量误差给研究结果带来的影响,可能具体决策是由某一个网络中心度很高的基金投资者起主要作用,本文选取基金层面的网络中心度最大值作为稳健性检验变量,采用模型(1)进行实证回归后发现,与表4的回归结果基本保持一致。本文也参考了綦好东等^[7]的方法,采用基金网络中心度三个指标的中位数进行指标替换,结果与表4一致。另外,考虑研究结果可能受到股灾极端事件的影响,本文剔除2008年与2015年发生股灾的样本^[15],重新进行回归,结论稳健。

七、研究结论

本文从基金投资者的治理作用出发,以2004—2018年我国深市A股上市公司为样本,通过构建公募基金网络模型,探讨基金投资者的网络信息资源对企业自愿性信息披露产生何种影响。研究结果表明,基金投资者的网络中心度高时,信息流通更为顺畅,通过发挥监督作用和降低信息披露成本显著地提高了企业自愿性信息披露的程度。进一步地,本文发现非国有企业和持仓比例较高的样本组,其基金投资者的网络中心度与企业自愿

①受篇幅所限,仅报告两阶段回归结果,其他稳健性检验备索。

性信息披露的正相关关系更为显著,促使基金投资者更加积极地发挥治理作用和实现信息溢出效应。本文研究结果表明,对企业而言,较高的网络中心度代表信息优势和规模经济,因此有关部门应充分发挥基金投资者的积极治理效应,发挥基金投资者作为外部股东的重要作用以实现企业的规模效应和优化企业治理结构;同时对于政府监管部门而言,一方面需要降低基金投资者的准入门槛,保质保量地提高基金投资者的持股比例,发展壮大基金投资者的队伍,使其成为稳定市场的坚实保障,另一方面也要建立和健全基金投资者的监督机制,完善其参与公司治理的渠道,推动我国资本市场稳定有序的健康发展。

本文的不足之处在于,使用深交所的信息披露评级指数作为企业自愿性信息披露的代理变量,虽然比较客观,但是损失了大量样本,未来需要在可行的条件下弥补这一缺陷。网络内部的信息资源促进了基金投资者在企业自愿性信息披露发挥更积极的治理作用,但这一机制在不同情境下的表现也有所差异,这在今后的研究中值得进一步去探讨。

参考文献:

- [1] 刘井建,纪丹宁,赵革新. 机构网络、高管薪酬与治理效应——对我国机构投资者治理模式的发现[J]. 大连理工大学学报:社会科学版,2018(1):38-48.
- [2] 郭白滢,李瑾. 机构投资者信息共享与股价崩盘风险——基于社会关系的分析[J]. 经济管理,2019(7):171-189.
- [3] Firth M, Gao J, Shen J, Zhang Y. Institutional stock ownership and firms' cash dividend policies: Evidence from China[J]. Journal of Banking and Finance, 2016,65(4):91-107.
- [4] Kochhar R, David P. Institutional investors and firm innovation: A test of competing hypotheses[J]. Strategic Management Journal, 1996,17(1):73-84.
- [5] 李维安,齐鲁骏,丁振松. 兼听则明,偏信则暗——基金网络对公司投资效率的信息效应[J]. 经济管理,2017(10):44-61.
- [6] Pound J. Proxy Contests and the efficiency of shareholder oversight[J]. Journal of Financial Economics, 1988,20(1-3):237-265.
- [7] 綦好东,乔琳,曹伟. 基金网络关系强度与公司非效率投资[J]. 财贸经济,2019(5):66-82.
- [8] 李青原,时梦雪. 监督型基金与盈余质量——来自我国A股上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论,2018(1):172-181.
- [9] Cohen L, Frazzini A, Malloy C. Sell-side school ties[J]. The Journal of Finance, 2010,65(4):1409-1437.
- [10] Hong H, Kubik J D, Stein J C. Thy neighbor's portfolio: Word-of-mouth effects in the holdings and trades of money managers[J]. The Journal of Finance, 2005,60(6):2801-2824.
- [11] Pool V K, Stoffman N, Yonker S E. No place like home: Familiarity in mutual fund manager portfolio choice[J]. Review of Financial Studies, 2012,25(8):2563-2599.
- [12] 刘京军,苏楚林. 传染的资金:基于网络结构的基金资金流量及业绩影响研究[J]. 管理世界,2016(1):54-65.
- [13] Park J, Sani J, Shroff N, White H. Disclosure incentives when competing firms have common ownership[J]. Journal of Accounting and Economics, 2019,67(2-3):387-415.
- [14] 王雪,郭庆云,罗荣华,周静. 基于信息网络视角的机构持股与盈余公告市场反应研究[J]. 中国软科学,2018(11):172-183.
- [15] 吴晓晖,郭晓冬,乔政. 机构投资者抱团与股价崩盘风险[J]. 中国工业经济,2019(2):117-135.
- [16] Meek G K, Roberts C B, Gray S, et al. Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations[J]. Journal of International Business Studies, 1995,26(3):555-572.
- [17] 罗炜,朱春艳. 代理成本与公司自愿性披露[J]. 经济研究,2010(10):143-155.
- [18] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Investor protection and corporate governance[J]. Journal of Financial Economics, 2000,58(1):3-27.
- [19] 吴世飞. 股权集中与第二类代理问题研究述评[J]. 外国经济与管理,2016(1):87-100.
- [20] Lin N. Social capital: A theory of social structure and action[M]. Cambridge: Cambridge University Press, 2002.
- [21] Freeman L C. Centrality in social networks conceptual clarification[J]. Social Networks, 1979,1(3):215-239.
- [22] Crane A D, Koch A, Michenaud S. Institutional investor cliques and governance[R]. SSRN Working Paper, 2017.
- [23] Healy P, Hutton A, Palepu K. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure[J]. Contemporary Accounting Research, 1999(6):485-520.
- [24] Botosan, Christine A. Evidence that greater disclosure lowers the cost of equity capital[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 2000,12(4):59-70.
- [25] Francis J, Hanna J, Philbrick D. Management communications with securities analysts[J]. Journal of Accounting and Economics, 1998(24):363-394.
- [26] Healy P M, Palepu K G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature[J]. Journal of Accounting and Economics, 2001,31(1):405-440.
- [27] Stein C. Conversations among competitors[J]. American Economic Review, 2008,98(5):2150-2162.
- [28] 薄仙慧,吴联生. 国有控股与机构投资者的治理效应:盈余管理视角[J]. 经济研究,2009(2):81-91+160.
- [29] Li H, Zhou L. Political turnover and economic performance: The disciplinary role of personnel control in China[J]. Journal of Public Economics, 2005,89(5):1743-1762.

