

·数字经济与智慧经济·

P2P网络借贷的研究综述与现实发展



□李 强

[电子科技大学 成都 611731]

[摘 要] 陌生个体实现直接借贷的金融安排下, P2P借贷的信息不对称问题格外严重。现有文献主要从借款者自愿信息披露、投资者信息推断与理性学习、平台运营政策三个层面考察了P2P借贷的效率问题。在中国, 长期以来, 个人与小微企业的金融需求巨大, 但间接金融体系下的金融供给严重不足, 二者之间的不平衡不匹配是P2P借贷市场兴起与发展的社会经济基础。当下, 不同于美国以Prosper和Lending Club为寡头的市场结构, 线下实地认证、分散与自动投标、债权转让与债权抵押等运营模式各异的P2P平台数量众多, 并随趋严的监管环境渐显分化态势。未来, 在P2P平台为信息中介的性质定位和发展直接金融的金融体制改革趋势下, 我国P2P借贷市场规范健康发展应强调“规范”而非“资质”的备案制式监管。

[关键词] P2P借贷; 信息不对称; 直接融资; 监管

[中图分类号] F830.5

[文献标识码] A

[DOI] 10.14071/j.1008-8105(2017)-1010

P2P Lending: Literature Review and Practical Development

LI Qiang

(University of Electronic Science and Technology of China Chengdu 611731 China)

Abstract Under the financial arrangement of unfamiliar individuals to achieve direct lending, the information asymmetry of P2P lending is particularly serious. The existing literature mainly examines the efficiency of P2P lending from three aspects: voluntary information disclosure of borrowers, investor information inference and rational learning, and platform operation policies. In China, the financial needs of individuals and small and micro enterprises have been huge for a long time, but the financial supply under the indirect financial system is seriously insufficient. The imbalance and mismatch between the two are the social and economic foundations for the rise and development of the P2P lending market. At present, unlike the US market structure with Prosper and Lending Club as oligarchy, the number of P2P platforms with different operating modes such as offline field certification, decentralized and automatic bidding, creditor's rights transfer and debt mortgage is numerous, and the regulatory environment is becoming stricter. Significant differentiation. In the future, under the trend of P2P platform as the nature of information intermediary and the development of direct financial system reform, China's P2P lending market should adopt standard regulation of “standardization” rather than “qualification”.

Key words P2P lending; information asymmetry; direct financing; Regulation

陌生个体通过互联网平台进行直接借贷的 P2P借贷 (Peer-to-Peer Lending, 简称P2P借贷), 诞生于英国, 发展于美国, 正在中国产生广泛影响, 并成为了传统银行借贷体系的重要补充^[1]。根

[收稿日期] 2018-11-12

[基金项目] 国家自然科学基金(71571030)、中央高校基本科研业务费基础研究项目(ZYGX2015J157)。

[作者简介] 李强(1980-)男, 博士, 电子科技大学经济与管理学院副教授。

据行业门户网站“网贷之家”统计,截止2017年底,中国累计的P2P平台数量多达5949家,但其中跑路、停业、提现困难等各类问题平台累计多达3974家。

信息不对称问题格外严重是P2P借贷的典型特征。从信息不对称特征出发,P2P借贷的现有研究大致可以归类为三个方向。第一类文献从借款端出发,结合心理学、社会学、传播学等交叉学科的研究,重点关注借款者以“软信息”为主的自愿信息披露,是否有助于提高借款成功率和降低借款利率。第二类文献从投资端出发,利用投资者的竞价投标数据或其独特的账户数据,重点考察投资者进行信息推断和理性学习等的能力与行为。第三类文献则是关注信息披露、信息揭示和撮合机制等平台运营政策,通过考察政策调整对借贷效率的影响,给出了平台具有中介作用的经验证据。

在中国,长期以来,金融需求和金融供给之间的不平衡不匹配是P2P借贷兴起、火爆与发展的重要社会经济基础。7亿多网民规模的天然优势,“富人”理财需求旺盛,“穷人”和中小企业融资需求巨大,这与银行为主体的间接金融体系息息相关。某种程度上讲,互联网金融是我国金融体系演进与渐进式改革进程中的必然产物,其中本质上为直接金融的P2P借贷正是现阶段银行借贷体系的重要补充。现实中,经历了野蛮增长各类P2P平台,在清理整治的趋严监管环境下,如何创新与转型,如何真正发挥信息中介作用,是未来P2P借贷行业规范健康发展的关键所在。

