

ICO 遭禁：区块链技术的“脱实向虚”

合肥兴泰金融控股集团

金融研究所

徐蕾 张旭

咨询电话：0551-63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：<http://www.xtkg.com/>

联系地址：安徽省合肥市政务区
祁门路 1688 号兴泰金融广场 2206 室

2017 年 09 月 26 日

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



内容摘要：

- ◆ ICO (Initial Coin Offering 首次代币发行) 在今年的投资圈赚足了“眼球”，9 月 4 日，以央行为代表的七部委联合发布《关于防范代币发行融资风险的公告》，更是将 ICO 推向舆论的风口浪尖。ICO 的走红一方面是其背后的“造富效应”，另一方面是对区块链技术的看好。作为一种具有“去中心化”、信息不可篡改技术，区块链技术在未来可能对金融及非金融领域产生颠覆性影响。而尚处在起步阶段的区块链，目前大多数应用还在概念验证和小范围测试中。在实际应用没有爆发的时间点上，ICO 先行爆发无疑是区块链行业内典型的“脱实向虚”。
- ◆ 理论上，ICO 发行的代币是否有价值、能否升值，取决于项目最终是否成功。现实情况中，上线交易所却被默认为“升值法宝”。投资逻辑的演变透露着越来越多的 ICO 项目正脱离区块链技术，成为“圈钱”工具，甚至是旁氏骗局、传销。

ICO 遭禁：区块链技术的“脱实向虚”

9月4日，中国人民银行等7部委联合发布《关于防范代币发行融资风险的公告》（以下简称《公告》），明确指出代币发行融资涉嫌违法犯罪活动，并要求自本公告发布之日起，各类代币发行融资活动应当立即停止，已完成代币发行融资的组织和个人应当做出清退等安排。从监管层密集关注，到被定性为非法公开融资，ICO只用了半个多月的时间。

与此同时，ICO的监管风暴不断发酵。9月14日，比特币中国宣布将于9月30日停止所有交易业务。无独有偶，9月15日，火币网和OK Coin币行同时发布公告称，将于9月30日前通知所有用户即将停止交易，并将于10月31日前，依次逐步停止所有数字资产兑人民币的交易业务。

一场关于ICO的“围剿”迅疾而猛烈，这在金融行业实属罕见。

一、溯源 ICO

ICO（Initial Coin Offering 首次代币发行）是企业或非企业组织在区块链技术支持下首次发售代币，向投资人募集虚拟代币（一般为比特币、以太坊）的融资活动。可以简单的理解为代币中的IPO（首次公开发行）。

（一）ICO 与比特币、区块链

最早的ICO项目出现于2013年，本限于对区块链技术应用项目开发，是小规模代币融资用以技术开发，发行的代币用于对“码农打赏”的激励机制，相当于技术开发早期项目的众酬。

这里涉及到两个关键词，一是以比特币为代表的虚拟代币，二是区块链技术。三者的关系简单来说，即区块链技术的初创公司通过ICO实现项目融资，融到的“资”即比特币。

1、比特币——ICO 发行客体

比特币（Bitcoin，缩写BTC）是一种总量恒定2100万的数字货币，和互联网一样具有去中心化、全球化、匿名性等特性。向地球另一端转账比特币，就像发送电子邮件一样简单，低成本，无任何限制。比特币因此被用于跨境贸易、支付、汇款等领域。

其诞生源于数字货币的理念。自互联网出现以来，如何创造一种数字货币，既能够记载信息、任意支付，同时又不会被任意复制粘贴，困扰着技术界。在比特币出现之前，常见的解决方法是建立一个中央结算体系，对所有交易进行实时记账，同时确保使用过的电子货币不能再重复使用，即中心化管理。目前银行系统采用的都是这样的中央控制体系。

比特币打破原有的中心化管理架构，通过公开分布式账本的方法来避免重复支付，其历史交易都通过“块”（blocks）的方式记录进账本，这个账本也不保存在某个中央服务器中，而是全网公开，保存在每个接入比特币网络的计算机上。

2、区块链——ICO 技术支持

区块链是比特币及ICO背后的技术支持，是一种公共记账机制，通过建立一组互联网上的公共账本，网络中所有的用户共同在账本上记账与核账，来保证信息的真实性与不可篡改性，被称为“创造信任的机器”。

作为一种技术，区块链是指基于某种算法，在共享数据库中添加新的数据，必先获得一些节点的认可，被认可后，这些新的数据则形成新的区块，并能被数据库中其他数据所识别，而且这些区块能够进行自我管理，无需人工管理，这些区块还能通过公钥与原有区块链进行链接。这种区块之间的互相链接则被称为区块链。

