

# 第三方资金存管制度对 P2P 平台经营业绩影响的研究<sup>①</sup>

聂思玥, 杨立华

(山西大学 经济与管理学院, 太原 030006)

**摘要:** 本文在互联网金融合规经营背景下, 引入第三方资金存管因素, 基于 20 家有不同的资金管理方式的 P2P 平台的经营数据, 较为系统地研究了不同的资金存管制度对 P2P 平台经营业绩的影响。本文对第三方资金存管制度的两种具体的模式——银行存管模式和银行+第三方支付机构存管模式进行实证分析, 结果表明, 不论哪种模式, 第三方资金存管制度的实施对平台的成交量的影响都是积极的, 对平台的经营业绩有着正面的影响, 而没有实施此制度的平台受到了负面的影响。

**关键字:** P2P 平台; 第三方资金存管制度; 经营业绩

**中图分类号:** F830 **文献标识码:** A **文章编号:** (2018) 01-0087-11

## 0 引言

P2P 网络借贷平台 (也称“P2P 网贷平台”或“P2P 平台”) 的出现, 加速了我国互联网金融的发展。然而, 近年频发的 P2P 平台跑路、非法集资等问题, 表明我国 P2P 网贷行业的监管制度亟待完善。俞林等<sup>[1]</sup>认为, 互联网金融行业的风险比传统金融模式更复杂, 为了完善互联网金融监管体系, 应进一步建立监管制度、完善监管体系。我国金融监管部门在不断增强对 P2P 网贷行业的制度规范, 2015 年 7 月 18 日, 中央十部委联合发布了《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》, 强调了个体网络 (即 P2P 网络) 借贷机构的信息中介性质并在第十四条指出建立客户资金第三方资金存管制度, 这一政策对 P2P 平台的合规发展具有重大意义: 使投资者的投资资金与 P2P 平台的经营相隔离, 避免在平台内形成资金池, 从而大大减少问题平台的数量, 使投资者放心投资。

然而, 距离政策发布已近一年, 现实情况是与银行签订了资金存管协议的网贷平台只有 100 多家, 已经上线的平台更是不足 20 家, 大量的平台处于无存管或第三方支付机构存管制度的基础存管阶段, 资金存管模式参差不齐, 这一制度的运行现状没有达到预想的效果。那么, 对平台而言, 降低风险的同时是否会影响平台的经营业绩呢? 到底哪一种资金管理方式能给平台带来更高的营业收入呢? 第三方资金存管制度对平台的经营的具体影响机制是怎样的呢? 本文试图对以上问题做出回答。

本文从 P2P 平台的角度出发, 对 P2P 网贷行业第三方资金存管制度的现状和运行模式进行分析, 并就不同的资金管理方式和平台经营业绩的关系进行实证检验, 以期为我国 P2P 平台第三方资金存管制度的进程提供有益的借鉴和启示。

## 1 文献综述

互联网金融近年在我国得到迅猛发展, 谢平和邹传伟<sup>[2]</sup>对互联网金融模式的支付方式、信息处理和资源配置进行了详尽研究, 指出互联网金融将全方位影响人们的生活。互联网金融是对传统金融发展的变革, 刘澜飏等<sup>[3]</sup>对因互联网金融的发展引发的对传统金融模式的影响进行了深入探讨, 由此引发的金融

<sup>①</sup> 作者简介: 聂思玥 (1982—), 男, 江西吉安人, 经济学博士, 山西大学经济与管理学院讲师, 研究领域: 计量经济, 金融工程与风险管理, E-mail: niesy119@163.com; 杨立华 (1995—), 女, 山西大同人, 经济学学士, 山西大学经济与管理学院, 研究领域: 互联网金融模式与风险, E-mail: ylh2013164@163.com。



监管问题日趋严重。谢平等<sup>[4]</sup>对互联网金融的监管问题进行了研究,认为不能因为发展不成熟就采取自由放任的监管理念,应该以监管促发展,在一定的底线思维和监管红线内,鼓励互联网金融创新。P2P网贷平台监管的研究文献也日益丰富,本文接下来对第三方资金存管制度和P2P网贷平台的研究现状进行综述。

### 1.1 第三方资金存管制度研究

“第三方存管”是商业银行提供的一项业务,常见于证券、期货、房产等交易活动中,在我国,最早用于证券行业的资金管理。牛冠兴和卢兴前<sup>[5]</sup>指出,21世纪初,我国证券行业也面临着与P2P借贷平台如今相似的问题,证券公司随意动用客户资金并在之后的股市大跌中因大幅亏损而导致无法兑现客户资金,造成大批证券公司破产重组。之后,证监会推出第三方存管制度,并作为行业强制性要求,在机制上确保客户资金的安全,使投资者逐渐恢复信心,为2007年的牛市打下制度基础。从证券业的监管历程上看,现状下P2P提出这一制度来解决资金池问题是合理的。而相对发展较早的国外网贷行业也存在类似制度。以美国为例,黄小强<sup>[6]</sup>总结出美国P2P网络借贷服务业的突出特点之一便是全面监管,其规范化程度高。美国P2P平台经营的方法类似于证券公司,投资者直接向网贷平台购买贷款份额,P2P平台通过WebBank向借款人发放贷款,同时设立相对应的借款人负有还款义务的信用凭证,WebBank再将这些信用凭证出售给投资者,这个模式有效地将借款人和投资者直接联系起来。这之中的WebBank就相当于第三方存管中的银行的这一环,管理资金的收支,P2P平台相当于发行证券的中介性服务机构。徐雯雯<sup>[7]</sup>研究发现,美国的两大著名P2P网贷平台Prosper和Lending Club正是采用了此种资金管理模式。

