

# 基于阶段性的国内外矿业基金持股偏好及其影响的比较性分析

危平, 孙淑萍, 黄健柏

(中南大学商学院, 湖南长沙 410083)

**摘要:** 作为机构投资者, 矿业基金对矿业企业的投资往往会影响矿产资源项目的开发和利用。本文利用国内外矿业基金投资上市矿业公司的数据, 采用阶段性分析方法, 系统对比分析了国内外矿业基金的持股决策行为及对被投资矿业企业的绩效影响。研究发现, 国外矿业基金投资呈现长期投资者的特征, 而国内矿业基金表现为短期投机者。并且, 国外矿业基金持股对被投资企业的绩效具有显著和持续性的积极影响, 但国内矿业基金持股却对被投资矿业企业的绩效有显著消极影响。本文研究为理解国内外不同情境下矿业基金和矿业企业公司治理的关系提供了直接的证据, 并为尚处于发展阶段的国内矿业投资提供了政策建议与启示。

**关键词:** 矿业基金; 持股偏好; 机构投资者; 公司治理; 绩效影响

**中图分类号:** F830.91   **文献标识码:** A   **文章编号:** 1004-4051(2017)06-0056-08

## Phased analysis of holding preferences of mining funds and their impact-empirical evidences from the toronto stock exchange and Chinese listed mining firms

WEI Ping, SUN Shuping, HUANG Jianbai

(Business School, Central South University, Changsha 410083, China)

**Abstract:** As institutional investors, the mining fund's investment in mining firms has impacts on exploitation and utilization of mineral resources. Drawn on a dataset of international and domestic mining investment, this paper used a phased analytical method to study holding preferences of mining funds' investment and its impact on firms' performance. The empirical study suggests that, while international mining funds were characterized as long-term investors, domestic mining funds demonstrated behaviors of short-term speculators. Moreover, international mining funds' shareholding of mining firms had significant and sustained positive impacts on invested firms' performance, while domestic mining funds had significant and negative impacts. This research contributes direct evidences to understanding the relationships between mining funds and invested mining firms in different context and brings out suggestions and advices for the development of domestic mining investment.

**Keywords:** mining fund; holding preference; institutional investor; corporate governance; performance impact

## 0 引言

矿产资源安全问题一直是各国经济安全的关

注重点之一。一个普遍认识是, 矿产资源战略的背后是金融战略<sup>[1]</sup>。因此, 在我国矿产资源供需形势

收稿日期: 2017-02-25   责任编辑: 宋菲

基金项目: 国家自然科学基金重点项目资助(编号: 71633006); 国家自然科学基金项目资助(编号: 71302066); 教育部人文社会科学规划基金项目资助(编号: 11YJA790158); 湖南省社科基金重点项目资助(编号: 14ZDB17)

作者简介: 危平(1975—), 女, 福建三明人, 博士, 中南大学商学院副教授, 院长助理、硕士生导师, 主要研究方向为公司金融、绿色金融、产业经济学, E-mail: pwei@csu.edu.cn;

孙淑萍(1989—), 女, 山东滨州市人, 中南大学商学院金融硕士研究生, 主要研究方向为公司金融;

黄健柏(1954—), 男, 湖南郴州人, 博士, 中南大学商学院教授、博士生导师, 主要研究方向为产业经济学、资源经济学。

严峻的背景下<sup>[2]</sup>,解决资源安全问题的根本措施之一是积极利用国内外资本市场,参与国内外矿产资源的投资开发,实现和保障资源供给的多样化。在国内外资本市场上,矿产资源的开发周期长、投资额度大等加大了其融资的难度,但其高风险、高收益的特性也吸引了大量的金融资本,其中矿业基金的参与是最为活跃的。国外从20世纪80年代起,就出现了以贝莱德世界矿业基金为代表的国际矿业基金。这些国际矿业基金以雄厚的资金实力与专业的投资理念,活跃在国内外矿产资源投资开发中。相比之下,我国的矿业基金近些年才刚刚兴起,基金规模较小,数量相对较少,而且主要投资于国内的矿产资源开发,对国际市场的投资较少。

作为机构投资者,矿业基金的参与往往会影响矿产资源项目的开发和利用,进而对国家资源的安全产生影响。这是因为一方面,近年来机构投资者与被投资公司的关系,逐渐趋向多元化。学者已经提出了至少两种机构投资者的角色定位。①短期投机者角色。表现为机构投资者持股比例偏低,并且鉴于流动性偏好而经常改变投资目标。如果机构投资者对公司业绩不满,就会利用在二级市场上抛售股票的方式来表达自己的态度,也就是所谓的“以脚投票”<sup>[3]</sup>。②长期投资者角色。出于战略或投资目的,机构投资者持股比例不断增加,并且其投资涉及的目标较多。此时,贸然抛售股票对股票价格及自己的投资收益都会造成不利的影 响,机构投资者有意愿也有能力主动的采取“用手投票”的方式,积极参与公司治理,通过改善公司治理结构,获取额外的治理收益<sup>[4]</sup>。

