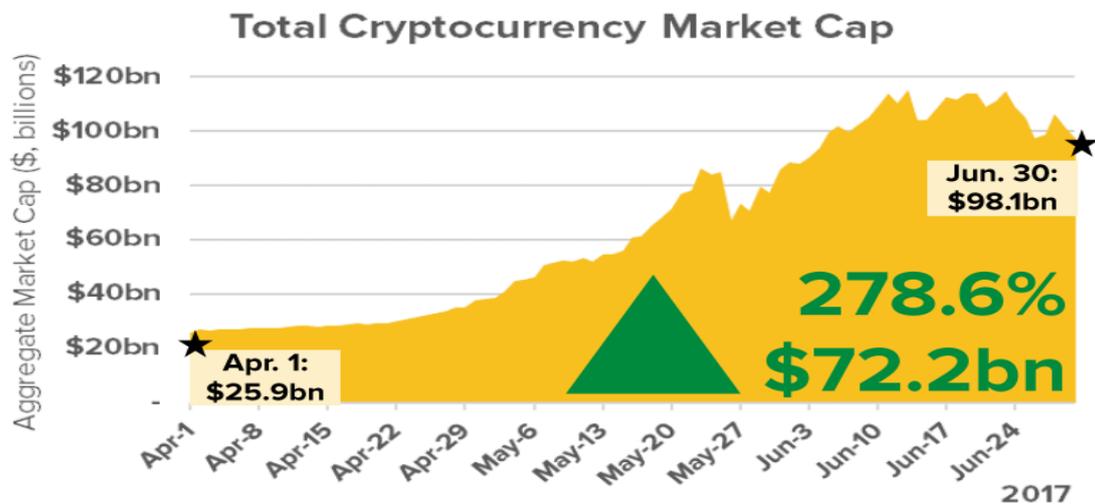




【名家專欄-吳孟道】ICO 的美麗與哀愁

ICO (Initial Coin Offering)，中文名為首次貨幣發行，是一種仿效證券市場 IPO (Initial Public Offering) 的融資活動。近年來在區塊鏈技術愈發普及、應用更為廣泛下，快速崛起，且在區塊鏈領域的籌資上，已有逐漸取代傳統創投(VC)與群募(crowdfunding)模式的趨勢。與證券 IPO 不同的是，ICO 發行標的物並非股票或債券，而是數位加密貨幣，本質上並沒有相對應的基礎資產(無關資產所有權)，取而代之的是軟體專案或系統使用權，因此也就沒有權益分配及剩餘價值追索權利的問題，這也是現行證券法規難以監管的主因。此外，ICO 的籌資貨幣也非一般法定貨幣，而是以較被認可且具公信力的虛擬貨幣如比特幣、以太幣及萊特幣為主。由於資源相對稀少，價格也就容易流於投機炒作，無形中亦加大市場風險。

根據 CoinDesk 最新出具的報告(State of Blockchain Q2 2017)，截至 2017 年 6 月底止，全球包括比特幣及以太幣在內的加密貨幣(Cryptocurrency)總市值已達到 981 億美元(參見圖 1)。在此之前，甚至數度超越 1,000 億美元。光是 2017 年第二季這段期間，成長幅度就高達將近三倍(278.6%)，總市值則增加 722 億美元。對比第一季前不過僅有 259 億美元的市值，成長幅度可說是相當驚人。



資料來源：CoinDesk (2017), State of Blockchain Q2 2017。

圖 1 全球加密貨幣總市值

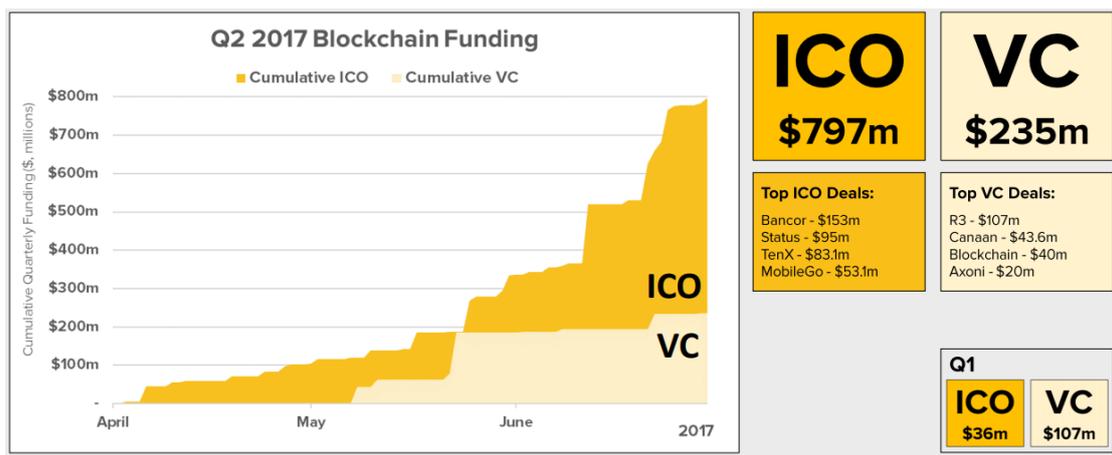
為何全球加密貨幣市值成長如此快速？主要原因還是來自於各式各樣瘋狂的 ICO 融資活動，除了擴大原有加密貨幣的資金池外(量增)，也大幅推升既存加密貨幣如比特幣及以太幣的價格(價漲)，讓整體市值持續飆升。光就比特幣而言，第一季底價格不過只有 1,000 美元出頭，但到 8 月底，價格已逼近 5,000 美元，上漲幅度將近 4 倍(參見圖二)。