一、P2P借贷的经济特征分析

借贷是人类社会进步和经济发展过程中历史最为悠久的一种金融活动,而(商业)银行正是为了促进资金供需双方借贷效率而诞生的一种金融中介。在吸收短期、小额存款和发放长期、大额贷款的过程中,由于对资金来源和资金使用进行了期限错配,银行会承担贷款违约的信用风险和存款挤兑的流动性风险,因此,银行的中介性质属于风险中介或信用中介,银行借贷也相应地属于间接金融的范畴。与之不同,陌生个体进行直接借贷的P2P交易中,借款者的违约风险由投资者自行承担,P2P平台的性质为“信息中介”,盈利主要来源于各种管理服务费,而非存贷利差。P2P借贷兼具金融和互联网两重属性,而无论何种属性来看,信息不对称问题格外严重是P2P借贷的典型经济特征。

从相对于银行借贷的互联网属性来看,借贷参

与者群体的独特性决定了P2P借贷的信息不对称问题更为严重。在资金的需求端,P2P平台上的借款者通常是信用风险较高、很难从银行获得贷款的个人或中小企业。尽管借款者可以通过平台自愿披露包括文本、图片、社会网络等各类信息,但这些信息多是难以证实、量化和编码的软信息;而且,不同借款者披露的信息高度异质(比如借款描述文本和图片)。在资金供给的投资端,相对于专业投资者,共同满标但分散决策的个体投资者不仅解读、分析和处理信息的能力有限,而且还遭受信息无限与注意力有限之间的极度矛盾;此外,与陌生人进行借贷交易使得投资者很难像银行那样与特定借款者建立稳定的关系型借贷。

从电商平台网购活动的金融属性来看,在交易撮合机制方面,电商平台上的每个网购者都是独立决策并单独购买商品,属于“一对一”的撮合;相反,特定的P2P借款申请需由多个投资者投标,交易能否成功取决于多个共同投标的投资者的分散决策,属于“一对多”的撮合。在交易标的方面,P2P借款项目具有“高度非标准化”和“价值信息非及时更新”的特征:借款者自愿披露信息的方式天然决定了信息高度异质、P2P借款产品高度非标准化;同时,借款项目质量好坏只有待借款者还本付息之时方可完全确定,而不像电商平台的网购者可及时根据售后评价获知或更新对商品质量的判断。

二、P2P借贷的研究综述

在P2P借贷交易中,借款者主要通过自愿披露包括个人特征、借款描述和社会网络等信息进行信号传递,以期提高借款成功率和降低借款利率;投资者则可集合群体智慧、根据他人行为进行信息推断,以及从自身投资经历中理性学习等途径,降低所可能遭受的逆向选择风险,进而降低所投借款项目的贷后违约率。与此同时,通过对借款者的信息披露要求、信息审核与认证以及交易撮合机制设计等,P2P平台的运营政策及政策调整,也会通过影响借款者的信息披露行为和投资者的投标行为对P2P借贷效率产生重要影响。

(一)借款者信息披露影响P2P借贷效率的研究

1. 借款者的个人特征信息

相关研究主要利用心理学和实验经济学等理论与方法,考察性别与种族^[2-3]、学历^[4]、文化与地域^[5-7]、照片所传递的借款者漂亮程度、长相吸引力和可信性感^[8-10]等借款者个人特征信息对提高借款成功率

和降低借款利率的作用,其中信用风险高的借款者披露个人特征信息通常更具积极作用。值得注意的是,此类研究中对借款者有利的因素并非也能同时降低贷后违约率,一定程度上反映了投资者存在偏好性歧视的非理性行为。

2. 借款描述的文本信息

相关研究主要从心理学和传播学的角度,针对借款理由解释、财务状况说明、还款承诺与表达等多个维度的文本类信息,利用机器学习、文本挖掘和语义分析方法,考察拼写与语法错误、文本长度与用词复杂度、积极/消极的情感性用词、客观/确定性的用词、人格化用词、承认/否认性解释等文本描述的作用。整体而言,可读性强的文本描述可以体现借款者的受教育水平,积极、客观的用词和解释性理由等有助于信任机制的建立,进而对提高借款成功率具有正向作用^[11-16]。同样地,利于借款者提高借款成功率的一些文本信息也并未一致地有助于降低贷后违约率,投资者甚至可能会被一些文本信息误导或产生行为偏差。

3. 借款者的社会网络信息

相对于陌生人,无论是线上的网络社群群主还是线下的朋友,都更了解借款者的真实信用质量。一旦借款项目违约,将导致社群整体的星级评价降低,或者借款者损失个人社会资本,因此,网络群主或线下朋友的背书及竞价参与不仅可以在贷前起到信号传递的作用,而且社群成员共担声誉风险和朋友线下监督等还有助于降低借款者违约的道德风险。针对美国Prosper平台大量证据表明,加入网络社群、得到群主背书尤其是投标竞价的借款申请,更加容易成功和借款利率更低^[17-19]。

