P2P 网贷平台经营风险与投资者风险意识：

来自平台交易数据的证据

Risks and Investor's Risk Awareness in online P2P Lending: Evidence from Transactions of Lending Platforms

陈钊 邓东升

摘要：本文首次利用 580 家 P2P 网贷平台的运营数据，验证了网贷平台在面临资金压力时的确会通过发行更高利率、更短期限的理财产品来吸引新的投资。并且这一现象在潜在的问题平台上尤为突出。同时，我们也发现投资者的行为表现出一定的风险意识：一方面，过高的利率反而会使投资者减少投资（尤其是对于潜在的问题平台），另一方面，当市场上网贷平台发生问题的比率增加时，投资者会更为谨慎。这一研究为未来的进一步监管提供了思路，也表明在 P2P 网贷这一缺乏监管的新兴领域，投资者能够具备一定的风险意识。

关键词：P2P 网络贷款　问题平台　市场风险

作者信息：

陈钊：复旦大学中国社会主义市场经济研究中心，上海市国权路 600 号，200433；电话：13044660343；电子邮箱：zhaochen@fudan.edu.cn

邓东升：复旦大学中国社会主义市场经济研究中心，上海市国权路 600 号，200433；电话：13162527057；电子邮箱：ddswhu@outlook.com

P2P 网贷平台经营风险与投资者风险意识：

来自平台交易数据的证据

Risks and Investor's Risk Awareness in online P2P Lending: Evidence from Transactions of Lending Platforms

摘要：本文首次利用 580 家 P2P 网贷平台的运营数据，验证了网贷平台在面临资金压力时的确会通过发行更高利率、更短期限的理财产品来吸引新的投资。并且这一现象在潜在的问题平台上尤为突出。同时，我们也发现投资者的行为表现出一定的风险意识：一方面，过高的利率反而会使投资者减少投资（尤其是对于潜在的问题平台），另一方面，当市场上网贷平台发生问题的比率增加时，投资者会更为谨慎。这一研究为未来的进一步监管提供了思路，也表明在 P2P 网贷这一缺乏监管的新兴领域，投资者能够具备一定的风险意识。

关键词：P2P 网络贷款　问题平台　市场风险

一、引言

P2P 网络借贷（简称 P2P 网贷）是个体与个体之间通过互联网平台实现资金借贷的一种新型融资模式，属于互联网金融的范畴。P2P 网贷手续便利，一切认证、记账、清算和交割流程均通过网络完成，并且其贷款门槛远低于传统银行，因此这一新兴的金融模式自引入中国以来便迅速发展。图 1 给出了 P2P 运营平台数量与成交量的发展变化。自 2007 年 8 月首家 P2P 网络借贷平台——拍拍贷在上海成立以来，截至 2013 年底，运营平台数便达到了 800 家。2014 年起，P2P 网络借贷受到国家的鼓励和支持，特别是在 2015 年，互联网金融首次被写入国家"十三五"规划，这一行业受到了前所未有的重视，其运营平台在当年年底又进一步上升到 2595 家且成交规模持续扩大。

但是，对于这一缺乏监管的新兴行业，担忧与质疑与同时存在。2013 年 3 月 29 日，CCTV-2 频道播出了题为《网贷野蛮生长调查》的节目，在肯定其积极作用的同时，对其运营风险表示担忧。2013 年 4 月 3 日该频道又以《网贷野蛮生长追踪》为题，对 4 月 1 日宣布关闭的"众贷网事件"进行了详细报导，再次对 P2P 网贷缺乏有效监管表示担忧。2015 年 12 月 28 日，政府发布《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法(征求意见稿)》，并于 2016 年 8 月正式发布该办法，由此拉开了 P2P 网贷行业监管的序幕。从图 1 可见，受到政府监管的影响，2016 年网贷平台数量的确略有下降，但总的成交规模仍在快速扩张。