資料來源：Stock-ai 網站。

圖 2 近半年比特幣價格走勢

CoinDesk 這份報告也指出，瘋狂的 ICO 融資活動，由於相對不受監管且在當前氛圍下更易吸金，在今年第二季已逐漸取代 VC 與群眾募平台角色，成為區塊鏈產業新創事業的首選。從圖三可以清楚看出，第二季透過 ICO 募資的區塊鏈新創事業，總共成功募得 7.97 億美元的資金，而透過傳統 VC，僅只募得 2.35 億美元。這個數字在第一季剛好顛倒，有 1.07 億美元的募資來自 VC，而 ICO 則僅有 0.36 億美元。



資料來源：CoinDesk (2017), State of Blockchain Q2 2017。

圖 3 2017 年第二季 ICO 及 VC 募資金額

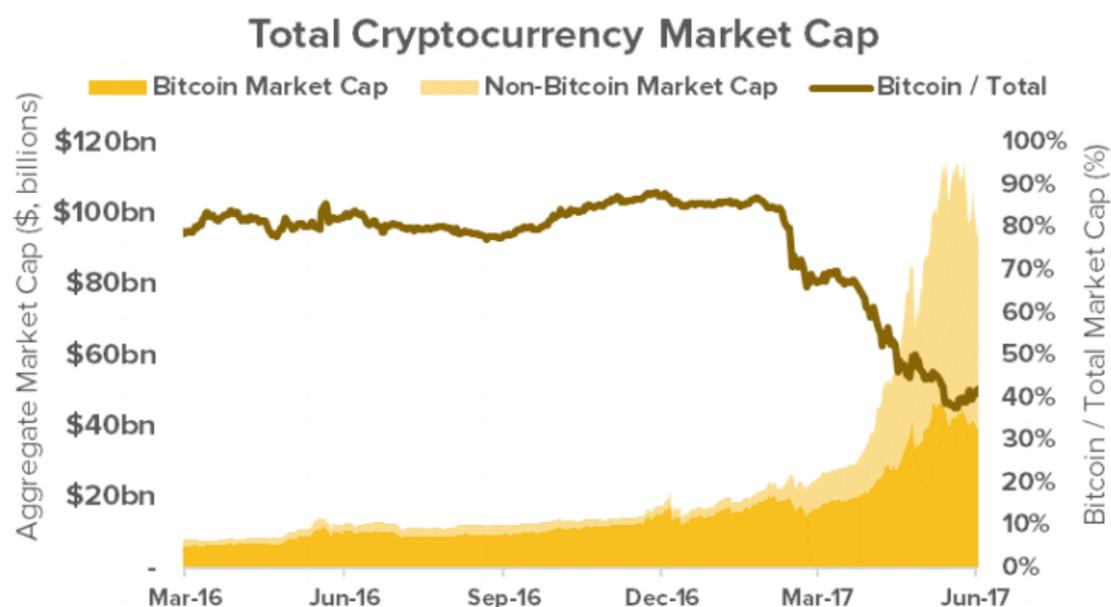
若是不分產業，純以專案募資金額來做比較，從圖四也可看出，今年第二季 ICO 的前五大募資專案，金額都超過 5,000 萬美元，前兩名 Bancor 及 The DAO 專案甚至突破 1.5 億美元。而全球知名的兩大群募平台，Kickstarter 及 Indiegogo，排名前五的最高募資金額專案也不過僅有 2,000 萬美元出頭(Pebble Time)，其餘均只在 1,000 萬美元上下或僅有數百萬美元。顯然 ICO 的募資模式，確實已逐漸吸引區塊鏈新創事業及投資人的目光。



資料來源：CoinDesk (2017), State of Blockchain Q2 2017。

圖 4 2017 年第二季 ICO 及群募平台募資金額

有趣的是，當各式各樣加密貨幣經由 ICO 如雨後春筍般冒出。原本在加密貨幣中占有優勢主導地位的比特幣及以太幣等，影響力也開始被其他新興加密貨幣瓜分。圖五列出比特幣及非比特幣的市值與比重，從圖中可以發現，比特幣市值比重在 ICO 還沒瘋狂之前，幾乎都在八成至九成之間，但隨著愈來愈多新興加密貨幣的出現，比特幣的市值比重也隨之滑落至四成，減少一半以上。這意味著區塊鏈產業已不再僅侷限於比特幣之類的加密貨幣上發展，而是遍及到如有價資產登錄(Value registry)、價值型聯網(Value web)及價值生態系(Value ecosystem)等各類分散式帳本(Distributed ledger)或智能合約(Smart contract)的應用上。這類愈來愈多的區塊鏈應用，自然就衍生出龐大募資需求，ICO 無疑就是在這個過程中快速崛起的產物。