另一方面,投资者角色定位的差异,导致其对被投资公司的影响也呈现差异性。相关的实证研究非常丰富,但由于受所选样本的大小、时间窗的长短、研究方法的选择、度量指标、研究背景等因素影响,研究结论不尽一致。一种观点认为,机构投资者的持股对被投资公司业绩有积极的影响,因为机构投资者能够利用自身专业的投资理念,对被投资公司进行有效的选择,确保资金得到更有效的利用,并能通过降低管理层对公司坏消息的囤积来实施监督作用<sup>[5]</sup>,机构投资者从中获取选择收益和治理收益<sup>[6-8]</sup>。另一种观点则认为,机构投资者本身是受个体投资者的委托而进行投资,其本身就存在代理问题,所以不能对被投资企业中存在的代理问题产生影响,达不到改善公司业绩的目的,反而有可能对业绩产生不利的影 响<sup>[9-10]</sup>。

国内关于机构投资者对公司业绩的影响研究,

大多倾向于积极影响。丁鑫等<sup>[11]</sup>发现,银行系基金机构投资者持股在一定程度上发挥了积极的治理效应,减少由于股东与债权人利益冲突引起的投资不足问题,降低公司的代理成本,从而提高上市公司投资水平和公司业绩。张先治等<sup>[12]</sup>的研究显示,社保基金能够通过弱化被投资企业的代理问题,实施监督行为,从而提升公司的价值。并且持股比例较高、持股时间较长的社保基金与公司价值有显著正相关关系。其他还有石美娟等<sup>[13]</sup>、李维安等<sup>[14]</sup>、肖星等<sup>[15]</sup>均提出了机构持股对企业业绩产生积极影响的证据。也有学者认为机构投资者对公司绩效没有提升作用<sup>[16]</sup>。姚颐等<sup>[17]</sup>对中国特有的股权分置改革事件进行研究。他们发现,股权分置改革为机构投资者提供了利益诱惑,当诱惑足够大时,机构投资者会不顾中小股东的利益,选择与被投资企业的管理层进行战略合作。彭耿<sup>[18]</sup>采用面板VAR方法揭示了股价波动会影响基金的持股比例,基金通常会选择前期持股波动较小的股票,但基金的持股行为存在加剧股价波动的倾向。刘奕均等<sup>[19]</sup>则发现,机构投资者表现出对于公允价值计量资产的回避态度。公允价值计量收益减小了市场波动,但机构投资者的持股和交易却显著加剧了波动,这说明我国基金普遍存在短视和羊群行为。

那么,是什么因素影响了机构投资者的治理角色定位呢?钱露等<sup>[20]</sup>提出,只有当机构投资者的相对净收益大于零时,机构投资者才会有动力积极的参与被投资公司的公司治理中。同时,长期的投资策略更可能参与公司治理,短期的投资策略不利于参与公司治理;唯一的机构投资者有利于公司治理,而当存在多个持股比例相似的机构投资者时,容易出现博弈,出现不参与公司治理的困境<sup>[21]</sup>。王永海等<sup>[22]</sup>综合地考虑了机构投资者参与公司治理的影响因素,包括持股比例、被投资企业的公司治理完善程度、资本市场中公司的完善程度以及参与治理的成本等。他们发现,资本市场及被投资企业的公司治理完善程度有助于机构投资者积极的参与公司治理,但只有当持股比例达到一定比例时,才会享有治理收益。

总的来说,目前对于以基金为代表的机构投资者的持股偏好、持股动机以及对被投资公司的影响研究无论是在理论和实证方面都较为丰富。但专注于特定行业投资,尤其是关注以矿产资源型企业为主要投资对象的矿业基金的投资决策行为及其影响的研究则非常有限。

国内目前很多矿产资源型企业的公司治理存在以下问题:股权结构的不合理;政府控股偏大引起的内部人控制严重;董事会、监事会的权力不强,没有起到该有的作用;管理层激励机制的不合理等<sup>[23]</sup>。因此,有学者提出引入机构投资者是改善公司治理的有效途径<sup>[24]</sup>。在这样的背景下,如何理解矿业基金的持股偏好,以及由持股偏好所反映的投资角色定位和对被投资矿业企业的影响就有其理论和现实意义。

本文利用国内外矿业基金投资上市矿业公司的数据,采用阶段性分析方法,系统对比分析了国内外矿业基金的持股决策行为及对被投资矿业企业的绩效影响。与现有文献相比,本文的贡献包括:①采用阶段性分析方法,突出了对矿业基金投资过程的系统性关注,以补充现有文献对基金投资决策或绩效评估的单一视角;②对国内外样本的比较性分析,带来了许多新的发现,这有助于理解国内外不同情境下矿业基金和矿业企业公司治理的关系,也为矿业投资的发展提供了政策建议。

## 1 模型构建与数据来源

### 1.1 模型构建

本文的研究问题包括:国内外矿业基金的持股特征及其影响如何,他们是否存在差异性,通过国际性的比较分析,是否能够为尚处于发展阶段的国内矿业投资萃取可借鉴的经验,从而影响国内矿产资源项目的开发和利用。基于这些关注,本文参考危平等<sup>[23]</sup>做法,采用阶段性的评价方法,对国内外矿业基金的持股决策行为及其影响进行对比分析,从而得到研究启示。阶段性分析,即将基金的投资行为,细分为投资前的持股决策阶段,投资中的持股变化阶段以及投资后的业绩影响阶段。从投资前到投资中再到投资后的阶段性分析,强调的是对基金投资过程的系统性关注,以补充现有文献对基金投资决策或绩效评估的单一视角。

