

信任与欺骗： 投资者为什么陷入庞氏骗局？

——来自，租宝 %- \$ 万名投资者的经验证据

王正位 王新程 廖理
(清华大学五道口金融学院 北京 #""")

摘要：庞氏骗局是金融学的重要话题，但是使用大样本数据进行的实证研究较为匮乏。本文首次利用，租宝 %- \$ 万名投资者的微观数据研究投资者陷入庞氏骗局的原因，研究表明，信任是使投资者陷入庞氏骗局的重要原因。首先，投资者的投资探索行为使其逐步积累起对平台的信任。本文发现：投资者待回收本金会随着投资笔数的增多而显著增多，即投资者过往投资中得到及时还款等正面反馈而逐步建立起对平台的信任。其次，投资者也会受到朋辈效应的影响。研究发现：随着，租宝平台存续时间延长，投资者待回收本金显著增多所需的投资笔数越来越少，即投资者投资决策会受到朋辈的影响，所以在投资者整体数量变多后，投资者加深了对平台的信任。此外，外部信任背书也是导致投资者陷入庞氏骗局的重要因素。本文发现央视广告前期新增投资者首次投资金额和原有投资者待回收本金都显著增加，即央视广告使投资者相信平台的可靠性。本文从内部视角研究庞氏骗局投资者的微观投资规律，对后续的研究具有一定的启发意义。

关键词：庞氏骗局；投资者行为；信任

JEL 分类号： @#! @*# ; ## **文献标识码：** . **文章编号：** #""! ('!&)(!"#\$) "% (""\$) (#'

一、引言

庞氏骗局 (G47'9 K6=, 8,) 是一种常见的投资欺诈形式，了解庞氏骗局有重要的现实意义。庞氏骗局是组织者利用新增投资者提供的资金向现有投资者支付所谓回报的一种

收稿日期：#%" ("& ("&

作者简介：王正位，清华大学博士，助理教授，清华大学五道口金融学院，5e8?9h: <?70'=< f RN61D-21970=/?-

王新程，清华大学五道口金融学院，5e8?9h: <?70P6-- #+ f RN61D-21970=/?-

廖理，清华大学教授，清华大学五道口金融学院，5e8?9h: #?74Hf RN61D-21970=/?- , C/- 67

本文受国家自然科学基金面上项目(' #&#! #""") 资助，感谢匿名审稿人的宝贵意见，文

\$)

金融研究

G 网络信贷行业也出现了欺诈行为。诸多公司利用“互联网金融”的噱头进行欺
类型代表如，租宝、金鹿财行、钱宝网等。中国民众金融知识匮乏，个体差异大（王
等，2018），难以有效防范欺诈行为。尽管这些欺诈行为极大损害了民众财产利
基于其形成的交易数据进行实证研究，可以为将来甄别和防范风险提供理论

鉴于此，本文使用，租宝数据研究投资者陷入庞氏骗局的原因。首先，投资者的投资
行为使其逐步积累起对平台的信任。投资者在初步投资尝试后收到利息或本金，因
为平台真实可靠，建立起对平台的信任。投资者在第 1 次投资时，待回收本金 1 显著
- 200 万元，提升 10%。随着投资者投资次数的增加，待回收本金逐步呈现显著
的趋势。其次，朋辈效应也会对投资者对平台的信任造成影响。投资者认为朋辈的
决策可以作为自己决策的参考，所以在投资者整体数量变多后，投资者加深了对平台
的信任。对于最早期阶段进入，租宝的投资者而言，前 3 次投资时的待回收本金与第 4
次投资相比均无显著差异，直到第 4 次才有显著提升。然而，对于首次投资记录发生在相
应的投资者而言，投资者第 4 次投资后，待回收本金就有显著差异。随着，租宝平台
时间延长，投资者待回收本金显著增多所需的投资笔数越来越少。此外，外部信任背
书是促使投资者陷入庞氏骗局的重要因素。央视广告背书带来的品牌声誉效应使得投
资者相信，租宝的正规性与可靠性，因此进一步增加了对平台的信任。在央视广告当期，
投资者首次投资金额显著增加 100 万元，提升 20%；原有投资者待回收本金显
著增加 100 万元，提升 10%。

本文的贡献主要有三点：首先，本文首次利用大样本数据从信任的角度研究庞氏骗
局，拓展了庞氏骗局实证领域的研究范围，具有较强的研究创新性。其次，投资探索行为、
朋辈效应与外部信任背书均是受骗者信任庞氏骗局组织者的原因，这为金融领域信任的
影响因素提供了新的实证证据。更重要的是，本文开创了研究庞氏骗局的微观内部视角，
对研究广义的欺诈行为也具有启发意义。

本文第二部分是数据与变量；第三部分是庞氏骗局投资者微观投资规律；第四部分是
外部信任背书；第五部分是结论与政策建议。

二、数据与变量

(一) 数据

租宝平台是租宝公司运营的平台。租宝产品资产端对外

减去已回收本息后的金额。例如：投资者小明 1 个月前第一次投资
100 元，每月付息到期还本的产品，第二次投资时，已经收到利息 10 元，小明
增加投资 100 元，投资到另一款产品 200 元，此时累积投资总金额为 200 元，已回收本息为 10 元，
净投入为 190 元。本文中的待回收本金指的是投资者个人原始财富被投入到，租宝的金额。