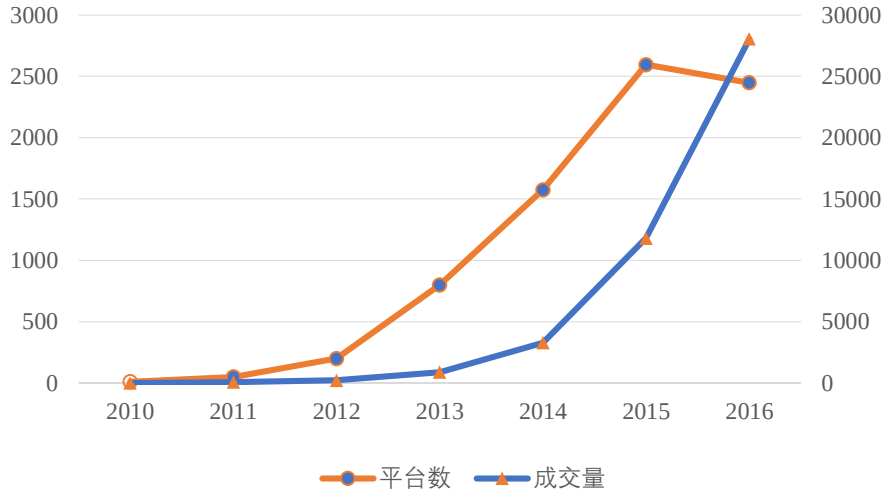

图 1　P2P 各年运营平台数与成交量（右轴单位：亿元）

数据来源：前瞻产业研究院数据库，发表于搜狐新闻《2016 年我国 P2P 网贷市场成交量及平台数量统计》，新闻网址 http://mt.sohu.com/20170116/n478804512.shtml

各方面对这一新兴金融模型的担忧可以归纳为以下三点。第一，网贷平台的利率较高，而央行一再表示，年复合利率超过银行利率 4 倍便不受法律保护。[①]第二，P2P 平台拥有中间资金帐户的调配权，而监管的缺乏可能导致平台卷款跑路、挪用资金的风险。第三，投资者对互联网金融这一新兴事物盲目追捧，缺乏必要的风险意识。上述担心并非空穴来风，从 2014 年起，问题平台数迅速增加，当年达到 275 家，2015 年全年问题平台数达到 896 家，是 2014 年的 3.26 倍。2016 年，随着 P2P 行业内大规模的整改，问题平台数量进一步增加到了 1741 家[②]。

但是，到目前为止，学界对 P2P 网贷的研究仍较为初步。现有研究内容主要涉及：（1）投资者在信息不对称下的投资决策（Lee and Lee, 2012; 陈冬宇等，2014），并可进一步细分为借款人特征对融资成功与否的影响（Duarte et al., 2012; Klafft, 2008），以及平台层面特征对成交量的影响（陆松新、兰虹，2015）；（2）平台业务与营利模式（宋鹏程等，2013；邢威加、王军礼，2015），包括借鉴传统双边市场定价理论对 P2P 网贷平台的定价模式进行理论分析（张春霞等，2015）。然而，上述研究都无法为我们加深对网贷平台运营风险以及投资者风险意识的认识提供实证证据，仅有的相关研究也只是涉及对 P2P 网贷风险与监管对策的定性讨论（艾金娣，2012；Slattery，2013；宋鹏程等，2014；叶

---

① 银行定期利率大约为 1.5%-2.5%，而 P2P 行业综合年利率 2012 年为 23.43%，2013 年为 24.93%，2014 年为 17.52%，2015 年为 12.05%（银行利率数据：融 360《2017 年初 42 家银行的最新存款利率》；P2P 利率数据来源：第一网贷《2015 年全国 P2P 网贷行业快报》）。

② 问题平台的相关数据来源于：网贷之家（http://www.wdzj.com/）以及盈灿咨询发布的《2016 年中国网络借贷行业年报》（http://www.wdzj.com/news/yanjiu/52614.html）。