資料來源：CoinDesk (2017), State of Blockchain Q2 2017。

圖 5 比特幣及非比特幣的市值與比重

不過，凡事一旦發展超乎預期且不受控制，下場通常不會太好。就如同蛋塔效應一樣，熱潮結束，瘋狂設立的店面也開始跟著關門。金融資產的交易與買賣行為更是如此，激情過後往往容易引起雪崩現象。特別是 ICO 這種新型籌資模式，支持者大多是專案愛好者或非專業投資人，對比傳統的 VC 模式，缺少了一點專業度，多了許多盲從行為，市場風險自然跟著升高。加上在這股熱潮的驅動下，為數眾多

的區塊鏈新創事業中，難免會充斥著掛羊頭賣狗肉的傢伙。良莠不齊的結果，無形中也會對 ICO 運作產生負面效果。9 月 29 日，美國證券交易委員會(SEC)即針對兩家 ICO 業者提告，認為其是假募資真詐騙，明顯違反美國證券法的反詐騙及註冊規定。同一天，瑞士金融市場監督管理局也宣布，將針對瑞士境內 ICO 的詐騙行為與犯罪事件展開調查。

姑且不論這些詐騙行為是否真有其事，面對 ICO 的瘋狂籌資行為，政府介入的影子確實愈來愈深。尤其是進入下半年以來，部分國家的監管機構針對 ICO 所衍生的金融亂象，已開始全面加強監管。率先揭竿而起的是美國證券交易委員會，7 月底首度針對 ICO 發布調查報告，認定經由 ICO 過程所產生的數位加密貨幣是一種有價證券，未經核備的發行可能違反美國聯邦證券法，必須納入證券監管體系監管。隨後 8 月，新加坡及加拿大的金融監管機關也加入美國 SEC 行列，認為許多加密貨幣都符合證券定義，因此須滿足證券法規的要求才能發行。9 月初，中國人民銀行聯手其他六部會，共同發布《關於防範代幣發行融資風險的公告》，將 ICO 認定為未經批准的非法公開融資行為，全面禁止中國 ICO 平台進行交易與融資活動。9 月底，南韓金融服務委員會進一步宣布，基於防範洗錢、投機及詐騙行為盛行的考量，全面禁止所有形式的數位加密貨幣籌資行為。

一夕間，原本被區塊鏈新創事業以及投資人瘋狂追捧的 ICO，就從當紅炸子雞，變成人人喊打的對象。批判 ICO 可能是龐式騙局或詐騙天堂的聲音，也開始不絕於耳。知名天使投資人 Jeffrey Carter 就認為，ICO 創造出來的加密貨幣市場價值已過度膨脹，一旦熱潮過去，ICO 極可能步入 2001 年網路泡沫危機的後塵，全面崩潰。知名財經部落格(The Reformed Broker)作者暨 Ritholtz 財富管理執行長 Joshua Brown 更直接點名，不受監管的 ICO，根本就跟詐騙沒兩樣。一旦 ICO 專案以失敗收場，由此發行的加密貨幣也將被棄如敝屣，投資人權益將難以受到保障。

嚴格說來，ICO 是否為非法籌資行為，仍須各國監管機關的認定。箇中關鍵在於 ICO 過程產生的加密貨幣到底是不是具備證券特質，

若是，納入監管，無可厚非；若不是，過度限制 ICO，將會扼殺新創事業的發展。目前各國雖傾向從嚴認定，但除中國及韓國全面禁止 ICO 的籌資活動外，其他國家並未直接禁止，而是比照證券發行納入監管範疇。對投資人來說，這未嘗不是一個好消息。畢竟對這些專案愛好者或非專業投資人而言，納入監管或多或少也意味著多一層保護傘及安全性，至少可以避免掉一些惡意欺瞞或蓄意詐騙的 ICO 專案。特別是這種高風險性的早期投資活動，若能取得監管機關的背書，符合資訊充分揭露及誠實申報等合規要求，無疑也是對投資人權利義務的一種保障，最終也有助市場正常化發展。

最後，值得一提的是，許多人將 ICO 與加密貨幣畫上等號，但實際上，ICO 並不同於加密貨幣。ICO 只是立基於加密貨幣發行的一種籌資行為，而加密貨幣則是區塊鏈應用的一環，兩者不應混為一談。沒有了 ICO，加密貨幣還是可以透過 VC 或群募模式籌得資金，但沒有了加密貨幣，ICO 本身就失去存在意義了。當大家都還一窩蜂沉湎於 ICO 榮景，或是擔心各國逐漸加強監管將摧毀 ICO 之際，站在推動區塊鏈發展的立場，或許還是應該先回頭檢視加密貨幣或區塊鏈的本質，思考如何擴大其應用層面與市場需求。畢竟汲汲營營於金融市場的資金操作，帶給社會的只是投機炒作風氣的盛行，而非內涵價值的提升。這對一國的創新經濟發展而言，顯然不是一件好事。

■ 本文作者吳孟道為台灣經濟研究院研究六所所長