为融资租赁债权转让, 资金端则面向公众筹集。其产品预期年化收益率在 $5\% \sim 10\%$ 之间不等, 期限分为 6 个月、12 个月和 24 个月, 还款方式为每月付息到期还本或到期一次还本付息。本文使用, 租宝 2015 年 1 月 1 日到 2016 年 12 月 31 日全部借款项目和投资者交易数据。其中, 借款项目数据共有 1000 条, 而投资者数据则包括 10000 名投资者的 100000 次投资记录, 累计投资金额达到 10 亿元。

租宝数据适合于本研究的原因主要包括四点: 第一, 租宝是典型的庞氏骗局。法院判决书¹指出, 租宝“大部分集资款被用于返还集资本息”。这样的特征符合庞氏骗局的本质。第二, 本文获取的数据质量高, 可信度强。本数据涵盖, 租宝投资者每一次放贷数据。时间跨度、投资者数量、累计投资金额等数据得到新华社报道²的印证。第三, 投资者使用真实货币进行交易, 实证结果更为真实可信。与以往文献使用实验室实验欺诈行为 (如 7, 10, 15) 相比, 本文克服了该方法的诸多偏差。参与实验者使用虚拟货币决策, 与之相比, 投资者的决策更为谨慎。第四, 租宝央视广告投放为本文研究信任背书的影响提供了重要的识别作用。租宝从 2015 年 8 月 1 日起, 分别在央视二套等央视频道投放广告。央视广告传播范围广, 社会影响大³。

二) 变量

经济学意义上的信任分为社会信任与特殊信任两种, 前者指人们对于一般社会大众的信任水平, 后者仅限于特殊的个体或组织机构。无论是哪种信任, 信任本身是一个直接观测的抽象概念, 因此学术界研究往往需要寻找代理变量。

部分学者使用问卷调查方式测量被调查者对社会信任的主观态度。如 1914, 2004 (1) 将问题设计为“一般意义而言, 你会认为大多数人是值得信赖的吗?”。但是, 问卷的评分结果被用来衡量被调查者对别人的信任程度存在以下问题: 首先, 问卷评分结果 (1-5) 通过实验的方法发现这个问题的答案与被调查者本身的可靠程度有关, 并不能真正衡量出他对别人的信任程度。其次, 问卷答案的主观性很强, 被调查者答案的真实性难以核实。如果一个人本身是不值得信任的, 那么他的答案也不应该信任。也有学者利用城市层面的客观指标来衡量一个区域的社会信任程度, 如 1914, 2004 (2) 使用意大利 20 个省份层面的政治事件投票参与率和献血量来衡量区域的社

1 “租宝……发布虚假的融资租赁债权项目及个人债权项目……向社会公众非法吸纳巨额资金……部分集资款被用于返还集资本息、收购线下销售公司等平台运营支出, 或用于违法犯罪活动……造成大部分集资款损失”。参见北京市第一中级人民法院的判决书 (2016)京01民初10000号 (2016年12月31日) (以下简称“判决书”)。

2 “租宝……相关犯罪嫌疑人……大量非法吸收公众资金, 累计涉案金额达10亿元”。参见新华社报道 (2016年12月31日) (以下简称“新华社报道”)。根据新华社报道, 租宝在2015年8月1日起开始在央视一套投放广告并且投放广告时间在新闻联播开播前, 每天投放广告时长为15分钟。央视广告每日曝光次数多, 看次次数证明租宝的央视广告传播范围广, 影响大。

金融研究

本(K469?H E?R92?H) ,认为社会资本高的省份 ,人们的相互信任水平更高。在本文租宝平台约有 %\$ 万投资者 ,直接使用问卷进行调查比较困难。问卷调查的结果主观态度 ,结果并不准确。而利用城市层面的指标则难以直接衡量投资者个人证。

还有一些学者直接使用事件的结果来衡量信任 ,如 : /; /7 ,2 ?H (!"#%) 研究信任与者资金赎回的关系 ,认为麦道夫庞氏骗局事件外生冲击使得投资者的信任大幅下降 ,将风险资产赎回 ,并投资到低风险的银行账户中。该文直接使用麦道夫庞氏骗局中地域的受害者数量来作为信任缺失的代理变量 ,信任既包括投资者对社会的信任 ,也对基金公司的信任 ,与本文对信任的定义相似。

本文的信任特指投资者对于 ,租宝平台的信任 ,属于特殊信任的一种。李涛(!"") 金融合同的本质是一种交换:当前的投资和未来更多回报的承诺的交换。这种交换不仅依赖于金融合同在法律上的可履行程度 ,更依赖于资金提供者对资金需求者任程度。鉴于金融合同涉及的不确定性 ,信任可以理解为在面临不确定性的情况下 ,者对其他合同方是否会尽其所能完成合同的主观判断。此外 ,崔巍(!"##) 认为特殊中证券信任水平低的投资者在证券市场参与度低。因此 ,投资者对 ,租宝信任程度低将决定其是否参与和参与程度。

基于此 ,本文选用投资者待回收本金作为投资者对平台信任的代理变量。这样的方用直接的客观行为来衡量投资者的主观心态 ,即投资者客观上将越多的财富委托给上的项目 ,表明其主观上对 ,租宝平台本身的信任度越高。对于潜在投资者而言 ,利息实际回收可能性越高 ,其越愿意信任此平台 ,并从个人的财富中投入更多金额。具体而言 ,在研究投资者庞氏骗局投资者内部投资规律时 ,因变量为第 9 个投资者第 7 次投资后的待回收本金 ($Outstanding_{i,n}$) ,自变量为第 9 个投资者第 7 次投资