P2P平台第三方资金托管是指投资人的资金不经过P2P平台,而是通过第三方支付公司或者银行提供的资金通道,直接到达借款人的账户。由于这一政策刚刚开始,针对资金存管对P2P平台的研究还比较少,早期主要是对证券行业资金存管的探讨。蒋忆明等<sup>[8]</sup>分析了“银证通式”的客户资金第三方存管模式负面影响:①不符合海外资本市场的惯例和发展规律;②破坏了利益均衡原则,将导致证券公司被进一步边缘化;③不利于二级托管体系的构建,制约了“券款对付”交收制度的建立和融资融券等证券市场的产品创新与制度进步;④在法律关系、交易技术和清算异常处理方面存在重大缺陷,不利于保障投资者的合法权益。并构建了包括客户资金独立封闭运行的、多银行存管、总对总的第三方存管最优模型设计。寸红<sup>[9]</sup>指出,第三方资金存管制度建设后将使券商经纪业务整体受益,也将使中小投资者受益、同时将降低政府的监管成本,并通过第三方存管进行分类对比,指出“多银行存管+多银证转账”模式在实现多银行存管的同时,做到了多银证转账。对客户而言,真正实现了对“多银行存管+多银证转账”的选择,能够比较好地规避单个银行出现故障的风险。

关于P2P平台的第三方存管问题研究的文献在最近正逐年增多。吴晓光和曹一<sup>[10]</sup>在对P2P网络借贷平台进行深入研究后指出,由于网络信贷平台经营者在某个时期能控制平台内的大部分滞留资金。针对这些资金,需要采用行政手段与法律手段加以监管,保证资金安全。宋鹏程等<sup>[11]</sup>认为,P2P借贷监管应当兼顾投融资效率和投资者保护,在维护投资者利益的同时尽量给P2P借贷平台足够的发展空间。莫开伟<sup>[12]</sup>指出,要确保资金存管体系进一步安全可靠,关键在于找到银行、第三方支付机构与P2P平台三方利益最大公约数,建立利益共享、风险共担的资金存管利益制衡机制,并指出商业银行的相对优势集中体现在资质、增信和风控三个方面;第三方支付机构则在意愿、创新能力以及客户体验等方面具有相对优势。P2P网贷平台定位于信息中介,赚取服务费,其主要收入来源于两方面:主营业务收入和辅助业务收入。P2P平台的支出,即平台的运营成本主要有四个大的方面:整个平台上线运行的成本费用、人员成本费用、坏账垫付的成本费用以及税收等。张梦晶<sup>[13]</sup>引入第三方担保机制的P2P平台将资金风险与平台运营风险相分离,这种模式使投资者的债权得到了保障,但是随着平台规模的不断扩大,第三方担保是否可以支撑业务发展的需要是该类平台面临的一大挑战,平台同时也面临着合规监管的风险。

### 1.2 P2P网贷平台

由于世界上第一家P2P网络借贷平台ZOPA于2005年创立于英国,所以国外对网络借贷方面的学术研究较早。随着近年互联网行业的繁荣与问题频发,学者们对P2P平台进行了广泛的研究。Klafft<sup>[14]</sup>的研究表明,对借款利率影响最大的因素为借款人的信用评级,此外,借款人的种族、性别和年龄都对借款成



功率有影响。Ravina<sup>[15]</sup>的研究发现，与借款人在同一个城市，属于同一种族或者仅仅是性别相同，都会增加潜在出借人借出资金的可能性。Pope 和 Sydnor<sup>[16]</sup>发现，60 岁及以上的人要比 35~60 岁群体借款成功的可能性低 1.1 和 2.3 个百分点。有研究者研究出借人的性别是否与预期收益率和贷款的风险相关，认为网络借贷中的各利益相关方包括由贷款人、借款人、法律法规机构、合作银行、信用管理部门构成的外部利益相关方和由网络借贷平台雇员、管理人员组成的内部利益相关方共同组成，其对 P2P 网络借贷平台的构建和发展都发挥了巨大的作用。王达<sup>[17]</sup>通过中美 P2P 网贷平台对比，指出美国 P2P 网贷平台准入门槛高、监管严厉且全面、征信体系发达、二级交易市场完善。中国 P2P 网贷平台在发展过程中业务模式发生了演变，多为线上+线下模式、存在保本机制等特点以及经营型门槛高，在监管和整形体系建设方面较薄弱的问题。通过中美网络金融发展，认为对网络金融领域更要关注的行业标准的制定以及监管中立与监管协调等众多理论与现实问题亟待国内学术界进行深入研究。

这些研究成果为本文的研究工作提供了良好的借鉴。前文已述，目前关于 P2P 平台盈利方面的研究都在《互金指导意见》出台之前，缺乏在政策引入后对平台的影响研究；并且在关于第三方资金存管制度方面以理论阐述为主，缺乏实证角度的分析。本文在这些研究基础上，从实证分析角度，研究第三方资金存管制度对 P2P 平台盈利的影响。

