
股市波动对民间借贷的风险溢出效应： 来自法院文书的证据

陈珉昊 汪建雄 高昊宇*

内容提要 民间借贷长期脱离系统性金融监管,是中国金融体系的重要风险源。本文利用约270万份法院判决书构建民间借贷风险指标,检验了股票市场波动对民间借贷信用风险的溢出效应。研究发现:股票市场收益显著影响了民间借贷的违约风险,投资者“认知偏误”和“风险偏好”是其中主要的影响机制;在股票市场收益率上升时期,更关注股票市场的城市出现更多高风险民间借贷融资活动;正规金融的可得性能显著缓解股票市场对民间借贷违约风险的影响。本文立足信用风险为民间借贷增加了新研究视角,为金融风险的跨市场溢出提供了新的实证证据,进而为高效防范化解系统性金融风险提供了新的决策参考。

关键词 民间借贷风险 股票市场风险 风险溢出

一 引言

民间借贷是自然人、法人和非法人组织之间进行资金融通的行为。作为非正规金融市场的主要形式,民间借贷是中国金融市场二元结构体系中重要的组成部分,特

* 陈珉昊:中国人民大学财政金融学院;汪建雄:北京第二外国语学院经济学院;高昊宇(通讯作者):中国人民大学财政金融学院 北京市海淀区中关村大街59号 100872 电子邮箱:chen_mh@ruc.edu.cn(陈珉昊);wjx.cufe@gmail.com(汪建雄);gaohaoyu@ruc.edu.cn(高昊宇)。

作者感谢国家自然科学基金面上项目(72273146)、中国人民大学科学研究基金(中央高校基本科研业务费专项资金)(21XNA010)以及教育部人文社会科学重点研究基地基金(22JJJD790086)的资助,感谢匿名审稿专家的宝贵意见,感谢2021年香樟金融学论坛、2021年双法研究会量化金融分会、2021年风险管理与金融统计论坛以及2022年数字经济学术年会与会专家的宝贵意见。当然,文责自负。

别是在正规金融服务供给不足和结构失衡的地区。根据西南财经大学发布的《中国农村家庭金融发展报告(2014)》,2013年全国有34.7%的家庭参与了民间借贷,而同年中国家庭的股票市场(后文简称股市)参与率仅为6.5%,基金市场3.1%,债券市场0.7%,可见在中国民间借贷活动十分活跃。在此背景下,许多文献研究了中国民间借贷相关问题(Allen *et al.*, 2005; Ayyagari *et al.*, 2010; 胡金焱和张博, 2013、2014; 尹志超等, 2015),但这些文献集中关注民间借贷在家庭和企业部门中发挥的经济功能,鲜有关注民间借贷的风险问题。由于民间借贷活动长期游离于正规金融市场外,难以被纳入正规金融的监管框架,相关法律法规不够完备,加之具有中国家庭广泛参与、借贷关系复杂等特点,使其容易演化为重大风险,因此民间借贷风险的识别和成因研究具有重要的现实意义和学术价值。

党的十八大以来,以习近平同志为核心的党中央高度重视维护金融安全。随着中国进入经济发展新阶段,十九大报告中进一步提出“守住不发生系统性金融风险的底线”,把“防范化解重大风险”列为三大攻坚战之一,二十大报告再次强调“加强和完善现代金融监管,强化金融稳定保障体系,依法将各类金融活动全部纳入监管,守住不发生系统性风险底线”。本文从正规金融市场的风险跨市场溢出视角出发,研究股市风险是否以及如何外溢到民间借贷违约风险,在识别外溢效应的基础上进一步剖析影响机制,为健全完善金融风险的监控和监管体制提供有益的参考。

传统的金融风险跨市场溢出主要是指股票、债券、外汇等正规金融市场间的风险传导(史永东等, 2013; 杨子晖等, 2020、2022),有关正规金融市场对民间借贷市场的风险溢出在实证上尚存研究空白。中国股市是以散户投资者为主的新兴市场^①,伴随牛市短熊市长以及暴涨暴跌的极端价格波动,不难预期股市涨跌风险会外溢到民间借贷违约风险。当股市上行时,投资者出于逐利动机可能使用金融杠杆参与股市,由于正规金融杠杆存在资金、交易经验等限制,投资者更可能从非正规金融(如民间借贷)渠道获取杠杆资金。此外,还有一些风险偏好较高的投资者不满足于正规金融的低杠杆比,也会通过场外非正规金融渠道提高杠杆。

但随着股市泡沫破灭,这些杠杆交易投资者可能无法偿付本息产生违约,最终被诉诸法院。以四川省攀枝花市中级人民法院(2020)川04民终615号判决书为例,

^① 截至2020年,自然人投资者持股账户数高达4181.61万户,占99.74%,其中持仓金额在10万元以下账户有2249.17万户,占53.65%。数据来自《上海证券交易所统计年鉴》,网址为<http://www.sse.com.cn/aboutus/publication/yearly/>。

“2011年至2014年炒股很顺利,久而久之武某(以下简称原告)也知道严某(以下简称被告)炒股非常厉害,……原告借用游某账户让被告替他做股票,……只是没有想到的是,2015年5月底股市暴跌……此后因被告炒股亏损,无法按时偿还原告的借款及利息……”,最终双方产生借贷纠纷。本案例阐述了股市风险外溢到非正规金融风险的基本事实。

基于以上分析,本文利用民间借贷纠纷^①数据构建中国地级市-月度层面的民间借贷违约风险指标,同时结合《中国城市统计年鉴》、股市收益率数据及百度指数等,揭示中国股市风险是否以及如何外溢到民间借贷市场,造成民间借贷市场的违约风险,并进一步研究风险传导的驱动机制,具有重要的学术价值和现实意义。具体地,我们通过裁判文书网收集整理了自2014年1月至2018年9月约270万份民间借贷纠纷判决文书,根据文书中记录的法院、被告人以及判决时间等相关信息,刻画地级市-月度层面的民间借贷违约风险指标。为识别股市风险对民间借贷违约风险的外溢效应,我们首先估计股市收益率对民间借贷违约的影响。在经济机制方面,本文利用投资者在面对高价和低价股票时认知上的差异、地区教育资源密度差异、男性和女性风险偏好差异以及不同地级市对彩票的关注度差异,研究股市涨跌影响民间借贷风险的渠道。其次,我们利用百度指数工具收集地级市层面对股市的关注度,建立2014-2015年中国A股牛市事件分析模型,估计股市上涨时期民间借贷借款行为的动态变化。最后,我们探讨正规和非正规金融的可得性是否缓解股市收益对民间借贷违约的影响。

本研究发现:第一,股市涨跌显著影响了民间借贷违约风险,股市上涨时违约风险下降,股市下跌时违约风险上升。第二,在影响机制方面,股市风险对民间借贷风险的影响有两个渠道:一是投资者对股市的“认知偏误”,即投资者对股市产生了非理性认识,这种认识促使投资者盲目使用民间借贷杠杆参与股市,并最终造成民间借贷违约;二是投资者的“风险偏好”,即高风险偏好的投资者在受到股市波动的影响后,产生了更多的民间借贷违约。第三,在股市收益率上涨时期,股市关注度高的城市出现更多的高风险民间借贷融资行为,即投资者通过民间借贷举债融资炒股。第四,正规金融的可得性能显著缓解股市收益率对民间借贷违约风险的影响。

