

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2017年9月12日

透視 ICO 火熱與投資風險

許佳龍

科大資訊、商業統計及營運管理學系講座教授

近年，「首次公開貨幣發售」(ICO • Initial Coin Offering) 或稱「首次公開代幣發售」(ITS • initial token Sales)，這股潮流比股票「首次公開發售」(IPO • Initial Public Offering) 還熾熱。自從智能合約在以太坊開始盛行，執行這些合約可以完成多種商業活動，交易自動完成，因而不少人便在這個基礎上，想出很多新主意，如發行加密貨幣，來達成不同的商業行為目的，使 ICO 迅即如雨後春筍般湧現。

這些加密貨幣(虛擬貨幣)的用途廣濶，既可以用來做國際資金轉移，譬如，進行貨幣兌換。眾所周知，目前，資金從一個國家轉到另外一個國家，須要透過銀行中介來進行，手續往往相當繁複，而且成本也不菲，因此，有人想出新辦法，就是使用加密貨幣，容許客戶把資金通過以太幣等加密貨幣，匯到其他國家，然後在當地的兌換機構，把所用之加密貨幣換回現實世界的貨幣，方便快捷，這是加密貨幣其中一個用途。

此外，一些加密貨幣可以針對個別行業。最近，一家名為 300Cubits 的公司在以太坊上推出名為 TEU 的加密貨幣。這個加密貨幣的使用，目的是解決航運業上一個固有難題。筆者作為這家公司的學術顧問，透過這個案例，對 ICO 作扼要的闡釋。

解決貨櫃業頭痛問題

多年來，貨櫃航運業持續出現經營虧損，原因之一，是訂了集裝箱的客戶最後沒有出現，由於貨櫃輪船須要離開碼頭的日期不能改變，故有不少集裝箱空置便啟航，造成巨大浪費，對整個貨櫃航運業也帶來巨大損失。可以說，貨櫃航運公司與客戶之間缺乏互信，在這種情況下，區塊鏈技術所支持智能合約——不用第三方保證和監督亦可安全地交易，正好大派用場。

300Cubits 在以太坊上推出 TEU 加密貨幣，以 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。要達到上述效果，TEU 代幣必須有價值，否則，客戶丟失了這訂金也不會「肉痛」；航運公司所得也是虛幻。因此，透過 ICO 進行市場定價，便可賦予這個代幣一個內在價值。

如今互聯網上所發行加密貨幣，不少都是針對行業性，冀解決該行業運作上的一些問題。究竟能否造就出一個加密貨幣的生態系統，還有待觀察。但無可否認，這些加密貨幣的發行，往往有讓人憧憬的地方。然而，加密貨幣若要在行業或商業行為上廣泛應用，普及一般人的認識十分重要。

科網股爆煲的啟示

由於目前加密貨幣的發行沒有監管，另一方面，因加密貨幣沒有實質性的擔保，故其價值取決於客戶是否有信心去應用。在此種情況下，透過 ICO 籌集資金時，發起人所做的「路演」(roadshow)，同做股票「首次公開發售」(Initial Public Offer • IPO) 一樣，能否取得投資者的信心，顯得十分重要。

由於加密貨幣的概念較為複雜，即使傳統財金業界中人，也有不少不明白其運作，並且憂慮加密貨幣發行的浪潮湧起，究竟是不是「騙錢」？會否像二千年代互聯網熱潮，不少資金投入互聯網和相關業務的初創公司，結果，泡沫一破，投入的資金血本無歸！

當前，不少公司一窩蜂推出加密貨幣，我們的確需要警惕，不要重蹈互聯網泡沫的覆轍。筆者看到，最近，在美國，有些新 ICO 推出加密貨幣集資發展，不僅沒有實質性產品，甚至業務概念也不實在。譬如，有些公司提出要締造一個新區塊鏈，用來支援廣泛的商業應用，某程度上，是推出另一個以太坊，然而，這些 ICO 迅速籌得以千萬甚至億計美元，比起實體公司集資還輕易和高額，內裡的風險可見其一斑。

可以說，加密貨幣發行和應用的穩定性，視乎投資者的信任程度、對其未來前景的觀望，更重要一點是，投資者應熟悉加密貨幣內在行業的目的。記得二千年科網股泡沫一役，當時，不少人樂意大舉投資科網股，認為傳統行業或機構的線下營運沒有效率，並憧憬互聯網對這些公司提高營運效率有所幫助，但互聯網泡沫最終爆破，原因之一，是互聯網業務運作下去，發覺這些傳統商業機構，在現實世界的營運雖然缺乏效率，卻也不表示，互聯網可加以取代。其實，業界本身或也可以自我改造和轉型，提升效率。