然而,由于网络社群的弱连接特征^[20]、群主奖励制度的负向激励效应^[21],以及群主利用垄断信息的“敲竹杠”行为^[22]等,网络社群对贷后违约率可能具有负面影响。与之相反,亲戚、同学、同事和校友等线下关系形成的社会网络具有强连接的特征,朋友背书或竞价参与不仅可以提高借款成功率,还有助于降低借款利率和贷后违约概率^[23-25],并且朋友关系的强度越高,这种正向作用越强。特别地,在“关系”文化浓重的中国,嵌入于社会网络的借款者社会资本和信任建立机制对借贷效率的作用尤其明显^[26-30]。

(二) 投资者行为的相关研究

1. 投资者的信息推断能力

在美国,个人征信体系比较发达,第三方征信机构提供的FICO分数是Prosper和Lending Club平台

对借款者进行信用等级分类的依据。然而,对投资者而言,他们只能看到平台提供的FICO分范围或等级,而无法获知借款者的具体信用分数。注意到这一现象,Iyer等^[31]指出,尽管无法观测到借款者的具体信用分数,在2012年12月前Prosper平台采用“借款者设定初始利率、投资者共同竞价决定成交利率”的拍卖撮合机制下^[32-34],竞价过程便是“聪明”的投资者集合群体智慧的过程,借款的最终成交利率可以反映投资者对借款者质量的集体评价。

利用Prosper平台借款者具体信用分的独有数据,Iyer等从两个方面给出投资者具有信息推断能力的证据:一方面,在可观测的同一信用等级内,信用分高的借款项目的成交利率仍要低于信用分低的借款项目,这说明即便无法观测具体信用分,投资者依然可以对借款者质量进行信息推断,并据此决定竞标利率;另一方面,整体而言,竞价投标决定的借款利率较之具体信用分对贷后违约概率的预测效果更好;而且,对于低质量的借款者,软信息和不可编码的信息对于投资者进行信息推断相对更为重要。在人人贷平台“一口价”利率设定机制下,廖理等^[35]和何平等^[36]也实证发现,尽管相当部分的违约风险并未反应在借款者设定的借款利率中,但投资者能够利用影响违约概率的公开信息进行投标,与违约概率具有正向关系的信息对投标参与度和投标额都具有显著的负向影响。

2. 投资者的理性学习行为

基于自身经历调整决策和根据可观测的他人行为进行决策是投资者学习的两种途径。Freedman & Jin^[37],王正位等^[38]分别利用Prosper和人人贷的数据,通过考察历史投资业绩对投资者后续项目选择的影响发现,历史所投项目的违约比例越高,投资者随后越倾向于投资信用等级高的借款项目,即投资者会基于自身经历来调整决策和理性学习。

P2P借贷交易中,任何一笔借款都需由多个分散投标的投资者共同出资方可“满标”,而且,每个投资者的投标时间、金额等信息都会在借款页面公开,此时,后期投资者即可根据前期投资者的投标行为进行决策,要么盲目跟从,要么从前期投资者行为中进行信息推断和理性学习。针对美国Prosper^[39-40]、韩国Popfunding^[41-42]和中国拍拍贷^[43-44]等的大量证据表明,投标过程中前期投资者的累积投标额对随后投资者的投标概率、投标金额具有显著的正向影响,存在明显的“羊群行为”。Zhang和Liu^[45]进一步控制支付外部性、不可观测的项目异质特征等,通过考察项目质量信息对前期累积投标额和后续投

标金额正向关系的调节作用,实证发现投资者投标的羊群行为具有理性学习的成份,前期投标一定程度上能够揭示出借款者质量,进而后续投资者据此进行学习。

(三) P2P平台的中介作用研究

作为撮合借贷交易的中介,P2P平台相关运营政策的调整也会通过影响借贷双方行为而对借款成功率、借款利率和贷后违约率等产生影响。少数文献利用Prosper平台发展过程几次运营政策重大调整的自然实验事件,给出了平台具有中介作用的证据。

在Prosper平台,平台通过合作的第三方征信机构获取借款者的信用报告。然而,2006年4月18日之前,平台只披露信用报告中的债务收入比和信用等级两个信息,此后平台开始新增披露借款者的房产状况、历史逾期记录、公共记录、信用查询、信用额度、首次信用活动等信息。利用平台调整信息披露的外生事件,Miller^[46]实证发现:增加披露借款者更多的信用信息,不仅有助于老投资者更好地甄别借款者质量,而且还能够吸引甄别能力高的新投资者进入平台,进而平台整体的违约率可以降低7%,投资者回报率可以提高12%。