进一步 ,本文使用央视广告信任背书冲击来验证外部信任背书的影响。中国公众对于媒体的信任为本文提供了重要的识别作用。然而 ,央视广告不仅仅有信任背书的作用 ,也会有一般告知性广告的营销效应。为排除告知性广告的影响 ,我们使用新增投资者首次投资金额 ,而非新增投资者数量这一变量。因此 ,因变量为第 9 个投资者首次投资金额 ($Amount_{i,\#}$) 。即使新增投资者首次投资者金额在央视广告的影响下显著增大 ,这一效应也可能是央视广告使得 ,租宝吸引了更富裕的投资者造成的。为了排除这一可能 ,本文进一步使用央视广告前已经有过投资记录的原有投资者的两次数据 ,测量其是否会在广告后显著增加待回收本金。因此 ,因变量为第 9 个投资者在 2 时期待回收本金 ($Outstanding_{i,n}$) ,自变量为距离央视广告的时间虚拟变量 ,为避免多重共线性 ,我们选取半月 ($\# +$ 天) 作为检测央视广告影响的周期。

表 # 变量定义

	变量含义
$7C970_{i,j}$	第 9 个投资者在第 7 次投资后的待回收本金(万元) 投资者第几次投资,回归时 # 以后的统计标记为 # j
$72_{i,\#}$	第 9 个投资者在第 # 次投资时的投资金额(万元)
$7C970_{i,2}$	第 9 个投资者在 2 时期待回收本金(万元)

表 ! 描述性统计

	样本数	平均值	标准差	前四分位数	中位数	后四分位数
$7C970_{i,j}$	* #&! ; ""	#)- &+	%' - "%	"- *"	!- #"	#"- ""
	* #&! ; ""	%- #%	*#- &\$	#	*	%
$72_{i,\#}$)# \$)'	!- +"	\$- !\$	"- "#	"- !	!
$7C970_{i,2}$! \$&\$!)	%- &#	&!- &)	"- #"	#- ""	+- &!

本文所使用变量的描述性见表 !。%,\$; "%\$ 名投资者 * #&! ; "" 条交易数据中待回收本金平均数为 #)- &+ 万元,中位数为 !- # 万元,前四分位数为 "- * 万元,后四分位数为 "" 万元。投资者在,租宝平台投资的次数平均数为 % 次,中位数为 * 次。本文在回归时将 # 次以上全部记为虚拟变量 # j。在央视广告播放时间前后,新增投资者首次投资金额平均数为 !- + 万元,中位数为 "- !" 万元。原有投资者面板数据的待回收本金平均值为 %- &# 万元,中位数为 #- "" 万元。整体而言,因变量分布右偏,因此,在稳健性检验中,我们对全部因变量进行 #g 和 \$\$g 缩尾处理¹。

三、庞氏骗局投资者微观投资规律

(一) 研究假设与模型设定

过往文献一致认为:投资探索行为能够加深投资者对平台的信任。根据 U; ; R1 ?7C L9H147 在信息不对称的情况下,博弈双方可以通过重复博弈来增加信任的可能性。此外, @/ ; H? / D ?7C Q?06=?8R1(!""+) 认为