#### 1.1.1 投资前的持股决策阶段

矿业基金投资前的持股决策阶段即是基金的持股偏好问题。20世纪80年代,Badrinath等<sup>[25]</sup>最早提出机构投资者“审慎人”假说,假说认为机构投资者在《雇员退休收入保障法案》以及普通法的约束下,负有受托责任,应该“审慎”地行事。基于“审慎人”假说,国内外的研究主要集中在以下五方面。①基金对股票流动性的偏好。基金在投资过程中面临着赎回的风险,尤其是开放式基金,而且基金的投资规模一般较大,所以前期研究表明,基金常常偏好二级市场流动性好的股票,表现在流通股数

量大、换手率高、公司市值大等流动性相对较高的公司。例如,Bathala等<sup>[26]</sup>的研究发现美国共同基金更加偏好纽约证券交易所上市的公司股票,原因在于其交易所上市的股票相对于其他交易所具有更高的流动性。刘少波等<sup>[27]</sup>通过对境外股东持股偏好的研究,发现境外股东偏好公司规模大的股票。而刘立立等<sup>[28]</sup>对我国股票基金的持股偏好研究则发现其偏好大市值、低换手率的股票。②基金对股票风险的偏好。Bathala等<sup>[26]</sup>的研究证实股票的系统性风险越高,基金等机构投资者持股比例越高。其原因在于基金管理公司以获得最大收益为目的,系统性风险较高的股票,预期回报率更高符合基金管理公司的投资目标。刘立立等<sup>[28]</sup>则发现我国股票基金持股偏好具有明显的演变路径,基金由前期偏好 $\beta$ 值高的股票转向后期偏好 $\beta$ 值低的股票。③基金对股票盈利水平的偏好。投资者通常认为,盈利水平较高的上市公司能够为投资者带来较高的现金流回报,具有更高的市场竞争力。Del Guercio<sup>[29]</sup>通过研究美国机构投资者持股数据,发现基金持股比例与净资产收益率、每股收益等衡量公司盈利水平的指标具有正相关关系。胡倩<sup>[30]</sup>对中国市场数据进行研究,发现基金持股比例与上市公司的净资产收益率出现同方向变化。④基金对股票市盈率、市净率的偏好:市盈率和股价一定程度上代表了股票的市场表现,代表市场对公司的预期,较好的预期更容易吸引基金的投资。但也有学者指出市盈率较高,股票的非系统性风险较大,应该避免持有,基金持股比例与市盈率呈负相关关系,即市盈率越高,基金持股比例越低<sup>[25]</sup>。胡倩<sup>[30]</sup>发现,国内的基金对于高市盈率的股票更加偏好,其原因在于国内的基金更看重高市净率带来的较高的预期增长率和大量的无形资产的存在。⑤基金对股利政策的偏好:股利政策代表公司对股东投资的回报,关系到长期投资的股东的收益情况,是基金进行投资选股时,考虑的主要因素之一<sup>[33]</sup>。

在现有文献的基础上,本文从股票流动性、股票市场表现、企业业绩以及股利政策四方面分析矿业基金投资前的持股决策问题,构建式(1)、式(2)回归模型。同时,由于国内矿产企业公司股权结构的特殊性,在国内模型中引入是否政府控股的虚拟变量(*CONTROL*),第一大股东的占股比例(*OWNCON1*)以及第二大股东对第一大股东的制衡能力(*Zindex*)三个影响因素。

$$OWN_{i,t} = \alpha + \beta_1 SHARES_{i,t-1} + \beta_2 PE_{i,t-1} + \beta_3 PRICE_{i,t-1} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 DIVIDEND_{i,t-1}$$

$$+ \beta_6 SIZE_{i,t-1} + \beta_7 LEV_{i,t-1} + u_{i,t-1} \quad (1)$$

$$OWN_{i,t} = \alpha + \beta_1 SHARES_{i,t-1} + \beta_2 PE_{i,t-1} + \beta_3 PRICE_{i,t-1} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 EPS_{i,t-1} + \beta_6 CONTROL_{i,t-1} + \beta_7 OWNCON1_{i,t-1} + \beta_8 Zindex_{i,t-1} + \beta_9 SIZE_{i,t-1} + \beta_{10} LEV_{i,t-1} + u_{i,t-1} \quad (2)$$

模型(1)和模型(2)分别表示国外和国内矿业基金投资前选股偏好问题。式中: $OWN_{i,t}$ 表示*i*企业在*t*年末前十大流通股股东内矿业基金所持股的比例; $\beta$ 表示各解释变量的系数; $\alpha$ 表示截距项; $u_{i,t-1}$ 是误差项。解释变量包括股票流动性( $SHARES$ )、股票市场表现( $PE$ 和 $PRICE$ )、企业业绩( $ROA$ )以及股利政策( $DIVIDEND$ )。控制变量包括  $SIZE$ 和 $LEV$ ,前者是企业年末的总资产(取自然对数),后者是企业年末的资产负债率。由于国内企业总体股利分配不足对投资参考价值有限,在国内模型中将股利指标替换为每股收益指标( $EPS$ )。最后,由于基金根据被投资企业的历史数据进行投资决策,模型中解释变量与控制变量均滞后一期。同时,也作解释变量与控制变量同期影响的实证检验,作为稳健性检验。

