

# 信号传递、声誉约束与投资风险缓释

安强身<sup>1,2</sup> 张笑<sup>3</sup>

(1.济南大学商学院,山东济南250002;2.山东省资本市场创新发展协同创新中心,  
山东济南,250002;3.青岛大学经济学院,山东青岛266061)

**摘要:**在信息不对称条件下,有效识别平台披露信息价值是投资者防范和降低自身决策风险的前提。本文以信息披露数量和质量衡量信号传递,以平台有无提供高管信息衡量声誉约束,利用845家网贷平台数据,实证检验信号传递和声誉约束在降低网贷市场信息不对称中的作用。研究发现:平台信息披露数量越多、质量越高以及主动披露高管信息且高管教育背景越好,平台风险越低,投资者人数越多。投资者能够有效识别平台传递信号,与平台相互博弈并辨别风险,将有助于倒逼平台规范运营,促使网贷行业回归金融本质。

**关键词:**信息不对称;决策风险;信号传递;声誉约束;网贷平台

**中图分类号:**F830.39 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2020)05-0092-10

## 一、引言

近年来,网络借贷日益成为社会关注的金融模式之一。对此,支持者认为网络借贷利用大数据等信息技术,拓展了市场交易边界和金融服务覆盖范围,降低了交易成本且提高了金融配置效率<sup>[1][2]</sup>;反对者则认为这一模式存在突出问题是逆向选择与道德风险,以信息中介定位的网络借贷本土化后异化为信用中介<sup>[3]</sup>,实质是披着互联网金融外衣的民间借贷<sup>[4]</sup>。回顾我国网络借贷的发展历程,“风险”比“普惠”“效率”给市场的感觉更为真实和强烈<sup>[5][6]</sup>。那么,作为“互联网+金融”的代表模式,网络借贷在中国是否已走向末路?作为一种模式创新,网贷的异化变迁是包括平台、投资者、借款人等在内的行为主体对行业规则、环境反应的结果。“动机与环境的辨识”是行为人的基本影响因素<sup>[7](P102-103)</sup>,正是在市场信息不对称、法制与制度建设不完善的背景下,行为人的逐利动机导致了网贷异化变迁和风险集聚。2015年以来各类监管政策不断出台,问题平台逐步被市场淘汰。网贷行业的制度建设固然重要,但更关键的是这种制度信息能否有效传递并驱动行为个体的理性决策。如诺思所言,正是“组织及其企业家通过学习和有目的的活动,型塑了制度变迁的方向”。这种制度信息能否被平台、投资者等相关主体识别并指导自身决策,直接关系到网贷行业的未来健康发展。基于网贷市场风险集中于投资者的事实,投资者决策成为行业变迁的核

**收稿日期:**2020-02-27

**基金项目:**国家社会科学基金项目“互联网时代民间金融异化及风险管控研究”(18BJY252)

**作者简介:**安强身(1972—),男,山东新泰人,济南大学商学院教授,山东省资本市场创新发展协同创新中心研究员;

张笑(1989—),男,山东莱芜人,青岛大学经济学院讲师,本文通讯作者。

心动力。那么,各类制度及市场信息是否能被投资者有效识别并指导自身决策?基于上述认识及问题,本文从信号传递和声誉约束两个角度,研究缓解投资者与平台间信息不对称以及降低投资风险的作用机制。

本文边际贡献体现如下:(1)有别于已有文献集中于投资者对借款人、标的选择的研究,本文将视角转向投资者对平台的选择;(2)实证检验信号传递、声誉约束在降低平台与投资者间信息不对称的作用,弥补了已有文献集中于借款人与投资者间信息不对称而对平台有所忽视的问题;(3)实证检验投资者是否有能力评估和识别来自平台信号传递的声誉约束的价值,这一结论对平台自身加强治理与制度建设具有重要的实践价值。

## 二、文献综述

信息不对称在网贷市场普遍存在,是行业风险产生的重要根源<sup>[9]</sup>。在网贷市场,投资者主要面临两类风险:借款人违约风险和平台违约风险。如何准确识别借款人和平台信息是降低投资者决策风险的关键。网贷市场上,投资者处于信息劣势方,借款人和平台处于信息优势方,这种信息不对称导致投资者无法准确评估风险<sup>[10]</sup>。已有研究发现,由于多数网络借贷不需要抵押品和担保品,投资者只能根据借款人提供的信息来判断其风险,高风险借款人为获得贷款有隐瞒不利信息或提供虚假信息动机<sup>[11]</sup>。同样,高风险的网贷平台为吸引投资者也可能会隐瞒不利信息或虚假宣传。毋庸置疑的是,与借款人违约风险相比,平台风险的危害更大,投资者如果不能有效识别高风险平台,则可能遭受更严重的损失。因此,基于信息不对称引致投资者决策风险加大的理论与现实认知,本文将视角投向投资者对平台的选择决策,探究如何缓解投资者与平台间的信息不对称,成为降低投资者决策风险的重要路径。