稳健性检验结论均与正文结论相一致,限于篇幅,未汇报具体结论,留存备索。

金融研究

还本付息, 这样的信念促使投资者增加投资金额, 因此, 投资者对于庞氏骗局的投入越来越大。

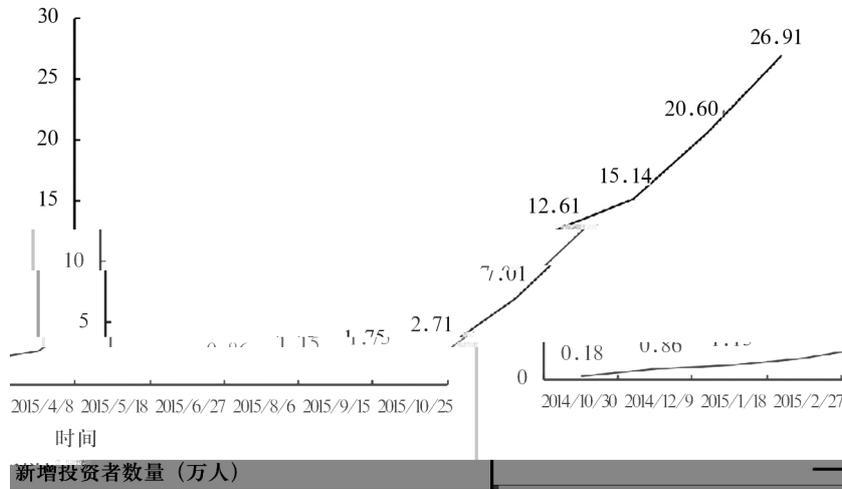


图 C # 租宝新增投资者数量变化趋势

进一步, 实证结果支撑了朋辈效应使得投资者对平台信任加深的结论。对于最早期阶段进入, 租宝的投资者(即首次投资记录发生在!"#\$ 年# 月* 日到!"& 年# 月\$ 日)而言(见表* 第(!)列), 与第# 次投资相比, 投资者前)次投资时的待回收本金均无显著差异, 直到第' 次投资后待回收本金才有显著提升。然而, 对于首次投资记录发生在!"#\$ 年# 月# 日到!"#+ 年# 月#% 日的投资者而言(见表* 第(*)列), 投资者在第& 次投资后, 待回收本金就有显著差异。还有, 对于首次投资记录发生在!"#+ 年# 月#\$ 日到!"#+ 年! 月! 日的投资者而言(见表* 第(&)列), 投资者第* 次投资后, 待回收本金就有显著差异。另外, 对于首次投资记录发生在!"#+ 年! 月!% 日之后的投资者而言(见表* 第(+)、(())、(')列), 投资者第! 次投资后, 待回收本金就有显著差异(限于篇幅, 表* 未汇报首次投资记录发生在!"#+ 年) 月!% 日之后的投资者)。

表* 庞氏骗局投资者投资规律(万元)

	(#)	(!)	(*)	(&)	(+)	(())	(')
投资者入场时间	Q/III K?8RII,	!"#\$- #- *"	!"#\$- #!- #"	!"#+- #- #STJ0#71376%	!"#+		
		(!"#\$- #!- \$	(!"#+- #- #%				

续表

	(#)	(!)	(*)	(&)	(+)	(())	(')
C	&-)' * ***	*- " **	*- +' \$	&- +&" **	+ - #' & ***	+ - +' * ***	&- \$\$\$ ***
	(!)-))#)	("- +\$")	(#- ")!)	(!- *"&)	(*- &*')	(*-)\$)	(%- "\$#)
=	'- ")% ***	+ - "+&	+ - '&" ^c)- %!% ***	'-)# ***	%- *)# ***	'- &*+ ***
	(*+ - '!&)	("- \$)#)	(#-)&%)	(*- !%\$)	(&- '')	(+ - !'"')	(##- !!&)
=	\$- &' + ***)- %\$#	'- ")% **	\$- &' ! ***	#"- "%* ***	#"- #%' ***	\$- ') \$ ***
	(&* - "'#)	(#- !'+)	(#- \$)#)	(&- *!#)	(+ - \$++)	()- *&&)	(#* - %*)
=	##- %+\$ ***	%- *')	%- \$#* **	#!- *!" ***	#!- +)! ***	#* - #%% ***	##- %! ***
	(&%- '#")	(#- +"#)	(!- *%+#)	(+ - *+*)	(' - "'*+)	(' - *#')	(#+ - %#!)
=	#&- *# ' ***	#"-)\$" ^c	##- #*& ***	#&- \$#\$ ***	#+ - "' ' ***	#+ - &+ + ***	#&- +#\$ ***
	(+* - +\$%)	(#- %&!)	(!- %'+)	()- #%!)	(%- "&+)	(%- ###)	(#%- #' &)
=	#)- ' " * ***	#!- &\$& **	#!- ')# ***	#'- +') ***	#'-)"! ***	#'-)&\$ ***	#)- ' # ***
	(+ ' - *' !)	(!- "%!)	(* - #%*)	()- \$%*)	(%- \$+')	(%- ' %!)	(# \$- %*")
=	# \$- #* & ***	#* - &#% **	#&- +&% ***	!"- \$%' ***	!"- +! \$ ***	# \$- &\$" ***	# \$- ' ' ! ***
	()"- ++\$)	(!- #)\$)	(* - +'&)	(' - \$\$&)	(\$- \$'+)	(\$- *\$&)	(!#- !)"
=	!#-) * # ***	#+ - ! * * ***	#)- %%\$ ***	!*-)+ * ***	!!- * * ' ***	!!- * " # ***	!#- !) ***
	()* - %*#)	(!- *' &)	(* - \$*")	(%-)!&)	(#"- !')	(\$- \$%*)	(!!- ')'
# 2=	++- &) ***)!-)&* ***	'"- \$\$& ***)'- \$"* ***)#- \$)! ***	'&- &' % ***	+ ' - "% % ***
	(*!- \$*\$)	(#'- '')	(*"-))%)	(&%- !&&)	(+ ' - ' " *)	()'- +)&)	(#!&- ! %)
? 72	!- !)" ***	#- *!+)	!- *' !)	!- ! \$' ^c	!-)## ***	!- \$#% ***	!- *# \$ ***
	(!+ - #*')	("- &'")	(#- #!+)	(#- %*)	(!- \$*)	(* - !+')	()- &)\$)
] N	29471 * #&! ; * ""	!" &&"	%' ; \$+	\$+ +&"	##& \$) \$	#' " ! %!	*\$! ; +)
- (1	? ; C	"- "+!	"- "&!	"- "!"	"- "&%	"- "&'	"- "&*"

注: " 中为 2 值, ***表示 R w"- "#, **表示 R w"- "+, ^c 表示 R w"- "#。

除... 的所有投资次数的系数全部显著。并且该... 这说明: 投资者在不断从个人财富中提取资... 建立信任, 投资者对平台的信任会越来越强。然而, ... 因素也可能会对投资者的投资决策造成影响。因此我们... 检验中... 项目利率与网贷之家当月 G!G 行业加权平均利率的差...

