

互联网金融与上市公司绩效

——基于业务相关性视角

叶建木(博士生导师), 刘红

(武汉理工大学管理学院, 武汉 430070)

【摘要】 本文以2014年上半年及以前年度开展互联网金融业务的25家上市公司为样本,利用Wilcoxon秩和检验以及回归分析,基于业务相关性视角,考察互联网金融业务对上市公司绩效的影响。研究表明:互联网金融业务开展后,上市公司的绩效水平显著提升;在引入行业和互联网金融实践虚拟变量的交叉项之后,模型的解释能力明显增强,公司主业与互联网金融业务的相关程度会强化互联网金融业务的经济效果,主业与互联网金融业务的相关性在一定程度上决定了企业绩效水平的高低。

【关键词】 互联网金融; 业务相关性; 企业绩效

一、引言

互联网金融是互联网与金融的有机结合,是利用互联网技术实现资金融通、支付结算和信息媒介等功能的一种新型金融模式。Iresearch咨询统计数据显示:我国2014年第三方支付交易规模超80 000亿元,同比增长50.3%;据不完全统计,2014年我国的P2P交易平台的实际成交额逾3 200亿元,同比增幅高达270%;我国互联网金融用户规模增长迅猛,截止到2015第一季度已达7.6亿元,较2013年增长130%。李克强总理在2015年政府工作报告中首次提出了“互联网+”战略行动,国务院近期又出台宽带提速降费措施为“互联网+”行动提供技术支持。有力的政策支持、巨大的利润空间、良好的发展势头,使众多企业特别是互联网企业纷纷涉足互联网金融领域。企业涉足互联网金融领域后,其整体绩效是否真的提升了?企业的行业背景差异是否会影响互联网金融实践效果?这关系到上市公司未来的战略目标和发展方向,关系到我国互联网金融业的普及率及未来的发展。

互联网金融无论在理论探讨还是在实证研究方面,均为国内学术界的研究热点。谢平(2012)较早提出了互联网金融概念之后,众多的学者开始尝试从互联网金融的理论基础、发展动力、发展模式、风险监管与对策、对传统金融业的影响等方面对互联网金融展开理论研究,并取得了一定的进展。目前已有的实证研究多集中在P2P借贷风险(李龙,2014)、借贷成功率(武小娟,2014)和第三方支付风险评价(李敏,2007)等方面,尚未基于可靠样本就我国企业的互联网金融实践活动进行有效评价。

本文以2014年及以前开展互联网金融业务的上市公司为样本,探究企业涉足互联网金融业务前后的绩效变

化情况,并基于业务相关性视角着重考察在不同的行业类型之下,互联网金融业务对上市公司绩效的影响以及影响程度的差异。

二、研究设计

(一)研究假设

1. 基于资源配置观。学者们普遍认为多元化存在范围经济性,能够优化公司的资源配置。互联网金融业务的开展,可实现企业信息、市场、资金等资源的有效利用,提高企业绩效。资源基础理论最早由Penrose于1959年提出,她指出公司在正常经营过程中,不可避免地会产生很多剩余资源,这为企业多元化经营创造了条件,而多元化可有效地利用这些资源和能力,提升企业绩效。在此基础上,Teece(1980)和Collis&Montgomery(1994)丰富了Penrose的观点,认为若存在专有化程度较高的企业剩余资产,多元化战略是一种良好的战略。白金枝(2014)肯定了互联网金融业务在互联网公司资源配置方面的作用,认为互联网公司通过免费体验等方式积累了大量的客户群,仅仅通过增值服务、网络游戏和广告的推广,难以实现互联网商业价值的充分开发,目前仍存在剩余价值的流失,涉足互联网金融业可利用这部分剩余价值。

2. 基于企业成长观。从企业的成长和发展来看,多元化能够给企业带来新的投资机会,突破企业发展局限性,避免在原有业务上的过度投资。互联网金融作为一种高利润行业,能够提高企业的盈利能力。Chandler(1991)指出,当企业目前的行业缺乏成长性,而企业又拥有领域扩张的资源和能力时,多元化战略便成为企业发展的必经之路,在市场饱和和状态之下,公司只能通过多元化经营来寻找新的利润增长点。Tomas Jandik&AnilKMakhija(2005)