梳理已有文献,缓解信息不对称的方法有三种:社会关系、信号传递和声誉约束,但在社会关系缓解信息不对称的研究中,不论是国外学者 Lin、Gonzalez 和 Loureiro 还是国内学者岳中刚、汪静等的研究都是基于投资者与借款人间的信息不对称所展开<sup>[12][13][14][15]</sup>。由于社会关系主要是存在于个体行为人与人之间,平台间的关联关系较少,且主要属于不可认证信息,因此这一方法在投资者与平台间的信息不对称研究上难以应用。而信号传递与声誉约束在投资者与平台间的信息不对称领域具有较大应用价值,但现有相关文献也同样集中在研究投资者与借款人间的信息不对称<sup>[17]</sup>。同时,诸如李苍舒等的研究虽然表明信息披露程度与平台质量成正比<sup>[18]</sup>,但是否可以推断,信号传递能够被投资者识别并成为降低信息不对称的有效机制?理论上,在平台与投资者间,由于存在信息不对称,投资者如果无法识别平台风险类型,加上高风险平台主要通过高收益率吸引投资者,那么随着市场上高风险平台越来越多,容易导致逆向选择出现。如果存在某种机制,能使平台向投资者传递其自身真实信息,投资者接收信号,并以此判断平台风险,则能在一定程度上缓解平台和投资者间的信息不对称。此外,平台在获得投资者资金后,可能不按照合同约定用途使用资金,现实中某些平台提供虚假项目,以及类似挪用资金用于高风险项目甚至自融的道德风险行为并不鲜见。缓解道德风险的一个重要手段是增加平台违约成本,当平台违约时,如果受到一定惩罚,例如平台股东或高管声誉受损,虽然这种惩罚可能是无形的,但也会对平台经营者产生一定的约束作用。那么,平台声誉的这种约束是否能为投资者所识别,并有效约束平台道德风险行为?黄晓红等的研究发现,平台自身声誉信息对投资者产生一定的指向作用,这一信号机制不仅可以向投资者传递平台质量信息,而且带来的声誉损失也会增加平台违约成本,可以在一定程度上缓解投资者和平台间的信息不对称<sup>[19]</sup>。

已有文献集中于投资者与借款人而对投资者与平台间的信息不对称研究较少,且多从理论角度分析信号传递以及声誉约束在降低信息不对称上的作用,而实证检验较为匮乏。本文实证检验信号传递和声誉约束机制的作用,在为投资者提高决策理性、降低决策风险的同时,也能为平台合规经营提供思路,有利于推进行业规范发展。

### 三、理论分析与研究假设

#### (一)信号传递与信息不对称

理论上,信息不对称会导致逆向选择,从而无法实现帕累托最优,如果存在某种途径,让信息优势方向信息劣势方传递私有信息,则可以实现帕累托改进。在网贷市场中,平台可以披露公司基本信息、运营数据和财务信息,投资者借助这些信息来判断平台风险类型。但在现实中,绝大多数网贷平台没有强制披露信息的义务。尽管如此,投资者可以将平台信息披露的数量和质量作为有效信号,来判断平台风险<sup>[20]</sup>。因为低风险平台为吸引投资者,愿意披露更多信息以向投资者发送信号,使之区别于高风险平台,而高风险平台则不愿过多披露平台相关信息。因此,平台信息披露数量可在一定程度上反映平台风险。此外,平台信息披露质量也非常重要,例如 A 和 B 两个平台披露信息数量一样,但 A 平台披露的都是基本信息,如注册资本、注册地等,而 B 平台披露的是财务信息、平台运营数据等核心数据,尽管两个平台信息披露数量一样,但显然 B 平台信息披露质量更高。经营越好的平台,违约风险越低,愿意披露数量更多、质量更高的信息。同时,理性投资者会根据平台披露信息情况来判断平台风险类型,投资者倾向于投资提供较多信息的平台。此外,平台信息质量也是投资者关注的重点,投资者也会倾向于投资信息披露质量更高的平台。基于此,本文提出以下假设:

H1:平台披露信息数量越多、质量越高,违约风险越低。

H2:平台披露信息数量越多、质量越高,投资者人数越多。

#### (二)声誉约束与信息不对称

非对称信息也会导致道德风险,由于信息劣势方不能直接观测到信息优势方的行为,当双方达成协议后,信息优势方可能不按照合同约定行事,而选择对自己有利的行为。信号传递可以解决双方事前的逆向选择问题,但无法解决事后的道德风险。解决这一问题需要提高信息优势方的违约成本,例如保险公司通过建立黑名单制度,一旦保险消费者恶意违约就会被拉入黑名单,将无法在本公司或其他保险公司投保。在网贷市场,是否也存在平台违约成本以缓解投资者与平台间的信息不对称?本文认为平台高管声誉作为一种惩罚机制,可以看作是平台违约成本,因为平台一旦出现问题,高管声誉会受损,对其未来的职业生涯不利,严重者可能会被列入全国失信被执行人名单。因此,高风险、经营差的平台不愿公布高管信息,风险低、经营好的平台则更愿意披露高管个人信息。此外,孙武军等研究发现,受教育程度越高,往往被认为具有更高的道德水平与诚信度,同时越注重自身声誉,声誉约束较强<sup>[21]</sup>,平台违约风险就越低。因此,理性投资者会关注平台是否披露高管信息以及高管教育背景,优先选择高管教育背景好的平台。基于此,本文提出以下假设:

H3:提供高管信息的平台、高管的学历背景越好,平台违约风险越低。

H4:提供高管信息的平台、高管的学历背景越好,平台投资者人数越多。

### 四、研究设计

#### (一)数据来源与变量选取

本文借助数据挖掘技术,从“零壹财经”和“网贷之家”上获取了 2008 年 1 月到 2018 年 1 月间注册运营的网贷平台数据,在剔除缺失值和异常值之后,最终样本为 845 家网贷平台的截面数据,其中正常运营平台有 371 家,问题平台有 474 家。

1.被解释变量。根据研究假设,本文首先研究平台披露信息数量和质量对平台违约风险和投资者决策的影响,检验是否可以通过信号传递缓解信息不对称;其次研究高管信息披露和高管教育背景对平台违约风险和投资者决策的影响,检验声誉约束能否缓解信息不对称。因此,被解释变量有两个,一是平台是否为问题平台(Default),二是平台投资者人数(Investment)。其中,平台是否为问题

平台是指运营状态是否异常,根据“网贷之家”数据,问题平台包括平台失联、跑路、警方介入、诈骗、提现困难、终止运营和暂停发标。若是问题平台则赋值为 1,反之则赋值为 0。平台投资者人数是指平台从成立到 2018 年 1 月累计注册的投资者人数的对数。

2.关键解释变量。关键解释变量有 4 个:平台信息披露数量(Quantity)、平台信息披露质量(Quality)、是否提供高管信息(Executive)和高管教育背景(Education)。其中,平台信息披露数量指网贷平台自愿披露的信息数量(赋值 0~9),根据“网贷之家”的划分,包括注册资本、股东结构、网站备案、平台运营数据、联系方式、会计报表、财务审计报告、信息安全测评认证报告和存管报告 9 项信息。信息披露质量是指平台披露的重要信息数量(赋值 0~5),包括运营数据、会计报表、财务审计报告、信息安全测评认证报告和存管报告 5 项。是否提供高管信息是指平台是否公布了高管个人信息,若提供则赋值 1,否则赋值为 0。高管教育背景是指高管受教育水平,若高管为硕士或本科为重点大学(985 或 211 院校)赋值为 1,其他赋值为 0。

3.控制变量。本文从平台基本信息、运营信息、担保模式三个方面设置控制变量。基本信息包括注册资本、是否为国资平台、有无银行存管或资金托管这 3 个指标。运营信息包括平均借款利率、平均借款期限、平均每笔借款金额、借款人数与投资者人数之比这 4 个指标。担保模式包括有无债权转让和有无担保这 2 个指标,债权转让模式可以增加债权的流动性,有债权转让赋值为 1,没有赋值为 0;第三方担保可以保障投资者资金安全,有第三方担保赋值为 1,没有赋值为 0。此外,由于样本时间跨度较大,考虑到不同时间下宏观经济环境和政策差异会对回归结果产生影响,本文引入时间虚拟变量来进行控制,根据网贷平台成立时间分别对 2012 年、2013 年、2014 年、2015 年、2016 年设置虚拟变量<sup>①</sup>。同时,地区间差异也会影响平台经营,因而本文根据平台注册地分别设置东部和中部两个虚拟变量(以西部为对照组)。变量的相关说明如表 1 所示。

