

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2018年2月20日

監管 ICO 要「戒急用忍」

許佳龍

科大資訊、商業統計及營運管理學系講座教授

比特幣去年大幅飆升，年終高位近 2 萬美元，但踏入新一年，價格則大幅下挫，一度跌破 8,000 美元。日前又重上 1 萬美元水平，如此暴升暴跌，不僅予人虛擬貨幣市場充滿投機之弊，而且令金融監管機構猛下重藥進行監管。繼英美等國家禁止信用卡購買比特幣後，中國亦加強對虛擬貨幣市場的監管力度。

記得去年 9 月，中國央行等七部委發布《關於防範代幣發行融資風險的公告》，緊急叫停，「首次代幣發行」(initial coin offerings • ICO)活動，並要求虛擬貨幣交易所於同月 30 日前，徹底關停其在中國的所有交易活動。不過，ICO 虛擬貨幣交易並沒有因此而徹底銷聲匿迹。很多境內「玩家」轉向境外平台網站繼續參與虛擬貨幣交易。據內地媒體報導，中國政府將針對境內外 ICO 和虛擬貨幣交易，採取一系列監管措施，包括取締相關商業存在，取締處置境內外虛擬貨幣交易平台網站等，以加強監管。

強制下架手法凌厲

至於香港証監會亦表明，如果 ICO 數碼貨幣涉及「證券」性質或集體投資計畫 (Collective Investment Scheme • CIS)，證監會將按現行監管手段作出處理。當下，証監會亦已要求多家虛擬貨幣交易所將屬於證券的虛擬貨幣下架。可見虛擬貨幣交易和 ICO 活動，正面臨新一輪凌厲監管。

無可否認，過去幾個月，比特幣和以太幣等虛擬貨幣升幅巨大。但作為一個新興商品，這些創新產品顯然不能光以市場定價，作為是否值得發展成為新項目的衡量準則，因為市場定價很大程度受市場背後的價格操縱者所影響；在成交量並非巨大的情況下，少量交易也足以大大影響價格。

面對虛擬貨幣市場的巨大波動性和濃烈投機性買賣，政府作出監管無疑是合理的，不過，也不宜用「打擊」或「取締」心態，作為應對新生事物挑戰的監管反應。因為「霹靂手段」很有可能把剛萌芽發育的創新意念和意欲扼殺，對社會發展未必是好事。

細看政府目前的一些監管措施，如要求虛擬貨幣市場做到顧客認證、可以追溯到資金的流向等，的確有其合理性，這些措施相信也有助虛擬貨幣市場循健康的方向發展，排除那些濃烈的投機性買賣，以及不法份子輕易透過虛擬貨幣市場平台「洗黑錢」。然而，強制要求 ICO 虛擬貨幣下架，是否一個適當的監管手段，值得商榷。

創新方案有效解決痼疾

適切的監管，有助新生事物健康地發展，但過度的監管，便有可能把創新意念和意欲扼殺於萌芽之中，令那些真正利用虛擬貨幣發展創新科技，以配合商業應用的公司的生存空間大為萎縮。筆者接觸到不少科技創新公司，都對本身的行業有創新性發展想法。事實上，在身份認證、船運追蹤、物流協調等領域，區塊鏈（block-chain）技術的商業應用價值，提升行業經營效率，已初步受到普遍確認。

把區塊鏈技術應用到貨櫃航運業有一個很好的說明例子。一直以來，在貨櫃運輸業，客戶向航運公司預訂一個貨櫃運貨，並沒有訂金之設。然而，無論是因為生產延誤或其他什麼原因，當貨櫃貨輪需要啟航了，但預訂了的貨櫃卻沒有裝貨，因船泊期限已到，結果貨櫃輪只能帶著多個「空櫃」啟航，對航運公司經營造成巨大損失。因此，航運公司傾向「超賣」，從而令到貨主亦面對無航位可用的風險。如何能有效解決這個行業經營固陋？

科大兩位畢業生創辦的 300Cubits 公司，便提出一個嶄新方案，他們在以太坊上推出名為 TEU 的虛擬加密貨幣，作公開發行，並保留部份 TEU 供業界免費應用，以 TEU 代幣作為貨運流程的訂金。如果客戶無法如期交付貨櫃到碼頭，則把「TEU 訂金」沒收；若如期交付貨櫃到碼頭但沒有航位，則客戶亦可沒收航運公司的「TEU 訂金」，交易雙方所定的「智能合約」自動操作，毋須文書往還，透過這個加密虛擬貨幣平台，落實一個創新性解決方案，使交易雙方都有積極性和利益誘因，去完成交易，減少航運業的寶貴資源浪費，其效果也對實體經濟有所貢獻。由此可見，ICO 是解決業界固弊的其中一個有效方案。