湘榕，2014），本文则尝试填补这一研究空白。

本文将以580家P2P网贷平台的微观运营数据为基础，试图回答以下两方面问题：第一，网贷平台的风险在其运营中有何具体的表现？第二，投资者的投资行为是否体现出对网贷平台运营风险的认识？据我们所知，用这样的微观数据对网贷平台的分析在国内尚属首次。本文的主要发现是，当网贷平台有更多的待还金额时，会通过发行更高利率、更短期限的理财产品来吸引新的投资，这在问题平台上尤其突出。但是，投资者的行为却表现出一定的风险意识：一方面，过高的利率反而会使投资者减少投资（购买平台的理财产品）；另一方面，当市场上网贷平台发生问题的比率上升时，投资者会的投资会更为谨慎。由于P2P网贷在中国是缺乏监管的新兴领域，这反而为我们研究网贷平台潜在的运营风险，以及市场投资者能否在监管缺失的环境下具备一定的风险意识提供了难得的研究机会。

接下来本文第二部分简要介绍P2P网贷平台的借贷流程，第三部分详细说明本文所使用的数据，第四部分是实证检验，最后是全文结论。

二、P2P网络借贷平台

P2P网络借贷平台涉及三个行为主体，投资者、网贷平台、借款人，以及两项产品，投资理财产品和贷款。网贷平台通过发行投资理财产品向投资者筹资，并以贷款的形式向借款人提供所筹资金。具体的运营流程大致如下：在网贷平台上注册帐号的借款人可以向平台提出借款需求，并提供包括金额、用途、期限、利率等信息，以及所相关的材料与证件。网贷平台对借款人提供的材料进行审核，并通过电话咨询或面谈的方式对借款人进行信用评估。一旦借款人被审核通过，平台将在其网站上发布相应的理财产品信息，产品满标后便向借款人放款。

如果平台所发布的理财产品就是独立借款人自主发布的单独借款需求，这类标的被称为散标，是P2P的基本形态。散标发布没有固定的时间，借款期限和金额都相对灵活，标的金额一般较小。我国散标的数量很小，从2014年下半年开始，P2P市场上的散标逐渐被各平台创新的债券投资组合产品所取代[①]。大部分P2P网贷平台会将不同借款人的借款需求打包成“理财计划”、“定期理财”等债券组合金融产品，通常这种理财产品的期限更加灵活，收益也相对固定。这种组合产品简化了投资者的选择过程，也导致理财投资者更依赖于对网贷平台的信任。具体而言，平台在对债权打包时会出现期限错配，这就导致一旦某个借款人违约，这个单一债权所造成的风险可能传

---

① 例如，“点融网”与“翼龙贷”都曾表示，散标成交量目前占比极少(详见：《从散标到“各种宝”P2P平台如何避免资金池？》，网址：http://mt.sohu.com/20151102/n424939217.shtml)，转引自：王辉（2014）。

导到其它理财产品上。

在纯中介平台模式的 P2P 网贷中，网贷平台并不经手投资者的资金，而是以银行直接存管的模式，由平台为每个用户（包括投资者和借款人）开设独立的存管账户，借贷交易中的资金流转环节都在中间的托管银行进行，使得用户资金和平台资金彻底隔离，保障用户的资金安全。但是在我国，仅有极少数 P2P 网贷平台采用这种模式（比如“人人贷”）。即便是在这种模式下，平台也可能面临资金压力，例如，当借款人未能及时还款时，平台需要调用保证金账户中的保证金先行垫付。但是，由于缺乏监管，大部分的 P2P 网贷平台在运营的时候并不是仅仅履行金融理财咨询的中介职能，平台实际上既是中介机构，又是放贷人。在这种情况下，一旦借款人违约，平台就更会面临更大的资金压力。

