

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2018年4月24日

ICO「正泡沫」靠發財夢支撐勢危

黃昊

香港科大商學院會計學系副教授

美國證券交易委員會（Securities and Exchange Commission • SEC）日前公布暫停一宗未註冊的欺詐性首次代幣發行（ICO），指控 Centra Tech 公司及兩名創始人涉嫌 ICO 欺詐，指二人涉嫌利用 ICO 向數千名投資者詐騙 3200 萬美元。美國拳王梅威瑟（Floyd Mayweather）和著名唱片製作人 DJ 卡利（DJ Khaled），皆曾為 Centra Tech 的募資活動背書，事件讓外界頗為側目。

然而，ICO 除了弊端（見筆者上期拙作——〈認識 ICO「檸檬市場」真面目〉一文），也有好處。第一，譬如，一些初創公司或一個具發展潛力的項目，在始創期經營和發展，過去只有具有一定資產的人，如大投資者、風險基金等才能參與其中，分享這些未來成功發展企業的盈利，但 ICO 打破了這個制約，小投資者都可以參與其中；也讓一些真正具發展潛力的創意，有更多實現成功機會。

可快速取回權益資本

第二，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到資金回報。在一般情況下，風險基金購入某公司股份後，需要把所投資的股份凍結一段時間，待公司上市後（甚至上市後也凍結一段時間），才買出股份獲利；而公司的始創人手持的「原始股」，同樣無法在公司發展早期售出。然而，透過 ICO，兩者很快便可以出售股份或「原始股」，套取回資金，減少長期持有股票期間價格變化的不確定性風險。

不過，其流動性高「雙刃劍」的一面，即當始創人很快可以把「原始股」套現，難免對公司缺乏長遠的發展籌算。這一點，筆者在上一篇探討 ICO 的文章中論到，於此不贅。

第三，ICO 發行虛擬代幣，買入該代幣的人，都希望代幣未來可用於該公司提供的服務得以成功，使代幣有價，於是便有動機和積極性，去協助推廣該項還處於萌芽階段的服務，使該項服務得到更多成長茁壯機會。

第四，由於不受監管，籌資過程簡易，因而融資成本甚低，那些具發展潛力、務

實而良好的生意概念能夠取得發展資金，使創意變成有價值的產品或服務，無疑增加社會的福利。況且，一些缺乏盈利的社會企業，也可以透過 ICO 集資經營和發展。

值得一提，雖然 ICO 有上述好處，但公司在草創、或一個發展項目在早期階段把業務發展方向「鎖死」，缺乏彈性，並不見得是明智之舉。以初創公司透過 IPO 上市集資為例，這些早期公司，往往得到風險基金的投資，在初始發展階段，發覺原定的業務發展「不對勁」，風險基金會建議公司始創人重新調整方向，使發展具靈活性。但是透過 ICO 融資的公司，代幣的投資者是看到該公司所承諾未來提供的服務或產品才購入，如果外部環境改變，使該項計劃業務或項目的前景逆轉，若所作出的改變與「白皮書」所講的服務不同，此舉有否招致「毀約」的民事法律追討後果？問題值得關注。

三個臭皮匠能勝諸葛亮？

有論者認為，ICO 能善用群眾智慧 (Wisdom of Crowds)，通過群眾集體智慧，去取得比專家更好的決策，有效地回應外界的變化和市場需要，發揮中國古諺所謂「三個臭皮匠，勝過一個諸葛亮」的成效。

不過，這種講法未必能夠成立。因為 ICO 要取得「群眾智慧」成效，需滿足一些條件。第一，眾人來自不同的信息源頭，各自掌握不同的信息；第二，信息內容需要多樣化，第三，個體能夠作出獨立的思考判斷，而非局處於同一環境裡，大家都是對同一堆信息，作出幾乎近似的思維反應或判斷。

細看 ICO 發售過程，由於大家眼中所看到的，都是同一份白皮書，同一堆信息，而且與發展項目相關的信息，其含量十分之有限，甚至可以說是「空白一片」；與此同時，不少 ICO 發起人除了借用「明星」來「吸睛」作宣傳外，在社交平台亦充滿「炒賣」信息，大家的話題，不僅脫不出「炒高 ICO 虛擬代幣」獲利的桎梏，而且還充滿「FOMO 症候群」，害怕自己錯失機會 (Fear Of Missing Out)，無法分上一杯羹；而 ICO 發起也充份利用群眾這「害怕錯失恐懼」，宣傳及早認購，價格便獲得折扣，意即「手快有、手慢冇」，令 ICO 投機之會更為熾熱。

「正泡沫」與「負泡沫」

可以說，當眾人的思維完全規範在有限信息、信息單元、獨立思考判斷受到炒賣信息「入侵」下的制約，ICO 能夠取得「群眾的智慧」成效之說，有言過其實之嫌。既然 ICO 是一個「檸檬市場」，為什麼迄今仍沒有崩塌？