- [30] 刘星,吴先聪. 机构投资者异质性、企业产权与公司绩效——基于股权分置改革前后的比较分析[J]. 中国管理科学,2011(5):182-192.
- [31] 李胜楠,刘一璇,陈靖涵. 基金在中国上市公司中发挥治理作用了吗——基于影响高管非自愿变更与业绩之间敏感性的分析[J]. 南开管理评论,2015(2):4-14.
- [32] 张学勇,廖理. 股权分置改革、自愿性信息披露与公司治理[J]. 经济研究,2010(4):28-39+53.
- [33] 方军雄. 我国上市公司信息披露透明度与证券分析师预测[J]. 金融研究,2007(6):136-148.
- [34] Dennis P J, Strickland D. Who blinks in volatile markets, individuals or institutions? [J]. The Journal of Finance,2002,57(5):1923-1949.
- [35] 唐跃军,宋渊洋,金立印,等. 控股股东卷入、两权偏离与营销战略风格——基于第二类代理问题和终极控制权理论的视角[J]. 管理世界,2012(2):82-95.
- [36] 姜国华,岳衡. 大股东占用上市公司资金与上市公司股票回报率关系的研究[J]. 管理世界,2005(9):119-126+157+171-172.
- [37] 朱春艳,伍利娜,田利辉. 代理成本、弹性信息披露对审计收费的影响[J]. 会计研究,2017(7):89-95+97.
- [38] 邢立全,陈汉文. 产品市场竞争、竞争地位与审计收费——基于代理成本与经营风险的双重考量[J]. 审计研究,2013(3):50-58.
- [39] Baginski S P, Hinson L A. Cost of capital free-riders[J]. Accounting Review,2016,91(5):1291-1313.
- [40] Shroff N, Verdi R S, Yost B P. When does the peer information environment matter? [J]. Journal of Accounting and Economics, 2017, 64(2-3):183-214.
- [41] Azar J. Portfolio diversification, market power, and the theory of the firm[R]. Working Paper,2017.
- [42] Fisman R, Svensson J. Are corruption and taxation really harmful to growth? Firm level evidence [J]. Journal of Development Economics, 2007, 83(1):63-75.

[责任编辑:杨志辉]

Fund Investor Network and Corporate Voluntary Information Disclosure: Empirical Evidence From China Stock Markets

LIANG Wen¹, SONG Simiao², YAO Xiaolin³

(1. School of Accounting, Hangzhou Dianzi University, Hangzhou 310018, China;

2. School of Accounting, Dongbei University of Finance and Economics, Dalian 116025, China;

3. School of Information and Business Management, Dalian Neusoft University of Information, Dalian 116023, China)

Abstract: Taking the public fund of China's Shenzhen A-share listed company in 2004—2018 as a sample, this paper explores the impact of the fund investor network on the voluntary information disclosure of enterprises. The research shows that the higher the network center of fund investors, the stronger the tendency of enterprises to disclose information on a voluntary basis, and this relationship is more significant in sample enterprises with non-state-owned enterprises and a higher proportion of fund positions. Further research found that the fund network mainly played the role of supervision and reduced the cost of information disclosure in this process. And the fund investor network will not only affect its heavy holding company, but also have spillover effects on non-fund holding companies in the industry, thus optimizing the industry information environment. The research conclusions provide a theoretical explanation and empirical evidence for the institutional investor governance role in China. It also provides a reference for the institutional design of government regulatory authorities.

Key Words: fund investors network; voluntary information disclosure; supervision governance; information disclosure cost; information spillover