三、数据说明

本文所使用的数据主要来自“网贷之家”[①]网站上 580 家 P2P 网贷平台在 2014 年第 47 周到 2016 年第 32 周的非平衡面板数据，分为天数据、周数据两个数据集，其中大部分平台数据期限为 2015 年 32 周至 2016 年第 32 周，另有部分问题平台的信息来源于“网贷天眼”。由于天的数据波动性较大，正文部分主要对周数据进行分析[②]。数据获取主要以 Python 爬取和人工查询为主。

表 1 给出了上述数据库的主要变量及其解释，数据以周为单位。由于一周内投资者所购买的产品可能具有不同的限期与利率，因此表中的“平均期限”是指一周内所有投资产品的期限按各自金额的加权平均值，而“平均利率”则是一周内所有投资产品的未来利息收入与投资总额的比值。“资金净流入”这个变量也由平台直接提供，其取值相当于一周内的投资总额扣除平台偿还给投资人的金额（按本金计）。用投资总额减去资金净流入，我们可以得到平台一周内实际偿还给投资者的本金额，我们称这一变量为“实还金额”。以上变量均按照一周内的发生量来计算，而后面的“待收投资人数”、“待还借款人数”和“待还本金”则是按特定时点之前的发生量来计算。我们还可以根据平台是否出现无法提现、跑路、停业、刑侦介入等情形而区分问题平台与正常平台[③]。为了度量网贷市场的投资风险，我们计算了“市场风险”这个指标，即一周内新增问题平台数除以当期总平台数（正常运营平台数+当期问题平台数）。这个指标能较为及时、

---

① 网贷之家是中国 P2P 业内最大、最权威、最具影响力的行业门户，汇集了较多 P2P 平台的运营数据。据我们所知，此网站数据是国内 P2P 平台运营数据唯一可得的来源，且覆盖面最广。

② 天数据的实证结果基本上差不多，如果需要可以提供。

③ 当然，这里的正常平台也只是暂未出现问题的平台，因此下文我们在比较正常平台与问题平台的表现差异时，所得到的系数应该是一个下界。

灵敏地反映出投资人能够感受到的网贷市场的整体风险。

表 1. 核心变量与含义

变量名	变量说明
投资人数	一周内投资该平台的人数
人均投资	一周内人均投资额
投资总额*	由“投资人数”与“人均投资”相乘得到
平均利率	一周内平台投资产品的加权平均利率
平均期限	一周内平台投资产品期限的加权平均
资金净流入	= 投资总额 – 本周内向投资者的还款金额（按本金计）
实还本金*	= 投资总额 – 本周平台资金净流入（按本金计）
市场风险*	一周内新增问题平台数除以总平台数
待收投资人数	特定时点前未收清借款人偿还的投资者人数
待还借款人数	特定时点前所有尚未偿还给投资者的借款者人数
待还本金	特定时点前所有借款人尚未偿还的本金总额
问题平台	只要平台出现无法提现、跑路、停业、刑侦介入等，均被定义为问题平台，否则则视为正常平台

注：标*号的变量由平台提供的其它原始数据计算而得到。

在 29322 个原始数据的基础上，删除待收投资人数与待还借款人数为负的样本（2 个）以及实还本金为负的样本（464 个），剩余 28857 个有效样本。表 2 给出了 580 个平台共计 28857 个样本观测值（平台*周）的所有变量描述统计。

表 2. 主要变量的描述统计

变量名	均值	标准差.	最小值	最大值
投资人数	2071.74	7937.35	0	125307.00
人均投资	5.53	56.29	0	5000.00
投资总额	3938.51	16606.11	0	693503.30
成交笔数	3037.86	41292.78	0	1524182.00
平均利率	13.01	5.21	0	53.00
平均期限	4.06	4.90	0	54.26
资金净流入	1120.44	9993.83	-241202.20	605219.70
实还本金	2818.07	11394.28	0	405102.00
市场风险	0.03	0.01	0.02	0.06
待收投资人数	9156.75	36411.35	0	614013.00
待还借款人数	9007.86	75410.81	0	2003197.00
待还本金	62903.86	260726.50	0	7512697.00
问题平台	0.07	0.26	0	1