认为电力公司基于严格的政策监管压力涉足非电力行业产生的多元化经营溢价现象,原因在于它给公司带来了新的投资机会。李善民和朱滔(2006)立足于我国的基本国情,认为我国的上市公司多为传统行业,激烈的竞争格局和转型升级压力,再加上我国经济的高增长性和市场条件的不确定性催生了很多高利润行业,成为我国上市公司多元化经营的外部动因。

3. 基于内部资本市场观。该观点认为多元化经营企业可以利用自身现金流建立一个有效的内部资本市场,降低信息不对称成本。互联网金融业务的开展有利于上市公司自身内部资本市场的建立。首先,通过内部资本市场筹资可以克服外部投资者与企业之间的信息不对称,降低企业资金融资成本(R.Coase, 1937; Hadlock et al., 2001)。其次,基于内部资本市场,企业可避开外部投资者的决策干扰,对企业投资项目的选择有更大的自主权(Williamson, 1975)。此外,在新兴资本市场,由于市场功能和外部制度的不健全,内部资本市场更有价值(Khanna & Palepu, 1997)。苏冬蔚(2005)认为我国作为新兴资本市场,外部资本市场和法律法规的不健全,使得有效利用内部资本市场的上市公司产生多元化溢价。

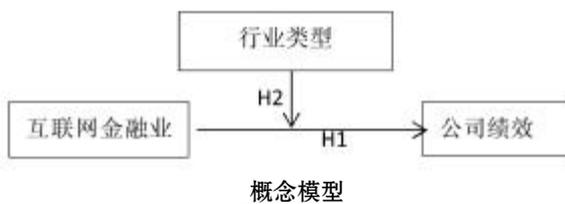
因此,无论是资源配置观、企业成长观抑或是内部资本市场观,均倾向于多元化经营可提高企业的经营绩效。本文提出如下假设:

假设1:互联网金融业务对公司绩效有直接的正向影响作用,即上市公司开展互联网金融业务可显著提升其绩效水平。

多元化战略本身可能会产生新的风险,主要表现在资源配置的低效率和过度投资风险,一般来说,风险与行业的相关性呈反向变动关系。Montgomery & Wernerfelt (1988)认为企业所处的行业以及特定行业拥有的专业化资源,对企业的多元化战略影响极大。大量的国内外研究结果显示,企业经营业务越复杂,对企业的经营绩效越不利,相关多元化企业的财务绩效优于非相关多元化的财务绩效(Prahalad & Hamel, 1990; Singh et al., 2011; Tanriverdi & Lee, 2008; 赵凤等, 2012)。因此,提出如下假设:

假设2:上市公司主业与互联网金融业务的相关程度会强化互联网金融业务的经济效果,即相较于相关程度较低的企业,高行业相关性的企业互联网金融业务经济效果更强。

基于以上假设,构建本文的概念模型,如下图所示:



(二)样本选取与数据来源

考虑到公司财务数据的可得性以及可比性,本文仅以2014年上半年及以前开展互联网金融业务的上市公司为有效样本进行实证分析,同时剔除金融行业和财务数据不全的样本公司,最终有效样本数为25个。25家样本公司的财务数据均来源于CSMAR数据库和上市公司年报。本文将25家样本公司按照开展时间和行业类别进行细分,结果如表1所示:

表1 25家样本公司互联网金融业务开展时间和行业类别细分

时间	行业						合计
	电子	信息服务	信息设备	机械设备	商业贸易	其他	
2000年以前		1					1
2011年					1		1
2012年					1		1
2013年		3	1	1		3	8
2014年	3	4	1	1		5	14
合计	3	8	2	2	2	8	25

由表1可知,我国涉足互联网金融业务的上市公司多为电子、信息服务和信息设备类公司,根据国家统计局发布的国民经济行业分类,可将这些行业类型归类为信息传输、软件和信息技术服务业,其与互联网金融业务有一定的相关性,是公司现有业务的相关多元化扩展。

