

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2017年10月3日

ICO 應監管毋須因噎廢食

許佳龍

科大資訊、商業統計及營運管理學系講座教授

中國人民銀行等內地7部委於9月上旬發佈《關於防範代幣發行融資風險的公告》，明確代幣發行融資行為，本質上是一種未經批准非法公開融資活動；要求立即停止，至於已完成代幣發行融資的組織和個人，則應當做出清退等安排，使一場鬧哄哄的ICO融資迅速退潮。

對於「首次公開代幣發售」(ICO • Initial Coin Offering)所引發的問題和風險，的確值得討論。由於ICO是新生事物，讓公眾對此多點認識，不僅有助投資者作出理性的投資選擇，也是任何新生事物能否更普及應用和發展的關鍵。

貨幣定位存灰色地帶

首先看到，根本的問題之一，是虛擬貨幣的定位並不清晰。譬如，當人民銀行等7部委公布「首次公開貨幣發售」為非法的融資行為後，香港証監會亦相應發出了一份《有關首次代幣發行的聲明》的文件，指出ICO「當中所發售或銷售的數碼代幣，可能屬於《證券及期貨條例》所界定的『證券』，並受到香港證券法例的規管」。

換言之，若ICO是一個有回報的集資項目，例如「代幣持有人可獲賦予股東權利，例如有權收取股息和有權在公司清盤時參與剩餘資產的分配」，則這些數碼代幣便屬於「股份」，又或者「發售代幣所得的收益，是由ICO計劃營辦者作集體管理並投資於不同項目，藉此讓代幣持有人可參與分享有關項目所提供的回報，數碼代幣便有可能被視為「集體投資計劃」的權益」，需要受到監管。

另一方面，基於網上的虛擬貨幣未具合法性，或該貨幣未正式受到承認，故不屬於香港金融管理局的監管工作範疇，然而，若干ICO項目又不屬於證券，因為發行人並非想透過這項融資，給予參與進來的人直接的投資回報，沒有分紅，也沒有股價上升獲利之類的直接投資效益。簡言之，發行虛擬代幣的公司，不會向投資者派發回報利益，故不可以完全將之界定為「證券」，令當局的監管工作面對新的挑戰。

對於內地ICO的熾熱狀態，中國監管當局迅即予以取締，將之定性為不合法，融

資活動須立即停止，雖然禁令沒有說明是基於那一套法例，但人行等 7 部委聯手「撲火」，相信是有感 ICO 融資活動對金融體系的穩定性帶來風險。誠然，內地 ICO 的融資活動可謂熾熱無比，項目一出，動輒籌到數以億計元資金，投資者或投機者趨之若鶩，確實有發展失序的潛在風險。

須監管保障投資者利益

正如上文指出，ICO 推出的虛擬貨幣，基於貨幣不獲正式承認，不受貨幣法例監管，但又不是百份百可將之界定為證券，故也不受證券法例的明確約束，究竟經 ICO 推出的虛擬貨幣，是什麼商品，確實存在模糊之處。問題是，以真金白銀購進這些虛擬貨幣的投資者，他們得到什麼回報，結果也非常之不清晰，而且亦有機會蒙受嚴重損失。

由此來看，其風險程度較當年的科網股熱潮更甚。起碼，科網股的公司上市，依然受到證券條例的監管，有明晰的法律條文加以涵蓋和約束。因此，從保護投資者利益和安全的角度出發，人民銀行等 7 部委及時出手，將 ICO「喝停」也無可厚非。

面對虛擬貨幣的橫空出生，如何設立一個法律規範，去監管相關金融新產品，包括對 ICO 等新生事物作出有效的監管，相信是各國政府當務之急，可惜迄今我們尚未看到一幅很清晰的圖像，遑論路線圖。

戲謔地用虛擬貨幣和冒險樂園的金幣相比，兩者其實沒有很大分別。但冒險樂園的金幣，還可以在該公司的設施內使用，而且該公司對金幣的應用也有具體說明；與此同時，金幣的發行量和使用覆蓋範圍都有限度。不過，一旦數碼化，使用的範圍理論上可以無遠弗屆，發行亦無所制約，使風險遽增，的確令人難以安心。

主權虛擬貨幣的構想

至於有建議發行主權虛擬貨幣，以消弭發展失序的潛在風險。據筆者所知，新加坡政府正對此進行研究。香港方面，今年 5 月底，金管局向立法會財經事務委員會提交的簡報會文件透露，該局「與三間發鈔銀行、香港銀行同業結算有限公司及 R3 聯盟合作」，進行央行數碼貨幣研究，預料今年第四季完成首階段研究。好幾所國際知名銀行亦正合力研發一個容許各國央行進行主權虛擬貨幣交易的區塊鏈平台，其運作正是倚靠特設新發行的虛擬貨幣 USC (Utility Settlement Coin)。