Prosper平台允许参与者组建网络社群,每个社群设有群主,主要负责对入群申请进行审核,并参与群内成员借款申请的竞价投标。根据群主是否享受平台奖励,网络社群可以分为两种类型:一类社群的群主在社群成员借款成功之后得到平台奖励;另一类社群的群主则不受平台奖励。对此,通过对比两类社群,Hildebrand给出了群主奖励制度具有负向激励的证据。首先,群主享受和不享受奖励的两类社群,实证发现:群主参与竞价的确有利于提高借款成功率和降低借款利率,但同时还会提高贷后违约率;然而,享受奖励的群主竞价提高借款成功率和降低借款利率的积极作用更弱,而提高贷后违约率的负向作用也更强。其次,注意到平台于2007年9月12日起正式取消了群主奖励制度,事件前后的对比结果表明:取消奖励制度之后,群主参与竞价不仅更加能够起到提高借款成功率和降低借款利率的积极作用,而且还能显著地降低贷后违约率。

2010年12月20日开始,Prosper平台停用“投资者竞价确定(最低)借款成交利率”的拍卖机制,转而采用“平台设定利率、投资者决定是否投标”的一口价机制。通过对比两种机制,Wei和Lin^[47]发现:成交利率确定机制改变之后,平台整体的借款成功率提高,但借款利率和贷后违约率也同时提高。究其原因,在拍卖机制下,投资者可集合群体

智慧甄别借款者质量;相反,一口价机制下,投资者只需决策是否投标,无需确定投标利率,这一定程度上削弱了投标过程的信息揭示作用,进而导致高的贷后违约率;借款者尽管更容易成功借款,但须承担高的借款利率。

值得注意的是,与美国Lending Club和Prosper.com可通过第三方征信机构直接获取个人FICO分数、进而对借款者进行分类评级不同,目前我国尚缺乏权威、统一的个人信用体系,P2P借款页面的信用评价都是由各平台自行发布,供投资者决策进行参考。利用“人人贷”平台的数据,王会娟和廖理^[48]实证发现:平台提供的信用评级能够揭示借款者的风险高低,信用评级越高,借款成功率越高、借款利率越低,同时投标人数越多;进一步,平台对借款者收入、工作、车产、房产等信息的信用认证和实地认证能够很好地揭示借款者的风险。

三、P2P借贷在中国的现实发展

在中国,自2007年第一家P2P平台“拍拍贷”正式上线以来,经历了快速兴起和野蛮增长的P2P借贷行业现已进入清理整顿和亟需规范健康发展的阶段。

长期以来,个人与个人、企业与企业之间的“贫富差距”蕴含了巨大的金融需求,而现阶段以银行为主的间接金融体系下金融供给严重不足,二者之间的不平衡不匹配是P2P借贷在中国火爆发展的重要社会经济基础。从过去几年中P2P平台的运营实践来看,风险控制模式决定了平台的运营模式,典型代表包括:以“拍拍贷”为代表的纯线上中介模式、以“宜信”为代表的债权转让模式、以“陆金所”为代表的担保模式、以“人人贷”为代表的自动分散与优选理财模式、以“红岭创投”为代表的债权抵押模式等先后出现。各种模式到底是创新还是异化,趋严监管环境下不同模式如何优化或转型,最终将决定P2P借贷在中国的市场结构。

(一) P2P借贷在中国的社会经济基础

1. 长期存在的贫富差距

长期存在的个人/家庭的收入分配差距,意味着需要投资理财的“富人”和需要融资的“穷人”的金融需求都十分巨大。瑞士信贷2014年发布的《全球财富报告》指出,截止2014年,中国大陆10%的最富有者拥有的财富达到了中国大陆居民的64%,较2000年扩大了15.4%,已经成为贫富差距扩大最

迅速的国家之一。自2003年以来,全国居民基尼系数一直处于超过0.45的高位,属于联合国教科文组织界定的“收入差距巨大”国家之列,如图1所示我国居民基尼系数情况。

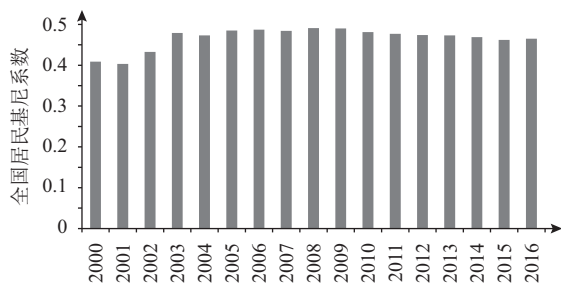


图1 2000~2016年全国居民基尼系数

从企业融资“待遇”的差距来看,国务院于2013年10月发布的《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见(国发(2013)41号)》明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能过剩矛盾突出,已被作为产业结构调整的重点领域。与容易获得银行贷款支持的此些行业相比,尽管中小企业尤其小微企业对我国经济发展的贡献巨大,但“融资难、融资贵”问题亟需有效缓解。

由图2可见:我国非金融业上市公司整体的资产负债率水平为40%~50%,其中约30%~50%的负债是来自(短期或长期)银行借款;然而,自2007年起,产能过剩矛盾突出的钢铁、水泥和玻璃三大行业的总负债中银行借款所占比例明显高于所有非金融业上市公司的平均值。