本文主要从以下方面丰富了现有文献:第一,在研究数据和视角上,使用约270万份裁判文书构建了民间借贷违约风险指标。已有文献集中关注民间借贷在家庭和

① 一般指因借款人违约不能按期归还借款或拒不给付借款利息引发的纠纷。

企业部门中的经济功能,以及影响民间借贷形成和发展的因素,但对民间借贷的风险讨论不足,特别是违约风险。这种风险因其长期脱离金融监管的属性而天然存在,与该风险有关的研究在防范化解重大金融风险的政策背景下尤为重要。本文使用裁判文书这一独特的非结构化文本数据衡量地区之间民间借贷违约风险的差异,为民间借贷相关研究提供了新视角。第二,在研究思路,将非正规金融市场纳入金融风险溢出的研究框架,讨论分析了正规和非正规金融市场间的风险联动。金融风险联动已逐渐成为国内外学者的研究重点,已有文献对金融风险的研究以围绕单一类别、单一市场和单一主体讨论市场风险或信用风险为主,特别是金融风险跨市场的联动扩散关系研究尚有较多空白。本文研究了股市与民间借贷市场间的风险联动,将金融风险扩散的研究拓展到正规金融市场与非正规金融市场的联动,既推动了对传统单一风险源的再认识,也是对目前金融风险传染相关文献的有益补充。第三,从微观机制分析上,剖析了股市风险向民间借贷市场传导的影响渠道。金融市场风险联动相关文献大多从宏观视角出发,关注两个或多个市场的整体风险水平以及风险传染路径,对金融风险微观传导机制的认识有待完善和补充。本文利用投资者面对高价和低价股票时的认知偏误、男性和女性风险偏好、不同地级市对彩票关注度及教育资源密度等差异,从微观个体和城市层面深入剖析了风险传染的影响机制,推动了学界和政府对于金融风险传染微观机制的理解。

本文余下内容安排为:第二部分是文献综述;第三部分是研究假说;第四部分是数据与模型;第五部分是经验分析结果;第六部分是稳健性检验;第七部分是进一步的讨论;最后是本文结论与政策建议。

二 文献综述

(一)民间借贷相关文献

目前已有许多文献研究了中国民间借贷问题,包括民间借贷在家庭、企业部门中的角色,以及影响民间借贷使用和规模的众多因素。

其中一支文献利用中国家庭金融调查(CHFS)数据库,以家庭为单位从微观个体视角研究民间借贷行为。例如胡金焱和张博(2014)研究发现社会网络通过影响民间借贷活动进而影响家庭的创业选择。徐丽鹤和袁燕(2017)研究发现与穷人相比,富人的社会网络更发达从而进入民间借贷市场的可能性更高。尹志超等(2015)则发现金融可得性的提高促使家庭更多参与正规金融市场,远离非正规金融市场。

除研究民间借贷在家庭中的角色外,也有文献研究民间借贷这一非正规金融形式与民营企业间的关系。Allen *et al.* (2005)研究发现尽管中国金融体系不够发达,但其经济却一直在以非常快的速度增长,尤其是民营部门,表明这些企业通过声誉和关系获得了外部融资以支持增长。Ayyagari *et al.* (2010)将这种基于声誉和关系的融资解释为非正规金融,但他们发现非正规金融并不能支持民营企业增长,只有银行贷款这种正规金融形式才能促进企业增长。此外,胡金焱和张博(2013)研究发现民间金融通过对以工业和建筑业为主的第二产业的推动作用,促进了中国经济整体增长。但邓路等(2014)的发现与其相反,民间金融对民营企业的业绩具有负面影响,会对当地经济增长产生负向作用。综上,民间借贷能否帮助企业增长尚未达成一致结论。

还有许多文献研究了历史、社会、经济、宏观调控等因素对民间借贷的影响。张博和范辰辰(2018)研究发现方言多样性通过地域和身份认同以及由此形成的社会资本,影响地区民间金融的发展。此外,张博等(2018)使用小额贷款公司数据研究发现,当代民间金融受历史上金融市场活跃程度的影响。民间借贷作为金融市场的一部分,自然也会受宏观调控的影响,主要是受货币政策的影响(张雪春等,2013;潘彬和金雯雯,2017;王博等,2019)。也有文献探讨民间借贷风险溢价的来源,陈志武等(2014)使用清代民间借贷纠纷数据解释了高利贷契约执行时可能的暴力冲突导致的风险溢价。

(二)金融市场风险联动相关文献

目前相关研究主要涉及以下几方面:单一金融市场内部参与主体间的风险联动、不同正规金融市场宏观层面的风险联动以及金融风险跨国传导等。

在单一金融市场内部参与主体间的风险联动方面,许多文献研究了个体银行对系统性风险的影响,以及银行间的风险溢出效应(Adrian and Brunnermeier, 2016; Anderson *et al.*, 2019; Mitchener and Richardson, 2019)。郭晔和赵静(2017)研究发现银行存款竞争通过影子银行渠道增加了银行系统风险。杨子暉和李东承(2018)研究发现,股份制商业银行是银行业系统性金融风险的主要诱发者,宫晓莉等(2020)进一步发现股份制商业银行在金融风险传染中的影响力大于国有商业银行,大型国有商业银行在系统性风险上升时期反而会起到稳定器作用。此外,随着互联网金融的创新发展和民间借贷规模的迅速扩张,信贷风险已经不限于银行业等正规金融市场(廖理等,2014;王会娟和廖理,2014;廖理等,2018)。

正规金融市场宏观层面的风险联动研究主要包括考察股票、债券、外汇、政府信用债等市场间风险联动方式及其传导机制。史永东等(2013)分析了股市与债券市场的风险溢出与联动效应。Adams *et al.* (2014)研究发现信贷资金的跨部门流动导致金

融风险在银行与保险机构间的传导。牛霖琳等(2016)研究发现城投债风险通过避风港效应和补偿效应两个渠道将影响传导至国债收益率。熊琛和金昊(2018)通过构建金融部门持有具有违约风险的地方政府债券模型,刻画了中国地方政府债务风险与金融部门风险相互传导的特征事实。Dicks and Fulghieri(2019)则发现银行系统的整体挤兑很可能是由于股市崩盘和资金流向更优质资产市场造成的。

在金融风险跨国传导方面,方意(2016)、刘程程等(2020)及杨子晖等(2020)研究了金融市场风险如何在全球不同国家间传染。叶永刚等(2016)与张智富等(2020)研究了银行危机的跨国传染和国家信用风险的跨国联动。Miranda-Agrippino and Rey (2020)探讨了美国货币政策冲击对全球金融变量的影响,他们发现美国货币紧缩导致全球金融中介机构大幅去杠杆化,全球国内信贷供应下降,国际信贷流动大幅缩减,外国金融状况趋紧。

综合民间借贷和金融风险联动两支文献,我们可以看出:第一,已有文献集中关注民间借贷在家庭和企业部门中的作用,以及影响民间借贷形成和发展的因素。这些文献重点关注民间借贷的规模或使用,较少关注民间借贷风险,特别是违约风险。这种风险因其长期脱离金融监管的属性而天然存在,与该风险相关的研究在防范化解重大金融风险的政策背景下尤为重要。第二,已有文献主要研究金融市场单个风险的系统转化或耦合,关注风险溢出效应的研究也多局限于同类主体间的传导,较少拓展到其他类别、其他市场及其他主体的风险。第三,已有文献主要研究正规金融市场间的风险传导机制,由于非正规金融市场对中国社会经济有重要影响,有必要研究正规金融市场和其他非正规金融市场(尤其是民间借贷风险)的联动与风险扩散。

三 研究假说

民间借贷作为非正规金融市场的主要形式,是中国金融市场二元结构体系中的重要组成部分,特别是在正规金融服务供给不足和结构失衡地区。由于民间借贷市场和股市具有以下特点,股市涨跌会影响民间借贷违约风险。第一,民间借贷成本较高。由于缺少充分竞争的有效市场,民间借贷利率多基于借贷金额、时期长短、资金紧缺程度,由双方议定。借款者为能及时足额得到所需资金,常常允诺能提供高额回报;而资金提供者出于对超额利润的追求,也会刻意抬高资金出让价格。在许多情况下过高的借贷成本已远超出借款者的偿付能力(方先明和孙利,2015)。如果借款成本高于投资利润,或资金短缺导致不能还款,且私下协商无法解决问题,就有可能出现民间借贷纠纷。