## 2 研究设计

本研究实证分析的目的是探讨第三方资金存管制度对 P2P 网贷平台经营业绩的影响，并就此制度下不同模式下的影响效果进行深入分析，主要采用面板数据模型进行回归分析，对 P2P 网贷平台经营业绩与第三方资金存管制度的相关关系及其影响机制的成因进行检验。

### 2.1 研究假设

根据已有理论和研究，本文做出三个假设，第一个假设是针对第三方资金存管制度对平台的经营业绩的总体影响，接下来研究两种不同制度模式下的具体影响效果。

一般而言，由于商业银行有出色的风险控制，以经营低风险业务为主，并且有较雄厚的资金作后盾。所以，在有商业银行参与的 P2P 平台的资金管理模式下，平台跑路的风险降低，业务稳定性将大大增强，这种模式下用户对 P2P 平台的信任会提升，易集聚平台人气，吸引更多投资者和借款人参与到 P2P 网贷交易中来，或使原有投资者增大投资金额，从而使平台营业收入大大增加。作为第三方资金存管制度的两种具体模式，银行存管模式第三方资金存管制度和银行+第三方支付机构存管模式第三方资金存管制度都具有此制度的基本优点。两者的主要区别是，由于银行是唯一存管介入方，公众对银行存管模式的信任可能会更高，银行+第三方支付机构存管模式的优势是存管费用较低，基于假设 1 的基本理论以及假设的一致性，本文做出假设 1 和假设 2：

假设 1：银行存管模式第三方资金存管制度对 P2P 平台经营业绩有正向影响；

假设 2：银行+第三方支付机构存管模式第三方资金存管制度对 P2P 平台经营业绩有正向影响。

考察第三方资金存管制度对 P2P 平台的业绩影响机制。在假设 1 和假设 2 下，P2P 平台实行资金存管制度之后，对经营业绩会对以下两方面产生影响：风险降低对投资者心理产生积极影响从而吸引投资者的增加继而使营业收入增加；但加入存管机制相应的存管费用以及科研、技术的投入会导致成本增加。对于自存管的平台来说相反，省下了实施存管的全部费用或大部分费用，但要承担对投资者的吸引力可能会大大降低的机会成本。因此，本文对影响机制提出假设 3：

假设 3：第三方资金存管制度是通过影响投资者心理，从而达到影响 P2P 平台经营业绩的结果。

### 2.2 模型变量选择

经营业绩可直观反映企业经营的整体财务状况与成果。从企业的角度来看，企业从事经营活动，其直接目的是最大限度地赚取利润并维持企业持续稳定地经营和发展。P2P 平台也如同一般企业一样，谋求利润最大化，追求较高的盈利。本文选取 P2P 平台常用可量化指标成交量来衡量经营业绩。其原因在于，平台盈利主要来自于借贷双方的管理费，管理费与成交量呈正比。因此，一般而言，成交量越大，营业收



入越高,平台经营业绩越好。

### 2.2.1 资金管理模式

按照资金管理中包含主体的种类,P2P平台的资金管理方式可以分为三种,为方便比较这三种不同资金管理方式,本文据此将我国的P2P借贷平台分成以下三类:

#### (1) 独立经营资金自存管的P2P平台

此类平台的资金存管管理模式没有变化,即自存管或第三方支付机构存管的基础存管模式。当前大多数平台的资金管理方式采用这种模式,此类平台没有严格的存管概念,投资者将投资的资金直接打到公司开设的账户、公司高官或一些第三方平台开设的账户中,这使得平台“跑路”“自融”风险加大(这其中也包括了一些将资金委托存放在第三方支付机构中,但第三方支付机构的资质良莠不齐,且多与P2P平台有一些利益关联。)

#### (2) 银行存管的P2P平台

此类平台的资金存管管理模式为银行资金账户体系支付模式。这种模式是以银行为第三方来管理投资者的资金。其中,根据平台权利的大小,又可分为两个子模式,包括平台保留自主权的银行存管和银行主导的存管两种模式。前者是将投资者的虚拟资金账户开在平台的账户之下,平台将交易指令间接传递给银行,银行根据指令完成资金的划拨,平台对资金拥有一定自主权;后者是投资者与银行的直接交流,即投资者无论是投资还是充值,页面将自动从平台跳转至银行网站,且用户的交易密码由银行掌管。用户每操作一步,银行都会及时将信息回馈给客户让其进行确认,而用户也可在银行网站上,查询到自己在平台上的详细流水,做到点对点的操作,采用这种模式无论是用户投资还是还款,账户都一一对应,保证平台无法接触到任何资金。这两种模式都可以大大降低平台高官跑路的风险,但缺点是银行对平台的资格审核比较严格,包括平台规模、注册资本、实际持股股东、平台高管有一定的要求以及要收一笔高额的管理费。针对这一问题,不少P2P平台应用下面的存管方式来应对。其典型代表有积木盒子、人人贷、首金网三家平台,它们与民生银行的合作是银行主导的存管模式。宜人贷和广发银行的合作则是平台有一定自主权的资金存管模式。