表 1 变量汇总表

	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	是否为问题平台	Default	问题平台赋值为 1,若平台正常经营则赋值为 0
	投资者人数	Investor	平台累计注册的投资者人数的对数
关键解释变量	平台信息披露数量	Quantity	网贷平台自愿披露的信息数量(赋值 0~9)
	平台信息披露质量	Quality	平台披露的重要信息的数量(赋值 0~5)
	是否提供高管信息	Executive	若公布高管信息则赋值为 1,没有则赋值为 0
	高管教育背景	Education	若高管为硕士或本科为重点大学毕业(985 或 211 院校)赋值为 1,否则赋值为 0
控制变量	注册资本	Capital	平台注册资本(万元)
	是否为国资平台	State	平台有国资背景赋值为 1,没有赋值为 0
	有无银行存管或资金托管	Depository	平台有银行存管或资金托管赋值为 1,没有赋值为 0
	平均借款利率	Rate	平台平均借款利率(%)
	平均借款期限	Period	平均借款期限(天)
	平均每笔贷款金额	Amount	总成交额(万元)与总成交量(笔)之比
	借款人数与投资人人数之比	Borrower_i	借款总人数与投资者总人数之比
	有无担保	Guarantee	平台的保障模式为第三方担保的赋值为 1,没有赋值为 0
	有无债权转让	Debt	平台有债权转让则赋值为 1,没有赋值为 0
	地区	Region	东部赋值为 1,其他赋值为 0;中部赋值为 1,其他赋值为 0
	时间	Year	上线时间为 2012 年赋值为 1,其他赋值为 0;2013 年赋值为 1,其他赋值为 0;2014 年赋值为 1,其他赋值为 0;2015 年赋值为 1,其他赋值为 0;2016 年赋值为 1,其他赋值为 0

表 2 为变量描述性统计,从被解释变量来看,样本中的 56%的平台是问题平台,平台投资者人数的最大值为 1654481 人,均值为 22480 人。从关键解释变量看,平台信息披露数量均值为 4.7323,意味着大多数平台披露了一些相关信息,但平台信息披露质量相对较低,均值仅为 0.7714,意味着大多数平台披露了基本信息,但重要信息披露较少;有 70.41%的平台公布了高管信息,同时有 41.89%的

平台高管教育背景较强。从平台基本信息来看,注册资本最大的平台为 31.5804 亿元,最小为 10 万元,均值为 4128.1810 万元;只有 6.51%的平台有国资背景,38.46%的平台有银行存管或资金托管。从运营信息来看,行业平均借款利率为 16.3053%,整体借贷利率较高,每笔贷款金额最大为 2289.8460 万元,最小为 0.2197 万元,均值为 34.5369 万元;平均借款期限最大值为 1060 天,最小值为 5 天,均值为 103.0047 天,网络借贷更多为短期借款。从运营模式来看,有债权转让的平台只有 31.83%,有第三方担保的平台只有 24.37%。

表 2 变量描述性统计

变量	最大值	最小值	均值	标准差
Default	1	0	0.5609	0.4965
Investor	1654481	1	22480	103218
Quantity	8	0	4.7323	1.5832
Quality	5	0	0.7714	0.6915
Executive	1	0	0.7041	0.4564
Education	1	0	0.4189	0.4936
Capital	315804	10	4128.1810	11801.3600
State	1	0	0.0651	0.2466
Depository	1	0	0.3846	0.4867
Rate	41	5.4400	16.3053	7.2172
Amount	2289.8460	0.2197	34.5369	123.0429
Period	1060	5	103.0047	118.5341
Borrower_i	38.6666	0.0003	0.5899	2.2519
Debt	1	0	0.3183	0.4661
Guarantee	1	0	0.2437	0.4296

## (二) 计量模型设定

首先,本文研究平台信息披露数量和质量对平台违约风险的影响,检验信号传递在网贷市场中的作用,同时探讨平台信息披露对投资者行为的影响,用来检验假设 H1 和 H2。本文使用 Logit 模型和 OLS 进行回归,回归模型如下:

$$\text{Default}_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Signal}_i + \sum \alpha_n \text{Control}_i + \epsilon_i \quad (1)$$

$$\text{Investment}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Signal}_i + \sum \beta_n \text{Control}_i + \mu_i \quad (2)$$

其次,研究平台是否提供高管信息和高管教育背景对平台违约风险的影响,检验声誉约束在网贷市场中的作用,同时探讨平台高管信息对投资者行为的影响,用来检验假设 H3 和 H4。本文使用 Logit 模型和 OLS 进行回归,回归模型如下:

$$\text{Default}_i = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Reputation}_i + \sum \gamma_n \text{Control}_i + \epsilon_i \quad (3)$$

$$\text{Investment}_i = \lambda_0 + \lambda_1 \text{Reputation}_i + \sum \lambda_n \text{Control}_i + \mu_i \quad (4)$$

式(1)~(4)中,被解释变量  $\text{Default}_i$  表示平台是否为问题平台,  $\text{Investment}_i$  表示投资者人数的对数;关键解释变量  $\text{Signal}_i$  分别表示平台信息披露数量(Quantity)和质量(Quality),  $\text{Reputation}_i$  分别表示平台是否提供高管信息(Executive)和高管受教育水平(Education);  $\text{Control}_i$  为控制变量集合,  $\epsilon_i$  和  $\mu_i$  均为残差项,  $\alpha$ 、 $\beta$ 、 $\gamma$  和  $\lambda$  为估计参数。