第二,中国股市的散户投资者与民间借贷关系密切。中国股市是一个散户投资者为主体的新兴市场,当股市上行、收益率增加时,投资者出于逐利动机更可能使用金融杠杆参与股市。但正规金融杠杆的使用存在两方面限制:其一,获取正规金融资金的门槛较高,以融资融券为例,2015年1月16日证券监督管理委员会新闻发言人邓舸强调“不得向证券资产低于50万元的客户融资融券”,这是大多数散户投资者无法达到的条件;其二,正规金融杠杆的杠杆比例有限,一般融资融券的杠杆比例为1:1,极少部分可达1:3。由于正规金融融资存在资金门槛限制,投资者会更多从非正规金融(如民间借贷)渠道获取杠杆资金。此外,一些风险偏好较高的投资者甚至不满足正规金融1:1的杠杆比例,他们会通过场外非正规金融渠道提高杠杆,杠杆比例甚至可达1:8甚至1:10。在这种情况下,大量投资者通过民间借贷融资参与股市,在2014年年底至2015年年中股市上涨期间,峰值阶段进入股市的场外配资规模约为3-3.8万亿元(吴晓求,2016)。

由于中国股市部分散户投资者与民间借贷有密切关系,且民间借贷成本较高,导致股市涨跌会影响民间借贷违约风险。一方面,从债务人角度看,当股市上涨时,民间借贷人在股市的投入有所回报,财务压力减轻,还款能力较强,更不容易产生违约;而当股市下跌时,民间借贷人财务压力增加,还款能力下降,更容易产生违约。另一方面,从债权人角度看,当股市上涨时,市场中的投资者情绪高涨,观察到上涨情况的债权人对股市抱有乐观预期,此时债权人不急于催收还款;而在股市下跌期间,债权人对股市的情绪更悲观,由于担心债务人继续亏损导致无法偿还借款,且债权人也可能因自身投资亏损面临财务压力,因此更急于收回资金,从而增加了民间借贷纠纷发生的可能性。综上,我们提出本文假说1。

假说1:当股市收益率增加时,民间借贷违约风险下降;而当股市收益率减少时,民间借贷违约风险上升。

本文将从投资者对股市的认知偏误和风险偏好两方面论述股市收益率如何影响民间借贷违约风险。认知偏误是指投资者对股市在不同状态下事件的发生概率具有错误的主观信念。传统金融学理论认为,给定公司基本面信息,股票名义价格水平仅与公司资产的分割份数有关,但行为金融学相关研究指出,股票名义价格仍然会对投资者的决策产生影响,即存在“名义价格幻觉”。罗进辉等(2017)研究发现名义价格幻觉也会使非理性投资者认为相比高价股,低价股下跌空间更小而上涨空间更大,从而偏好于投资低价股并愿意给其正的溢价。散户投资者由于资金、能力、信息等各方面的限制,一方面更偏好于投资低价股,另一方面也更容易产生名义价格幻觉的心理

偏差,错误地认为低价股的上涨空间更大,从而加剧其对低价股的投资偏好。如前文所述,中国散户投资者与民间借贷关系密切,不少散户投资者通过民间借贷融资参与股市。在这些散户投资者更多地参与低价股票交易的情况下,低价股票的涨跌就会对民间借贷风险产生更强的影响。

此外,投资者对股市产生认知偏误的原因可能是缺乏相关知识或信息。在教育资源可得性越高的情况下,当地整体知识水平和投资者认知水平越高。当教育资源变得更可用和更易于获得时,投资者就能更好地了解股市,例如运用相关概率统计知识分析市场,规避更容易产生问题的公司和股票。因此,随着投资者教育水平的提高,对股市收益率的认识偏差可能会变小。由此,我们提出本文假说2。

假说2:股市涨跌通过投资者的认知偏误机制影响民间借贷违约风险。低价股票收益率对民间借贷违约风险的影响比高价股票更强。在教育资源可得性更高的城市,股市收益率对民间借贷违约风险的影响更弱。

风险偏好是指投资者由于情绪、性格、心理等方面的因素,使其投资行为决策呈更强的风险偏好。当投资者对信息处理和决策能力过度自信时,就会进行一些非理性交易,导致其交易股票的实际表现往往与预期不一致。风险偏好的一种具体表现是投资者因过度自信而配置高风险的金融资产,这种现象在男性投资者中更明显(Powell and Ansic, 1997)。Odean(1999)将过度自信的概念引入金融市场研究领域,从投资者行为的角度解释股市的过度交易现象,发现投资者由于受过度自信偏差的影响而过度交易。Barber and Odean(2000)的研究进一步表明,由过度自信导致的过度交易会减少投资者的财富。Barber and Odean(2001)将投资者进一步细分为男性和女性,发现男性交易量比女性高出45%,男性年均收益因此减少了2.65%,而女性年均收益仅减少1.72%,由此证明男性更具有过度自信的倾向。因此,股市对男性投资者可能会产生更强的影响,传导至民间借贷市场上则反映为男性债务人会产生更高的违约风险。

风险偏好的另一种具体表现是非理性投资者具有彩票偏好特征,表现出强烈的投机行为。在金融市场中,具有彩票偏好的投资者往往表现出以小博大、孤注一掷、盲目不计后果地追求高额收益(Filiz-Ozbay *et al.*, 2015)。实际上,股票交易者和彩票购买者存在许多共同特征:首先,在频繁交易的情况下,由于存在交易费用等,股票交易和购买彩票的行为相同,都是负和博弈。其次,在标准的金融理论框架下,这种赌博性交易行为令人费解。如果投资者都是风险规避的,那么他们不应承担负的预期收益(刘志峰和张婷婷, 2020)。从行为金融角度看,具有彩票偏好的交易者更可能高估小概率事件(Barberis, 2012),认为自己的运气一定会好于他人,因此导致他们忽视

风险求取回报。而在民间借贷市场中,在借贷成本较高的情况下,投资者仍然会动用民间借贷杠杆参与股市,这表明其彩票偏好现象更严重,投资者更愿意不顾风险去博取高额回报。由此,我们提出本文假说3。

假说3:股市涨跌通过投资者的风险偏好机制影响民间借贷违约风险。当债务人为男性时,民间借贷违约风险受股市收益的影响更大。在彩票偏好更强地区,民间借贷违约风险受股市收益的影响更大。

四 数据与模型

(一)样本选择与数据来源

本文通过中国裁判文书网^①获取了2014年1月至2018年9月85%以上的实际披露裁判文书,统计其中民间借贷相关文书信息,从而研究中国股市波动对民间借贷市场违约风险的影响。选择2014年作为起点的原因是中国裁判文书网于2013年7月设立,最高人民法院要求地方各级法院将裁判文书挂网,2013年以前的案件并未全部要求强制上网。截至2014年前,该网站披露了全年审结文书的37%,其后文书披露比例呈逐年上升趋势。此外,通过统计文书的月度分布,我们发现自2014年1月起,披露文书数量达到一个明显不同于前期的较高水平。经过整理,我们得到约270万份民间借贷纠纷裁判文书,以中国地级及以上城市为研究样本,构建民间借贷违约风险和相关变量的城市-月度面板数据。本文数据来源于历年《中国城市统计年鉴》、中国银行保险监督管理委员会网站、中国裁判文书网、百度及万得(wind)资讯等。

(二)模型设计与变量说明

本文首先构建验证股市涨跌是否影响民间借贷违约的模型:

$$\ln Disputes_{iym} = \beta_0 + \sum_{p=1}^5 \beta_p Return_{y,m-p} + \sum_{k=1}^K \alpha_k X_{i,y-1/y,m} + \delta_i + \lambda_{yq} + \varepsilon_{iym} \quad (1)$$

其中,下标*i*、*y*、*q*、*m*分别表示城市、年份、季度及月份; $\ln Disputes_{iym}$ 表示*i*城市在*y*年*m*月的民间借贷违约指标,即在*y*年*m*月内*i*城市产生了多少份民间借贷纠纷判决书,我们将其加1取对数; $Return_{y,m}$ 为股市在*y*年*m*月内的股市收益率,具体包括上证指数月度收益率、深证成指月度收益率及沪深300指数月度收益率; $Return_{y,m-p}$ 表示滞后*p*个月的股市收益率,因为民间借贷纠纷从被法院受理到最终判决需要一段时间,滞后期分别取1至5期,即滞后1至5个月,滞后期最大取5个月的原因在于,