### 1.1.2 投资中的持股变化阶段

矿业基金的投资中持股变化决策与投资前的持股决策大致相同,也与股票流动性、股票市场表现、企业业绩以及股利政策等相关<sup>[27]</sup>,除此之外,持股变化还可能与上期持股多少相关。因为矿业基金需要分散投资的非系统性风险,避免过多的持有某只股票,同时也受到法律法规对持股数量的限制。构建如式(3)和式(4)所示模型。

$$\Delta OWN_{i,t} = \alpha + \beta_1 OWN_{i,t-1} + \beta_2 SHARES_{i,t} + \beta_3 PE_{i,t} + \beta_4 PRICE_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 DIVIDEND_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t-1} + \beta_8 LEV_{i,t-1} + u_{i,t} \quad (3)$$

$$\Delta OWN_{i,t} = \alpha + \beta_1 OWN_{i,t-1} + \beta_2 SHARES_{i,t} + \beta_3 PE_{i,t} + \beta_4 PRICE_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 EPS_{i,t} + \beta_7 CONTROL_{i,t} + \beta_8 OWNCON1_{i,t} + \beta_9 Zindex_{i,t} + \beta_{10} SIZE_{i,t} + \beta_{11} LEV_{i,t} + u_{i,t} \quad (4)$$

模型(3)和模型(4)分别表示国外国内矿业基金投资中持股变化的决策。式中: $\Delta OWN_{i,t-1}$ 表示*i*企业在*t*年末前十大流通股股东内矿业基金所持股比例的变化; $OWN_{i,t-1}$ 表示*i*企业在*t-1*年末前十大流通股股东内矿业基金所持股的比例。其余同模型(1)和模型(2)。由于基金根据被投资企业的当期数据进行持股变化决策,模型中解释变量与控制变量均为当期。同时也作解释变量与控制变量滞后一期影响的稳健性检验。

### 1.1.3 投资后的绩效影响阶段

借鉴张先治等<sup>[12]</sup>,肖星等<sup>[15]</sup>,刘京军等<sup>[31]</sup>,本文将矿业基金的持股比例 $OWN_{i,t}$ 分解为滞后项 $OWN_{i,t-1}$ 以及持股变化 $\Delta OWN_{i,t-1}$ ,即 $OWN_{i,t} = OWN_{i,t-1} + \Delta OWN_{i,t}$ ,分别考察持股变化以及滞后一期的持股对当期公司绩效的影响。同时为了剔除持股比例与公司绩效的内生性影响,引入滞后一期公司绩效变量。构建如式(5)所示模型。

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 \Delta OWN_{i,t} + \beta_2 OWN_{i,t-1} + \beta_3 SIZE_{i,t-1} + \beta_4 LEV_{i,t-1} + \beta_5 ROA_{i,t-1} + u_{i,t} \quad (5)$$

模型(5)用于评估国外或国内矿业基金投资后对被投资企业绩效的影响。式中: $ROA_{i,t}$ 表示*i*公司在*t*年的总资产收益率; $OWN_{i,t}$ 表示*i*企业在*t*年末前十大股东内矿业基金所持股的比例; $\Delta OWN_{i,t}$ 表示*i*企业在*t*年末前十大股东内矿业基金所持股比例的变化; $OWN_{i,t-1}$ 表示*i*企业在*t-1*年末前十大股东内矿业基金所持股的比例。其余变量同前。

## 1.2 数据来源

国外矿业基金和上市公司样本来自多伦多证券交易所的主板市场与创业板市场,其分类标准依据北美行业分类代码(NAICS 2012)。多伦多证券交易所是世界两大矿业能源股交易所之一,投资其中的矿业基金有着丰富的投融资经验。本文选取金融危机后 2008~2013 年数据。矿业基金的选取标准是在其招股说明中明确声明其以矿产资源行业为主要投资标的的基金。上市公司年度数据来源于 Osirs——全球上市公司数据库。最初筛选出 818 个样本,剔除缺失值与异常值,剩余 772 个有效样本。

国内矿业基金和上市公司数据来自锐思金融数据库和万德数据库,选取 2008~2014 年数据。矿业基金的选取标准也是在其招股说明中明确其以矿产资源行业为主要投资标的的基金。最初筛选出 95 个样本,删除缺失值与异常值,剩余有效样本 79 个。主要运用 EVIEWS17.0 和 SPSS19.0 软件进行实证分析。

## 2 实证结果分析

### 2.1 描述性统计分析

表 1 显示,国外矿业基金持股比例的均值为 5.04%,但持股比例的最大值与最小值相差较大。国内矿业基金持股比例的均值仅为 0.45%,最大持股比例只有 1.88%(表 2)。比较而言,国内矿业基金的持股比例明显偏低。国外样本市盈率均值