## 五、实证结果分析

本文首先利用回归模型(1)和(2)研究平台信息披露数量和质量对平台违约和投资者人数的影响,检验信号传递的作用;其次利用回归模型(3)和(4)研究平台是否提供高管信息和高管教育背景对平台违约和投资者人数的影响,检验声誉约束作用。

## (一)信号传递、平台风险与投资者决策

1.平台信息披露数量和质量对平台违约风险的影响。表3中,回归(1)为平台信息披露数量与平台违约风险的单独回归,可以看出在未加入其他变量时,平台信息披露数量越多,成为问题平台的概率越低。回归(2)为加入所有控制变量的结果,两者依然显著负相关。这是因为优质平台愿意提供更多信息给投资者,而经营差的平台则更倾向于隐瞒这些信息。由于信息重要程度不同,尽管有些平台提供了很多信息,但这些信息可能并不重要。因此本文进一步研究平台信息披露质量的影响,回归(3)为平台信息披露质量与平台违约风险的单独回归,结果显示在未加入控制变量时,平台信息披露质量越高,平台为问题平台的概率越小。回归(4)为加入所有控制变量的结果,两者依然在1%的水平上显著负相关。以上结果说明平台信息披露情况可以作为信号传递,显著缓解平台与投资者之间的信息不对称问题,假设H1得到验证。

表3 平台信息披露对平台违约风险的影响

	(1) Logit	(2) Logit	(3) Logit	(4) Logit
Quantity	-1.0340*** (-9.8029)	-0.9348** (-2.2801)		
Quality			-3.1190*** (-8.9274)	-2.9718*** (-4.1019)
Capital		-0.0021(-0.0207)		-0.0083(-0.1525)
State		-0.4333(-1.0439)		-0.2418(-1.0921)
Depository		-1.6241*** (-6.7446)		-0.9417*** (-6.8019)
Rate		0.3709*** (9.7390)		0.2077*** (10.1266)
Amount		0.0031* (1.7743)		0.0018** (2.0044)
Period		-0.0038** (-2.3322)		-0.0022** (-2.5498)
Borrower_i		-0.2764** (-2.1125)		-0.1225** (-1.9731)
Debt		-0.6236** (-2.5199)		-0.3531** (-2.5440)
Guarantee		0.6222** (2.3484)		0.3331** (2.2463)
常数	1.3949*** (9.0192)	-4.0594*** (-4.2105)	1.6084*** (10.9229)	-2.2123*** (-4.1568)
Year		控制		控制
Region		控制		控制
R <sup>2</sup>	0.1491	0.5714	0.1523	0.5956
样本量	845	845	845	845

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别代表 10%、5%、1% 的显著性水平;括号内数值为 Z 统计量。下表同。

2.平台信息披露数量和质量对投资者决策的影响。表4中,回归(1)为平台信息披露数量与投资者人数的单独回归,未加入其他控制变量时,平台信息披露数量越多,投资者人数越多。回归(2)为联合回归结果,显示两者依然显著正相关,说明投资者更偏好于披露信息数量多的平台。回归(3)为平台信息披露质量与投资者人数的单独回归,在未加入其他控制变量时,平台信息披露质量越高,投资者人数越多。回归(4)为加入控制变量后的结果,显示两者依然显著正相关。以上实证结果说明平台信息披露对投资者决策有显著影响,假设H2得到验证。

## (二)声誉约束、平台风险与投资者决策

1.平台有无高管信息和高管教育背景对平台违约风险的影响。表5中,回归(1)为平台有无提供高管信息与平台违约风险的单独回归,可以看出在未加入其他变量时,披露了高管信息的平台成为问题平台的概率较低。回归(2)为加入控制变量后的结果,两者依然在1%的水平上显著负相关。回归(3)为高管教育背景与平台违约风险的单独回归,结果显示在未加入控制变量时,高管教育背景越好,平台为问题平台的概率越小。回归(4)为加入了所有控制变量后的结果,两者依然显著负相关。以上实证结果说明平台公布高管信息以及良好的教育背景能提高其声誉约束,显著缓解平台与投资者之间的信息不对称,假设H3得到验证。