^① 网址为<https://wenshu.court.gov.cn/>。

根据我们的样本统计,85%以上的民间借贷纠纷都会在5个月内审理完成; $X_{i,y-1/y,m}$ 为*i*城市在*y*-1或*y*年的控制变量(即部分变量滞后1年,部分变量无滞后),包括经济、社会等一系列变量,我们在后文具体阐述; δ_i 为城市固定效应,包含所有不随时间改变的变量,如自然地理因素、宗族因素等; λ_{yq} 为季度固定效应,控制所有随季度而不随个体改变的宏观冲击变量; ε_{im} 为误差项。

1.被解释变量。本文民间借贷违约指标为民间借贷违约数量(加1取对数)。其中,违约案件所属城市是审理该案件的人民法院所在城市。因此该变量的定义存在一个问题:法院所在城市能否准确反映民间借贷违约所属城市?民间借贷违约诉讼属于民事诉讼,根据《中华人民共和国民事诉讼法》第二十一条规定,“对公民提起的民事诉讼,由被告住所地人民法院管辖;被告住所地与经常居住地不一致的,由经常居住地人民法院管辖”“对法人或其他组织提起的民事诉讼,由被告住所地人民法院管辖”。也就是说,以法院所在城市定义民间借贷违约风险,反映的是被告(债务人)所在地的民间借贷违约风险。这符合我们对民间借贷违约风险的认知,一般地,违约这一行为是由债务人主动或被动做出的,债务人违约最终增加了民间借贷违约风险,所以审理违约案件法院的地域分布可较为准确地反映民间借贷违约的地域分布。

我们对裁判文书样本的处理过程如下,主要剔除:(1)正文缺失文书和重复文书;(2)林区法院、农垦法院、铁路法院、海事法院等非常规法院的判决书;(3)非基层法院审理的文书;(4)原被告信息不可识别的文书和原告为银行的文书;(5)裁判日期为空的文书。在此基础上,我们进一步筛选出:(1)一审文书中的民事判决书;(2)案由为民间借贷纠纷且没有其他案由的文书;(3)裁判日期在2014年1月至2018年9月的文书。最终本文得到约270万份民间借贷纠纷裁判文书,汇总为城市-月度层面的面板数据。

2.核心解释变量。本文选取的核心解释变量为股市月度收益率(*Return*),我们使用股票指数月度收益率代表股市月度收益率,其原因在于Li and Yu(2012)的研究表明,个体投资者更容易获得指数信息,因为指数对其更直观。本文选取的代表性指数包括上证指数收益率、沪深300指数收益率、中证500指数收益率及上证50指数收益率。在计算这4个指数的月度收益率时,首先计算逐日的对数收益率,然后再将日收益率加总为月度收益率。

在2014年1月至2018年9月的样本期内,中国股市经历了剧烈波动。2014年11月,沪港通正式宣布启动,随后的1个月内股市交易量和收益率均大幅增加,标志着新一轮牛市的开始。2015年上半年上证指数从约3200点上涨到5000点以上,大量杠杆资金涌入股市,造就了中国证券市场有史以来最大的由资金杠杆推动的股票牛市。

融资融券从2014年年初不到3500亿元,到年底已突破1万亿元,再到2015年6月达到历史峰值的2.27万亿元,股市达到极度狂热状态。2015年6月13日证券监督管理委员会要求证券公司自查并开始清理场外配资,牛市戛然而止,瞬而转熊。随后的6至8月股市开始暴跌,大量杠杆投资者被强制平仓或补仓,进一步加速了股市下跌,多个交易日呈“千股跌停”的情况。2016–2017年,中国股市经历了一段时间的上涨,直到2018年3月,中美贸易争端引起了中国股市的恐慌情绪,股市收益率开始降低。图1显示了本文样本期间上证指数的月度收益率。

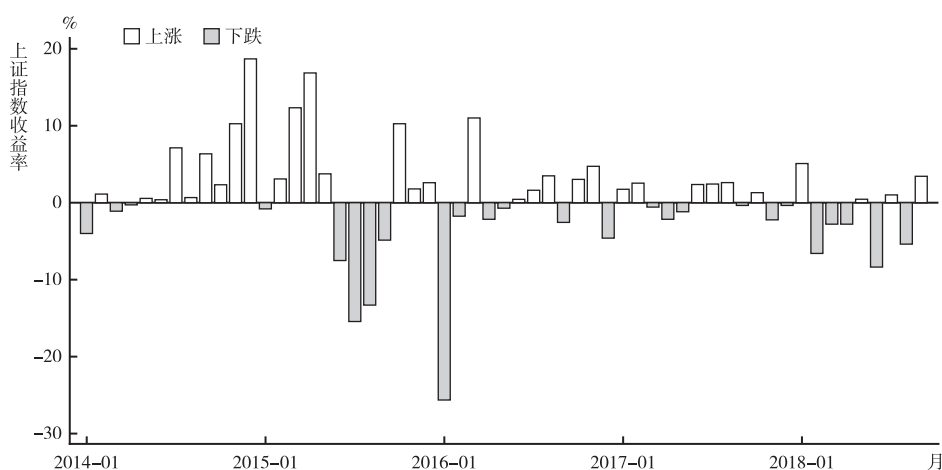


图1 样本期中国股市收益率

3.控制变量。本文控制变量包括:(1)民事诉讼判决书数量($\ln Civil_Disputes$),衡量一个城市民事诉讼案件的总体情况,既反映民众的法律诉求,也反映了法院执法的强度与效率。(2)人均GDP对数($\ln Pcgdp$),民间借贷发达程度受当地经济发展水平的影响,一般经济越发达,民间借贷市场也越发达(张博等,2018),越可能产生更多的民间借贷纠纷。(3)正规金融变量($Finance_GDP$ 和 $Bank_Pop$),非正规金融的发展常常是因为正规金融资源不充足,因此民间借贷这一非正规金融形式会受正规金融的影响(张博和范辰辰,2018)。 $Finance_GDP$ 表示金融机构人民币各项贷款余额除以国内生产总值; $Bank_Pop$ 为当地银行资源的可得性,用银行数量除以当地人口数量表示,两者衡量了当地正规金融的发展程度。(4)固定资产密度(Fix_GDP),用城市固定资产投资除以GDP衡量。民间金融可为企业固定资产投资提供资金支持,固定资产密度越高的地区,其民间借贷需求可能越旺盛(张博和范辰辰,2018),从而催生越

多的违约事件。(5)城市产业结构变量(*First*和*Second*),分别为第一、第二产业从业者占比,反映城市的经济结构。民间借贷常常为农林牧渔业提供支持,因此该产业越发达的地区,其民间借贷活动可能越旺盛(张博等,2018)。(6)政府财政覆盖能力(*Finance_Cover*),用城市财政支出除以财政收入表示。财政覆盖能力越弱的地区,政府干预银行等正规金融机构的动机越强,从而越影响当地民间借贷的发展(张博和范辰辰,2018)。(7)小额贷款公司数量(*ln Small_Loan*),反映当地民间借贷市场的规模。

值得注意的是,回归中部分控制变量取滞后期,部分控制变量未取滞后期。例如*ln Civil_Disputes*是城市-年份-月份层面的变量,反映一个城市在特定年月的民事诉讼总体情况,在本文被解释变量也是城市-年份-月份层面变量的情况下,*ln Civil_Disputes*对民间借贷违约风险的影响当月就会显示,因此该控制变量没有取滞后期。其余控制变量都是城市-年份层面变量,反映某城市在一整年内的加总或平均情况,因此若不取滞后期直接对被解释变量回归,就是假定控制变量包含的后置信息会对前置的被解释变量产生影响(例如2017年12月的人均生产总值对2017年1月的民间借贷违约风险产生了影响),这是不合理的。因此,我们将所有城市-年份层面的控制变量都取1年(12个月)的滞后期后再进行回归。本文主要变量的描述见表1。