表 3 则围绕几个核心变量对正常平台与问题平台进行了比较。我们可以发现，问题平台占比较小，其投资产品通常具有更高的平均利率，更短的平均期限，以及较小的规模。

表 3. 正常平台与问题平台比较

	正常平台 N=537	问题平台 N=43	差异
平均利率	12.80	17.31	4.51[a]
	(3.81)	(6.51)	
平均期限	4.13	3.06	-1.07[a]
	(4.53)	(2.63)	
实还本金	2907.93	789.99	-2117.94[a]
	(10626.96)	(1191.42)	
投资总额	4098.19	786.62	-3311.56[a]
	(14430.68)	(1171.55)	

注: 括号内为标准误, 上标 a,b,c 分别表示 0.01,0.05,0.1 的显著水平。

四、实证检验

接下来，我们将利用来自网贷平台的周面板数据回答本文所关心的问题。首先，为了了解平台运营中的潜在风险，我们想探究平台在应对现金流压力下的反应。

当然，从形式上来看，平台只是作为中介咨询机构，自身并非债务人。但是，由于平台对借款人有资质审核义务，并且大多数平台发布的并非散标，而是经平台打包组合后的理财产品，因此，如果平台因现金流压力过大而出现旗下产品不能向投资者如期还本付息，那么，平台的声誉必定会受影响。在流程上，平台也需要调用保证金账户中的保证金为投资人先行垫付。由此，我们预期在资金紧张时网贷平台可能会通过策略性的操作增加平台的融资，相应地，我们提出如下假说以待检验:

假说一：资金紧张时平台可能会通过发布更有吸引力（如较高利率、较短期限）的理财产品来吸纳更多的资金。

在我们所有可得的变量中，并没有一个直接的指标用来衡量平台资金的紧张程度，可以间接利用的一个指标是“实还本金”。实还本金衡量了每一期平台向投资人偿还的本金数额。我们知道，平台面临来自借款人的一定的违约概率。给定这个概率，那么需要偿还的本金数额越多，平台的资金压力也就越大。

为此，我们设定以下的回归模型:

$$\text{平均利率（期限）}_{it} = \alpha + \beta\,\text{实还本金}_{it} + \mu_i + \nu_t + \epsilon_{it} \qquad (1)$$

其中 i 表示平台，t 表示期（此处为周），我们同时控制了平台固定效应以及周固定效应，我们对核心的解释变量实还本金取了对数[①]。回归结果如表 4 所示。由表 4

[①] 实还本金为 0 的样本较少，仅 667 个，故作为缺失值处理。

的(1)、(2)列可知,如果实还本金增加一倍,则平均利率将增加 0.668(均值为 13.14),平均期限将缩短 0.136 个月（均值为 4.05 月)。由于通常较短期限的投资产品利率较低，为了区分出单纯的利率调整和由于期限导致的利率变化，我们在（1）列的基础上进一步控制产品的平均期限，结果如（3）列所示，核心解释变量的系数有所提高。也就是说，如果不考虑投资产品期限的变化，当实还本金增加一倍时，平台所发布的投资产品平均利率将增加 0.719。这一结果在我们将核心解释变量改为滞后一期，或过去多期的平均值时，均依然稳健。