表 4

平台信息披露对投资者决策的影响

	(1) OLS	(2) OLS	(3) OLS	(4) OLS
Quantity	2.0594 *** (5.0191)	1.8579 ** (2.1039)		
Quality			3.8204 *** (6.2931)	3.1942 *** (2.9812)
Capital		1.3639 *** (4.4138)		1.3289 *** (4.3090)
State		2.8103 ** (2.5185)		2.7940 ** (2.5114)
Depository		1.4553 * (1.7041)		1.6594 * (1.9398)
Rate		-0.0363 (-0.6485)		-0.0300 (-0.5370)
Amount		0.0138 *** (5.0904)		0.0137 *** (5.0637)
Period		0.0156 *** (5.0087)		0.0154 *** (4.9671)
Borrower_i		-0.1205 (-0.7931)		-0.1200 (-0.7928)
Debt		0.6644 (0.8333)		0.6300 (0.7924)
Guarantee		-1.3099 (-1.6407)		-1.3565 * (-1.7038)
常数	0.7910 (0.2819)	-10.4367 *** (-3.9895)	0.8912 (0.7183)	-11.8829 *** (-4.4452)
Year		控制		控制
Region		控制		控制
R <sup>2</sup>	0.0290	0.2718	0.0481	0.2891
样本量	845	845	845	845

表 5

平台高管信息对平台违约风险的影响

	(1) Logit	(2) Logit	(3) Logit	(4) Logit
Executive	-2.2428 *** (-10.7302)	-1.5335 *** (-5.0203)		
Education			-1.9703 *** (-12.6013)	-0.6062 ** (-2.4492)
Capital		0.0625 (0.1614)		-0.6051 (-0.0962)
State		-0.4477 (-1.0327)		-0.2746 (-0.6436)
Depository		-1.3496 *** (-5.2686)		-1.4774 *** (-5.7164)
Rate		0.3972 *** (9.6033)		0.3854 *** (9.6700)
Amount		0.0033 * (1.8505)		0.0033 * (1.8709)
Period		-0.0030 * (-1.7891)		-0.0025 (-1.5355)
Borrower_i		-0.2726 ** (-2.0516)		-0.2883 ** (-2.1108)
Debt		-0.4657 * (-1.7978)		-0.5570 ** (-2.1930)
Guarantee		0.7649 *** (2.7450)		0.6259 ** (2.2978)
常数	1.9551 *** (10.1882)	-6.3349 (0.0699)	1.1068 *** (10.5977)	-6.6671 ** (-2.3480)
Year		控制		控制
Region		控制		控制
R <sup>2</sup>	0.1370	0.5735	0.1535	0.5550
样本量	845	845	845	845

2.平台有无高管信息和高管教育背景对投资者决策的影响。表6中,回归(1)为平台是否提供高管信息对投资者人数的单独回归,结果显示提供了高管信息的平台,投资者人数更多,两者显著正相关。回归(2)为加入控制变量后的结果,发现两者关系不再显著。这说明当控制其他因素后平台是否公布高管信息对投资者人数没有显著影响,这可能因为投资者对平台有没有提供高管信息不敏感,未能验证假设H4。回归(3)为高管教育背景与投资者人数的单独回归,结果显示高管教育背景越好,投资者人数越多。回归(4)为加入所有控制变量的实证结果,高管教育背景与投资者人数依然显著正相关。以上实证结果显示平台有无提供高管信息对投资者人数没有显著影响,但高管教育背景越好,投资者人数越多。这说明投资者能够识别平台高管声誉约束的价值,但投资者并不在意平台有没有提供高管信息,而更关心高管教育背景。

	(1) OLS	(2) OLS	(3) OLS	(4) OLS
Executive	2.9494*** (3.8193)	0.4481(0.5797)		
Education			4.6698*** (6.6489)	1.4455* (1.8486)
Capital		1.3523*** (4.5120)		1.2966*** (4.3316)
State		2.3208** (2.1874)		1.9584* (1.8182)
Depository		1.4593* (1.7319)		1.1422(1.3420)
Rate		-0.0312(-0.5772)		-0.0267(-0.4968)
Amount		0.0147*** (5.7029)		0.0145*** (5.6615)
Period		0.0115*** (3.8363)		0.0111*** (3.6942)
Borrower_i		-0.0364(-0.2517)		-0.0379(-0.2630)
Debt		0.0772(0.1003)		-0.0550(-0.0716)
Guarantee		-0.4564(-0.5954)		-0.4957(-0.6478)
常数	0.1713(0.2644)	8.3450** (2.2032)	0.2917(0.6417)	8.5971** (2.2750)
Year		控制		控制
Region		控制		控制
R <sup>2</sup>	0.0170	0.2444	0.0498	0.2472
样本量	845	845	845	845

### (三)稳健性检验

2015年8月6日,最高人民法院公告公布《关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》,规定指出借贷双方约定的利率未超过年利率24%(约定利率 $\leq$ 24%),投资者请求借款人按照约定的利率支付利息的,人民法院应予支持。考虑到这一情况,本文将样本中平均借款利率大于24%的平台剔除,最终回归样本为734家平台。表7为平台信息披露对平台违约风险和投资者决策的影响,回归结果显示,平台信息披露数量越多、质量越高,平台出问题的概率越小;平台信息披露数量越多、质量越高,投资者人数越多,与原回归结果一致。