表1 主要变量描述

变量	含义
<i>ln Disputes</i>	民间借贷违约风险,使用民间借贷纠纷的判决书数量(加1取对数)表示
<i>Return_SZ</i>	上证指数股市收益率
<i>Return_HS300</i>	沪深300指数股市收益率
<i>Return_ZZ500</i>	中证500指数股市收益率
<i>Return_SZ50</i>	上证50指数股市收益率
<i>ln Civil_Disputes</i>	民事诉讼判决书数量(加1取对数)
<i>ln Pcgdp</i>	地区经济发达程度,使用人均GDP(取对数)表示
<i>Finance_GDP</i>	正规金融发展程度,使用金融机构人民币各项贷款余额除以GDP表示
<i>Bank_Pop</i>	银行资源可得性,使用银行数量除以人口数量表示
<i>Fix_GDP</i>	固定资产投资除以GDP
<i>First</i>	第一产业占比,使用第一产业人口数量占比表示
<i>Second</i>	第二产业占比,使用第二产业人口数量占比表示
<i>Finance_Cover</i>	政府财政覆盖能力,用城市财政支出除以财政收入表示
<i>ln Small_Loan</i>	小额贷款公司数量(加1取对数)

主要变量的描述性统计见表2。从中可知,每个城市在每个月平均产生了约64次民间借贷违约(加1取对数后约为表2中 $\ln Disputes$ 的均值4.176),最大值超过了4600次(加1取对数后约为8.453)。样本期内4种指数的月度收益率均值都为正(分别为0.5%、0.7%、0.4%、0.9%),单月涨幅最大值出现在2014年12月,上证指数涨幅接近20%,上证50指数涨幅甚至接近30%,单月跌幅最大值则出现在2016年1月,上证指数跌幅超过了25%。

表2 主要变量的描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
$\ln Disputes$	18 582	4.176	1.496	0	8.453
$Return_{SZ}$	18 582	0.005	0.069	-0.257	0.187
$Return_{HS300}$	18 582	0.007	0.071	-0.236	0.230
$Return_{ZZ500}$	18 582	0.004	0.081	-0.331	0.187
$Return_{SZ50}$	18 582	0.009	0.075	-0.205	0.299
$\ln Civil_Disputes$	18 582	5.738	1.593	0	9.902
$\ln Pcgdp$	15 662	10.736	0.658	9.172	13.185
$Finance_GDP$	15 662	1.033	0.618	0.118	7.450
$Bank_Pop$	14 676	0.564	0.493	0.032	7.889
Fix_GDP	15 647	2.269	6.388	0.010	59.410
$First$	15 887	44.988	14.303	1.770	83.430
$Second$	15 708	1.480	0.785	0.322	6.417
$Finance_Cover$	15 920	2.949	1.957	0.904	25.258
$\ln Small_Loan$	18 297	3.375	0.993	0	5.680

五 经验分析

(一)基准回归

本文首先检验股市收益率是否影响民间借贷的违约风险,具体估计结果见表3。以第(1)列为例,在加入所有控制变量、城市和季度固定效应以及使用城市聚类标准误后,上证指数收益率对民间借贷违约风险的影响基本显著为负,表明当上证指数股市收益率下降(上升)后,会产生更多(更少)的民间借贷违约判决。我们将第(1)列1-5个滞后期的系数加总,得到系数总和为-0.55(见该列下方统计量SumBeta),且在1%水平上显著。这一系数代表当上证指数收益率下降/增加1%时,民间借贷违约数量

在随后将增加/减少0.55%。在2015年6月后的股市暴跌事件中,上证指数从最高点下跌近50%,在本文估计中,这将导致民间借贷违约增加约27.5%。表3第(2)–(4)列中沪深300、中证500、上证50指数收益率的估计结果中相应系数也显著为负,表明这些指数代表的股市收益率对民间借贷违约风险有显著负向影响。

表3 股市收益率对民间借贷违约风险的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
	上证指数收益率	沪深300收益率	中证500收益率	上证50收益率
<i>ReturnL1</i>	-0.044 (0.038)	-0.048 (0.036)	0.016 (0.036)	-0.065** (0.033)
<i>ReturnL2</i>	-0.266*** (0.043)	-0.262*** (0.041)	-0.128*** (0.032)	-0.283*** (0.040)
<i>ReturnL3</i>	0.042 (0.045)	0.053 (0.040)	-0.002 (0.035)	0.024 (0.033)
<i>ReturnL4</i>	-0.184*** (0.047)	-0.151*** (0.042)	-0.115*** (0.040)	-0.146*** (0.034)
<i>ReturnL5</i>	-0.097** (0.045)	-0.060 (0.039)	-0.068** (0.031)	-0.062* (0.034)
SumBeta	-0.550***	-0.469***	-0.296**	-0.532***
样本量	15 170	15 170	15 170	15 170
R ²	0.946	0.946	0.946	0.946

说明:括号内的值为聚类到城市层面的稳健标准误,*、**及***分别表示在10%、5%及1%的水平下显著,后表同。所有回归均控制了城市固定效应、年份-季度固定效应以及前文提及的所有控制变量。表4–7同。*L1–L5*分别表示滞后1–5期。SumBeta是股市收益率所有滞后期系数的总和。

(二)机制检验:投资者的认知偏误与风险偏好

1. 认知偏误机制检验。本文使用申银万国公司发布的A股低价股指数和高价股指数分别作为低价股和高价股的代表,以验证假说2是否成立。相关回归结果见表4,第(1)列为高价股指数收益率对民间借贷违约风险的影响,其5个滞后期的影响总和为-0.367,即高价股指数下跌/上涨1%,会使随后的民间借贷违约判决数量增加/减少0.367%;第(2)列为低价股指数收益率对民间借贷违约风险的影响,其5个滞后期的影响总和为-0.580,即低价股指数下跌/上涨1%,会使随后的民间借贷违约判决数量增加/减少0.580%。在两者标准差没有较大差异的情况下(样本期内高价股收益率的标准差为8.1%,低价股收益率的标准差为7.5%),低价股指数收益率对民间借贷违约风险的影响大约比高价股指数高60%,表明民间借贷市场受股市低价股的影响更大,

股市波动对民间借贷的风险溢出效应:来自法院文书的证据

即股市风险确实通过投资者的认知偏误传导到民间借贷市场,验证了本文假说2。

本文使用一个地区的高等学校密度(*Education*)衡量该地区的教育资源密度,进一步检验假说2。更好的教育资源可得性提高了当地整体的知识水平和投资者认知水平,会降低投资者产生的认知偏误程度。我们在

表4 高价股和低价股指数对民间借贷违约风险的影响

	(1) 高价股指数收益率	(2) 低价股指数收益率
<i>ReturnL1</i>	0.035 (0.036)	-0.051 (0.035)
<i>ReturnL2</i>	-0.141*** (0.031)	-0.275*** (0.041)
<i>ReturnL3</i>	-0.028 (0.030)	0.033 (0.046)
<i>ReturnL4</i>	-0.175*** (0.043)	-0.166*** (0.044)
<i>ReturnL5</i>	-0.058* (0.030)	-0.121*** (0.043)
SumBeta	-0.367***	-0.580***
样本量	15 170	15 170
R ²	0.946	0.946

回归中加入教育资源密度和股市收益率的交互项,相关回归结果见表5。其中,股市收益率与教育资源密度的交互项系数在滞后1、2、3期基本显著为正,表明在教育资源密度较高地区,股市下跌对民间借贷违约的影响较小,验证了本文假说2。