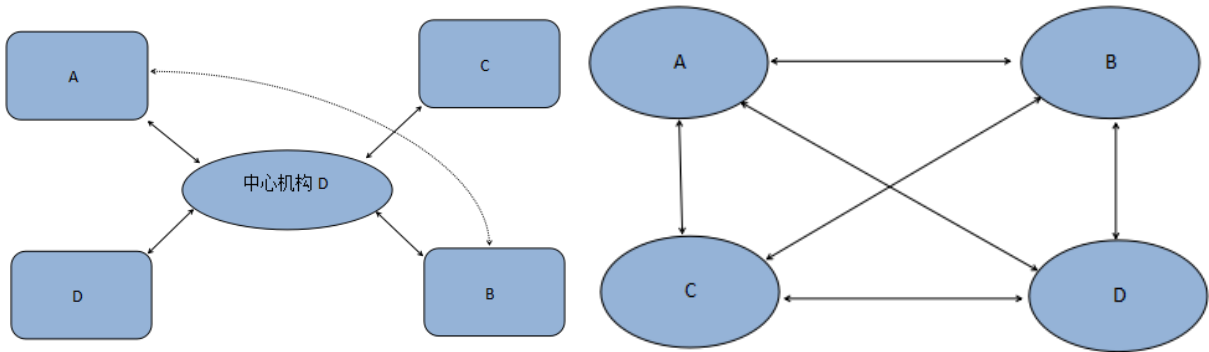


图 1 传统交易模式与基于区块链技术交易模式

作为一种理念，区块链则比其作为一项技术具有更加重大的现实意义和理论意义。目前大多数机构、体系的运行基础都是基于“中心化”的，如银行体系中，央行是中心；淘宝交易中，支付宝是中心；国家机构中，中央政府是中心。而区块链的本质则是“脱媒、去中心化”，是将“中介、媒介”改进为“平台”。

当区块链的技术和理论得以普及，将对社会经济组织形式产生很大的冲击，各类中心组织将面临重塑的挑战，最终会使中介或媒介为核心的、中心化的“市场经济”发展为点对点的、去中心化的“共享经济”。通过一个案例抑或能更直观的认识“去中心化”。

案例：

小兴与小泰是 W 村的村民，一天小兴向小泰借 100 元。他们分别有三种支付选择，第一种是通过银行，第二种是通过村民账本，第三种是通过区块链。不同支付选择的记账情况如下：

(1) 银行——中心化记账

① 小兴到银行，向银行提交转账要求；② 银行通过银行卡密码等方式确认小兴身份，并检查小兴的 A 账号是否有足够余额；③ 检查通过后，银行增加一条转账记录：小兴 A 账号向小泰 B 账号转账 100 元，并修改两人账号余额。

(2) 村民账本——去中心化记账

① 小兴大吼一声：大家注意啦，我用 A 账号给小泰的 B 账号转 100 块钱；② 小兴附近的村民听了确实是小兴的声音，并且检查小兴的 A 账号是否有足够余额；③ 检查通过后，村民往自己的账本上写：A 账号向 B 账号转账 100 元，并修改余额；④ 小兴附近的村民把转账告诉较远村民，一传十传百，直到所有人都知道这笔转账，以此保证所有人账本的一致性。

(3) 区块链技术

① 小兴向周围节点广播转账交易要求：A 账号转账 1 比特币（假设 1 比特币=100 元）给 B 账号，并用 A 账号的私钥签名（私钥签名可简单理解为 A 账号的密码）；② 小兴周围的节点通过 A 账号的公钥检查交易签名的真伪，并且检查小兴的 A 账号是否有足够余额；③ 检查通过后，节点往自己的账本上写：A 账号向 B 账号转账 1 比特币元，

并修改余额；④节点把这个交易广播给周围的节点，一传十十传百，直到所有节点都收到这笔交易。

资料来源：知乎

区块链去中心化、信息不可篡改两大核心特点，使得区块链在信息存储中具有天然优势，在金融及非金融领域更有产生颠覆性影响的可能。目前 IBM 正在尝试用区块链技术实现物联网技术的关键问题——通过分布式云网络的形式实现每个设备能自我管理和智能交互。纳斯达克、摩根大通、花旗银行、瑞银集团、高盛集团在内的全球金融巨头们也在忙着成立区块链实验室，以期借助区块链技术提升经营效率，降低运营成本。在我国，区块链也已写入《十三五国家信息化规划》。

（二）ICO 与 IPO、VC 及传统众筹异同

ICO 项目与 IPO、VC 及传统众筹存在相似的地方，如募资阶段与 VC 投资都在项目早期，募资方式借鉴了众筹的方式，认购项目代币获得权益的这一形式又与 IPO 类似。同时又存在差异：