表 7

平台信息披露的稳健性检验

	(1) Logit	(2) Logit	(3) OLS	(4) OLS
Quantity	-0.7805* (-1.9537)		1.4261* (1.8624)	
Quality		-2.3152*** (-3.1649)		2.7392** (2.4794)
Capital	-0.0515(-0.5094)	-0.0496(-0.4916)	1.4634*** (4.4012)	1.4761*** (4.3368)
State	-0.3946(-0.9513)	-0.3866(-0.9358)	1.7859(1.5316)	1.8618(1.5599)
Depository	-1.6640*** (-6.7415)	-1.6535*** (-6.7186)	1.0632(1.1464)	1.1913(1.2551)
Rate	0.3744*** (9.3466)	0.3700*** (9.3122)	-0.1802(-1.5015)	-0.1630(-1.3276)
Amount	0.0034* (1.8730)	0.0034* (1.9139)	0.0148*** (5.4000)	0.0142*** (5.0692)
Period	-0.0030* (-1.8564)	-0.0030* (-1.8687)	0.0108*** (3.2983)	0.0128*** (3.8529)
Borrower_i	-0.2899** (-2.1429)	-0.2931** (-2.1661)	-0.0358(-0.2327)	-0.0519(-0.3289)
Debt	-0.6443** (-2.5750)	-0.6183** (-2.4888)	-0.1069(-0.1269)	0.2545(0.2960)
Guarantee	0.6129** (2.2678)	0.5833** (2.1844)	-0.4914(-0.5738)	-0.7620(-0.8706)
常数	-2.7632** (-2.3313)	-3.4572*** (-3.3687)	13.7562*** (2.9169)	-1.0033(-0.2444)
Year	控制	控制	控制	控制
Region	控制	控制	控制	控制
R <sup>2</sup>	0.5287	0.5350	0.2573	0.2617
样本量	734	734	734	734

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别代表 10%、5%、1% 的显著性水平;回归(1)和(2)括号内数值为 Z 统计量;回归(3)和(4)括号内数值为 T 统计量。下表同。



表 8 为平台高管信息对平台违约风险和投资者决策的影响,提供高管信息、高管学历背景越好的平台,成为问题平台的概率越低;平台是否提供高管信息与投资者人数无关,而平台高管教育背景越好,投资者人数越多,与原回归结果一致。

表 8 平台高管信息的稳健性检验

	(1) Logit	(2) Logit	(3) OLS	(4) OLS
Executive	-1.5768*** (-5.0675)		0.2013(0.2203)	
Education		-0.6348** (-2.5591)		1.4964* (1.6957)
Capital	0.0567(0.5224)	-0.0087(-0.0844)	1.4517*** (4.3087)	1.3797*** (4.1100)
State	-0.4628(-1.0729)	-0.2736(-0.6477)	1.7884(1.5327)	1.4195(1.1985)
Depository	-1.3715*** (-5.4069)	-1.4862*** (-5.8125)	1.0155(1.0655)	0.6213(0.6456)
Rate	0.3830*** (9.1885)	0.3717*** (9.2340)	-0.1775(-1.4711)	-0.1658(-1.3803)
Amount	0.0034* (1.8780)	0.0034* (1.9352)	0.0148*** (5.3993)	0.0147*** (5.3645)
Period	-0.0034** (-2.0557)	-0.0028* (-1.7241)	0.0107*** (3.2933)	0.0103*** (3.1532)
Borrower_i	-0.2718** (-2.0731)	-0.2855** (-2.1090)	-0.0353(-0.2289)	-0.0358(-0.2325)
Debt	-0.4960* (-1.9264)	-0.5842** (-2.3127)	-0.1278(-0.1507)	-0.2682(-0.3169)
Guarantee	0.7656** (2.7532)	0.6308** (2.3214)	-0.4947(-0.5773)	-0.5115(-0.5981)
常数	-2.6145** (-2.1443)	-2.9698** (-2.5083)	13.6863** (2.8936)	13.7961*** (2.9291)
Year	控制	控制	控制	控制
Region	控制	控制	控制	控制
R <sup>2</sup>	0.5115	0.4903	0.2574	0.2603
样本量	734	734	734	734

## 六、结论与启示

本文提出两种缓解平台信息不对称的机制:信号传递和声誉约束。首先,本文分别用 9 项和 5 项信息来代表平台信息披露数量和质量,以此来衡量信号传递,实证结果发现平台信息披露数量越多,平台为问题平台的概率越小;信息披露质量越高,平台为问题平台的概率越低。接着研究信号传递对投资者行为的影响,发现平台信息披露的数量越多,投资者人数越多;平台信息披露的质量越高,投资者人数越多,投资者能够识别平台披露的信息作为信号传递。其次,本文使用平台有没有提供高管信息作为衡量声誉约束的变量,实证发现,披露高管信息的平台是问题平台的概率更低;高管教育背景越好,平台是问题平台的概率越小。进一步,本文研究了声誉约束对投资者行为的影响,发现平台有无提供高管信息对投资者人数没有显著影响,但是高管的教育背景越好,投资者人数越多。这说明投资者能够识别平台高管声誉约束的价值,但是投资者更关心高管的教育背景,对平台有没有提供高管信息不敏感。