警惕 ICO 投資風險

如今 ICO 的情況，與當年也有點類似，既有一番令人充滿憧憬的願景，也有令人充滿期待的價值，然而，實際能否使實體行業出現翻天覆地的改變，目前有待觀望，故投資者宜十分小心，對加密貨幣多作了解。

對加密貨幣的監管，委實較科網股更難，因為科網股還是公開上市集資，受到監管機構——如香港的金管局和証監會的規範。事實上，香港金管局對加密貨幣，包括比特幣，於 2015 曾發出公告，指出比特幣等加密貨幣只是商品，並非貨幣，故不受到銀行金融產品條例的約束，監管其實相當鬆懈。

另一方面，由於區塊鏈技術沒有地域界限，而且持有人的身分也不容易識別，即使金管局和證監會想監管，亦不容易入手，故此，在目前這段監管鬆弛期，投資風險很大，宜加倍小心，看清楚發行人推出加密貨幣時所發表「白皮書」的訊息內容，所籌集資金的用途、貨幣如何分配、發行人有沒有法律責任，去履行貨幣發行機制所作出的承諾等。

籌集資金可用於現實

原則上，每家公司都可以發行加密貨幣，因為這只是技術問題。正如前文指出，科大兩位畢業生所創辦的 300Cubits 公司，想解決航運業界一個問題，他們在以太坊上編寫了一份智能合約，進行 ICO，推出 TEU 加密貨幣，準備向外發售，所耗的時間約大半年而已。他們擬利用 TEU 加密貨幣作為預訂貨櫃的訂金，以解決航輪公司與客戶之間因缺乏互信所帶來的浪費損失。

可以說，推出加密貨幣的技術並不困難，只要發行目的有一個發展願景，或加密貨幣有實際的應用，有助解決營運的問題，理論上都可以發行。

當貨幣發行之後，發行人需要透過相關渠道，把加密貨幣放上交易所進行交易(目前已有不少加密貨幣交易所)，可以把加密貨幣換成現實世界的法定貨幣，或加密貨幣之間進行交換。

如今 300Cubits 公司進行的 ICO，籌集的資金，是透過以太幣來籌集，亦即所得資金為以太幣。當公司日後發展需要現金，可把以太幣兌換為實體世界的現金，進行招聘等營運開支。

加密貨幣的價值

對於目前如火如荼的 ICO，作為投資者，以實體世界的資金，買入這些加密虛擬貨幣，投資如何獲益？或者說，這加密貨幣的投資價值在什麼地方？答案很簡單，視乎 ICO 的細節，有些 ICO 以定額方式進行，即 1 個加密貨幣價值一定數額的實體貨幣，是否值得投資，由投資者自己衡量；又或者 ICO 以投資者投入的資金數額，由市場來決定代幣的價值。以 300Cubits 為例，他們初步發行 200 萬個 TEU，

投資者以太幣來購買，假設最後有 4000 個以太幣投進來，則每一個以太幣，可以換取 500 個 TEU。換言之，每一個 TEU 價值 0.002 個以太幣。假設你投進了 5 個以太幣，則你便得到 2500 個 TEU；至於 TEU 日後的價格變化，取決於投資者在加密貨幣交易所的買賣來定價。而加密貨幣的真正市場價值，則取決於其行業應用的潛力及後續的發展。

可以說，ICO 與 IPO 有類似之處，唯一分別，是新股進行首次公開發行，股價有一個參考價值，但 ICO 發行的加密貨幣，往往一開始決定了發行的數量，視乎有多少資金投入，在這個基礎上，以投入貨幣資金數量除以加密貨幣的發行人，平均分配，完全由市場定價，亦即在這一刻，市場覺得發行人所發行的代幣，是否可以解決行業或機構運作上的問題，投資者對此有多大信心，都清清楚楚顯示出來。

加密貨幣靠信心維繫

值得一提，由於加密貨幣沒有實體經濟的支持，很大程度上靠信心維繫。去年，以太幣遭黑客攻擊，持有以太幣的人信心動搖，進行拋售，令以太幣的價值一度如江河日下大跌，價格波動巨大，這無疑是加密貨幣常見的現象。

目前，加密貨幣/代幣的數量過千，不少並不值錢，反映不少加密貨幣的發行並不成功，迄今最成功的，是比特幣和以太幣。在執筆一刻，比特幣市值逾七百億美元；以太幣也急起直追，市值超過 300 億美元，勢頭強勁，因為使用的人愈來愈多，基於智能合約和所覆蓋的商業活動用途較比特幣為寬。

無論如何，加密貨幣的價值始終繫於市場的信心、對其未來前景的評估。可以說，加密貨幣帶有難以擺脫的不確定性，幣值的變化瞬息萬變，投資者宜小心衡量箇中的風險。

〔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〕