效应、时间固定效应等变量作为控制变量¹。稳健性检验的结果依旧支持正文结论。我们在稳健性检验中还将投资者入场时间等分为 + 段 ,间隔 %" 天为一个阶段。稳健性检验的结果也与正文结论一致。

综上所述 ,信任使得投资者逐步将更多的财富投入到骗局中。投资者在与平台重复的过程中 ,通过自己的投资摸索逐步建立起对平台的信任。在平台经营早期进入的投资者相对谨慎 ,仅使用从平台收到的初始投资利息或本金进行再投资 ,只有在其多次投资才会从个人财富中额外追加投资。同时 ,朋辈效应也是影响投资者信任平台的重要因素。由于初期 ,租宝投资者数量较少 ,朋辈效应较弱。早期投资者对于平台的信任需要更多的投资试验 ,而进入后期 ,由于 ,租宝投资者整体规模的增加 ,朋辈效应使得投资者更容易信任骗局。因此 ,庞氏骗局存在的时间越长 ,越容易得到投资者的信任 ,对投资造成的经济损失也越大。本部分着重关注投资者陷入庞氏骗局的内部原因 ,下一部分研究影响投资者对平台产生信任的外部因素。

四、外部信任背书

一) 研究假设与模型设定

为进一步探究投资者为何信任平台而逐步陷入骗局 ,本文使用央视广告信任背书来展开事件研究。广告在文献中普遍被分为两类。一类为告知性广告 ,即广告内容直接说明产品具体特征的广告。告知性广告通过减少信息不对称 ,实现产品与顾客更好的匹配 ,对需求有促进作用 ,本文将这种效应称为营销效应。另一类为劝导性广告 ,即广告内容直接说明产品的具体特征 ,而以品牌宣传为主的广告。劝导性广告会带来品牌声誉 ,即相同质量的产品仅仅因为广告投入的差异就会给消费者带来不同的效用。这样 ,品牌效应正是由于劝导性广告使得消费者对产品产生了额外的信任所造成的。黄小勇等 (2014) 认为中央电视台黄金资源广告 (以中央一套为主 ,主要包括新闻系列、天气预报系列) 属于劝导性广告。当然 ,央视广告也可能具有营销效应。广告营销效应会使得新增投资者数量增加 ,但是其对于新增投资者的首次投资者金额不应当产生影响。因此 ,在研究央视广告对新增投资者影响时 ,我们首先使用的因变量为第 q 个投资者首次投资金额 ($Amount_{i,q}$)。

此外 ,即使发现新增投资者的首次投资金额显著提升 ,这种现象还可能是由于央视广告吸引了更富裕的潜在投资者。为了排除这种可能的渠道 ,本文使用央视广告前已经有过投资经历的原有投资者的面板数据。如果原有投资者在央视广告后显著提升待回收本金 ,那么央视广告对其产生了影响。因此 ,本部分选用的因变量为第 q 个投资者回收本金 ($Recovery_{i,q}$)。另外 ,央视广告的传播需要一定的时

¹ 本文核心理论模型假设随着投资次数增加 ,投资者持续投资的情况。为使论证更为可靠 ,本文在稳健性检验中控制了时间固定效应。限于篇幅 ,未报告具体结果 ,留存备案。

实证研究

避免短时间交易数据的波动性,本文选取半月(15天)作为检测央视广告影响的周期。我们使用距离央视广告的时间虚拟变量作为本部分研究的自变量。

具体而言:本文以!"#年&月#日(广告开始播放时间)作为分界线,每间隔半个月虚拟变量作为自变量,共研究)个时间段¹的区别。本文在研究央视广告对于新增者首次投资金额的影响时,仅关注首次投资记录发生在这段时间内的)##,\$)'位者的投资记录数据(!"#年*月!日至!"#年+月*"日)。具体公式如式(!)所示,其中 μ_i 为距离央视广告时间虚拟向量, V_i 为星期几虚拟向量。另外,在研究央视广告对于原有投资者投资行为的影响时,本文仅关注首次投资记录发生在央视广告前的#名投资者的数据(!"#&年#"月*"日至!"#年*月*#日)。我们截取了其在央视广告前一个月到后两个月(即!"#年*月!日至!"#年+月*"日)的!\$\$!)!条投资记录的面板数据。具体公式如(*)所示,其中 μ_i 为距离央视广告时间虚拟向量, V_i 为星期几虚拟向量。如果假设成立的话,即央视广告使得投资者更加信任,租宝,可用新增投资者首次投资金额与原有投资者待回收本金在央视广告当期与之后应该显著升高,即 β 向量中,在央视广告当期以及之后的系数应显著为正,且央视广告之系数应该不显著。

$$Amount_{i,t} = \alpha_j + \beta\mu_{2j} + \gamma W_{2j} + \varepsilon \quad (!)$$

$$Outstanding_{i,t} = \alpha_j + \beta\mu_{2j} + \gamma W_{2j} + \varepsilon \quad (*)$$

然而,在研究央视广告对原有投资者投资行为影响时,因变量待回收本金不仅受到投资者投资决策的影响,还可能会受到平台当日可投项目与到期项目的情况。因此,展示了在央视广告附近时间段内每日的成交金额与到期金额的情况。总体而言,在央视广告前后,总体成交量稳步提升,而到期金额非常少。图中的成交金额说明:在央视广告前后基本不会出现投资者有投资意愿而投资不到的情况;图中平台到期金额等于当日成交量,所以成交量大部分来自于新增投资者的初始投资或原有投资者追加投资。

