

【解牛集】— 刊於《信報》，2019年9月24日

## 菜鳥投資者成金融詐騙熱門對象

黃陽光

香港科大經濟學系助理教授

金融欺詐在中外投資市場可謂層出不窮。上世紀的龐茲騙局（Ponzi scheme）轟動一時。詐騙人以虛假的投資項目作招徠，並以後來「入局」投資者的資金，去支付前段加入的投資者作回報利潤，以營造高回報的假象，誘使更多投資者「入局」，直至流入的資金不足支出，騙局才遭悉破。想不到，這個「金字塔騙局」手法在金融詐騙上「歷久常新」。

近年來，隨著互聯網金融興起，大量的借貸平台（Peer-to-peer lending platform）如雨後春筍般出現，隨之也出現了許多大規模的金融詐騙案件。2015年9月，數百名中國投資者在中國證監會門口示威，抗議雲南昆明泛亞有色金屬交易所涉嫌詐騙，經立案調查，昆明中級法院於今年3月判處泛亞有色金屬交易所實際控制人兼公司董事長罰款兼有期徒刑18年。

### 龐茲騙局翻版

據判書所透露的案情，原來早在2011年11月至2015年8月間，該公司董事長聯同其他主管，以稀有金屬買賣融資融貨為名推行「委托交割受托申報」、「委托

受托」業務，向社會公開宣傳，承諾給付固定高回報，卻未提供任何風險資訊；誤導性的產品描述，導致缺乏金融財務知識的「菜鳥投資」低估違約風險，紛紛購買投資與風險不匹配的產品，共有 22 萬來自中國 20 個省份的投資人受騙，牽涉金額高達 430 億元人民幣，這樁「昆明有色金屬交易所騙案」，可謂是龐茲騙局的「翻版」。由於市場存在不少缺乏警惕及財務知識的投資者，讓「大鱷騙徒」有機可乘。

2017 年 6 月，中國中央電視臺報導了自 2016 年以來發生的 350 起金融詐騙案件清單。根據這些案件，中國公安發出了一個簡單而明確的警告，「所有金融詐騙都具有相同的特徵——『高回報』。」因此，高回報蘊含高風險，永遠是值得警惕在意的投資格言。

### 保障投資者之餘不礙投資市場創新

很明顯，金融欺詐蔓延不息，表明許多天真的投資新手並未不警覺到這種欺詐的可能性，自己稍不不慎便會變成受害者。為了防止企業利用「菜鳥投資者」的「天真」而上下其手，政策制定者往往在金融市場採取監管政策，如利率上限，產品設計限制等政策工具，來保障投資者的利益，以至減少「菜鳥投資」墮入金融詐騙陷阱的機會。

但是，過度的監管可能會限制投資者的產品選擇，並可能降低其福利，甚至損害了投資市場的成熟發展。因此，普通投資者對市場複雜性認識的深淺程度，是決定某些市場監管規定是否必要的重要因素。在 2008 年金融危機之後，在保護投資者和尊重投資者自己的決策之間如何取得平衡，在政策討論中受到了相當多關注的問題。

事實上，一個完善而熟的投資市場，投資工具多樣化，加上結構性衍生產品的普及化，除了有適當的監管外，投資知識的教育，盡量消除「菜鳥投資者」的無知，降低金融欺發生的機率，是投資市場穩定運行的重要元素。看深一層，投資者為何如此容易「中招」，墮入陷阱，的確是一個值得探究的問題。

我們設計了一項實驗和調查，以找出投資者購買欺詐性金融產品的原因。究竟是基於尋求風險的偏好、抑或是因為不瞭解與財務欺詐相關的高風險？為了解實況，我們開展了一項具有啟發性的教育計畫，這項計畫旨在讓投資者瞭解高回報產品存在財務欺詐的可能性，並通過引導他們在不同回報和風險的產品之間做出選擇，來衡量投資者的風險偏好。

### 新手弱點成欺詐缺口

衡量的算法本文從略(有興趣的讀者可細閱筆者為科大新興市場研究所撰寫的文章，網址是 <http://iems.ust.hk/tlb27>)，但從實驗結果看，根據受訪者的假設投資決策，儘管教育計畫很簡單，但它顯著降低了投資者購買欺詐性產品的傾向。值得注意的是，我們的教育計畫對於偏好規避風險的投資者來說是最有效的。這些結果表明，一些投資者在接受教育計畫之前，並未意識到高回報背後的潛在風險。換言之，投資知識的教育，是減少金融欺詐的有效手段。