(42.22)远高于国内样本市盈率(24.68),但股价均值(5.58)却低于国内(12.53)。总资产收益率指标,国外样本均值-0.11远低于国内均值5.68。国内矿业企业样本第一大股东占到几乎接近一半的股权(47.72%),说明我国矿产企业的股权集中度较高。Z指数的均值23.39,最大值为339.99,表示国内矿产企业股东之间的力量差异较大。

表1 国外主要变量的描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最大值	最小值
OWN	772	5.04	6.12	52.14	0.10
SHARES	772	11.72	1.09	14.46	7.33
PE	772	42.22	76.99	511.58	0.48
PRICE	772	5.58	9.73	76.52	0.02
ROA	772	-0.11	0.24	0.72	-0.95
DIVIDEND	772	0.55	8.63	228.56	0.00
SIZE	772	12.05	2.17	17.70	4.22
LEV	772	0.69	7.03	118.76	0.03

注:表中流通股股数与总资产规模采用自然对数处理值。

## 2.2 主要变量的相关性分析

表3和表4列出主要变量的相关系数。各变量间的相关系数均小于0.75,避免了可能的多重共线性问题。

表2 国内主要变量的描述性统计结果

	样本量	均值	标准差	最大值	最小值
OWN	79	0.45	0.35	1.88	0.08
SHARES	79	20.74	0.86	22.94	17.78
PE	79	24.68	45.60	190.87	-175.66
PRICE	79	12.53	8.87	49.97	3.05
ROA	79	5.68	8.19	51.66	-5.74
EPS	79	0.48	0.61	2.30	-1.28
CONTROL	79	0.72	0.45	1.00	0.00
OWNCON1	79	47.72	12.52	84.71	22.62
Zindex	79	23.39	42.65	339.99	1.03
SIZE	79	23.35	1.07	26.09	20.73
LEV	79	49.74	16.82	81.09	4.59

注:表中流通股股数与总资产规模采用自然对数处理值。

表3 国外矿业基金主要变量的相关系数表

	OWN	SHARES	PE	PRICE	ROA	DIVIDEND	SIZE	LEV
OWN	1							
SHARES	0.123**	1						
PE	0.019	-0.193**	1					
PRICE	0.164**	0.209**	0.234**	1				
ROA	0.179**	0.243**	-0.306**	0.315**	1			
DIVIDEND	-0.007	-0.008	-0.006	0.015	-0.022	1		
SIZE	0.210**	0.646**	0.021	0.604**	0.474**	-0.008	1	
LEV	0.034	0.082*	-0.060	-0.036	0.057	-0.005	-0.144**	1

注:表中数据为主要变量的PERSON系数,\*、\*\*分别表示在5%、1%的置信水平下显著。

表4 国内研究主要变量的相关系数表

	OWN	SHARES	PE	PRICE	ROA	EPS	SIZE	LEV	CONTROL	OWNCON1	Zindex
OWN	1										
SHARES	-0.461**	1									
PE	-0.265*	0.125	1								
PRICE	0.240*	-0.465**	-0.053	1							
ROA	0.029	-0.298**	-0.035	0.272*	1						
EPS	0.294**	-0.267*	-0.068	0.557**	0.513**	1					
SIZE	-0.316**	0.703**	0.197	-0.264*	-0.497**	-0.051	1				
LEV	0.000	-0.038	0.085	-0.035	-0.504**	-0.104	0.422**	1			
CONTROL	-0.077	0.167	0.175	0.019	-0.184	0.122	0.365**	0.156	1		
OWNCON1	-0.240*	0.186	0.013	-0.097	-0.004	0.013	0.162	-0.265*	0.403**	1	
Zindex	-0.059	0.009	-0.024	-0.087	-0.069	0.000	-0.016	0.019	0.112	0.388**	1

注:表中数据为主要变量的PERSON系数,\*、\*\*分别表示在5%、1%的置信水平下显著。

2.3 实证结果

表 5 显示,国外矿业基金持股比例与滞后一期的市盈率和总资产收益率显著正相关,说明国外矿业基金偏好市场预期较好、盈利水平高的矿业公司。与股利显著正相关,反映了他们偏好股利发放较高的股票。与公司资产规模显著正相关,进一步暗示了国外矿业基金还偏好资产规模较大的公司股票,资产规模大,通常相应的股票流动性好,便于矿业基金的买入与退出,这与 Bathala 等<sup>[26]</sup>的研究结论相符。