於此不妨先看資產基本價值和泡沫形成的情況。很明顯，缺乏基礎因素支持的資產，特別容易產生「正泡沫」(Positive bubbles · 價格高於資產的基本價值)。在市場出現泡沫時——無論是「正泡沫」或「負泡沫」(Negative Bubbles · 價格低於資產的基本價值)，專家都可以入場，透過買入或沽空去糾正價格。當價格低於資產的基本價值，專家較容易進行糾正，因為買入該資產，比沽空所承受的風險相對較低。

扭曲價格無法糾正

其次，在 ICO 市場，虛擬代幣由於缺乏沽空機制——即使有，但沽空的風險肯定比購入大，因而專家儘管想對價格進行糾正，也無從入手。第三，在上述情況下，要在這個市場獲利，專家進場，他當然明白市場上的投機炒賣行為，但他不是按資產價格相對其基本價值的真實價值進行買賣，而是搭上「投機列車」，爭逐賺取短期利潤，大家齊齊「炒高」虛擬代幣價格。最終令 ICO 代幣市場的沫泡無法得到糾正。

一旦代幣市場內部出現震盪，專家撤出市場後，那些最後持有該代幣的投資者勢必焦頭爛額，市場就像一場「音樂椅」遊戲，無法找到「凳子」的人，亦即無法把代幣脫手的人便成為大輸家。

對於二手車「檸檬市場」的形成和最終崩塌，阿克洛夫 (George A. Akerlof) 作出了精闢推論，筆者上期文章也作了扼要的闡述。按照阿克洛夫教授的推論邏輯，在信息不對稱下，掌握較少信息的「無識一方」(Uninformed Market Participants) 的成交出價高於二手車真實價值的風險很高。

當買方因害怕「中招」而退出市場，為了激勵「無識買方」入市，於是，掌握較多信息的「有識一方」(Informed Market Participants) 便需要降價，提供一個資產「正淨現值」(Positive Net Present Value) 予買家，亦即資產價格低於其基本價值——出現「負泡沫」，作為對買方的風險補償。基於質量較高的二手車「賣少見少」，市場上商品質量不斷進一步下降，當資產價格跌低至「零」，二手車檸檬市場隨即崩潰。

檸檬市場不墜之謎

據美國邁亞美大學商學院埃默里教授 (Douglas R. Emery) 探討「檸檬市場」沒有崩潰的因由。他擴展了阿克洛夫的逆向選擇模型，對其「檸檬市場」分析框架作了一個「鏡像」模型。他指出，當「無識一方」追求發財「夢」(如購買獎券、

甚至股票和地產物業)時,可形成「鏡像效果」,即市場交易出現「正泡沫」——資產價格高於其基本價值,使到掌握較多信息的「有識一方」逐漸退出市場。在「無識一方」的亢奮和樂觀情緒(如受廣告影響而產生的結果)下,支撐「正泡沫」繼續存在和發展。(見《Negative bubbles And The Market for "Dream": "Lemons" In The Looking Glass》一文)。如今的 ICO 代幣市場,無疑是這一描述的寫照!但靠發財夢支撐的「正泡沫」,委實岌岌可危。

監管 ICO 刻不容緩

面對發行 ICO 代幣市場良莠不齊情況,香港證監會上月禁止了首次代幣發行人 Black Cell Technology Limited(Black Cell),向香港公眾進行 ICO。證監會解釋,Black Cell 推銷一項 ICO,向投資者出售虛擬代幣,在促銷過程中,向投資者指出會利用 ICO 的所得收益,去開發一項流動程式,而代幣持有人將有資格贖回 Black Cell 的股權。上述安排,證監會認為可能構成集體投資計劃,故作出禁止。

由於 ICO 予人投機弄假的紕漏實在太多。因此,對之進行監管,實在刻不容緩。至於採用什麼方法和法律規條,如今多個政府都在殫盡心思。嚴格來說,對於 ICO,有三種政府對策,一,是像中國和韓國,將之禁止杜絕,這種凌厲手段,未必是好方法;二,有些國家尚在靜觀其變,沒有採取行動;三,像美國和若干歐洲國家,試圖把 ICO 納入既有的證券法例之中,作出監管,香港也屬於第三類。

由於 ICO 劣質驅逐良質出市場的「檸檬市場」特性,市場規模隨著良質商品被逼退出市場而不斷萎縮,若沒有監管,市場最後勢必崩潰收場。結果令那些良質項目和創意「胎死腹中」,實在是社會福利的損失,因而監管應加速進行,實不宜延宕。

〔本文由科大商學院傳訊部筆錄,黃昊教授口述及整理定稿〕