表 4 现金流压力与平均利率（或期限）

	(1) 平均利率	(2) 平均期限	(3) 平均利率	(4) 平均利率	(5) 平均期限
实还本金	0.668[a]	-0.136[a]	0.719[a]	0.609[a]	-0.154[a]
	(0.0328)	(0.0242)	(0.0316)	(0.0323)	(0.0248)
实还本金*问题平台				2.090[a]	0.342[a]
				(0.140)	(0.108)
平均期限			0.376[a]	0.373[a]	
			(0.00786)	(0.00783)	
常数项	17.57[a]	4.726[a]	15.80[a]	15.93[a]	4.740[a]
	(0.598)	(0.441)	(0.576)	(0.574)	(0.441)
样本量	28,180	28,182	28,182	28,182	28,182
R^2	0.178	0.011	0.241	0.247	0.012
平台数量	580	580	580	580	580
平台固定效应	YES	YES	YES	YES	YES
周固定效应	YES	YES	YES	YES	YES

注：括号内为标准误，上标 a,b,c 分别表示 0.01,0.05,0.1 的显著水平（下同）

用“实还本金”来代理平台的现金流动压力可能存在度量上的误差。如果这个代理变量是合理的，那么我们应当能够看到列（2)、(3）的回归结果对于正常平台与问题平台应该有所不同。为了验证这一点，我们进一步在对平均利率与平均期限的回归中，加入核心解释变量与是否问题平台这一哑变量的交互项①。由列（4）可见，为应对现金流压力，正常平台会小幅度提高利率，而问题平台则较大幅度提高利率。这也在一定程度上说明了提高利率吸纳投资资金的行为与平台日后的非正常运营存在较强的关联。由列(5)可见，发行短期产品应对现金流动压力的行为仅出现在正常平台中②。这可能是因为，问题平台本身产品的期限已经较短（问题平台期限为 3.06 个月，正常

① 我们也将实还本金这个变量替换为待还本金进行了稳健性检验。用待还本金作为现金流压力的代理，其好处是更能直接体现还款压力，其不足在于这是一个存量，不一定反映当期情况。回归的结果依然稳健，虽然核心变量的显著水平有所下降，但依然显著。

② 问题平台中，实还本金对平均期限的边际效应并不显著。

平台为 4.13 个月），因此提高利率比缩短期限更有调整的空间。

据此，我们验证了假说一的存在：当网贷平台面临较大的资金压力时，潜在的问题平台[①]会大幅度提高产品利率，而正常平台则小幅度提高产品利率并缩短产品投资期限。

关于 P2P 网贷平台的另一个非常重要但至今仍缺乏相关证据的问题是：投资者是否具备风险意识？这又可以进一步分解为以下两个子问题：第一，投资者是能否意识到潜在问题平台的运营风险？第二，投资者能否对网贷市场的整体风险有所反应？我们暂且认为投资者在一定程度上具备风险意识，首先针对第一个子问题提出以下待检验的假说：

假说二：潜在的问题平台更难以通过提高产品利率来吸纳更多投资。

为此，我们设定以下的回归模型，并将进一步按平台类型分别进行回归。

$$\text{投资总额}_{it} = \alpha + \beta\,\text{平均利率}_{it} + \gamma\,\text{平均期限}_{it} + \mu_i + \nu_t + \epsilon_{it} \qquad (2)$$

如表 5 中的列（1）所示，平均来看，提高利率或缩短期限的确能够使平台吸纳更多的投资。有意思的是，如列（2）、（3）所示，正常平台提高产品利率或缩短期限的融资功能远远大于问题平台。正常平台提高一个百分点的利率水平，能够多获得 126 万元投资总额，而问题平台仅能吸纳 27.61 万元投资总额。这与我们的假说完全一致，说明投资者在问题平台问题暴露之前，就能够意识到特定平台的潜在风险。对于问题平台，缩短期限甚至会减少投资者对其产品的购买。这可能是因为，市场上流行的“长标拆成短标”现象使投资者并不信任潜在问题平台的短标产品。

考虑到过高的利率同时也意味着过高的风险，因而利率与投资吸纳很可能不是简单的线性关系，我们在表 5 的后三列回归方程中，进一步控制了平均利率的平方项。结果我们发现，除了前三列回归中的结果依然稳健之外，问题平台的回归中，利率的平方项也显著为负，即投资者对于潜在问题平台提高利率显得尤为警惕。这进一步体现了投资者对潜在的问题平台具备相应的风险意识。