¹即:半月前(!"#年*月#日)、半月前(!"#年*月#日至!"#年*月*#日)、当天(!"#年*月#日)、半个月(!"#年&月#日至!"#年&月*#日)、一个月(!"#年&月#日至!"#年&月*#日)、一个月(!"#年+月#日至!"#年+月*#日)、半个月(!"#年+月#日至!"#年+月*#日)。

!"#\$ 年第

金融研究

0* 万元的追加投资,与基准)-\$\$ 万元相比,提升\$-"#g。在央视广告一个月后,待
 本金显著增加#-+) 万元,提升!!-*!g。一个半月后,待回收本金显著增加!-&& 万
 升*&-\$#g。即使在广告后的第二个月,待回收本金依旧有*-% 万元的显著增加,
 &)-\$!g。图& 展示了在央视广告前后原有投资者待回收本金变化及其\$+g 置信区
 分布。

表 & 央视广告信任背书影响(万元)

	(#)	(!)	(*)	(&)
	因变量: . 84/72hN9C, ₇		因变量:]/212?7C970, ₂	
前	"- #")	"- "'&	"- "!\$	"- "!)
	("-.))#)	("-. &+')	("- *"%)	("- !'+)
	"-)&* ***	"-)"## ***	"-)*# ***	"-)!' ***
	(&-"!")	(*-'&))	()-\$*#)	()-%)\$)
月后	"- %#& ***	"- ' +& ***	#- ++) ***	#- ++* ***
	(+-*%*)	(&-\$'+)	(#'-"%&)	(#'-"#")
半月后	"- &! * ***	"- *\$' ***	!- &&# ***	!- &* \$ ***
	(!- %\$\$)	(!-'#*)	(!)- '\$')	(!)- '#*)
月后	"- !!"	"- !&! ^c	*- !'+ ***	*- !' * ***
	(#-)!\$)	(#- '#\$#)	(*+-\$*)	(*+-%*)
固定效应	3	\	3	\
472	!- #*! ***	!- *"\$ ***)- \$%\$ ***)- \$)! ***
	(#%- ##")	(#)- ##+)	(##"- "!%)	(''- &##)
?29471)# \$)')# \$)'	! \$&& !)!	! \$&& !)!
?; ,C	"- ""#	"- ""*	"- ""#	"- ""#

括号中为 t 值, ***表示 Rw "- "#, **表示 Rw "- "+, ^c 表示 Rw "- #。

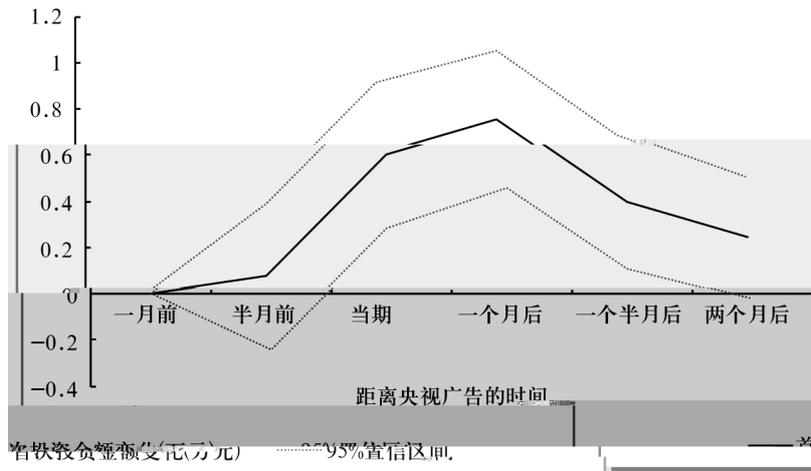


图 E 央视广告前后新增投资者首次投资金额变化

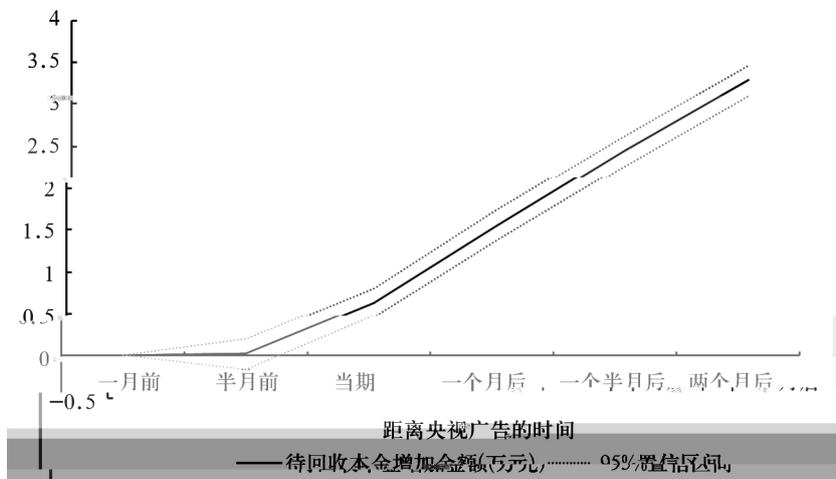


图 F 央视广告前后原有投资者待回收本金变化

综上所述,央视广告的确对投资者的投资决策产生了影响,既使得新增投资者首次投资金额显著提高,也使得原有投资者待回收本金显著增加。因此,外部信任背书也是投资者陷入庞氏骗局的原因。