在這個調查結果的推動下，我們設計了一個分析模型，其中有一定比例的有限理性（天真）投資者；以及有一個戰略性地選擇是否提供正常或欺詐產品的公司。結果顯示，雖然老練的投資者可以區分正常和欺詐性的產品，但缺乏相關知識的菜鳥投資者卻不能。

具體而言，菜鳥投資者並不意識到，公司可以抓住他們對高投資回報的「喜好」，卻低估欺詐性金融產品的真實風險。清楚看到，這些「天真」菜鳥投資者的投資決策，與他們對風險的態度並不一致。反過來，他們的行為會激勵公司實施金融欺詐。正如俗諺所謂的「手段不怕舊，最緊要有人接受」。金融欺詐者就是窺準菜鳥投資者的「天真」，無知地採取投資和風險不匹配的投資選擇，加上無防範的弱點，從而得到實踐金融欺詐的激勵。

### **當欺詐變得無利可圖**

如果政策制定者可以通過教育計畫，去減少菜鳥投資者的比例，從而可以「強迫」公司誠實地行事，基於公司因喪失聲譽或受到法律處罰而會造成欺詐成本。我們的研究顯示，如果這一比例低於某一閾值，該公司將發現，針對那一小部分天真投資者提供欺詐產品，比誠實行事更無利可圖。因此，欺詐產品消失了。

在研究了帶有壟斷性公司所進行的金融欺詐案例後，我們再探討另一個重要問題——競爭能否緩解這一問題？令人驚訝的是，我們發現，相比壟斷，企業在競爭的環境下更有動力進行金融欺詐。原因是競爭降低了正常產品的利潤，因此提供欺詐性產品的選擇，對公司更具吸引力。因此，投資者的福利可能會受到競爭的損害，因為欺詐性產品可能會在更具競爭性的市場出現。

### **設利率上限並非良策**

其次，我們還研究了企業披露資訊的「私人動機」，例如向投資者提供有關財務欺詐的教育，提點金融欺詐的可能性。假設每家公司都可以毫無成本地披露財務欺詐的可能性，這就減少了天真的菜鳥投資者的比例。我們發現了一個有趣的關係——遵守誠信規則的公司固然想市場上有更多老練成熟的投資者，以獲得更大的市場份額，卻同時並不希望菜鳥投資者完全消失，因為若是這樣，原本提供欺詐產品的從業者會轉為提供正常產品去跟前者爭奪成熟投資者。

在這種權衡下，儘管降低產品利率回報上限降低了欺詐產品的吸引力，但它未必會提升公眾利益，因為遵守誠信規則的公司可能會轉而隱瞞資訊，以阻止不誠實的公司市場上競爭正常的產品。同樣，加強法律罰則和公共教育項目也會阻礙誠實的公司披露資訊。換言之，由於「上有政策，下有對策」，這些政策干預可能不會提升公眾利益。

#### **四項建議**

一、要確定金融市場的適當監管嚴格程度，重要的是衡量投資者的成熟度(金融素養)。

二、一個具有啟發意義的教育項目，可以幫助提高投資者對金融欺詐的認識。減少天真菜鳥投資者的比例，不僅能直接幫助了這些投資者，也削弱了公司進行財務欺詐的動機。

三、在天真的菜鳥投資者面前，促進競爭會加劇金融欺詐問題。當正常的金融產品在激烈的競爭中變得利潤更低時，公司可能會轉換提供針對天真投資者的欺詐產品。

四、設產品利率上限和公共教育等傳統工具的政策干預，可能會阻止遵守誠信規則的公司披露對投資者有利的資訊。政策決策者應該考慮公司的戰略反應。

### 防金融欺詐助市場穩行

總的來說，我們的實驗和調查表明，一些投資者並不知道高回報產品可能存在的金融欺詐行為，這也證明了政策干預的合理性。很顯然，一個簡單的開放式教育計畫可以減少菜鳥投資者的比例，幫助他們做出更好的決策，同時減少（即使是不能消除）企業實施金融欺詐的動機。

另一方面，競爭使得提供正常產品的利潤降低，從而使得一些企業不願意遵守誠信規則。至於在監管上，如設定產品的利率上限，法律嚴懲等政策工具，可能會使得遵守誠信規則的公司戰略性地掩蓋資訊。因此，這些政策無法確保投資者福利的改善。這些研究結果，可供政治決策人和投資者參考。更值得記取的是，有效防止金融欺詐，是市場穩定運行的重要支持力量。