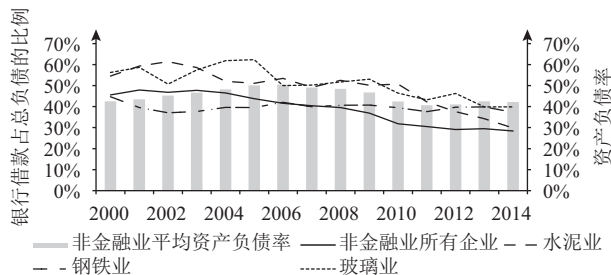


图2 2000~2014年沪深两市企业资产负债率和银行借款占比

在中小企业的银行贷款方面,中央财经大学中国银行业研究中心2013年10月发布的《2013中国小微金融发展报告》显示:截止2012年底,全国工商登记实有小微企业和个体工商户分别多达1366.6万户和4059.27万户但其中的62%之多未曾获得过银行贷款,即便曾获银行贷款的企业,63%的贷款是1年以下的短期贷款。

2. 现阶段以银行为主的间接金融体系

在我国,长期存在的“贫富差距”现象固然与

现阶段我国经济体制、产业政策、收入分配政策等诸多方面有关,现阶段以银行为主的间接金融体系的影响也极其重要。图3结果显示:2002~2014年,我国社会融资总量中新增人民币贷款的比例呈现下降趋势,但该比例在2014年依然高达59.59%,因此,现阶段及未来一段时间内,我国仍属于以商业银行为主的间接金融体系。

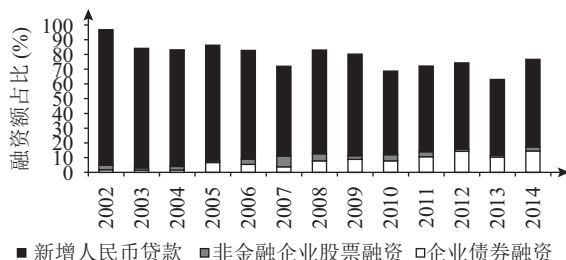


图3 2002~2014年社会融资的构成情况

在以银行为主的间接金融体系下,存款和银行理财自然是多数个人或家庭的主要投资渠道。然而,现实中,利率尤其是存款利率尚未完全市场化,通胀指数CPI一度超过5%的警戒线,加之近年来频繁出台的商业银行理财监管政策等,都使得存款或银行理财尚不足以满足我国个人或家庭的金融需求。

在企业层面,无法提供抵押品,缺乏完整、连续的财务报表等,银行借贷并非中小微企业理论上的主要融资渠道。然而,在风险投资与私募股权、并购市场、股票市场等直接金融体系尚不健全的中国,银行贷款仍然是现阶段中小微企业“明知难但不得不为之”的融资首选。《2013中国小微金融发展报告》的调查数据显示:66.7%的小微企业依然首选银行贷款进行外部融资,但31.8%的小微企业同时也认为银行贷款是成本最高的一种融资方式。

(二) P2P平台运营模式的创新与异化

促进陌生个体直接借贷的效率是P2P平台生存与发展的根本。在“信息中介”的性质定位下,归集资金池和提供增信是平台运营不得逾越的监管红线,为此,如何进行有效的风险控制是平台运营模式创新和差异化发展的关键所在。根据风险控制手段的不同,我国P2P平台的运营模式大致可以总结为三种类型。

1. 依赖线下风控的传统模式

该模式的显著特点是,从借款端入手,通过实地认证、抵押担保要求、利用合作方推荐客户等传统的银行借贷手段,从源头上控制借款者的信用风险。相应的P2P借款标类型包括实地认证标、抵押

标、担保标、保理标、融租标等,典型的代表性平台包括“陆金所”“爱投资”和“积木盒子”等。

需要指出的是,无论是实地认证过程中往返借款者处所需的交通费用与人力成本,还是与保理公司、融资租赁公司或小贷公司等线下合作所需付出的交易成本,最终要么提高借款者的综合借款利率,要么侵蚀平台自身的利润。因此,依赖线下风控的传统模式下,平台能否持续发展最主要取决于平台的线下资源,而围绕特定地区、聚焦细分行业将是有效降低线下交易成本的一种手段,可以预期,采用此模式的平台未来将呈现区域化、行业化的特点。

2. 分散投标的风险分散模式

该模式的简单道理就是“不要把鸡蛋放到同一个篮子里面”。区别于传统模式,该模式主要从投资端切入,在强调投资者自主决策、自担风险的前提下,通过引导、帮助甚至强制要求的小额分散投标来控制风险。然而,大量小额、分散的投资需要投资者耗费相对多的时间与精力来遴选拟投项目、打理所投项目,为此,以“人人贷”“拍拍贷”等代表的诸多平台在引导投资者进行分散投资的同时,逐步开始为投资者提供自动投标服务,并推出各种理财计划,曾以“买理财像买基金一样简单”为广告语的“火球网”更是推出了类似基金的P2P投资服务。在此模式下,现实中不乏有平台直接介入了涉嫌资金错配和归集资金池的代客理财业务,成为了当下清理整顿的重点对象。