(三)变量设计

测量企业经营绩效的指标有很多,大部分学者采用财务指标衡量公司绩效,本文考虑到财务指标主要反映的是公司的短期经营效果,而且容易被公司操纵,因此采用国际上常用的Tobin's Q作为评价企业绩效的指标。

为了避免研究结论的偏差,本文将明显影响企业经营绩效的其他变量作为控制变量,包括企业规模、财务杠杆、年度变量。

综上所述,本文的变量及其度量如表2所示:

表2 变量及其度量

变量类型	具体变量	变量度量
公司绩效	Tobin's Q	(流通股市值+优先股市值+负债账面价值)/总资产账面价值
行业类型	行业 Industry	虚拟变量,其中“1”表示信息传输、软件和信息技术服务业;“0”表示其他行业
控制变量	企业规模 Size	Ln(总资产)
	财务杠杆 Debt	资产负债率=负债/总资产
	年度 Year	虚拟变量

(四)研究方法与设计

为了检验公司涉足互联网金融业务后公司绩效的变化情况,本文首先采用Wilcoxon秩和检验评估开展互联

网金融业务前后企业绩效的变动及其显著性, Wilcoxon 秩和检验是检验配对样本总体分布是否存在显著差异的非参数检验方法。此外, 本文基于业务相关性视角, 采取回归分析检验互联网金融业务的开展对公司绩效的影响, 建立模型如下:

$$Y_i = \alpha_0 + \sum_j \alpha_j IF_j + \sum_t \alpha_t Year_t + \sum_n \alpha_n C_n \quad (1)$$

$$Y_i = \alpha_0 + \sum_j \alpha_j IF_j + \sum_t \alpha_t Year_t + \alpha_m Industry_m + \sum_n \alpha_n C_n \quad (2)$$

$$Y_i = \alpha_0 + \sum_j \alpha_j IF_j + \sum_t \alpha_t Year_t + \alpha_m Industry_m + \sum_n \alpha_n C_n + \sum_{j,m} \alpha_{jm} IF_j \times Industry_m \quad (3)$$

其中: 下标*i*表示公司; Y_i 表示*i*公司的Tobin's Q值; *j*表示公司开展互联网金融业务的相对年份, 当*j*=0时表示开展当年, *j*=1时表示开展后第1年, *j*=2表示开展后第2年, *j*=3表示开展后第3年; Y_{it} 表示公司的互联网金融实践, 为虚拟变量, 如果*t*年恰好为事件年份, 那么 $IF_j=1$, 否则 $IF_j=0$; 下标*m*表示行业类型, $Industry_m$ 为企业所处的行业虚拟变量; C_n 表示控制变量 $Size_i, Debt_i$; 为了验证业务相关性对互联网金融业务经济效果的影响, 引入交叉项 $IF_j \times Industry_m$ 。

对 IF_j 求偏导, 可得:

$$\frac{\partial Y_i}{\partial IF_j} = \alpha_j + \alpha_{jm} \times Industry_m$$

当 $Industry_m$ 取0时, $\frac{\partial Y_{it}}{\partial IF_j} = \alpha_j$; 当 $Industry_m$ 取1时,

$\frac{\partial Y_{it}}{\partial IF_j} = \alpha_j + \alpha_{jm}$ 。可见, 系数 α_{jm} 反映互联网金融业务与公司主业类型的相关程度对互联网金融业务经济效果的影响差异情况。

三、实证分析

(一)描述性统计

本文根据样本公司开展互联网金融业务的相对时间, 对主要变量进行描述性统计分析, 结果如表3所示:

表3 样本公司描述性统计结果

	t-1		t		t+1		t+2		t+3	
	均值	标准差								
Tobin's Q	1.85	0.69	2.60	1.66	3.78	3.10	3.61	3.24	5.57	3.76

注: t-1表示样本公司涉足互联网金融业务的前一年; t表示样本公司涉足互联网金融业务当年, 以此类推。

统计结果显示, 开展互联网金融业务后, 样本公司的Tobin's Q均值逐年增加, 且增幅明显, 可见互联网金融业务在一定程度上促进了样本公司绩效水平的提高; 此