表5 不同教育资源密度下股市波动对民间借贷违约风险的影响

	(1) 上证指数收益率	(2) 沪深300收益率	(3) 中证500收益率	(4) 上证50收益率
<i>ReturnL1</i> × <i>Education</i>	34.648*** (11.591)	27.094** (11.359)	39.109*** (10.952)	21.304* (12.683)
<i>ReturnL2</i> × <i>Education</i>	24.245** (12.105)	21.651** (10.750)	24.437** (11.448)	21.235** (9.449)
<i>ReturnL3</i> × <i>Education</i>	37.665*** (12.501)	29.734*** (10.807)	22.401* (11.875)	31.030*** (9.633)
<i>ReturnL4</i> × <i>Education</i>	11.608 (15.807)	5.936 (13.863)	25.112* (13.820)	8.311 (11.554)
<i>ReturnL5</i> × <i>Education</i>	29.476 (21.457)	21.097 (18.999)	33.095* (19.559)	16.672 (16.966)
交互项低阶项	控制	控制	控制	控制
样本量	14 861	14 861	14 861	14 861
R ²	0.946	0.946	0.946	0.946

说明:交互项低阶项指*Return*各滞后项和*Education*的单独项,表6和7类似。

2. 风险偏好机制检验。投资者的风险偏好也可能导致股市风险外溢至民间借贷市场。为验证假说3是否成立,我们整理了被告为男性和女性的民间借贷文书数量,引入一个新变量 *Male* (男性取值为1,女性为0)并统计了两组数量。表6第(1)–(4)列显示加入股市收益率与性别交互项(*Return*×*Male*)的回归结果,显著为负的交互项系数表明,被告为男性的民间借贷违约受股市的影响更强,证实了男性的风险偏好在股市风险向民间借贷市场溢出的过程中起到了重要作用。

表6 股市收益率对男性和女性民间借贷违约风险的影响

	(1) 上证指数收益率	(2) 沪深300收益率	(3) 中证500收益率	(4) 上证50收益率
<i>ReturnL1</i> × <i>Male</i>	−0.071 (0.070)	−0.041 (0.066)	−0.073 (0.062)	−0.039 (0.062)
<i>ReturnL2</i> × <i>Male</i>	−0.193*** (0.059)	−0.196*** (0.056)	−0.169*** (0.055)	−0.186*** (0.053)
<i>ReturnL3</i> × <i>Male</i>	−0.146** (0.060)	−0.122** (0.057)	−0.108* (0.056)	−0.129** (0.054)
<i>ReturnL4</i> × <i>Male</i>	−0.045 (0.065)	−0.032 (0.060)	−0.056 (0.059)	−0.022 (0.057)
<i>ReturnL5</i> × <i>Male</i>	−0.104* (0.061)	−0.068 (0.057)	−0.143** (0.059)	−0.046 (0.053)
交互项低阶项	控制	控制	控制	控制
样本量	30 340	30 340	30 340	30 340
R ²	0.810	0.810	0.810	0.810

风险偏好的另一种具体表现是非理性投资者具有彩票偏好特征,表现为强烈的投机行为。为验证假说3,我们引入彩票偏好(*Lottery*)与股市收益率的交互项。在构建彩票偏好指标时,使用彩票、福利彩票、体育彩票3个关键词的百度搜索指数衡量地级市-月度层面的彩票关注度,将其除以该地区互联网宽带接入用户数,得到各地区彩票偏好。表7展示了在不同彩票偏好地区,股市收益率对民间借贷违约风险的影响。彩票偏好与股市收益的交互项(*Return*×*Lottery*)显著为负,表明在彩票偏好越强的地区,民间借贷违约受股市的影响越大,从而证实了由彩票偏好代表的风险偏好机制在股市风险向民间借贷市场溢出过程中起到的重要作用。

表 7 不同彩票偏好下股市收益率对民间借贷违约风险的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
	上证指数收益率	沪深 300 收益率	中证 500 收益率	上证 50 收益率
<i>ReturnL1×Lottery</i>	-0.042** (0.021)	-0.042** (0.020)	-0.025 (0.017)	-0.039** (0.019)
<i>ReturnL2×Lottery</i>	-0.014 (0.019)	-0.007 (0.018)	-0.017 (0.015)	-0.006 (0.017)
<i>ReturnL3×Lottery</i>	0.007 (0.015)	0.005 (0.014)	0.003 (0.015)	-0.004 (0.013)
<i>ReturnL4×Lottery</i>	-0.054*** (0.019)	-0.044** (0.018)	-0.049*** (0.016)	-0.033** (0.017)
<i>ReturnL5×Lottery</i>	0.017 (0.017)	0.011 (0.015)	0.013 (0.015)	0.006 (0.014)
交互项低阶项	控制	控制	控制	控制
样本量	15 077	15 077	15 077	15 077
R ²	0.946	0.946	0.946	0.946

六 稳健性检验

(一)仅保留原被告类型为企业的裁判文书

当原被告类型为企业时,民间借贷的用途更可能投入公司的经营活动,而非投资股市,因此这部分民间借贷不太可能受股市影响。为此,我们统计了原被告均为企业的民间借贷裁判文书数量做回归分析,以作为安慰剂检验。

(二)考虑更多股市收益率滞后期的影响

本文在数据描述部分提到,85%以上的民间借贷纠纷都在5个月内审理完成,但仍有小部分民间借贷纠纷审理周期超过5个月,因此我们在基准回归基础上进一步加入更多滞后期,以检验基准回归的估计结果是否稳健。

(三)考虑中美贸易争端的影响

2018年3月下旬,时任美国总统特朗普在白宫签署备忘录,宣布基于“301调查”结果,由此揭开了中美贸易争端的序幕。随后几个月内,中美在贸易领域频频出台针锋相对的关税政策,部分相关上市企业受到波及,导致中国股市出现异常波动。同时,这一事件带来的风险也可能从企业传导至个体,例如公司对外贸易业务失败导致公司股东债务压力突增,从而增加民间借贷违约风险。考虑这一事件的影响,我们剔除中美贸易争端时期的样本(2018年4月及以后),检验基准回归结果是否受此影响。

(四)考虑“去杠杆”政策的影响

为解决产能过剩和债务高企问题,中国从2017年第2季度开始密集出台围绕影子银行和监管套利的一系列监管政策,极大地约束了商业银行表外信用投放。对金融机构的强监管一直持续到2018年中旬。2018年5月11日,中央银行发布的2018年第1季度《中国货币政策执行报告》关于货币政策思路的表述出现微调,由2017年第4季度的“稳增长、去杠杆、防风险”改为“稳增长、调结构、防风险”,其中去杠杆被调结构取代,同时指出“2017年宏观杠杆率趋稳”“宏观杠杆率增速放缓,金融体系控制内部杠杆取得阶段性成效”以及“未来我国宏观杠杆率有望进一步趋稳,并逐步实现结构性去杠杆”等。这表明在2018年5月后货币政策重点转为稳杠杆和结构性去杠杆。基于以上梳理,考虑去杠杆政策对民间借贷违约风险的影响,我们将去杠杆时期的样本删除(2017年4月至2018年4月),以检验基准回归结果是否由该政策驱动。

以上回归结果排除了安慰剂样本的影响,且均表明基准回归的估计系数是稳健的^①。

七 进一步研究

(一)股市上涨时期的民间借贷行为模式

前文证明了股市涨跌会影响民间借贷的违约风险,即股市上涨时民间借贷违约风险下降,股市下跌时民间借贷违约风险上升。同时我们也应能观察到在股市上涨期间会产生更多的民间借贷行为。2014年11月沪港通启动,随后1个月内上证指数从2692点上涨至3235点,涨幅近20%,成为2008年全球金融危机后股市收益率最高的月份,标志着新一轮牛市的开始。本文以2014年11月牛市启动为冲击事件,研究在这一轮牛市中股市对民间借贷行为的动态影响。综上,本文构建如下事件分析模型:

$$\ln Disputes_B_{iy m} = \beta_0 + \sum_{p=1}^P \beta_p Attention_i \times Time_{ym} + \sum_{k=1}^K \alpha_k X_{i, y-1/y, m} + \delta_i + \gamma_{ym} + \varepsilon_{iy m} \quad (2)$$