从未来的发展趋势来看,对于信用评估能力强、已积累大量借款客户的优质平台而言,将借款端和投资端切割,分别组建具有独立法人资格的子公司,一来可以有效规避可能的合规风险,二来能将长期积累的风险评估技术转化为现实生产力,赚取撮合服务费之外的更多中介费用,甚至在条件成熟之时申请征信、投资管理等方面的正式金融牌照。

3. 债权变现的风险转移模式

该模式是以投资者持有的原始P2P债权为基础,创造原始债权到期前可以变现的二级转让市场或质押借款市场,帮助投资者转移原始债权的风险,进而反过来促进P2P借贷过程中短期资金供给和长期资金需求之间的更好匹配。债权变现模式下,P2P借款标通常被设计为流转标和净值标,“人人贷”和“红岭创投”两个平台分别是典型的代表。

线上线下相结合的债权转让最早为宜信推出,大致业务流程为:宜信股东唐宁作为专业放款人,以个人名义首先向平台开发或推荐的借款者发放贷款,其次对大额的原始债权进行金额拆分,最后将

拆分后的小额债权转让给平台上众多的投资者。将线下形成的债权通过线上转让,对借款者和投资者都具有一定的好处:对于借款者,通过专业放款人,一来可以大大缩短获得借款的时间,二来更加可能获得金额较大、期限较长的借款;对于投资者,合格专业放款人的介入不仅可以节约投资者遴选项目的搜寻成本,而且专业放款人较为专业的信用审核和线下认证还有助于更好地揭示借款者质量。而今,“人人贷”“拍拍贷”“有利网”等诸多大型平台,都先后推出了以原始债权为标的的流转标;而且,这些原始债权通常是可以通过平台查询、追溯相关信息的借款项目,相对于专业放款人线下形成的债权,可以很大程度上避免原始债权信息披露不透明不充分所涉嫌的归集资金池、期限错配甚至旁氏骗局等违法违规行为。

另一种实现债权变现的方式是以“红岭创投”为代表的净值标:投资者以其在平台拥有的债权净值为额度,发布新的借款标借入资金,变向实现所持债权的资金回笼。本质上来讲,净值标相当于一种以债权为质押的贷款,质押债权回收的本息将被用于偿还新借款的本息;而且,在给定的债权净值额度下,投资者原则上可以发布利率不同的多个借款标,如果所有借款标的平均利率低于所持债权的平均回报率,投资者还可获得利差收益。容易看出:尽管净值标有助于扩大平台对外公开的成交额,但由于类似“重复证券化”的产品设计会拉长债权债务的关系链条,平台可能遭受的风险传染问题极为严重,尤其是当投资者无法收回所持债权时,他们违约的可能性也很高,届时平台要么承受声誉损失,要么超出信息中介职能而进行垫付。

从未来的发展趋势来看,通过债权二级市场流转实现原始债权变现的模式充分发挥了市场自身的风险转移功能,变现功能良好的平台将更有条件推出期限较长的原始债权,从而不断扩大借贷匹配的边界。然而,现实的发展困境在于,二级市场变现的前提要么是平台上投资者的数量充足,要么是平台有一套高效的流转标撮合与定价机制。前者可借鉴的成功经验是蚂蚁金服“招财宝”平台采用的预约机制,后者则更多取决于平台自身的产品设计与定价能力。相反,对于通过净值标实现债权变现的模式,风险传染导致的平台运营风险极大,平台当谨慎为宜。

(三) P2P借贷市场的监管重点

P2P借贷市场的监管重点与美国以Prosper.com和Lending Club两家平台主导的寡头垄断市场

不同,我国P2P平台的数量众多,但运营模式各异、质量良莠不齐,并随日趋严格的监管环境正呈快速分化的趋势。目前,P2P借贷属于民间借贷的范畴,主要受《合同法》和《民法通则》的保护与约束,P2P平台的性质定位为“信息中介”,归集资金池和提供增信是平台业务不得逾越的红线,监管P2P平台的总体思路为“行业自律”与“属地管理”相结合。

如前所述,P2P借贷在中国的兴起、火爆与长期与我国以银行为主的间接金融体系密切相关,未来P2P借贷市场的进一步发展则会受到现阶段我国金融体系及金融监管体制改革的深刻影响。目前,无论是从十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》《国民经济和社会发展的第十三个五年规划》,还是从《中国共产党第十九次全国代表大会报告》来看,“健全多层次资本市场体系、提高直接融资比重”是未来我国金融体系改革的主旋律。