扼殺創意監管得不償失

誠然，如果行業有一個大團體或寡頭經營，解決問題的方法，可與上述方案有別，也毋須去發行本身的虛擬貨幣。但如果市場上眾多分散的小戶，它們不想所經營的市場受到大集團壟斷，而自行發展一套並行的系統，大家相互協調，使營運更有效率，透過新創意去推動行業發展，很大程度上是加強了業界的市場競爭，有利經濟進一步發展。到目前一刻，公眾或監管機構對 ICO 活動有所懷疑也很合理，但也應該給予那些具創新意念進行商業活動的公司，有實踐創新抱負的機會和空

間。如果 ICO 因所發行是虛擬貨幣而受到「一刀切」的苛嚴監管威脅，顯然會弱化對行業發展的創新想法，令人扼腕。

事實上，不少 ICO 具有行業性的創新構想，過去無法實現和解決的難題，透過區塊鏈技術進行個體之間、公司之間的協調和合作，不僅更有效率進行生產和提供服務，而且更可產生很多意想不到的新效果，衍生更多商機。

從目前發展情況看，虛擬貨幣平台的出現，的確看到了行業創新發展的端倪和條件；亦有機會打破寡頭甚至壟斷式的紕漏，為市場帶來競爭，在這方面，其實也可更新政府的管治與監管手段。

排除証券式 ICO 合理

可以看到，目前各國政府的確不斷加強對 ICO 和比特幣的監管，筆者認為，「打擊」比特幣，與監管 ICO 應該是兩回事，不可混為一談。因為比特幣的背後，嚴格來說，其實沒有什麼概念。不同以太幣，以太坊背後還有一個「智能合約」的宏大構想，如果比特幣遭取締，充其量市場上沒有了一種虛擬貨幣而已，損失不見得很大。但 ICO 背後的新商業應用構想，如果「無疾而終」，無疑對行業的創新發展造成一定代價。這也是為什麼筆者認為，虛擬貨幣平台在目前這個初始發展階段——有很多發展的可能性，在監管上必須十分審慎，避免把當中具創新性構想扼殺於萌芽階段之中。

事實上，政府對虛擬貨幣的監管，並非針對這些真正想協助業界發展的 ICO 公司，也不是針對區塊鏈技術。最近，香港証監會聲言，會加強對 ICO 的監管。記得去年 9 月，証監會發表了「有關首次代幣發行的聲明」，指出 ICO 公開發行或銷售的數碼代幣，若屬於《證券及期貨條例》所界定的「證券」，需要受到證券法例的規管。

按照証監會的這份聲明指引，若 ICO 所發行的數碼代幣，其持有人獲賦予股東權利，如有權收取股息、在公司清盤時，有權參與剩餘資產的分配，則視之為「證券」；若數碼代幣發行人於指定日期或贖回時，向代幣持有人償還投資本金和支付利息，則視為「債權證」；若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，則數碼代幣便被視為「集體投資計劃」的權益，需要受到《證券及期貨條例》監管。對於這些被界定為「證券」的 ICO 虛擬貨幣，當局對此作出監管，的確很合理。

戒急用忍 警惕「一刀切」

但是，無論是証監會或金管局，在發出這類監管聲明中，所指的監管範圍還是不夠清晰，有灰色地帶，對真正有意利用 ICO 虛擬貨幣平台，來對行業發展進行創新性「優化」的活動，無法確定是否沒有跌入「禁區」。如果監管機構對監管範圍有一個更清晰的闡釋和角度，相信有助發行 ICO 的公司可定出具體的發展路徑。

最後值得一提，區塊鏈技術一直予人的印象，是可以據此節省交易費用，因為交易可以跳過中間人，買賣雙方直接交收，節省了結算系統的成本。但雖則是「點對點」交易，但區塊鏈有其容量限制，像比特幣和以太幣，都無可避免因容量的限制而造成「交易擠塞」，成為日後增加交易費用的「溫床」。因為當交易出現擠塞緩慢，要及早完成，便可能要對交易付出「佣金」，以作為盡快驅動完成交易的誘因和激勵。到底區塊鏈技術是否真的能夠節約交易費用，目前來說，仍只是一個願景。

由此可見，區塊鏈技術，包括在虛擬貨幣平台的商業應用，還是在初始發展階段。在新生事物發展初階，監管不宜急不及待，以雷厲手段加以壓制甚至取締，應以政策耐心和全面的監管考慮，容忍其以多樣性萌芽茁長，繼之去其蕪、存其菁，所謂「戒急用忍」，過度懷疑和過急壓制，難免把潛在多樣性生機扼殺，更要高度警惕監管政策「一刀切」帶來的長遠損害。

〔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〕