其中, $\ln Disputes_B_{iy m}$ 表示 i 城市在 y 年 m 月订立民间借贷合同数量,即以判决文书披露的借款时点统计的民间借贷数量,并加1取对数; $Time_{ym}$ 表示逐月的一系列时

① 限于篇幅,未报告具体回归结果,详见本刊网站(www.jweonline.cn)本文补充材料附录1。

间虚拟变量; $Attention_i$ 表示城市*i*在2014年10月对股市的关注度,本文使用百度指数衡量各地区对股市的关注度,并除以互联网宽带接入用户数,指数关键词设定为股市、股票、上证指数、深证指数、沪深300、中证500; β_p 表示股市关注度变量与一系列时间虚拟变量交互项的多个系数; γ_{ym} 表示年份-月份固定效应。

表8展示了利用(2)式将2014年7月作为基期的回归结果。以民间借贷数量作为被解释变量。在2014年11月牛市开始前系数并不显著,这表明高关注股市地区并没有比低关注股市地区产生更多的民间借贷;而在牛市开始后,高关注股市地区产生了更多的民间借贷,即股市收益率上升吸引投资者通过民间借贷融资参与股市。

表8 股市关注度不同地区的民间借贷数量差异

	(1)	(2)	(3)
	股票、股市、 上证指数	股票、股市、上证 指数、深证指数	股票、股市、上证指数、深证指数、 沪深300、中证500
$Attention \times Time_{2014-08}$	0.011 (0.019)	0.009 (0.018)	0.009 (0.017)
$Attention \times Time_{2014-09}$	0.021 (0.017)	0.019 (0.016)	0.018 (0.016)
$Attention \times Time_{2014-10}$	0.010 (0.022)	0.009 (0.021)	0.008 (0.020)
$Attention \times Time_{2014-11}$	0.033 (0.020)	0.030 (0.019)	0.028 (0.019)
$Attention \times Time_{2014-12}$	0.061** (0.025)	0.056** (0.025)	0.052** (0.024)
$Attention \times Time_{2015-01}$	0.060** (0.024)	0.056** (0.023)	0.052** (0.023)
$Attention \times Time_{2015-02}$	0.038 (0.025)	0.035 (0.024)	0.032 (0.023)
$Attention \times Time_{2015-03}$	0.064*** (0.024)	0.062*** (0.023)	0.058*** (0.022)
$Attention \times Time_{2015-04}$	0.062*** (0.023)	0.059*** (0.022)	0.054** (0.021)
$Attention \times Time_{2015-05}$	0.083*** (0.023)	0.078*** (0.022)	0.073*** (0.021)
$Attention \times Time_{2015-06}$	0.062** (0.026)	0.060** (0.025)	0.057** (0.025)

(续表)

	(1)	(2)	(3)
	股票、股市、 上证指数	股票、股市、上证 指数、深证指数	股票、股市、上证指数、深证指数、 沪深300、中证500
$Attention \times Time_{2015-07}$	0.054** (0.025)	0.052** (0.024)	0.048** (0.023)
$Attention \times Time_{2015-08}$	0.042 (0.031)	0.039 (0.030)	0.037 (0.029)
样本量	3758	3758	3758
R ²	0.954	0.954	0.954

说明:所有回归均控制了城市固定效应、年份-月度固定效应以及前文提及的所有控制变量。

(二)正规金融可得性和小额贷款金融可得性的影响

下面本文进一步讨论正规金融可得性是否能缓解股市涨跌对民间借贷违约风险的影响^①。相较于非正规金融,正规金融的利率更低,借贷合同的订立和执行也更规范。尹志超等(2015)通过中国家庭金融调查数据研究发现,金融可得性提高会降低家庭在非正规金融市场的参与和资产配置。同时,正规金融和非正规金融互为补充,正规金融也增强了当地投资者的资金实力,在投资亏损的情况下,如果投资者能从正规金融渠道获得资金,那么民间借贷违约的可能性就会下降。综上所述,在正规金融可得性越高的情况下,股市涨跌对民间借贷违约风险的影响也越小。本文通过加入正规金融可得性变量与股市收益率变量的交互项,刻画正规金融可得性在股市涨跌对民间借贷风险影响中的缓解作用。我们使用银行机构数量除以人口数量衡量正规金融可得性。

我们还探讨了小额贷款公司是否能缓解或增强股市涨跌对民间借贷违约风险的影响^②。一方面,小额贷款公司数量越多,当地非正规金融市场可能越发达,该地区民间借贷风气可能越盛行,市场规模也越大,在这种情况下,股市波动增加该地区民间借贷违约风险的程度可能越大。另一方面,本文研究样本主要包含非公司间的民间借贷违约,如果一个地区小额贷款公司较多,那么投资者存在资金需求时就会更多向小额贷款公司寻求帮助,从而减少当地非公司间的民间借贷数量,就会削弱股市波动对该类型民间借贷违约的影响。因此,小额贷款公司在其中具有正向和负向两方面

① 限于篇幅,未报告具体估计结果,见本刊网站本文补充材料附录2。

② 限于篇幅,未报告具体估计结果,见本刊网站本文补充材料附录2。

作用。我们使用小额贷款公司数量除以人口数量刻画小额贷款公司的密度,将其与股市收益率交互后再次回归,但结果未能找到小额贷款公司在其中发挥缓解或促进作用的证据,这表明上述两方向的作用可能是相互抵消的。

八 结论与政策建议

民间借贷活动长期游离于正规金融市场外,是中国金融体系的重要风险源之一。本文利用法院判决书这一独特的非结构化数据,构建了2014年1月至2018年9月民间借贷违约风险的城市-月度面板数据,考察股市的涨跌风险如何向民间借贷市场溢出。

本文研究发现:第一,股市涨跌显著影响了民间借贷违约风险,股市上涨时违约风险下降,股市下跌时违约风险上升。第二,股市风险对民间借贷违约风险的影响有两个渠道:一是投资者对股市的认知偏误,即投资者对股市产生了非理性认识,促使投资者盲目使用民间借贷杠杆参与股市,最终造成民间借贷违约;二是投资者的风险偏好,即高风险偏好投资者在股市下跌后产生更多的民间借贷违约。第三,在股市收益率上行时期,股市高关注度城市出现更多的高风险民间借贷融资活动,即投资者通过民间借贷举债融资炒股。第四,正规金融可得性能显著缓解股市收益率对民间借贷违约风险的影响。

综上所述,本文提出以下政策建议:首先,规范民间金融市场。民间金融依赖熟人关系签订和执行契约的形式造成了该市场的无序化和不透明化,这种交易和担保制度存在一定局限性。因此应将民间借贷这一重要的非正规金融市场纳入监管体系,例如推广“温州指数”模式,由政府进行民间借贷的数据采集、指数计算、平台建设等工作,推进民间借贷的有序化和透明化,更好地规范民间借贷市场。

其次,建立系统性风险监管和预警机制。监管部门严防金融风险跨市场和跨主体传导,建立系统性风险预警机制,在考虑金融系统性风险时必须考虑非正规金融市场,将非正规金融市场纳入监管体系。

再次,加强投资者教育。随着金融市场发展,投资者(尤其是个人投资者)面对的金融市场环境也越来越复杂,金融市场也存在越多的信息不对称,进一步加深了投资者对金融市场的认知偏误,容易盲目增加杠杆,在股市崩盘时遭受巨大亏损,甚至家破人亡。因此,政府相关机构应联合媒体、证券等部门,向投资者做好风险、杠杆等金融市场相关知识的科普教育,引导投资者配置符合自身风险承受能力的金融产品。

最后,发展以正规金融为主体的普惠金融。民间借贷作为正规金融的补充,在正规金融资源不足时扮演着重要角色,但高成本和不规范的特征导致其风险凸显。政府应进一步完善金融基础设施,提高正规金融服务的可得性,尤其是向欠发达地区和社会低收入者提供较为便捷的金融服务,从而降低家庭部门参与非正规金融市场的动机,防止股市风险向非正规金融市场溢出。

参考文献:

- 陈志武、林展、彭凯翔(2014):《民间借贷中的暴力冲突:清代债务命案研究》,《经济研究》第9期。
- 邓路、谢志华、李思飞(2014):《民间金融、制度环境与地区经济增长》,《管理世界》第3期。
- 方先明、孙利(2015):《民间金融风险:形成、传染与演化》,《中央财经大学学报》第7期。
- 方意(2016):《主板与中小板、创业板市场之间的非线性研究:“市场分割”抑或“危机传染”?》,《经济学(季刊)》第1期。
- 宫晓莉、熊熊、张维(2020):《我国金融机构系统性风险度量与外溢效应研究》,《管理世界》第8期。
- 郭晔、赵静(2017):《存款竞争、影子银行与银行系统风险——基于中国上市银行微观数据的实证研究》,《金融研究》第6期。
- 胡金焱、张博(2013):《民间金融、产业发展与经济增长——基于中国省际面板数据的实证分析》,《中国工业经济》第8期。
- 胡金焱、张博(2014):《社会网络、民间融资与家庭创业——基于中国城乡差异的实证分析》,《金融研究》第10期。
- 廖理、李梦然、王正位(2014):《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》,《经济研究》第7期。
- 廖理、向佳、王正位(2018):《P2P借贷投资者的群体智慧》,《中国管理科学》第10期。
- 刘程程、苏治、宋鹏(2020):《全球股票市场间风险传染的测度、监管及预警》,《金融研究》第11期。
- 刘志峰、张婷婷(2020):《投资者彩票偏好对股票价格行为的影响研究》,《管理科学学报》第3期。
- 罗进辉、向元高、金思静(2017):《中国资本市场低价股的溢价之谜》,《金融研究》第1期。
- 牛霖琳、洪智武、陈国进(2016):《地方政府债务隐忧及其风险传导——基于国债收益率与城投债利差的分析》,《经济研究》第11期。
- 潘彬、金雯雯(2017):《货币政策对民间借贷利率的作用机制与实施效果》,《经济研究》第8期。
- 史永东、丁伟、袁绍锋(2013):《市场互联、风险溢出与金融稳定——基于股票市场与债券市场溢出效应分析的视角》,《金融研究》第3期。
- 王博、梁洪、张晓玫(2019):《利率市场化、货币政策冲击与线上线下民间借贷》,《中国工业经济》第6期。
- 王会娟、廖理(2014):《中国P2P网络借贷平台信用认证机制研究——来自“人人贷”的经验证据》,《中国工业经济》第4期。
- 吴晓求(2016):《股市危机:结构缺陷与规制改革》,《财贸经济》第1期。
- 熊琛、金昊(2018):《地方政府债务风险与金融部门风险的“双螺旋”结构——基于非线性DSGE模型的分析》,《中国工业经济》第12期。

- 徐丽鹤、袁燕(2017):《财富分层、社会资本与农户民间借贷的可得性》,《金融研究》第2期。
- 杨子晖、陈雨恬、张平森(2020):《股票与外汇市场尾部风险的跨市场传染研究》,《管理科学学报》第8期。
- 杨子晖、陈雨恬、林师涵(2022):《系统性金融风险文献综述:现状、发展与展望》,《金融研究》第1期。
- 杨子晖、李东承(2018):《我国银行系统性金融风险研究——基于“去一法”的应用分析》,《经济研究》第8期。
- 叶永刚、杨飞雨、郑小娟(2016):《国家信用风险的传导与影响研究——以欧元区债务危机为例》,《金融研究》第2期。
- 尹志超、吴雨、甘犁(2015):《金融可得性、金融市场参与和家庭资产选择》,《经济研究》第3期。
- 张博、范辰辰(2018):《文化多样性与民间金融:基于方言视角的经验研究》,《金融研究》第7期。
- 张博、胡金焱、马驰骋(2018):《从钱庄到小额贷款公司:中国民间金融发展的历史持续性》,《经济学(季刊)》第4期。
- 张雪春、徐忠、秦朵(2013):《民间借贷利率与民间资本的出路:温州案例》,《金融研究》第3期。
- 张智富、郭云喜、张朝洋(2020):《宏观审慎政策协调能否抑制国际性银行危机传染?——基于跨境金融关联视角的实证研究》,《金融研究》第7期。
- Adams, Z.; Füss, R. and Gropp, R. “Spillover Effects among Financial Institutions: A State-Dependent Sensitivity Value-at-Risk Approach.” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2014, 49(3), pp. 575–598.
- Adrian, T. and Brunnermeier, M. K. “CoVaR.” *The American Economic Review*, 2016, 106(7), pp. 1705–1741.
- Allen, F.; Qian, J. and Qian, M. “Law, Finance, and Economic Growth in China.” *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(1), pp. 57–116.
- Anderson, H.; Paddrik, M. and Wang, J. J. “Bank Networks and Systemic Risk: Evidence from the National Banking Acts.” *The American Economic Review*, 2019, 109(9), pp. 3125–3161.
- Ayyagari, M.; Demirgüç-Kunt, A. and Maksimovic, V. “Formal versus Informal Finance: Evidence from China.” *Review of Financial Studies*, 2010, 23(8), pp. 3048–3097.
- Barber, B. M. and Odean, T. “Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors.” *The Journal of Finance*, 2000, 55(2), pp. 773–806.
- Barber, B. M. and Odean, T. “Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment.” *The Quarterly Journal of Economics*, 2001, 116(1), pp. 261–292.
- Barberis, N. “A Model of Casino Gambling.” *Management Science*, 2012, 58(1), pp. 35–51.
- Dicks, D. L. and Fulghieri, P. “Uncertainty Aversion and Systemic Risk.” *Journal of Political Economy*, 2019, 127(3), pp. 1118–1155.
- Filiz-Ozbay, E.; Guryan, J.; Hyndman, K.; Kearney, M. and Ozbay, E. Y. “Do Lottery Payments Induce Savings Behavior? Evidence from the Lab.” *Journal of Public Economics*, 2015, 126, pp. 1–24.
- Li, J. and Yu, J. “Investor Attention, Psychological Anchors, and Stock Return Predictability.” *Journal of Financial Economics*, 2012, 104(2), pp. 401–419.
- Miranda-Agrippino, S. and Rey, H. “U.S. Monetary Policy and the Global Financial Cycle.” *The Review of Economic Studies*, 2020, 87(6), pp. 2754–2776.

Mitchener, K. J. and Richardson, G. "Network Contagion and Interbank Amplification during the Great Depression." *Journal of Political Economy*, 2019, 127(2), pp. 465–507.

Odean, T. "Do Investors Trade Too Much?" *The American Economic Review*, 1999, 89(5), pp. 1279–1298.

Powell, M. and Ansic, D. "Gender Differences in Risk Behaviour in Financial Decision-Making: An Experimental Analysis." *Journal of Economic Psychology*, 1997, 18(6), pp. 605–628.

The Spillover Effects of Stock Market Fluctuations on Private Lending Risk: Evidence from Court Judgments

Chen Minhao; Wang Jianxiong; Gao Haoyu

Abstract: The unregulated nature of the private lending sector in China poses a significant risk to the financial system. Using around 2.7 million court judgments, this paper constructs a measurement indicator to assess the credit risk of private lending and empirically tests the spillover effects of stock market fluctuations on such risk. The findings reveal that: (1) stock market returns exert a significant impact on the default risk of private lending; (2) investors' "cognitive biases" and "risk preferences" are the main economic mechanisms at play; (3) in periods of rising stock market returns, cities that pay more attention to the stock market experience a surge in high-risk private lending financing activities; and (4) the availability of formal financial services can significantly alleviate the impact of stock market returns on the private lending default risk. This study offers a new perspective on private lending risk, sheds light on cross-market spillovers of financial risks and provides valuable insights for policymakers to effectively prevent and resolve systemic financial risks.

Key words: private lending risk, stock market risk, risk spillover

JEL codes: G51, G10, G41

(截稿:2023年3月 责任编辑:吴海英)