#### (3) 银行+第三方支付存管的P2P平台

此类平台的资金存管管理模式为银行资金账户体系+第三方支付模式。这种模式是以银行加上第三方作为第三方存管机构,机理是第三方支付公司作为一个中介的存管方,将多个互联网金融平台的资金打包,在银行设立备付金账户,并将打包的互联网金融平台的资金存放在该账户中,与银行形成存管。这样,既满足了资金第三方存管的要求,又可以节约一大笔资金,因为第三方支付公司将一些互联网金融平台打包在一起,可与银行针对存管条件进行谈判,所以这也是大多数中小平台倾向的模式。恒易融、信而富是这种模式的典型代表。以建设银行(简称“建行”)与信而富的合作模式为例,信而富将在建行开立交易资金专用账户,委托建行按照监管部门指导意见,对专用账户内的交易资金进行存管。所有借贷资金直接在出借人与借款人的存管账户之间完成划转。信而富将平台项目信息、用户信息、交易信息及其他必要信息及时传递给建行,供建行进行信息记录及后续交易资金核验时使用。富友支付将担任技术辅助方,提供支付结算、技术咨询、服务定制、运营维护以及对网贷平台的资质把关审核。

根据以上分类,并且第三方存管是一种政策,一个宏观政策的影响常用虚拟变量,所以本文用虚拟变量来研究此变量,实行了此政策的平台用“1”来表示,即进行了银行存管或使用银行+第三方支付机构的模式,没有的用“0”来表示,即自存管。

### 2.2.2 控制变量

在实际的经营过程中,很多因素会对P2P平台成交量产生影响,为了合理地评估资金存管制度对P2P平台经营业绩的影响,必须要对P2P平台经营业绩产生影响的其他因素加以控制,以排除这些因素的干扰。在这方面的研究中,探讨最多的是借款利率与借款成功率。Puro等<sup>[18]</sup>的研究结果称其成正比,指出借款期限与借款成功率呈负相关关系,平台业务模式和品牌效应与网贷综合收益率呈显著相关,并发现借款项目类别、借款人的信用状况和信息透明度,与网贷综合收益率存在相关性,他们同时指出成交量与综合收益率呈显著负相关。此外,本文认为,企业规模也会在较大程度上影响经营业绩,规模大的企业,更容易赢得投资者信赖;同时,投资人数和平均投资金额都会对P2P平台的最终经营业绩产生较大影响。



因此，本文选择注册资本，平均借款利率，平均借款期限，投资人数，平均投资金额作为影响成交量的控制变量，模型中各变量的类型及具体含义及其计算方式如表 1 所示。

表 1 变量选取  
Table 1 Variable selection

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义或单位
因变量	成交量 (trading volume)	TV	单位: 亿元
解释变量	银行存管 (third Party Funds Depository 1)	TD1	只有银行参与的第三方存管的赋值为 1, 如无, 则赋值 0
	银行+第三方支付存管 (third Party Funds Depository 2)	TD2	银行+第三方支付机构的存管赋值为 1, 如无, 则赋值 0
控制变量	注册资本 (registered capital)	RC	单位: 亿元
	平均借款利率 (average rate)	AR	单位: %
	平均借款期限 (average time)	AT	单位: 月
	投资人数 (investor amount)	IA	单位: 万人
	平均投资金额 (average invest money)	AIM	单位: 万元

### 2.3 计量模型设计

根据以上分析，本文采用面板数据模型，用事件的虚拟变量研究法进行研究。实证研究建立如下计量模型：

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 TD1_{it} + \beta_2 TD2_{it} + \beta_3 RC_{it} + \beta_4 AR_{it} + \beta_5 AT_{it} + \beta_6 IA_{it} + \beta_7 AIM_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

式中， $t=1, 2, \dots, 12$ ， $i=1, 2, \dots, 20$ ； $\beta_0$  为常数项， $\beta_1, \beta_2, \beta_3 \dots$  表示参数项； $Y$  为平台月度成交量；TD1、TD2 分别为第三方资金存管制度的两种模式：银行存管模式第三方资金存管制度和银行+第三方支付机构存管模式第三方资金存管制度；RC 为平台的注册资本；AR 为平均借款利率；AT 为平均借款期限；IA 为投资人数；AIM 为平均投资金额； $\varepsilon$  为随机误差项。

对于假设 3 的影响机制分析，本文对投资者心理的度量采用代理变量方法，用投资者人数和投资者平均投资金额两个代理变量来度量投资者心理变化。采用如下计量实证模型进行检验：

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 RC_{it} + \beta_2 AR_{it} + \beta_3 AT_{it} + \beta_4 IA_{it} + \beta_5 AIM_{it} + \beta_6 IA_{it} \times TD1_{it} + \beta_7 AIM_{it} \times TD1_{it} + \beta_8 IA_{it} \times TD2_{it} + \beta_9 AIM_{it} \times TD2_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

式中， $\beta_6$  和  $\beta_7$  用以检验投资者心理变化对银行存管模式的影响机制，而  $\beta_8$  和  $\beta_9$  则检验投资者心理变化对银行+第三方支付机构存管模式的影响机制。

## 3 数据与研究样本

根据分析的需要及数据的可获得性，本文选取 2015 年 6 月~2016 年 5 月共 12 个月的数据，研究样本包括三类对应不同资金存管制度的比较著名的 P2P 平台，对应每类选取了多家平台，六家实行银行存管的平台，六家商业银行+第三方支付的平台以及八家实行自存管模式的 P2P 平台，即积木盒子、人人贷、首金网、银豆网、恒易融、天天财富、金宝保、搜搜金融、开鑫贷、爱钱帮、德众金融、红岭创投、链家理财、翼龙贷、点融网、人人聚财、民贷天下等。这样就得到 20 个横截面，12 个月时序的面板数据。为确保数据的可靠性，本文数据的收集过程中综合比较选用了网贷之家、网贷天眼等多个主要的数据来源。