外, 样本公司Tobin's Q的标准差也因公司互联网金融业务的开展而变大, 说明互联网金融业务增大了公司间绩效水平差异。

(二)Wilcoxon秩和检验

本文以样本公司涉足互联网金融业务的前1年(-1)为基期, 分别用互联网金融业务开展的当年(0)、开展后第1年(1)、开展后第2年(2)、开展后第3年(3)的业绩与基期业绩进行配对, 运用Wilcoxon秩和检验评估企业绩效的变动情况, 得到我国上市公司开展互联网金融业务前后绩效变化的Wilcoxon秩和检验结果, 如表4所示:

表4 Wilcoxon秩和检验值

指标	-1 vs 0	-1 vs 1	-1 vs 2	-1 vs 3
Tobin's Q	-3.377 ^{a***}	-2.667 ^{a***}	-1.069 ^a	-1.342 ^a

注: ***表示在1%的水平上统计显著; a基于负秩。

从表4可知, 开展互联网金融业务当年及之后第1年, Tobin's Q总体上显著增加, 上升的公司数(分别为20家、10家)明显多于Tobin's Q下降的公司数(分别为5家、1家), 上升的平均秩(分别为14.4和6.3)大于下降的平均秩(分别为7.4和3.0), 样本企业的Wilcoxon秩和检验值均在1%的水平上显著; 开展互联网金融业务后的第2年和第3年样本公司的Tobin's Q值也增大了, 但Wilcoxon秩和检验值并不显著, 原因在于拥有开展互联网金融业务后两个以上会计年度财务数据的样本公司数量太少(见表1)。

此外, 从Wilcoxon秩和检验值的计算基准来看, 互联网金融业务开展当年及开展后的3年时间内, Tobin's Q的检验值均为基于负秩计算得出, 这表明开展互联网金融业务后, 样本公司绩效均高于开展前的水平, 假设1得以验证。

(三)回归分析

为了进一步探究互联网金融业务开展前后上市公司绩效的变化情况以及业务相关程度差异对互联网金融业务经济效果的影响, 本文对模型(1)、模型(2)和模型(3)依次进行回归分析, 如表5所示。

从模型(1)的回归结果来看, F检验值在1%的水平上显著, 说明回归方程总体上是显著的, IF_0, IF_1, IF_2 和 IF_3 的回归系数分别为1.282、3.343、2.274和3.279, 分别在5%、1%、10%和5%的水平上显著, 与Wilcoxon秩和检验结果基本一致, 说明互联网金融业务的开展显著提升了上市公司的市场绩效, 假设1进一步得以验证。

从模型(2)和模型(3)的回归结果来看, F检验值均在1%的水平上显著, 说明回归方程总体上是显著的, 其中模型(3)的 R^2 和调整后的 R^2 分别为0.792和0.712, 大于模型(2)的 R^2 和调整后的 R^2 , 说明模型(3)的拟合效果优于模型(2)。

表5 开展互联网金融业务前后绩效变化的回归分析

	模型(1)	模型(2)	模型(3)
常量	16.937***	14.439***	11.159
IF ₀	1.282**	1.244**	1.038**
IF ₁	3.343***	3.296***	1.264*
IF ₂	2.274*	2.367**	1.632*
IF ₃	3.279**	3.322***	1.801
Industry _m		.754*	-.353
IF ₀ ×Industry _m			.493
IF ₁ ×Industry _m			4.805***
IF ₂ ×Industry _m			4.140***
IF ₃ ×Industry _m			4.503**
Size	-.650***	-.563**	-.392**
Debt	-2.942*	-2.400	-3.318***
Year	控制变量	控制变量	控制变量
R ²	0.602	0.627	0.792
调整后R ²	0.493	0.515	0.712
F	5.516***	5.610***	9.939***
检验假设	H2	H2	H2