表 5 矿业基金投资前持股决策实证结果对比

变量	国外样本,模型(1)		国内样本,模型(2)	
	(滞后一期)	(当期)	(滞后一期)	(当期)
INTERCEPT	-8.653*	-7.049	-9.643***	-5.205
	(-1.69)	(-1.11)	(-2.70)	(-1.52)
SHARES	0.001	-0.026	0.713	0.321
	(0.01)	(-0.03)	(1.53)	(0.76)
PE	0.015**	0.006	0.001	0.002
	(2.06)	(0.95)	(0.22)	(0.51)
PRICE	0.007	-0.029	0.067***	0.063**
	(0.20)	(-0.68)	(2.72)	(2.59)
ROA	0.107***	0.091**	0.039	0.041*
	(2.86)	(2.14)	(1.62)	(1.82)
DIVIDEND	1.001**	1.169***		
	(2.34)	(2.77)		
EPS			0.494**	0.432***
			(1.99)	(2.01)
CONTROL			-0.131	0.059
			(-1.21)	(0.68)
OWNCON1			0.002	-0.007**
			(0.48)	(-2.13)
Zindex			-0.001	-0.001
			(-1.21)	(0.03)
SIZE	0.985**	0.939*	0.290	0.347
	(2.20)	(1.79)	(0.86)	(1.15)
LEV	-0.032	-0.019	-0.005	-0.014
	(-1.26)	(-0.58)	(-0.29)	(-0.87)
Adjusted. R <sup>2</sup>	0.179	0.109	0.300	0.449
总样本	772	772	79	79

注:表中数据为各变量的回归系数,括号中给出了相应估计系数的 t 值,\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 的置信水平下显著。

国内方面,矿业基金的持股比例与滞后一期的股票价格显著正相关。股票价格代表股票的市场表现,反映了国内矿业基金偏向顺应市场趋势选择股价较高的股票。与每股收益显著正相关,每股收益越高代表了投资者的投资收益越高,说明国内的矿业基金倾向于选择盈利水平较好的企业股票。在当期的研究中发现,国内矿业基金的持股比例与当期的总资产收益率显著正相关,再次说明国内矿业基金比较关注企业的盈利水平。与实际控制人的性质和 Z 指数

的关系并不显著,但与第一大股东持股比例显著负相关。通常认为,第一大股东持股比例越高,越容易出现大股东侵占中小股东利益的状况,一股独大也会带来一系列的公司治理问题,该结果暗示国内矿业基金更倾向于持有股权集中度较低企业的股票,这与刘涛等<sup>[33]</sup>的研究发现相似。

表 6 显示,国外矿业基金的持股变化与滞后一期持股比例显著负相关,即上期持股比例较高的情况下,矿业基金在当期增持的比例会减少甚至会出现减持现象,这与矿业基金避免过多持有单只股票,降低非系统性风险有关,也可能与基金对单只股票持有量的最高限制有关。持股变化还与当期的总资产收益率和总资产规模显著正相关,但与资产负债率显著负相关,即倾向增持盈利水平较高、财务风险较低、流动性好的大盘股。

表 6 矿业基金持股比例变化决策的实证结果

变量	国外样本,模型(3)		国内样本,模型(4)	
	(滞后一期)	(当期)	(滞后一期)	(当期)
INTERCEPT	-6.741*	-3.358	3.366***	5.849***
	(-1.67)	(-0.78)	(2.48)	(5.28)
OWN <sub>t-1</sub>	-0.346***	-0.137***	-0.944***	-0.954***
	(-6.01)	(-2.51)	(-5.71)	(-6.32)
SHARES	-0.068	-0.362	-0.087	-0.133*
	(-0.13)	(-0.66)	(-0.99)	(-1.81)
PE	0.017***	0.001	-0.001	-0.001**
	(2.87)	(0.13)	(-0.66)	(-2.16)
PRICE	-0.024	-0.003	0.016***	-0.001
	(-0.90)	(-0.11)	(2.99)	(-0.24)
ROA	0.058*	0.053*	0.018	0.017***
	(1.92)	(1.86)	(1.44)	(-2.62)
DIVIDEND	0.368	-0.127		
	(1.08)	(-0.42)		
EPS			-0.075	0.229***
			(-0.62)	(2.58)
CONTROL			-1.349	0.058
			(-1.23)	(0.66)
OWNCON1			0.228	-0.742**
			(0.48)	(-2.12)
Zindex			-0.001	0.001
			(-1.16)	(0.05)
SIZE	0.727**	0.767**	-0.059	-0.085
	(2.06)	(2.17)	(-0.81)	(-1.21)
LEV	-0.016	-0.043**	0.004	-0.004
	(-0.78)	(-1.98)	(1.16)	(-1.17)
Adjusted. R <sup>2</sup>	0.182	0.077	0.541	0.549
总样本	772	772	79	79

注:表中数据为各变量的回归系数,同时括号中给出了相应估计系数的 t 值,\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 的置信水平下显著。

就国内而言,矿业基金在投资中的持股变化与

滞后一期持股比例和当期流通股股数均显著负相关,说明更倾向增持小盘股,这可能受国内市场小盘股收益高于大盘股影响。与当期市盈率显著负相关,市盈率过高代表股价可能存在泡沫。同时,也与当期总资产收益率和每股收益显著正相关,关注公司盈利能力。最后,与第一大股东持股比例显著负相关,反映了增持或减持决策中矿业基金继续关注潜在的股权控制问题,倾向于增持股权集中度较低、股权较分散的公司股票。

表7分析的重点是矿业基金持股对矿业公司绩效的影响(模型(5))。结果显示,国外矿业基金上期持股比例对公司绩效有显著积极影响,反映了其对企业业绩影响的持续性,虽然持股变化对绩效也有正影响,但并不显著。同时,正面影响矿产企业绩效的,还包括该企业的总资产规模和滞后一期的业绩,说明资产规模在矿业行业而言依旧是个优势。