表 2 是主要变量的描述性统计。TV 的均值为 12.458 亿元，中位数为 6.034 亿元，说明平均而言，P2P 平台的成交量总额较大，每个平台流经的现金流是如此巨大，需要合理管控。单月成交量最大值为 10.96 亿元，最小值为 0 元，标准差也是很大，反映了此行业各个平台的成交量相差巨大，各平台的营收相差巨大，平台经营业绩参差不齐。对于解释变量第三方资金存管的两种模式，银行存管的模式 TD1 比银行+第三方支付机构 TD2 的均值小一点，表明实行第二种存管模式的平台平均月数较多，反映第二种模

式实践性较强,更受市场所接受一些。注册资本的均值为 1.133 亿元,中位数为 9000 万元也比较接近,注册资本较高,说明样本平台的资金实力都较强。平均利率为 10.612%,约是当前银行两年期定期存款利率的 5 倍,对投资者有很强的吸引力;平均投资期限大约在 10 个月左右,中位数是 6~7 个月,说明 P2P 网贷理财偏向于短期理财;投资人数单月均值为 1.792 万人,比中位数 3367 人高出许多,且标准差为 2.520,说明投资者总量不少,但各个平台吸引投资者的能力相差较大;就平均投资金额来说 AIM 均值与中位数相差更是 500 多倍,不过一半的投资者是以小于 5 万元的资金投资,所以可以总结 P2P 网贷理财的一个特点是“低投入高回报,期限短较灵活”。

表 2 样本描述性统计 (亿元)

Table 2 The descriptive statistics of variable ( $\times 10^8$  元)

项目	TV	TD1	TD2	RC	AR	AT	IA	AIM
均值	12.458	0.104	0.15	1.133	10.613	10.151	1.792	2 719.151
中位数	6.034	0	0	0.900	9.955	6.56	0.336	5.995
最大值	109.611	1	1	8.367	18.76	37.08	9.161	106 745
最小值	0	0	0	0.05	0	0	0	0
标准差	20.330	0.306	0.358	1.734	2.876	9.822	2.520	15 825.32
样本数	240	240	240	240	240	240	240	240

## 4 实证结果分析

本文根据上述模型利用面板数据模型回归分析方法来探讨 P2P 网贷平台经营业绩与第三方资金存管制度的相关关系并对影响机制的成因进行检验。本文面板数据模型回归的随机效应模型和固定效应模型选择使用 Hausman 检验统计量进行判断,根据 Hausman 检验最终选择固定效应模型进行分析。

### 4.1 资金存管制度对 P2P 平台业绩影响分析

本文通过表 3 中模型一~模型三,对资金存管制度的影响进行分析,表中 control 代表固定效应模型中控制了月度效应。模型一是全样本估计,模型二和模型三是子样本估计。从模型一的估计结果可以看到,在控制了影响 P2P 平台营业收入的重要特征后,TD1 的回归系数为-6.823,并在 1% 的水平上显著,表明我国 P2P 平台的成交量与银行托管的第三方模式之间呈较强的负相关关系,说明实行第三方存管政策下的银行存管的资金管理并没有带来 P2P 平台成交量的提升,甚至在很大程度上产生了负面影响;而对于另一种存管模式,银行+第三方支付机构对应的 P2P 平台的成交量与此种模式的实施是正相关,TD2 的回归系数为 2.539,但其估计系数在 10% 的水平上并不显著。因此,模型一的估计结果没有支持假设 1 的结论。这有可能是不同的资金存管模式有着不同的影响,而如果将样本混合估计,则会在估计结果中难以区分这些影响的不同。

表 3 业绩影响分析估计结果

Table 3 Model estimation result of performance impacts analysis

因变量: TV	模型一 (全部样本)	模型二 (银行存管模式)	模型三 (银行+第三方支付机构模式)
TD1	-6.823 *** (-2.799)	0.759 ** (1.809)	—
TD2	2.539 (1.193)	—	1.117 ** (2.115)
RC	7.114 *** (13.785)	4.612 *** (7.564)	2.910 *** (5.130)



续表

因变量: TV	模型一 (全部样本)	模型二 (银行存管模式)	模型三 (银行+第三方支付机构模式)
AR	0.070 (0.633)	-0.076*** (-2.770)	-0.251*** (-3.909)
AT	-0.537*** (-5.612)	-0.164*** (-4.452)	0.128*** (3.436)
IA	4.023*** (12.384)	1.141*** (7.084)	2.295*** (7.986)
AIM	0.001*** (16.245)	0.0001 (0.770)	0.086** (2.642)
Month	control	control	control
N	20	14	14
Adj R-squared	0.265	0.229	0.274

\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 的水平上显著；括号内数值为估计系数对应的  $t$  值。

为此，本文采用子样本估计的方法。模型二、模型三分别是对两种不同第三方存管模式的样本与自存管模式样本进行估计，比较第三方存管模式相对于自存管模式来说对 P2P 平台的业绩影响是否存在显著差异。模型二是研究银行存管模式的第三方资金存管制度对平台营业收入的影响，从回归模型估计结果可知，TD1 的回归系数为 0.759，并在 5% 的水平上显著。模型三是研究银行+第三方支付机构模式的第三方资金存管制度对平台营业收入的影响，TD2 的回归系数为 1.117，并在 5% 的水平上显著。两个模型的估计结果说明两种第三方资金管理模式的确实会对网贷平台的成交量产生显著影响，且 TD2 的系数明显大于 TD1，说明银行+第三方支付机构的存管制度对成交量有更大的影响。