表 5 平台利率（期限）与平台融资

被解释变量：投资总额（周）

	(1) 全样本	(2) 正常平台	(3) 问题平台	(4) 全样本	(5) 正常平台	(6) 问题平台
平均利率	117.3[a]	126.0[a]	27.61[a]	148.8[a]	131.7[a]	72.80[a]
	(17.05)	(19.54)	(4.266)	(36.34)	(42.70)	(9.056)
利率平方				-1.457	-0.263	-1.554[a]
				(1.435)	(1.767)	(0.275)
平均期限	-301.1[a]	-327.6[a]	37.41[a]	-304.9[a]	-328.1[a]	25.17[a]

① 本文的问题平台在潜在的，因为在样本期内，该平台的问题并未爆发。

	(27.14)	(29.06)	(9.620)	(27.41)	(29.29)	(9.775)
常数项	2,255	2,906	167.7	2,205	2,896	-2.707
	(1,947)	(3,564)	(228.7)	(1,948)	(3,565)	(228.6)
样本量	28,857	27,059	1,798	28,857	27,059	1,798
R^2	0.012	0.013	0.128	0.013	0.013	0.144
平台数量	580	537	43	580	537	43
平台固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
周固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES

接下来，为了进一步检验投资者能否对网贷市场的整体风险有所反应，我们提出以下假说：

假说三：当网贷市场风险增加时，高利率产品吸纳投资的效果将减弱。

相应的回归模型如下式所示：

$$投资总额_{it} = \alpha + \beta\, 平均利率_{it} * 市场风险_{t} + \gamma\, 平均期限_{it} * 市场风险_{t} + \mu_i + \nu_t + \epsilon_{it} \quad (3)$$

结果如表 6 所示。表中列（1）以全部平台的样本，可以看到，其中的平均利率一次项的符号及显著性仍与之前的结果保持一致。而交互项的系数显著且符号与一次项刚好相反，这说明当网贷市场的风险增加时，平台提高利率对投资者资金的吸纳效果都会显著变差。这就验证了假说三的成立，说明投资者的投资行为会对市场的整体风险有所反应。产品平均期限这一变量的情况与此类似，也反映出市场风险提高后投资者对短期产品变得更为谨慎。表 6 列（2）的回归只包含正常平台的样本，结果与全样本一致。列（3）的回归只包含潜在问题平台，与利率相关的系数并不显著。除了样本量较少之外，通过考察原始数据，我们认为另一个可能导致系数不显著的原因是，平台在即将在问题时其行为表现有较大差异（平均利率等变量的离散程度增加）。为此，我们进一步在列（4）的回归中，将问题平台样本限制于出问题的三个月以前，但平均利率与市场风险交互项的系数并不足够显著，这可能是因为，特定问题平台的风险并不必然与市场整体风险一致。列（4）中平均利率一次项显著为正，且系数远小于列（1）（2）中平均利率的系数，与表 5 中的结果相一致，这也说明，问题平台通过提高利率吸引投资的效果会远远差于正常平台，反映出投资者对特定平台潜在风险的认识。

表 6　市场风险与投资总额

被解释变量：投资总额（周）

	(1) 全部平台	(2) 正常平台	(3) 问题平台	(4) 问题平台 （出问题三个月前）
平均利率	283.3[a]	338.7[a]	16.33	46.11[a]
	(44.33)	(50.14)	(12.26)	(12.37)
平均利率*市场风险	-5,144[a]	-6,622[a]	332.2	-439.7