不同的金融体系应该有不同金融监管体制和监管重点。间接金融体系下,作为信用中介或风险中介,银行集聚和承担了很大的系统性风险,因此,监管的重点在于中介的设立资质和经营过程中的风险监控,属于“核准制”的监管体制。与之相反,类似于以投资银行为中介主体的股票或债券市场,P2P借贷本质上属于直接金融的范畴,提供信息中介服务并以管理服务费用为主要利润来源的平台本身并不承担借款者违约的风险,监管的重点应该更多强调“规范”而非“资质”,很大程度上类似于“备案制”的监管体制。张海洋^[49]理论上证明,多数P2P平台采用担保模式甚至直接介入风险经营,其根源正是在于信息披露监管要求的缺失。特别地,在备案制的监管体制下,包括借款项目、平台背景、平台运营状况等方面信息的及时透明披露、资金存管的强制性要求,以及对违规行为的严厉惩戒,将是落实监管和确保规范的重点。

四、结束语

作为银行借贷体系的重要补充,依托互联网平台的P2P借贷实现了陌生个体间的直接借贷,其中平台的性质定位为“信息中介”。无论是从相对于银行的互联网属性,还是从相对于电商平台的金融属性来看,信息不对称问题格外严重是P2P借贷的典型经济特征。在已有研究方面,相关文献主要利用单个平台借款项目层面的数据,重点考察借款者自愿信息披露对借贷效率的影响和投资者的行为特

征,而平台本身如何影响P2P借贷效率尤其是平台如何发挥信息中介作用的相关研究还尚为缺乏。在中国P2P借贷的现实发展方面,长期以来贫富差距所蕴含的金融需求和以银行为主的间接金融体系下金融供给之间的不平衡不匹配,是P2P借贷在中国兴起与发展的社会经济基础。从P2P平台的运营实践来看,依赖线下活动进行风控、强调分散投资的风险分散和依托债权变现的风险转移是P2P平台主要采用的三种运营模式,其竞争优势和发展前景各有不同。未来,由于P2P借贷的本质为金融、P2P平台的性质为信息中介,加之大力发展直接金融是现阶段我国金融体制改革的方向,P2P借贷市场应该更加强调“规范”而非“资质”的备案制式监管。

未来的研究可立足P2P借贷在中国规范健康发展的现实所需,充分结合我国P2P平台数量众多但高度分化的市场结构特征,以及紧密围绕相继出台的监管政策,进行如下三个方向的研究。其一,在市场竞争激励和监管日趋严格的背景下,多数平台的运营政策将会不断调整,可充分利用平台运营政策调整和监管政策出台等自然实验事件,研究平台发挥信息中介作用的理论机理并检验中介效果。其二,结合产品类型、股东背景、信息披露、高管团队等平台特征,通过跨平台的比较研究,进行平台评级、风险预警和提出运营优化建议等。其三,考察监管政策对P2P借贷市场结构及其演化特征的影响,科学评价政策效果。

参考文献

- [1] 谢平,陈超,陈晓文,等.中国P2P网络借贷:市场、机构与模式[M].北京:中国金融出版社,2015.
- [2] POPE D G, SYDNOR J R. What's in a Picture? Evidence of discrimination from prosper.com[J]. Journal of Human Resources, 2011, 46: 53-92.
- [3] BARASINSKA N, SCHAFFER D. Is crowdfunding different? Evidence on the relation between gender and funding success from a German peer-to-peer lending platform[J]. German Economic Review, 2014, 15(4): 436-452.
- [4] 廖理,吉霖,张伟强.借贷市场能准确识别学历的价值吗?——来自P2P平台的经验证据[J].金融研究,2015(3): 146-159.
- [5] BURTH G, GHOSE A, WATTAL S. Cultural differences and geography as determinants of online prosocial lending[J]. MIS Quarterly, 2014, 38(3): 773-794.
- [6] 廖理,李梦然,王正位.中国互联网金融的地域歧视研究[J].数量经济与技术经济,2014(5): 54-70.