例如，加入第三方资金存管机制后相应的存管费用以及科研、技术的投入会使成本增加，成本的增加可以包括两部分，固定成本、可变成本。前者包括银行或第三方支付机构进行存管活动要交的接入费用以及一些银行要求的风险准备金，投入的对接平台研发支出；可变成本则是对接成功后银行及第三方支付机构根据交易金额收取的交易费用，资金进出也要缴纳手续费。而对于自存管的平台来说相反，省下了实施存管的全部费用或大部分费用，但要承担对投资者的吸引力可能会大大降低的机会成本。模型二、模型三的结果表明，实施第三方资金存管制度对其平台的经营业绩都有积极的影响，模型一中，实行银行存管的模式对成交量的消极影响，则可能是此模式相对实行自存管平台的机会成本过大导致的。综合模型二和模型三的分析结果可知，第三方资金存管制度使 P2P 平台经营业绩增强，假设 1 和假设 2 得到检验。

接下来分析各控制变量的估计结果。在模型一中，注册资本，投资人数，平均利率，平均投资金额均为正且显著，说明我国 P2P 平台的成交量也受这些因素的积极影响，而成交量与平均借款期限呈负相关，所以平均借款期限的延长会抑制成交量的增加，说明这些项都是很重要的控制变量。实验结果与 Lauri 等<sup>[19]</sup>的研究结论是一致的。模型二和模型三显示，平均利率对平台的经营业绩都是负向影响，这是因为高回报的利率压缩了平台的盈利空间，所以对成交量产生了负面的影响；而在模型二中平均投资期限与成交量负相关，模型三中其与成交量正相关，说明对于不同存管模式，平均投资期限的影响是不同的。银行存管模式涉及的平台一般是规模比较大的平台，投资期限长，而银行+第三方支付机构则一般涉及的规模较小，投资期限较短。对于银行存管来说，期限越短的理财产品因其风险较低而更受投资者青睐，投资者期望投资期更短的产品，所以投资产品期限会存在负向影响；而投资者对于银行+第三方支付机构模式的平台更倾向投资期限较长的产品，投资产品期限正向影响平台业绩。

#### 4.2 影响机制及成因分析

那么，第三方资金存管制度对 P2P 平台成交量影响的具体机制是什么呢？如研究设计部分所述，本文通过采用计量模型（2）进行估计，得到表 4 和表 5。在对子样本的估计中，本文加入了 IA×AIM×TD 的交乘项以测量投资者人数和平均投资金额的交互影响。

表 4 全样本成因分析估计结果

Table 4 Model estimation output of full sample test for impact factors

因变量: TV	模型四	模型五	模型六	模型七
RC	4.799*** (7.826)	1.934*** (4.357)	5.827*** (7.760)	3.800*** (5.993)
AR	-0.065** (-2.353)	-0.320*** (-6.721)	-0.131*** (-3.929)	-0.272*** (-3.683)
AT	-0.181*** (-4.955)	0.121*** (4.140)	0.022 (0.859)	0.285*** (6.954)
IA	1.166*** (6.601)	2.555*** (10.897)	—	—
AIM	0.000 (0.850)	0.241*** (6.163)	—	—
IA×TD1	0.119 (0.966)	—	0.559*** (4.114)	—
AIM×TD1	-0.000 (-0.026)	—	-0.000 (-1.148)	—
IA×TD2	—	8.328*** (6.611)	—	4.997** (2.601)
AIM×TD2	—	-0.173*** (-4.505)	—	-0.030 (-0.750)
N	20	20	20	20
Adj R-squared	0.220	0.204	0.176	0.186

\*\*\*、\*\*分别表示在 1%、5% 的水平上显著; 括号内数值为估计系数对应的  $t$  值。

表 5 子样本成因分析估计结果

Table 5 Model estimation output of sub sample test for impact factors

因变量: TV	模型八	模型九	模型十	模型十一
RC	4.253*** (5.324)	1.859*** (3.566)	3.257*** (5.632)	4.119*** (6.337)
AR	-0.073* (-1.793)	-0.402*** (-5.195)	-0.203*** (-3.081)	-0.196** (-2.015)
AT	-0.208*** (-3.437)	0.164** (2.107)	0.039 (1.093)	0.310** (2.042)
IA	1.381*** (5.732)	3.096*** (9.784)	—	—
AIM	0.012 (0.931)	0.167*** (5.306)	—	—
IA×TD1	0.108 (0.726)	—	0.419** (2.120)	—
AIM×TD1	0.000 (0.103)	—	0.000 (1.182)	—
IA×AIM×TD1	0.0359* (1.852)	—	0.0583** (2.206)	—



续表

因变量: TV	模型八	模型九	模型十	模型十一
IA×TD2	—	6.441*** (3.769)	—	4.037** (2.217)
AIM×TD2	—	0.134** (2.205)	—	0.012* (1.794)
IA×AIM×TD2	—	0.968*** (4.883)	—	0.601*** (3.164)
<i>N</i>	14	14	14	14
Adj <i>R</i> -squared	0.206	0.213	0.189	0.197