政策建议

作为一种信任背书性强的投资欺诈形式,研究庞氏骗局形成规律具有较强的理论和现实意义。但由于数据可获得性,相关成果较为匮乏。互联网金融的大发展和互联网金融监管的加强,为研究庞氏骗局提供了新的机会。在这样的背景下,本文获取了典型庞氏骗局,研究了

借款项目与其投资者每日交易数据,对庞氏骗局投资者投资规律作出探索。

通过分析这些数据,对庞氏骗局投资者投资规律进行刻画,同时探索投资者因何积累起对平台的信任,进而陷入骗局。整体而言,庞氏骗局中的投资者因为信任平台而逐步增加投资。投资者对平台的信任不仅来源于自身的投资探索行为以及受到的朋辈效应影响,还受到外部信任背书的影响。

本文借助中国特有的互联网金融数据研究卷入庞氏骗局的投资者的投资规律,为欺诈领域、信任领域(.7C,;147 ?7C K892= !"#*; 1? G4;?? ,2 ?H #\$\$') 提供了更多的实证证据。因此,与以往庞氏骗局的研究相比(@,?147 ,2 ?H !"#+; X4H,7 ?7C G44H !"#!; : /;/7 ,2 ?H !"#%),本文从微观视角着手具有一定启发意义。相信随着数据可获得性的提升,更多、更优质的数据可用来探索庞氏骗局等重要但尚未解决的学术问题。

!'#' 年中央经济工作会议强调,打好防范化解重大风险攻坚战的重点是防控金融风险,要坚决打击违法违规金融活动。本文的研究结果表明,信任使投资者陷入骗局,因此,规范金融活动的思路可以从信任角度入手。一方面,金融监管部门在骗局制造假象的早期应注重排查和预警。另一方面,由于投资者对平台的信任不仅基于自己投资探索行为的历史经验,还受到外界信任背书的影响,因此,相关部门也应完善对电视台广告播出的内容的监管,明确电视台频道的社会与经济属性,平衡好电视台频道的宣传与经营功能。

参考文献

- [#] 崔巍 !"#, 《证券投资中的信任及影响因素研究》,《金融研究》第 \$ 期,第 #+! k#) 页。
- [!] 黄小勇 !"#, 《央视黄金资源广告能促进销售吗》,《经济学(季刊)》第 * 期,第 #+&# k#+) 页。
- [*] 李涛 !"#, 《社会互动、信任与股市参与》,《经济研究》第 # 期,第 * k &+ 页。
- [&] 廖理、李梦然和王正位 !"#, 《聪明的投资者:非完全市场化利率与风险识别——来自 G!G 网络借贷的证据》,《经济研究》第 ' 期,第 #!+ k*# 页。
- [+] 王正位、邓颖惠和廖理 !"#, 《知识改变命运:金融知识与微观收入流动性》,《金融研究》第 #! 期,第 ### k#! 页。
- [)] . H, 197?, . H, ;24, ?7C 5H?7? I? Q, ;?;? , !""! , "L=4 > ;/121]2=, ;1?" *Journal of Public Economics* , %(!) : !"" k! * & L ['] . 7C, ;147 , . P, H, ?7C 147, 1 K892=L !"#*l "@Y7?896 @, 6, R2947L " *American Economic Review* , #""(') : !%## k! %&' l [%] @, ?147, K- , _?04R?H, K- , ?7C : - X- L?Y89;,- !"#+ "L=4 : , 21 K<97CH, C 97 G47'9 K6=, 8, 1?" *Working Paper* .
- [\$] @/?;2, , a- , K- K9, 0, H, ?7C 1- \4/70- !"#!- ">;/12 ?7C E; , C92: 2=, _4H, 40 . RR, ?;?76, 97 G, ; (24 (R, ; 1, 7C970- " *The Review of Financial Studies* , !+ : !&++ k! %&&l
- [#"] @/;H?/0, Kl 3l , ?7C S- Q?H6=?8R1- !""+ "E=?R2; !) - K469?H E?R92?H " *Handbook of Economic Growth* , #r #) * \$ k #) \$ \$ l
- [##] Q:?? [H7 , . , ?7C : - _- Q?/H=?N, ;- # \$ % - "] R298918 B7A92, 1 @, 6, R2947- " *The Quarterly Journal of Economics* , #""r * \$' k &"" l
- [#!] : , 77?94H9 , 3- , K=H, 90, ; , . , ?7C _- W91=7Y- !"#+ "S47, Y @4624;1- " *The Journal of Finance* , '": \$# k ##&l
- [*#] : /914 , 1- , K?R9, 7'? , G- , ?7C 1- T970?H, 1- !""&- ">=, =

