

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2018年4月17日

認識 ICO 「檸檬市場」真面目

黃昊

香港科大商學院會計學系副教授

「首次公開代幣發售」(ICO, Initial Coin Offering) 面世，並在多個國家或地區湧現，已有幾年歷史，尤其去年 ICO 在美國更刮起一股熱潮。ICO 興起，各方反應不一，包括大小投資者以及監管機構等。有些國家禁止進行 ICO，如中國和韓國。

記得去年 9 月，中國人民銀行聯同內七部委，發布《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的非法公開融資活動，而且據該行統計，內地發行的 ICO，90% 帶有欺詐性，故勒令立即停止。

究竟 ICO 未來發展命運如何？散戶值不值得投資 ICO 發行的代幣？ICO 何以變成欺騙性交易？只有深入檢視 ICO 的交易本質，才有客觀判斷基礎。

項目概念「紙上談兵」

ICO 是一種融資活動。ICO 的發起人，首先有一個生意「概念」，或一個發展項目構想，於是向外進行融資。傳統融資方法，不外乎向銀行融資，或進行股票「首次公開發售」(IPO, Initial Public Offering)，出售股權。不過，由於進行 ICO 所寄托的生意「概念」或項目發展構想，大部分只停留在「紙上談兵」階段，根本很難成功向銀行融資，銀行也絕不會那麼「兒戲」便批出貸款；也不能進行 IPO，因為各國監管機構對於 IPO 都有嚴謹的上市規定，包括上市企業需要有實質性業務運作，甚至需要有多年的盈利紀錄，才符合上市條件。

於是，ICO 的發起人可另闢融資蹊徑，採用出售代幣 (Token) 形式，以區塊鏈 (Blockchain) 作為平台進行融資，一般在以太坊 (Ethereum) 進行；亦可在自行設置的區塊鏈上發行虛擬代幣。所發行的代幣與 IPO 買出的股權，兩者最大分別在於——小投資者在 IPO 購入的股份，是明確擁有公司的股權，為公司的小股東。但在 ICO 所購入的代幣，只能享用該公司未來所提供的服務。

迄今，ICO 這個「新生事物」仍沒有受到直接監管。由於 ICO 自詡並非證券 (Security)，而是一種「實用型代幣」(Utility tokens)。既然並非證券，便毋須遵從監管機構的監管；也不受制於上市程序。

白皮書可「天才創作」

很明顯，企業進行 IPO，需要委托投資銀行準備上市文件，且公司要有實質性業務，也需要有盈利紀錄，符合上市當地監管機構的法規等，上市過程受到慎密監管，斷不能像 ICO 那樣，很多都沒有公司在實質性地運行、生意概念屬「紙上談兵」，遑論有實質性產品、服務和盈利；而且進行 ICO 也毋須遵照「信息披露」守則，包括把公司的資料，如註冊地、股東身股、股權分布等向投資者披露；也不用根據上市守則，定期發表財務報表。唯一需要的，是準備一份進行 ICO 向外公布的「白皮書」。

這份「白皮書」需要披露什麼資料也沒有規定，包括公開最基本的公司營運資料、財務狀況、公司大股東或業務顧問是誰，所籌集代幣的具體用途等，只需由發起人自行「天才創作」。

由上述情況看，人民銀行指出內地進行的 ICO，有九成是欺詐的，也就不足為奇了。

另一方面，從 IPO 買入的股票，法律上，投資者是公司的股東，持有該公司的股權，擁有投票權，也擁有分享公司未來盈利的權利，但從 ICO 買入的代幣，投資者不僅沒有投票權，其所持並非公司的股份，只是購入了一個透過代幣去使用該公司未來提供的服務，不能分享公司日後成功發展而獲得盈利的一分一毫。事實上，購入股票，當公司的價值提升，盈利支持股票價格冉冉上揚，投資者可以高價賣出股票獲利；但購入的虛擬代幣，當該公司未來成功發展，獲得盈利，基本上跟你扯不上關係，只有該公司承諾未來所提供的服務增值，代幣的使用價值上升，投資者才能夠賣出代幣獲利，回報過程相當迂迴。

資融成本甚低

再者，公司如透過 IPO 上市，過程未非一蹴可就，有一個相當長的時間過程。從公司成立、營運、穩定獲利，到啟動上市程序，需要投行準備招股書，路演等一系列程序。然而，ICO 可以很短時間內成事，只要草就了一份白皮書，幾乎便可長驅直進，透過區塊鏈平台向外籌集資金。換言之，發起人只要有一個生意概念，在此草始階段，便可以進行融資，且融資成本非常低。