\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著；括号内数值为估计系数对应的 *t* 值。

表 4 是对以上影响机制中的投资人数 (IA) 与平均投资金额 (AIM) 的全样本检验, 表 5 是对采用不同第三方资金存管模式和平台自存管模式进行对比的子样本估计结果。显然, 在引入 IA×TD2, AIM×TD2 的模型五中, 采用银行+第三方支付机构的存管模式的网贷平台的成交量, 受到第三方存管制度作用, 其投资人数表现为显著正向影响, 平均投资金额表现为显著负向影响, 但负向影响程度远远小于正向影响, 说明第三方存管机制主要从投资人数的增加来影响相应平台的成交量的。而在加入了 IA×AIM×TD2 的交乘项后, 在表 5 的模型九中显示, 平均投资金额对平台经营业绩呈现出正向影响, 尽管这种影响相对投资者人数来说较弱。模型四和模型八主要对银行存管方式的影响机制进行分析, 估计结果显示银行存管模式下, 虽然 IA 和 AIM 并未呈现出显著影响, 但交乘项 IA×AIM×TD 却都具有显著性, 反映出投资者心理变化在一定程度正向影响 P2P 平台的业绩。结合 4.1 关于银行存管模式对银行业绩影响不明显的结论, 可以认为这与前文分析结果基本一致。

此外, 对比模型六和模型十, 以及模型七和模型十一, 全样本和子样本都显示出对第三方资金存管模式的影响机制, 投资人数 (IA) 是主导因素, 而平均投资金额 (AIM) 在表 4 中是负向影响, 在表 5 中是正向影响, 这个系数变化得益于表 5 的模型中控制了交乘项 IA×AIM×TD 的影响。因此, 可以认为平均投资金额是正向影响平台经营业绩的。结合表 4 和表 5 的回归结果, 可以认为由投资人数 (IA) 与平均投资金额 (AIM) 度量的投资者心理变化能够作为 P2P 平台业绩的主要影响机制。综合来看, 当前第三方存管机制对 P2P 平台的成交量的影响主要是通过影响投资人数来实现的, 检验结果与研究假设的影响机制推测结果相符, 假设 3 得到检验。

## 5 结论及建议

本文通过建立第三方资金存管制度影响平台成交量的面板回归模型, 采用我国 20 家主流的 P2P 平台 2015 年 6 月~2016 年 5 月的 12 个月面板数据, 对我国 P2P 平台经营业绩与第三方资金存管制度的关系进行了系统分析。研究发现, 第三方资金存管制度的实施对我国 P2P 平台经营业绩产生了较大影响。其中银行+第三方支付机构模式对 P2P 平台经营业绩的影响尤为显著, 而银行存管的模式则可能受费用成本等原因影响导致经营业绩并没有显著地提升。此外, 资金第三方存管制度对 P2P 平台经营业绩的影响的渠道主要是通过影响投资者心理, 从而使投资人数增加, 平均投资金额增大, 这些影响最终体现在了经营业绩上。此外, 平均利率越大可能会对经营业绩降低, 这也警醒相关平台经营者不可为了短期利益抬高利率, 应以长远的目光来制定利率。

本文的研究结论对我国 P2P 网贷行业的经营管理具有重要的意义: 首先, P2P 平台应当积极响应国家关于第三方存管的政策, 不仅是政策方面的合法经营与对投资者的负责, 仅就平台自身而言对其提升经营业绩也是有利的; 其次, 就两种第三方存管模式对比来看, 银行+第三方支付机构的模式对平台的经营业绩有更大的积极影响, 但目前的第三方支付机构的资质审核与评判标准并不完善, 有关监管部门应加快这方面的制度与法律建设, 市场评级机构也应加快评级标准的建立与信息的征集; 最后, 平台的合理的经营

规划对平台的经营业绩也有重大的意义,平台的贷款期限的选择,产品利率的制定,对平台长期短期的经营业绩,与长期的稳健经营有一定的影响,平台应制定长期的经营规划,慎重做出选择。

本文主要有两方面的局限:第一,平台的经营业绩与许多因素相关,可以从多个角度予以度量,本文以平台的成交量作为衡量P2P平台经营业绩的指标可能并不全面;第二,第三方资金存管制度对平台的风险状况可能产生影响,而其中一些风险因素会对平台的经营业绩产生影响,本文并未涉及这部分内容。进一步的研究可以从第三方资金存管制度对平台风险和经营业绩影响的联动机制方面进行考虑。