- [7] LIN M, VISWANATHAN S. Home bias in online investments: An empirical study of an online crowdfunding market[J]. *Management Science*, 2016, 62(5): 1393-1414.
- [8] DUARTE J, SIEGEL S, YONG L. Trust and credit: The role of appearance in peer-to-peer lending[J]. *Review of Financial Studies*, 2012, 25(8): 2455-2483.
- [9] RAVINA E. Love and loans: The effect of beauty and personal characteristics in credit markets[Z]. Columbia University: SSRN Working Paper, 2012.
- [10] GONZALEZ L, LOUREIRO Y K. When can a photo increase credit? The impact of lender and borrower profiles on online peer-to-peer loans[J]. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 2014, 2(6): 44-58.
- [11] HERZENSTEIN M, SONENSHEIN S, DHOLAKIA U M. Tell me a good story and I may lend you money: The role of narratives in peer-to-peer lending decisions[J]. *Journal of Marketing Research*, 2011, 48(SPL): S138-S149.
- [12] LARRINMORE L, JIANG L, LARRIMORE J, MAKOWITZ D, GORSKI S. Peer to peer lending: The relationship between language feature, trustworthiness, and persuasion success[J]. *Journal of Applied Communication Research*, 2011, 39(19): 19-37.
- [13] 李焰, 高弋君, 李珍妮, 才子豪, 王冰婷, 杨宇轩. 借款人描述性信息对投资人决策的影响——基于P2P网络借贷平台的分析[J]. *经济研究*, 2014(S1): 143-155.
- [14] GAO Q, LIN M. Economic value of texts: Evidence from online debt crowdfunding[Z]. SSRN Working Paper, 2017.
- [15] 王会娟, 何琳. 借款描述对P2P网络借贷行为影响的实证研究[J]. *金融经济研究*, 2015, 30(1): 77-85.
- [16] DORFLEITNER G, PRIBERNY C, SCHUSTER S, STOIBER J et al.. Description-text related soft information in peer-to-peer lending-Evidence from two leading European platforms[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2016, 64(3): 169-187.
- [17] BERGER S C, GLEISNER F. Emergence of financial intermediaries in electronic markets: The case of online P2P lending[J]. *BuR-Business Research*, 2009, 2(1): 39-65.
- [18] GREINER M E, WANG H. Building consumer-to-consumer trust in e-Finance marketplaces: An empirical analysis[J]. *International Journal of Electronic Commerce*, 2010, 15(2): 105-136.
- [19] 缪莲英, 陈金龙. P2P网络借贷中社会资本对借款者违约风险的影响——以Prosper为例[J]. *金融论坛*, 2014(3): 9-15.
- [20] CHEN X, ZHOU L, WAN D. Group social capital and lending outcomes in the financial credit market: An empirical study of online peer-to-peer[J]. *Electronic Commerce Research and Applications*, 2016, 15(1): 1-13.
- [21] HILDEBRAND T, PURI M, ROCHOLL J. Adverse incentives in crowdfunding[J]. *Management Science*, 2017, 63(3): 587-600.
- [22] EVERETT C R. Group membership, relationship banking and loan default risk: The case of online social lending[J]. *Banking and Finance Review*, 2015, 7(2): 15-54.
- [23] LIN M. Judging borrowers by the company they keep: Friendship networks and information asymmetry in online peer-to-peer lending[J]. *Management Science*, 2013, 59(1): 17-35.
- [24] LI S, LIN Z, QIU J, SAFI R, XIAO Z. How friendship network works in online P2P lending market[J]. *Nankai Business Review International*, 2015, 6(1): 42-67.
- [25] LIU D, BRASS D J, LU Y, CHEN D Y. Friendships in online peer-to-peer lending: Pipes, prisms, and relational herding[J]. *MIS Quarterly*, 2015, 39(3): 729-742.
- [26] ZHANG T, TANG M, LU Y, DONG D. Trust building in online peer-to-peer lending[J]. *Journal of Global Information Technology Management*, 2014, 17(4): 250-266.
- [27] 陈冬宇. 基于社会认知理论的P2P网络放贷交易信任研究[J]. *南开管理评论*, 2014, 17(3): 40-48.
- [28] 陈冬宇, 朱浩, 郑海超. 风险、信任和出借意愿——基于拍拍贷注册用户的实证研究[J]. *管理评论*, 2014, 26(1): 150-158.
- [29] XU Y, LUO C, CHEN D, ZHENG H. What influences the market outcome of online P2P lending marketplace? A cross-country analysis[J]. *Journal of Global Information Management*, 2015, 23(3): 23-40.
- [30] CADSBY C B, DU N, SONG F, YAO L C. Promise keeping, relational closeness, and identifiability: An experimental investigation in China[J]. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 2015, 57(8): 120-133.
- [31] IYER R, KHWAJA A I, LUTTMER E F P, SHUE K. Screening peers softly: Inferring the quality of small borrowers[J]. *Management Science*, 2016, 62(6): 1554-1577.
- [32] PURO L, TEICH J E, WALLENIOUS H, WALLENIOUS J. Borrower decision aid for people-to-people lending[J]. *Decision Support Systems*, 2010, 49(1): 52-60.
- [33] KAWAI K, ONISHI K. Signaling in online credit markets[DB/OL]. (2015-08-05). <http://ssrn.com/abstract=2188693>.
- [34] CHEN N, GHOSH A, LAMBERT N S. Auctions for social lending: A theoretical analysis[J]. *Games and Economic Behavior*, 2014, 86(7): 364-391.

(下转第51页)