1、流动性方面

传统的 VC 投资在流动性和收益中有所取舍，早期投资的预期收益率较高，但投资周期长，接盘者少，资本退出风险带来的压力也会挤压项目的估值和募资，对于项目团队和投资人而言都是不效率的。ICO 的方式则为风投资金提供了近乎二级市场的自由流动性和快速变现的可能性。

2、投资者方面

ICO 的投资者覆盖范围非常广，可以是任何持有数字货币的人或组织，不需要合格认证，也不需要专业金融知识，相比 IPO 或 VC 更加灵活。而相比于众筹，ICO 投资者几乎不受保护，投资项目没有进行可比估值的可能。因此，ICO 投资者大多数是市场上风险偏好最高的一群人，同时 ICO 的投资者又是专业的一群人，尽管对准入和投资金额没有门槛，但由于区块链技术本身普及度不高，目前参与者多是开发者或长期关注区块链的较专业投资者。

表 1 ICO 与 IPO 比较

	ICO	IPO
发行主体	区块链公司	各行业企业
发行客体	比特币等数字加密代币	法币
投资主体	无限制	各类投资人
中介服务	无，依托去中心化网络	券商和众筹平台等

资料来源：根据相关材料整理

二、脱离区块链的 ICO

(一) 国内 ICO 剑走偏锋

1、“造富神话”

专业性极强、针对特定少数人群的 ICO，成为大众投资，一方面是投资者对区块链技术的看好，更为重要的是今年上半年 ICO 在国内演绎的“造富神话”。通过 ICO，不仅融资方可以获得融资，普通投资人也能通过对 ICO 项目的投资获得高额回报。数据显示，今年上半年国内一些 ICO 项目出现了 200%、400% 的收益率。

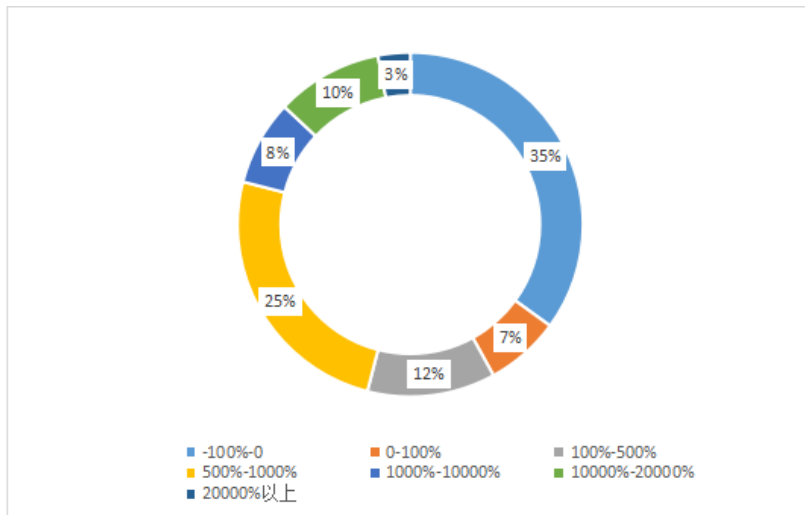


图 2 2013-2017 年 2 月 40 个超 10 万美元 ICO 回报率分布

资料来源: CBInsights 统计报告

国家互联网金融安全技术专家委员会发布的《2017 上半年国内 ICO 发展情况报告》显示，在 2017 年以前，中国境内 ICO 项目只有 5 宗，截至 2017 年 7 月 18 日，这个数量激增到 65 宗，累计融资规模折合人民币约为 26 亿元，ICO 融资规模和用户参与程度也呈加速上升趋势，参与人数高达 200 万人。