#### 参考文献:

- [1] 俞林,康灿华,王龙. 互联网金融监管博弈研究:以P2P网贷模式为例 [J]. 南开经济研究, 2015, (5): 126-139.  
Yu, L, Kang C H, Wang L. Study on internet financial supervision game: A case study of the P2P net loan mode [J]. Nankai Economic Studies, 2015, (5): 126-139. (in Chinese)
- [2] 谢平,邹传伟. 互联网金融模式研究 [J]. 金融研究, 2012, (12): 11-22.  
Xie P, Zou C W. Study on interact based finance mode [J]. Journal of Financial Research, 2012, (12): 11-22. (in Chinese)
- [3] 刘澜飏,沈鑫,郭步超. 互联网金融发展及其对传统金融模式的影响探讨 [J]. 经济学动态, 2013, (8): 73-83.  
Liu L B, Shen X, Guo B C. Development of internet based finance and its influence on traditional finance [J]. Economic Information, 2013, (8): 73-83. (in Chinese)
- [4] 谢平,邹传伟,刘海二. 互联网金融监管的必要性与核心原则 [J]. 国际金融研究, 2014, (8): 3-9.  
Xie P, Zou C W, Liu H E. The necessity and the key principles of regulation over internet finance [J]. Studies of International Finance, 2014, (8): 3-9. (in Chinese)
- [5] 牛冠兴,卢兴前. 对客户交易结算资金存管模式改革的建议——兼论建立中国证券银行的设想 [J]. 证券市场导报, 2003, (9): 4-11, 79.  
Niu G X, Lu X Q. Suggestions for depository model reform of Customers' transaction settlement funds—Envision of the setup of China security bank [J]. Securities Market Herald, 2003, (9): 4-11, 79. (in Chinese)
- [6] 黄小强. P2P借贷服务业市场发展国际比较及借鉴 [J]. 金融与经济, 2013, (12): 34-37.  
Huang X Q. International comparison and reference of the development of P2P lending service market [J]. Journal of Finance and Economics, 2013, (12): 34-37.
- [7] 徐雯雯. 国内外P2P网络借贷模式对比分析及建议——以美国lending club和中国拍拍贷为例 [J]. 经营管理者, 2015, (30): 279-280.  
Xu W W. Comparative analysis and suggestions on domestic and foreign P2P network lending modes—Taking American lending club and Chinese lending as examples [J]. Manager's Journal, 2015, (30): 279-280.
- [8] 蒋忆明,陈忠义,毛宇轩. 客户交易资金第三方资金存管制度研究 [J]. 云南财经大学学报, 2006, (6): 23-29.  
Jiang Y M, Chen Z Y, Mao Y X. Research on the escrow system of client transactional capital [J]. Journal of Yunnan Finance and Trade Institute, 2006, (6): 23-29. (in Chinese)
- [9] 寸红. 证券第三方存管模式及实施研究 [D]. 成都:西南交通大学硕士学位论文, 2007.  
Cun H. Research on third-party depository model in Securities Markets and its implementation [D]. Chengdu: Southwest Jiaotong University Master's Degree Thesis, 2007. (in Chinese)
- [10] 吴晓光,曹一. 论加强P2P网络借贷平台的监管 [J]. 南方金融, 2011, (4): 32-35.  
Wu X G, Cao Y. The empirical study on pro—Cyclical effect of the listed companies' default rate [J]. South China Finance, 2011, (4): 32-35. (in Chinese)
- [11] 宋鹏程,吴志国,Guzy M. 生存之道:P2P借贷平台的业务模式研究 [J]. 新金融, 2013, (11): 59-63.  
Song P C, Wu Z G, Guzy M. Survival: Research on P2P lending platform business model [J]. New Finance, 2013, (11): 59-63. (in Chinese)
- [12] 莫开伟. P2P资金存管关键在哪? [J]. 金融经济, 2015, (12): 46.  
Mo K W. What is the key point of the P2P depository model? [J]. Finance Economy, 2015, (12): 46. (in Chinese)
- [13] 张梦晶. 我国P2P网络借贷平台的运营模式研究 [D]. 蚌埠:安徽财经大学硕士学位论文, 2015.  
Zhang M J. Studies on the operational mode of Online Peer to Peer Lending in China [D]. Bengbu: Anhui University of Finance and Economics Master's Degree Thesis, 2015. (in Chinese)
- [14] Klafft M. Peer to peer lending: auctioning microcredits over the internet [R]. Dubai: Proceedings of the 2008 International Conference on Information Systems, Technology and Management, 2008.



- [15] Ravina E. Beauty, personal characteristics, and trust in credit markets [J]. SSRN Electronic Journal, 2007, DOI: 10.2139/ssrn.972801.
- [16] Pope D G, Sydnor J R. What's in a picture? Evidence of discrimination from prosper.com [J]. Journal of Human Resources, 2011, 46 (1): 53-92.
- [17] 王达. 美国互联网金融的发展及中美互联网金融的比较——基于网络经济学视角的研究与思考 [J]. 国际金融研究, 2014, (12): 47-57.  
Wang D. The development and comparison of the Internet based finance of the U. S. —Based on network economics perspective [J]. Studies of International Finance, 2014, (12): 47-57. (in Chinese)
- [18] Puroh, Teich J E, Wallenius H, et al. Borrower decision aid for people-to-people lending [J]. Decision Support Systems, 2010, 49 (1): 52-60.

## Research on the Effects of the Third Party Funds Depository on the Performance of P2P Platform

*Nie Siyue, Yang Lihua*

School of Economics and Management, Shanxi University, Taiyuan 030006, China

**Abstract:** In this paper, under the background of the Internet financial compliance management, by introducing a third party funds depository factors, and establishing multivariate regression model, the fund depository type's impact on profitability P2P platform system was analyzed according to the 20 different P2P platforms' management data. The article ascertained that the implementation of the third party funds depository system currently evolved to two specific modes: Bank deposit tube patterns and bank & third-party payment institution depository model. Empirical results showed that no matter what kind of the pattern, the implementation of the third party capital depository system's influence on the platform of the volume were positive, that was, a positive impact on performance of platform implemented this funds depository system was identified, as well as a negative effect was found otherwise.

**Key words:** P2P Platform; Third Party Funds Depository; Performance