表7 矿业基金持股后对矿业公司影响的实证结果

变量	国外样本,模型(5)	国内样本,模型(5)
<i>INTERCEPT</i>	-33.518*** (-5.50)	96.729*** (4.83)
$\Delta OWN$	0.206 (1.16)	-4.279* (-1.73)
$OWN_{t-1}$	0.300** (1.91)	-4.075* (-5.03)
$SIZE_{t-1}$	1.955*** (3.84)	0.033*** (1.66)
$LEV_{t-1}$	0.047 (1.06)	0.021* (1.05)
$ROA_{t-1}$	0.442*** (10.59)	0.231 (1.49)
<i>CONTROL</i>		-0.753 (-0.36)
<i>OWNCON1</i>		7.924 (1.04)
<i>Zindex</i>		-0.024 (-1.22)
Adjusted, R <sup>2</sup>	0.287	0.332
总样本	772	79

注:表中数据为各变量的回归系数,同时括号中给出了相应估计系数的t值,\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的置信水平下显著。

与国外明显不同的,是国内矿业基金的持股却会对矿产企业的绩效有显著负面的影响,且无论是上期持股,还是持股变化均会对业绩产生不利影响(表7)。在国内矿业基金的持股比例明显偏低的情况下,暗示了当前国内矿业基金的短期投机者角色,偏好流动性,暂时未能发挥积极的“股东主义”

参与公司治理的作用,因而无法对公司业绩起到提升作用。基金的短期行为,不仅有可能阻碍国内矿业企业公司治理的改进,也不利于国内矿产资源的开发和利用。此外,国内同样存在规模效应,资产规模对绩效有显著积极影响。绩效与资产负债率显著正相关,适度的财务杠杆有利于企业业绩。

### 3 结论与启示

本文利用国内外矿业基金投资上市矿业公司的数据,采用阶段性分析方法,系统性地对比分析了国内外矿业基金的持股决策行为及其影响。研究发现,国外矿业基金投资呈现长期投资者的特征,而国内矿业基金表现为短期投机者。在投资前的持股决策阶段,国外矿业基金偏好市场预期较好、盈利水平高、股利发放较高、资产规模较大的矿业公司。国内矿业基金则倾向于持有股价较高、盈利水平较好、股权集中度较低的矿业企业的股票。在投资中的持股变化阶段,国外矿业基金倾向增持盈利水平较高、财务风险较低、流动性好的大盘股,而国内矿业基金倾向增持股权集中度较低、股权较分散的小盘股。最后,国外矿业基金持股比例和持股周期都明显高于国内机构投资者。

投资角色的差异性直接导致了影响的差异性。实证研究发现,国外矿业基金持股对被投资企业的绩效具有显著积极影响,并且该影响具有持续性。但国内矿业基金持股却对被投资矿产企业的绩效有显著消极影响。基金的短期行为,容易过度关注短期内矿产企业的财务指标与盈余管理,可能会促使矿产企业管理层采用一些短视的策略,不仅有可能阻碍公司治理的改善,也不利于国内矿产资源的开发和利用。这既可能是由于国内外矿业基金的实力差异,也可能是投资理念的差异。因此,得出如下建议。

1) 监管层面应逐渐引导矿业基金的投资理念。可以借鉴国外成熟的矿业基金的决策依据,实现角色定位的转变,从短期的投机者逐渐转为长期的投资者,这样才能实现大力发展机构投资者的初衷,稳定证券市场。同时矿业基金作为独立于大股东和中小股东的第三方力量,凭借其专业的知识、雄厚的资金实力以及人才、信息等优势参与矿产企业的公司治理,优化国内矿产企业的股权结构,改善董事会、监事会人员构成,改善公司治理结构,提高公司治理水平。

2) 政府应该继续鼓励促进矿业基金的发展。我国矿业基金由于发展起步较晚,规模不是很大,并且主要投资在矿产品价值链的中下游,缺少投资

于矿产勘探、开采等风险较高环节的矿业基金。可以与大型的矿产企业或是矿产勘探研究所合作,设立投资于高风险环节的勘探基金,减轻矿产企业自行勘探的资金与技术压力,尤其是在海外矿产资源的开发中,专业性的勘探基金有助于发现优质的投资项目。

3)加快矿产企业股权改革。股权集中度过高容易造成对其他中小股东的利益侵害行为,不利于公司的未来发展,更是矿业基金在选取投资对象时,刻意回避的筛选条件。在国有企业改革的背景下,政府应积极推动国有矿产企业的改革,引入民营资本优化股权结构,打破矿产企业“一股独大”的僵局,借助民营资本的活力,使得矿产企业内的资源得到更高效的利用,尤其是在国外矿产资源开发中,民营资本的背景将会减少被投资国的民族抵触情绪,提高海外投资成功率。