	(1,283)	(1,467)	(338.2)	(329.6)
平均期限	-983.6 [a]	-1,037 [a]	70.46 [a]	80.40 [a]
	(56.02)	(59.28)	(24.74)	(26.58)
平均期限*市场风险	20,825 [a]	21,868 [a]	-894.0	-902.3
	(1,490)	(1,584)	(616.6)	(700.6)
常数项	2,263	3,274	199.0	-266.5
	(1,951)	(3,553)	(242.8)	(259.6)
样本量	28,857	27,059	1,798	1,251
R^2	0.020	0.021	0.130	0.121
平台数量	580	537	43	42
平台固定效应	YES	YES	YES	YES
周固定效应	YES	YES	YES	YES

五、结论

本文利用来自 P2P 网贷平台的微观数据研究了在缺乏有效监管的环境下，网贷平台的运营中存在怎样的风险，以及投资者是否能够对潜在的风险有所识别。通过获取 580 家 P2P 网贷平台的运营数据，我们发现:（1）在面临现金流动压力时，正常平台发行的投资产品会小幅度提高利率，同时缩短期限，而问题平台则会大幅度提高利率以期吸纳更多的投资资金；（2）高利率、短期限的投资产品能够帮助正常平台吸纳更多的投资，但对于潜在的问题平台，提高利率对吸纳投资的效果较为有限，缩短投资期限甚至不利于吸纳投资。这在一定程度上体现出投资者对特定网贷平台潜在风险的识别；（3）当网贷市场出现更多问题平台时，提高利率和缩短期限对投资者的吸引力都会减弱。这就体现出投资者对市场整体风险的认识。

本文的发现为我们把握 P2P 网贷平台的风险，了解市场投资者的风险意识提供了实证依据。本文所隐含的政策含义也是较为明确的，一方面对网贷平台投资产品利率的适当限制可以避免平台因盲目吸引资金而引发的经营风险，另一方面，投资者所具备的风险意识表明，只要对网贷市场加以规范与监管，投资者完全有能力进入这一市场，从而为中国的资本市场引入新的发展模型，并可能使资本市场资源误配的现象得以缓解。

参考文献:

Duarte, J., S. Siegel and L. Young, 2012, “Trust and Credit: the Role of Appearance in Peer-to-peer Lending,” *Review of Financial Studies*, 25(8), 2455-2484.

Klafft, M., 2008, “Peer to Peer Lending: Auctioning Microcredits over the Internet,” *Social Science Electronic Publishing*.

Lee, E. and B. Lee, 2012, “Herding Behavior in Online P2P Lending: An Empirical Investigation,” *Electronic Commerce Research and Applications*, 11(5), 495-503.

Slattery, P., 2013, “Square Pegs in a Round Hole: SEC Regulation of Online Peer-to-Peer Lending and the CFPB Alternative,” *Yale Journal on Regulation*, 30(1), 233-275.

艾金娣，2012，《P2P 网络借贷平台风险防范》，《中国金融》第 14 期。

陈冬宇、朱浩、郑海超，2014，《风险、信任和出借意愿———基于拍拍贷注册用户的实证研究》，《管理评论》，第 1 期。

陆松新、兰虹，2015，《风险投资、第三方资金托管与中国 P2P 网络借贷平台成交量——基于 P2P 网络借贷投资者的视角》，《投资研究》，第 8 期。

宋鹏程、吴志国、Melissa Guzy，2013，《生存之道：P2P 借贷平台的业务模式研究》，《新金融》，第 11 期。

宋鹏程、吴志国、赵京，2014，《投融资效率与投资者保护的平衡：P2P 借贷平台监管模式研究》，《金融理论与实践》，第 1 期。

王辉，2014，《如何遴选 P2P 网贷平台》，《财会学习》，第 5 期。

邢威加、王军礼，2015，《P2P 网络借贷平台盈利模式分析》，《技术与市场》，第 10 期。

叶湘榕，2014，《P2P 借贷的模式风险与监管研究》，《金融监管研究》，第 3 期。

张春霞、蔡炎宏、刘淳，2015，《竞争条件下的 P2P 网贷平台定价策略研究》，《清华大学学报(自然科学版)，第 4 期。