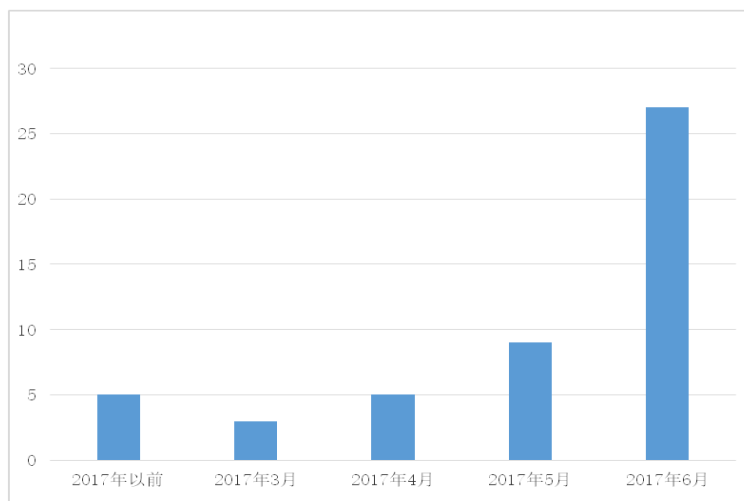


图 3 国内 ICO 项目上线情况走势

资料来源: 《2017 上半年国内 ICO 发展情况报告》

2、投资逻辑演变

ICO 的运作步骤通常分为四个阶段。(1) 准备期, 发起人设计区块链项目的架构, 撰写计划白皮书, 通过路演等方式对项目进行宣传。(2) 窗口期, 团队向众筹平台递交计划书, 发布 ICO 方案; 投资者支付比特币等被认可的代币, 按设定比例兑换购买项目代币。(3) 测试期, 募资完成后, 项目转入开发和测试阶段, 项目可通过召开代币持有人大会等方式让投资者参与经营决策。(4) 项目运行, 经过项目测试后, 项目上线运行, 投资人可以在指定交易平台上买卖流通, 实现投资回报。

理论上, ICO 发行的代币是否有价值、能否升值, 取决于项目最终是否成功。现实情况中, 上线交易所却被默认为“升值法宝”。有投资者称, 2015 年 ICO 投资者关注的是社区生态是否良好、代码是否优雅; 2016 年关心有哪几个“大牛”站台、项目有没有传统行业背景、有没有代币发行必要、商业模式是否成熟; 现在则只问一句话, 上不上云币网(由李笑来管理的比特基金投资, 使用自主研发的 PEATIO 开源程序搭建而成, 是一家致力于透明、公开、公正的区块链资产交易平台。)

投资逻辑的演变透露着越来越多的 ICO 项目正脱离区块链技术, 成为“圈钱”工具, 甚至是旁氏骗局、传销。央行相关研究指出, 目前国内 90% 的 ICO 项目涉嫌非法集资和主观故意诈骗, 真正募集资金用作区块链项目投资的 ICO, 连 1% 都不到。即便是针对量子链、小蚁这类实力派项目的 ICO, 也是有着极高的风险。

(二) 其他国家 ICO 监管情况

随着 ICO 在世界范围内的兴起, 除了中国外, 新加坡、瑞士等国也开始对 ICO 进行监管。总体来说, 各监管部门对 ICO 的表态主要表现为提醒投资者风险, 大部分提出在现有法律框架下, ICO 比较适合纳入证券法监管。具体情况见下表:

表 2 各国 ICO 监管比较

	国家	对 ICO 中代币的界定	主要监管态度
I C O “ 友 好 国 ”	瑞士	资产 (非证券)	“ICO 天堂”, 发行代币无需专门牌照, 成立由国家金融管理部门授权的虚拟货币交易所
	新加坡	资产 (非证券)	监管部门不对数字货币及交易业务安全性负责, 但数字货币业务应当符合客户适当性与反洗钱法规定
	日本	资产	实施《关于虚拟货币交换业者的内阁府令》, 将虚拟货币交易放在 KYC (了解你的客户) 和 AML (反洗钱) 的监管规则下, 认可虚拟货币支付功能, 要求虚拟货币交易所需持日本财政部颁发的特殊牌照
风 险 密 切	美国	商品或证券	2015 年出台了虚拟货币牌照监管框架, 给虚拟货币活动颁发专有牌照。美国联邦证券法或将数字货币纳入其中
	韩国	非货币	明确任何试图用数字货币以股票发行形式进行

关 注 国			的 ICO 将可能受到处罚
	俄罗斯	金融工具（非货币）	认为现在承认数字货币及任何与数字货币有关的金融工具都为时尚早；数字货币交易及 ICO 都存在高风险
	英国	私人货币	ICO 项目发行人自行负担政策和法律风险，参与代币交易的用户需提交身份和居住证明，密切观察 ICO 发展

资料来源：根据相关材料整理

尽管目前全球的 ICO 融资还处于“无准入门槛、无行业标准、无监管机构”的状态，但随着各国监管层的密切关注，ICO “自由生长”的时代已经结束，规范化、有序化将是未来的发展趋势。

免责声明

兴泰智库成立于 2016 年 8 月，是由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）发起，并联合有关政府部门、高等院校、研究机构、金融机构和专家学者组成的，以“汇聚高端智慧，服务地方金融”为宗旨的非营利性、非法人学术团体。

《兴泰智库研究报告》是兴泰智库自主研究成果的输出平台，内容以宏观报告、政策解读、行业观察、专题研究为主，对内交流学习，对外寻求发声，致力于为合肥区域金融中心建设提供最贴近市场前沿的前瞻性、储备性、战略性智力支持。

本报告基于兴泰智库研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点，不构成对任何人的投资建议，公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。