#### 参考文献

- [1] 马卫峰,黄运成,刘莹.构建石油金融体系:中国石油安全的战略选择[J].资源科学,2005,27(6):18-22.
- [2] 张殿发.西部矿业开发应对WTO挑战的研究[J].经济地理,2003,23(1):28-32.
- [3] Parrino R, Sias R W, Starks L T. Voting With Their Feet: Institutional Ownership Changes around Forced CEO Turnover[J]. Journal of Financial Economics, 2003 (68): 3-46.
- [4] Cornett M M, Marcus A J, Saunders A, et al. The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance [J]. Journal of Banking and Finance, 2007(31):1771-1794.
- [5] An, H., Zhang, T. Stock Price Synchronicity, Crash Risk, and Institutional Investor [J]. Journal of Corporate Finance, 2013, 43(3):1-15.
- [6] Admat I A. R., Pfleiderer P., Zechner J. Large Shareholder Activism, Risk Sharing and Financial Market Equilibrium [J]. Journal of Political Economy, 1994, 102:1097.
- [7] Elyasian, i E., and Jia, J. Y. Distribution of Institutional Ownership and Corporate Firm Performance [J]. Journal of Banking and Finance, 2010, 34:606-620.
- [8] Opler, T., Sokobin, J. Does Coordinated Institutional Activism Work? An Analysis of the Activities of the Council of Institutional Investors [R]. Center for Research in Economics, Working Paper Series 95-5, 1996.
- [9] Gorton G., K. Matthias, R. Rosen. Eat-or-be-eaten: A Theory of Defensive Merger Waves [R]. SSRN, Working Paper, 1999.
- [10] Woitke, T. Agents Watching Agents? Evidence from Pension Fund Ownership and Firm Value [J]. Journal of Financial Economics, 2002, 63:99-131.
- [11] 丁鑫,荆新.机构投资者持股、公司投资支出与公司业绩——基于银行系基金与上市公司的实证研究[J].金融论坛, 2015 (11):38-53.
- [12] 张先治,贾兴飞.社保基金持股对公司价值的影响研究——基于持股特征异质性的视角[J].财经问题研究, 2014(5):45-52.
- [13] 石美娟,董卫华.机构投资者提升公司价值吗?——来自后股改时期的经验证据[J].金融研究, 2009(10):150-161.
- [14] 李维安,李滨.机构投资者介入公司治理效果的实证研究[J].南开管理评论, 2008, 6(11):4-14.
- [15] 肖星,王琨.证券投资基金:投资者还是投机者[J].世界经济, 2005(8):4-14.
- [16] 龙振海.机构投资者与公司价值关系研究——来自上市公司要约收购的证据[J].南开管理评论, 2010(4):35-43.
- [17] 姚颐,刘志远,王健.股权分置改革、机构投资者与投资者保护[J].金融研究, 2007(11):45-56.
- [18] 彭耿.基于PVAR的基金持股比例与股价波动的关系研究[J].山东社会科学, 2013(4):149-153.
- [19] 刘奕均,胡奕明.机构投资者、公允价值与市场波动——基于我国A股市场面板数据的实证研究[J].财经研究, 2010(2):110-120.
- [20] 钱露,李世宗.机构投资者参与公司治理的决策研究——基于绝对净收益的视角[J].中央财经大学学报, 2010(4):48-52.
- [21] 钱露.机构投资者参与公司治理的决策研究[J].经济动态, 2011(4):38-41.
- [22] 王永海,王铁林,李青原.机构投资者参与公司治理积极性的分析[J].南开管理评论, 2007(1):4-15.
- [23] 危平,毛晓丹,孙淑萍.基于阶段性的矿业基金联合投资的持股偏好及其影响研究——来自多伦多证券交易所的经验证据[J].财务与金融, 2016(6):12-19.
- [24] 孔寅,张嗣超.基于内部管理失控的国有煤炭企业公司治理研究[J].中国矿业, 2010, 19(3):29-32.
- [25] Badrinath S G, Gay G D, Kale JR. Patterns of Institutional Investment, Prudence and the Managerial Safety-net “Hypothesis” [J]. Journal of Risk and Insurance, 1989, 56(4):605-630.
- [26] Bathala C T, Ma C K, Rao R P. What Stocks Appeal to Institutional Investors [J]. Journal of Investing, 2005, 14:14-23.
- [27] 刘少波,杨竹清.境外股东对中国上市公司的持股状况及偏好分析[J].学术研究, 2013(4):76-84.
- [28] 刘立立,余军.中国基金的股票投资偏好演变及其市场影响[J].山西财经大学学报, 2010(4):14-22.
- [29] Del Guercio, D. The Distorting Effect of the Prudent Man Laws on Institutional Equity Investments [J]. Journal of Financial Economics, 1996, 40:31-62.
- [30] 胡倩.中国基金持股偏好的实证研究[J].财经问题研究, 2005 (5):50-55.
- [31] 高雷,宋顺林.公司治理与公司透明度[J].金融研究, 2007 (11):28-44.
- [32] 刘京军,徐浩萍.机构投资者:长期投资者还是短期机会主义者? [J].金融研究, 2012(9):141-154.
- [33] 刘涛,毛道维,王海英.股权集中度、制衡度与机构投资者的择股偏好——机构投资者异质性的研究视角[J].山西财经大学学报, 2013(5):34-44.