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

从模型(3)的回归结果来看,IF₀与Tobin's Q在5%的显著性水平下正相关,但是IF₀×Industry_m与Tobin's Q的正相关关系并不显著,说明互联网金融业务开展当年,信息传输、软件和信息技术服务业上市公司的互联网金融业务经济效果强于其他行业公司,但效果并不明显;IF₁和IF₁×Industry_m分别在10%和1%的显著性水平下与Tobin's Q正相关,说明开展互联网金融业务后的第1年,信息传输、软件和信息技术服务业上市公司的互联网金融业务对绩效的正向影响作用强于其他行业;IF₂×和IF₂×Industry_m分别在10%和1%的显著性水平下与Tobin's Q呈正相关关系,说明样本公司开展互联网金融业务后的第2年,信息传输、软件和信息技术服务业上市公司的互联网金融业务的经济效果强于其他行业;IF₃与Tobin's Q的正相关关系并不显著,而IF₃×Industry_m与Tobin's Q在5%的显著性水平下正相关,说明开展互联网金融业务后的第3年,信息传输、软件和信息技术服务业上市公司的互联网金融业务经济效果相比与其他行业明显偏高。

此外,除IF₀×Industry_m外,其他交叉项的系数均大于4,明显高于其他变量的回归系数,可见主业与互联网金融业务的相关性在一定程度上决定了企业绩效水平的高低。因此,从整体上来说,上市公司主业类型与互联网金融业务的相关性越高,互联网金融业务对上市公司绩效的正向影响作用越大,假设2得以验证。

四、结论及启示

本文基于研究假设,采用统计回归的方法,考察了上市公司开展互联网金融业务前后的绩效变化,并着重分

析了主业与互联网金融业务的相关性对互联网金融业务经济效果的促进作用。本文的研究结论及启示如下:

1. Wilcoxon 秩和检验结果和回归结果基本一致,均证实互联网金融业务对公司绩效有直接的正向影响作用,即互联网金融业务开展后,上市公司的市场绩效明显提高了,可见我国目前上市公司的互联网金融实践是比较成功的。互联网金融对于建立一个多层次、多元化的资本市场,解决我国目前的中小企业融资难问题,促进“大众创业、万众创业”,具有十分重要的意义。成功的互联网金融实践有利于更多的企业涉足互联网金融领域,充分发挥互联网金融有效配置资源、服务实体经济的作用,推动我国金融业的快捷化、高效化、去煤化和大众化,加速我国金融市场改革进程。

2. 在假设2的检验过程中,加入IF_j与Industry_m的交叉项后,回归方程的解释能力明显增强,而且除互联网金融业务开展当年以外,交叉项均与公司绩效呈显著正相关关系。这说明企业在开展互联网金融业务时,主业类型不同,互联网金融业务对公司绩效的影响效果也不同,主业类型与互联网金融业务的相关性对互联网金融业务的经济效果有正向推动作用,主业类型与互联网金融业务的相关性在一定程度上决定了企业绩效水平的高低。

对于有剩余资源和能力或者缺乏成长性的企业来说,涉足互联网金融领域最好建立在与之相关的基本能力的培植或者相关业务的探索基础之上,以发挥业务相关性对互联网金融业务经济效果的推动作用,起到事半功倍的效果。政府也应该加强对互联网金融的扶持力度,特别鼓励具备互联网金融相关行业背景的企业涉足互联网金融领域,更新规章制度和监管政策,促进互联网金融业的良性发展。

主要参考文献

谢平,邹传伟.互联网金融模式研究[J].金融研究,2012(12).

乔海曙,吕慧敏.中国互联网金融理论研究最新进展[J].金融论坛,2014(7).

Teece D. J.. Towards an economic theory of the multiproduct firm[J]. Journal of Economic Behavior and Organization, 1982(1).

Collis, Montgomery. Competing on resources: strategy in the 1990s[J]. Harvard Business Review, 2009(4).

白金枝.互联网金融发展及其对我国商业银行的影响研究[D].成都:西南财经大学,2014.

李善民,朱滔.多元化并购能给股东创造价值吗?——兼论影响多元化并购长期绩效的因素[J].管理世界,2006(3).

罗福凯,张明波.互联网企业财务特征分析[J].财会通讯,2015(4).