Financial Studies, *(&): #*# k#**')L
 7;9V/,1,@, !"#!- ">=, L9'?;C 4D 19,1- " New York, NY: St- Martin& Griffin.
 ,R1 @- ?7C _- L9H147- #\$\$!- "_R/??2947 ?7C B8R,;D, 62 B7D4;8?2947- " Journal of Economic Theory ,!' (!):!+* k '\$L
 G4;?? ,_- ,14R, ' (C, (K9H?7,1, Q- ,K=H,9D,; ,.. ?7C _- W91=7Y- #\$\$'- ">:/12 97 1?;0,]:0?79'?29471- " The
 American Economic Review ,%r *** k**%L
 4;91 ,K- #\$\$)- "KR,6/H?29A, B7A,124; X,=?A94; ?7C 1,?;7970- " The Quarterly Journal of 564748961 ,###: ### k
 **L
 x79, E- ,?7C K- : y6=2,- !"#+- "G, ,; 5D0,621 ?7C K469?H G;D,; ,76,1 97 W4H/72?;Y E44R,;?2947: ? >=,4;296?H ?7C
 R,;98,72?H . 7?HY191- " Journal of Economic Psychology ,&%(+"*) :!' k %%L
 6[4D0 ,S- ,!"")- "G47'9H K6=,8, : >=, >:/, K24;Y 4D ? Q97?769?H 1,0,7C- " New York , NY: Random House

' &09)(> , ')&>: R"@ ; % =(<#09%' 0 ?)' 9-. -H)9# - (?%(S- 5. "#6#0?
 46H'- .)* 4<->#(.# +'%6 9"# =(<#09%' 0 - (4 (T& (M)%
 L. 3: T=,70<,9 L. 3: M976=,70 1B.] 19
 (GXE K6=44H 4D Q97?76, ,>1970=? J79A,;192Y)

@: . G47'9 16=,8, 91 ? D;?/C/H, 72 97A,128,72 4R,;?2947 2=?2 R?Y1 V/96[;,2;/71 24 97929?H 6472;9N/24;1
 , 847,Y D;48 1/N1,V/,72 6472;9N/24;1 ;2=,; 2=?7 R;4D922 @,1R92, 2=,9; D;V/,72 466/;;,76, ,2=,; , 91
 3R9;96?H ,A9C,76, 47 =4< G47'9 16=,8,1 4R,;?2, C/, 24 2=,9; 6=?;?62,;91296 4D 6476,?H8,72L >=,;D4, ,
 ,; D9;12 =90=H90=21 <=Y 97A,124;1 R?;2?[, 97 G47'9 16=,8,1 NY ,P?897970 C?? 47 2=, %%%\$,"" 97A,124;1 97
 (X?4 (5TX =,; ;?D2,;) L
 X <?1 ? 2YR96?H G47'9 16=,8, 2=?2 4R,;?2,C /7C,; 2=, C910/91, 4D R,; (24 (R,; (G!G) H,7C970 ?7C 97
 9H9471 4D 97A,124;1 H412 2=,9; <, ?H2=L G!G H,7C970 91 ? RH?2D4;8 2=?2 8?26=,1 H,7C,;1 <92= N4;4<,;1
 47H97, 1,;A96,12 B7 !"#& ?7C !"#+ , 5TX <?1 47, 4D 2=, 8412 R4R/H?; H,7C970 RH?2D4;81 97 E=97?H G!G
 97C/12;Y2 O4<,A,; ,2=, X,90970 Q9;12 B72,;8,C9?2, G,4RH, H E4;/2 9C,729D9,C 5TX ?1 ? G47'9 16=,8, L >4
 ,F =4< 5TX 4R,;?2,C <, ,P?897, ? C??2?1,2 4D * #&! ,*"" 97A,128,721 , 648R;91970 _SX' &- # N9H947
 (=?7 JK@#"" N9H947) 97 242?H , 6472;9N/2,C NY 2=, 648R?7YH %%%\$ ""%\$ 97A,124;12
 4D 2=, ;,0,;119471 97 2=91 R?R,; /1, 4;C97?;Y H,?12 1V/?;, 84C,H12 B7 2=, ;,0,;119471 97A,1290?2970 2=,
 972, D?624;1 97DH/,76970 <=Y 97A,124;1 R?;2969R?2, 97 2=, G47'9 16=,8, ,2=, 8?97 C,R,7C,72 A?;9?NH,1 ?;, 2=
 R;9769R, H1 24 N,; ,64A,; ,C ?7C 2=, 8?97 97C,R,7C,72 A?;9?NH,1 ?;, 2=, 97A,128,72 1,V/,76,12 >=, R;97
 ;,64A,; , 8,21/;,C ?1 2=, 242?H 97A,128,72 ?84/72 897/1 2=, ;,6,9A,C 972,;12 ?7C ? ,;979R;H2 >4 64719C,;
 2=, ,P2, 11 2 EE>W ?CA ;91 8,72 M; 2? A 7? >=, 97929?H 97A,128,72 ?84/721 4D 7, <
 97A,124;1 97A,124;1 ?;, /1,C ?1 C,R,7C,72 A?;9?NH,12 >=,
 88Y 2 ;97A,124;1 N,2<, 7 A9, <970 2=, EE>W ?CA,;291,8,72 ?7C 97A,128,72 ,
 R,
 N,H9, ;97 ;,?147 <=Y 97A,124;1 R?;2969R?2, 97 ? G47'9 16=,8, L Q9;12 ,2=;4/0=
 ,97A,124;1 ;97A,124;1 N/9H2 2;/12 97 2=, RH?2D4;8 , <=96= 91 6471912,72 <92= 2=, 9C, ? 2=?2 2;/

金融研究

R, ?2, C 0?8970 (U; , R1 ?7C L 9#147 , # \$ % ! ; @ / ; H ? / D ? 7C Q ? 06 = ? 8R1 , ! "" +) L > = , , 8R9 ; 96 ? H ; , 1 / H 2 1 1 = 4 <