以上研究表明,借助信号传递和声誉约束,在一定程度上能缓解平台和投资者间的信息不对称,投资者基本能够有效识别这些信息的价值,辨别平台风险。这一结论不仅为政策上强化信息披露监管、提高信息披露质量提供实证支持,也为创新与异化共存的网贷行业提供了规范路径。在外部监管趋严、竞争激烈的市场环境下,平台与来自“能够有效识别信息价值及辨别风险”的投资者相互博弈,其结果必然是倒逼平台规范运营。由此,行业内不同平台主动、及时、高质量地披露平台私有信息,驱动运营合规化,将有益于行业回归服务实体经济的金融本质,传承金融基本职能,与传统金融一道助力中国经济高质量发展。

注释:

①由于 2007 年、2008 年、2009 年、2010 年、2011 年和 2017 年的样本较少,本文不单独设置虚拟变量。

参考文献:

[1] 谢平,邹传伟,刘海二.互联网金融的基础理论[J].金融研究,2015,(8):1—12.

- [2] 王博, 张晓玫, 卢露. 网络借贷是实现普惠金融的有效途径吗——来自的微观借贷证据[J]. 中国工业经济, 2017, (2): 98—116.
- [3] Ahlin, C., Townsend, R.M. Selection into and Across Credit Contracts: Theory and Field Research[J]. Journal of Econometrics, 2007, 136(2): 665—698.
- [4] 范超, 王磊, 解明明. 新经济业态 P2P 网络借贷的风险甄别研究[J]. 统计研究, 2017, 34(2): 33—43.
- [5] 丁国峰. P2P 网贷平台异化经营的法律规制[J]. 上海财经大学学报, 2017, 19(4): 105—117.
- [6] 胡金焱, 李建文, 张博. P2P 网络借贷是否实现了普惠金融目标[J]. 世界经济, 2018, 41(11): 169—192.
- [7] North, D. C., Institutions, Institutional Change and Economic Performance [M]. Cambridge University Press. 1990.
- [8] 道格拉斯.C. 诺斯. 制度、制度变迁与经济绩效[M]. 上海: 上海三联书店, 1994.
- [9] 杨东. 互联网金融的法律规制——基于信息工具的视角[J]. 中国社会科学, 2015, (4): 107—126+206.
- [10] 冯素玲, 刘会敏, 杨杨. 强监管改善了中国网贷市场的有效性吗[J]. 管理评论, 2019, 31(6): 60—67.
- [11] 胡金焱, 张笑. 股东背景影响下的 P2P 平台违约风险与经营风险[J]. 山东大学学报(哲学社会科学版), 2018, (4): 120—129.
- [12] Lin, M., Prabhala, N., Viswanathan, S. 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.
- [13] 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 & Experimental Finance, 2014, (2): 44—58
- [14] 岳中刚, 周勤, 杨小军. 众筹融资、信息甄别与市场效率——基于人人贷的实证研究[J]. 经济学动态, 2016, (1): 54—62.
- [15] 汪静, 陈晓红, 杨立. P2P 网贷平台信息披露水平、投资人信任与投资风险[J]. 中国经济问题, 2018, (3): 106—121.
- [16] 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, 49(S1): 143—155.
- [17] 张晓玫, 梁洪, 卢露. 网络借贷中信息不对称缓解机制研究——基于信号传递和双边声誉视角[J]. 经济理论与经济管理, 2018, (2): 64—80.
- [18] 李苍舒, 沈艳. 风险传染的信息识别——基于网络借贷市场的实证[J]. 金融研究, 2018, (11): 98—118.
- [19] 黄晓红, 樊艳甜, 吕睿. 声誉信号传递与 P2P 网络借贷平台逆向选择约束研究[J]. 郑州轻工业学院学报(社会科学版), 2017, 18(3): 68—73.
- [20] 廖理, 李梦然, 王正位. 聪明的投资者: 非完全市场化利率与风险识别——来自 P2P 网络借贷的证据[J]. 经济研究, 2014, 49(7): 125—137.
- [21] 孙武军, 樊小莹. 从业经历和教育背景是否能提高借贷成功率? ——来自 P2P 平台的经验证据[J]. 中央财经大学学报, 2016, (03): 33—41.

(责任编辑: 肖加元)