可以說，發行主權虛擬貨幣最大的好處，是其可以擔當「網上現金」的角色。再

看深一層，網上的主權虛擬貨幣，嚴格來說，是把一國政府發行的貨幣放到網絡上，把現金的概念通過網絡去實現，國家則作為這貨幣的擔保機構。筆者估計，這類主權虛擬貨幣帶有跟實體世界貨幣進行兌換的性質，這樣便明顯跟比特幣等非主權虛擬貨幣有所分別，因為比特幣沒有兌換，也毋須擔保機構作支持，具明顯的去中心化色彩。

丟失「去中心化」特質

誠然，主權虛擬貨幣會丟失去中心化的特質，但好處是貨幣持有人不用擔心貨幣會暴起暴跌，因為主權虛擬貨幣背後有國家的支持和保證。但因丟失去中心化的特質，發行量便受到中心的影響和操控，故會否因此墜入濫發的泥沼，像實體貨幣因濫發而出現惡性通貨膨脹的風險現象，問題值得進一步研究和分析。

無庸置疑，主權虛擬貨幣的設計是很重要的。有幾點考慮值得一談。

一、是發行量有沒有上限（比特幣有限量）；

二、主權虛擬貨幣會否跟實體貨幣掛鈎（筆者估計，兩者應會掛鈎）。一旦掛鈎，貨幣受到國家中心操控的問題便出現。

至於主權虛擬貨幣會否跨國地應用，若該數碼虛擬貨幣得到國家間的承認和支持，則從區塊鏈技術應用角度看，跨國通用完全沒有問題。

「聯盟區塊鏈」有用武之地

順帶一提，區塊鏈有「准許參與」和「不用准許參與」兩種，後者可用比特幣作典型例子，因為支持比特幣的區塊鏈，什麼人都可以參與。若為須「准許參與」的區塊鏈，一般的做法，是一群持份者，大家同意一起去推行這區塊鏈，並擔任認證人，這樣一來，此區塊鏈從起步設計到日後的推行，雖受到這個群體的操控，但好處是推行較有效率。

由於比特幣的生成，是靠「挖礦」來維持其生態，隨著比特幣掘出來的數量愈多，「挖礦」的難度也愈來愈大。如今可利用一種准許參與的「聯盟區塊鏈」（consortium blockchain），其生成的虛擬貨幣便不需要靠「挖礦」，只需群體內的持份者大家同意，分工合作去維持這區塊鏈條即可，亦即可省去了「挖礦」的耗時過程。

在實體經濟世界應用方面，若多國願意合作，並取得銳意提高網上交易流動性的

共識，便具備推行的基礎。筆者想像，如歐盟內 19 個國家組成的歐羅區，這些國家既然同意以歐羅作為通用的法定貨幣，相信不會對設立主權虛擬貨幣的構想加以完全排斥；又例如，中國提出的「一帶一路」，此「帶路」經濟合作發展沿線包含了多個歐亞國家，內裡也有無數的交易，若有一個專用的虛擬貨幣，也是一個可考慮的政策方案，當然，箇中也有不少虛擬貨幣固有的問題，如怎樣防止「洗黑錢」，但畢竟這是一個相當宏大的設想。

如今中國以禁制的手段，去消除 ICO 為金融體系帶來的潛在風險，但長遠來說，必須探索出一個明晰的法律規範，對之進行有效監管。事實上，對於新生的事物，面世之初，無疑會問題叢生，但也不必因噎而廢食。

ICO 有存在和發展價值

筆者曾於拙文（「透視 ICO 火熱與投資風險」）指出，科大兩位畢業生創辦的 300Cubits 公司，在以太坊上推出名為 TEU 的加密貨幣。這加密貨幣的使用，目的是解決航運業上一個固有難題，亦即利用 TEU 代幣作為客戶向航運公司貨運流程的訂金，冀減少航運業的寶貴資源浪費，方案若成功，對實體經濟無疑也有所貢獻。由這個案例可見，ICO 可以是解決業界固弊的其中一種方案。

據筆者所知，TEU 加密貨幣如今已完成了初步發行，所獲得的收入，兌為港元，數額達數百萬元之譜，到今年 11 月，300Cubits 便會正式進行 TEU 發行。該公司計劃設辦一個平台，以實現利用 TEU 代幣作為客戶向航運公司貨運流程的訂金，減少航運業寶貴資源浪費與損失的目標，讓航運更有效率，從而對實體經濟也產生具體的價值。可以說，項目最終的得益人為船運公司和貨運業界。

要達成這個價值目標，要視乎加密貨幣發起人有沒有決心、能力和組織管理能力，實現其願景，當然亦有無功而還的可能。正如當年科網股熱潮，有些公司的願景得以實現，有些公司功虧一簣，失敗告終，但經過去蕪存菁，讓優者繼續發展，為新生事物的發展作出貢獻，從這個正面角度看，ICO 也有其存在和發展的價值。

〔本文由科大商學院傳訊部筆錄，許佳龍教授口述及整理定稿〕