值得一提，企業在早期發展階段出售股份，購入者一般都是「有能力」的投資人，在美國，法例規定，投資人必須擁有 50 萬美元。原因是在這個時期，只有專業及有能力的投資者才較為了解公司的狀況，亦即對公司的正確價值有所認識，避

免一般「無識」的投資者捲入其中，是保護小投資者利益的舉措。但 ICO 的代幣出售，任何人和任何地方的投資者，只要持有以太幣或其他虛擬代幣都可參與。

ICO 有多項弊端

可以說，ICO 的弊端相當顯著。第一，由於不受監管，使 ICO 出現「良莠不齊」現象，好壞項目難分，輕易成為欺騙性融資行為的溫床。

第二，雖然 ICO 投資資金的流動性高，作為投資者和公司始創人，可以在很早期便取得資金回報，但高流動性其實是一面「雙刃劍」。當始創人很快可以把初始的權益資本套現，就難免對公司缺乏長遠的發展籌算。反之，當所投資的資本需要待公司成功發展，取得盈利後上市才能套現賺錢，這樣，始創人便會更著眼於公司的長期發展。

第三，投資資金高流動性，自然吸引到不少投機者進場，他們對公司的經營或發展項目是否成功並不關心，只著眼於「炒高」公司的股價或虛擬貨幣價格獲利，令 ICO 市場充滿投機之風。

第四，由於 ICO 不受監管，購入代幣的投資者為匿名，且持有量也不公開，基於交易量不算大，很容易受到「大戶」進行市場操控。此外，ICO 虛擬代幣最大的持有量股東是誰？其持有量多少？何時有出售行為？完全缺乏透明度。由於區塊鏈平台買賣兩方都匿名，追查也查不出來。這樣一來，便很容易使欺詐性行為泛濫。基於質素好壞難分，顯然一個典型的「檸檬市場」。

劣質商品驅逐優質商品

「檸檬市場」是 2001 年諾貝爾獎得主阿克洛夫（George A. Akerlof）教授在其開創性論文——《檸檬市場：質量不確定性與市場機制 • The Market For "Lemons": Quality Uncertainty And The Market Mechanism》一文，分析在信息不對稱（information asymmetry）下出現的「逆向選擇」（Adverse Selection）交易行為。

他以美國二手車市場為例。在美國，低質量車被稱作「檸檬」。在二手車市場，賣方對舊車質量所掌握的信息比買方多出很多，於是出現信息不對稱情況。但是，買方根據經驗，可以大致了解舊車市場商品的平均質量，他們願意以這個平均質量的預期價格水平購車。結果，高於平均質量的汽車，便被逼退出市場。由於高質量舊車退出市場，導致二手車市場上商品質量進一步下降，這樣一來，買方願意付出的購車價格水平，也隨之下降到新平均質量的水平，直至到只留下最低質量的舊車在二手市場交易，最後，由於市場規模逐步萎縮，整個市場「崩塌」。

可以看到，檸檬市場的交易是低效率的，改善這狀況方式之一，是有賴市場上的「誠信」。換言之，交易上的「不誠信」，需要付出社會代價。阿克洛夫指出，「欺騙性交易將誠實交易者逐出市場。市場上原本可能有買家想購買高質量商品，且有賣主願意在一個價格範圍內出售該種商品。但是，由於出現了一些蓄意以欺騙性交易的人，使得合法的誠實交易者被驅逐出市場。因此，欺騙性交易的成本，不僅包括買家被騙的部分，還應該包括正常交易不復存在所帶來的損失」。

ICO 符合檸檬市場五大條件

由此觀之，檸檬市場形成的條件包括：一、信息不對稱，賣方所掌握的商品信息比買家多；二、賣方有進行欺騙的積極性，以取得更大收益；三、商品質量的信息透露，沒有一個權威性的中介作出確証，以致賣家可以把商品的質量說得「天花亂墜」。而上市公司的財務報表，必須得到核數師的核實，就是防止這種情況出現；四、商品或項目有好有壞，好壞往往難以區分；五、賣方把低質量商品以高質量商品的價格出售，沒有受到懲罰後果。

ICO 市場完全符合這五項條件，清楚顯示出，ICO 是一個檸檬市場的新典型，小投資者的確需要了解當中的交易風險！囿於篇幅，有關 ICO 好的一面，以及基於不誠實交易不僅將誠實交易驅逐出市場，還令市場規模不斷萎縮，因而監管實在有其迫切性，這些問題，筆者將另文討論。

〔本文由科大商學院傳訊部筆錄，黃昊教授口述及整理定稿〕