



ICO 是非法集资

比特币等虚拟货币在各国都不是真正意义上的货币，因此其价值取决于使用者、投资者等群体的认同，无信用保障，无法律保障。发行代币者突破禁止的法律手段对投资者进行财产的掠夺，禁止 ICO 就是保护投资者权益和维护金融稳定。

文 | 李爱君

尽管国内政策法规严格禁止，但以比特币为代表的虚拟货币仍然受到不少人的追捧。发行代币的 ICO 融资模式，涉众范围广，投资者大部分是无风险认知和风险承受能力的人群，因而在投资判断上缺乏足够的理性，需要在加大全民风险教育的同时，发挥司法的引导与威慑作用，以保护投资者。

虚拟货币的属性

正确看待虚拟货币及其交易发行，要从分辨

其本质开始。

虚拟货币是指在虚拟空间中，特定社群内可以购买商品和服务的货币。目前虚拟货币有三类，第一类为与实体货币无关的虚拟货币，此种货币只可以在封闭的虚拟环境中使用，通常是网络游戏内的货币；第二类为单向兑换型虚拟货币，此种货币通常只可以在虚拟环境中使用，但有时候也可以用来购买实体商品和服务，如各种超市、网站的积分、点数等；第三类为双向兑换型虚拟货币，此种货币有买入价和卖出价，包括由专门



发行机构发行货币的或者去中心化的加密货币，例如比特币、莱特币。这三类虚拟货币引起社会最为关注和风险事件的是第三类，尤其这类当中的比特币。

由于比特币在各国都不是真正意义上的货币，因此其价值取决于使用者、投资者等群体的认同，无信用保障，无法律保障。整体环境影响方面，政策、法律等多种不确定因素均会对其价格产生重大影响。

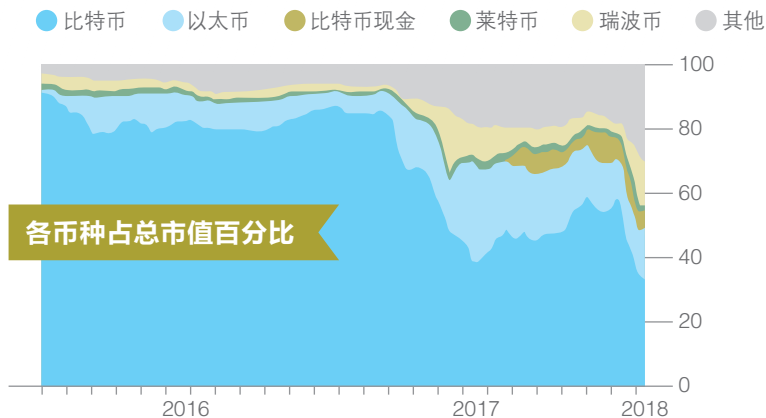
因而，炒作比特币等虚拟货币的行为，比之于投资，更多的是投机，其核心交易模式的风险不容忽视，并且已经在不同程度上暴露。

首先，交易平台主体资格合法性存在风险。虚拟货币交易是以虚拟货币为客体，通过平台进行交易，交易平台是否有交易中心或交易所的资质？如无资质就不能提供此交易服务，即使有资质也不能违反现有的法律制度，进行变相集资、洗钱、放贷。

其次，存在违反我国外汇管理规定的风险。投资者用人民币购买比特币等虚拟货币，然后将其在国外换成外币。这种异地跨国交易模式有可能违反我国相关的外汇管理规定。

再次，存在操纵市场的风险。以比特币为代表的虚拟货币交易是通过网络进行的，其交易行为有隐蔽性和匿名性的特征，二级市场交易在没有监管的情况下必然存在内幕交易与欺诈，其价格极易被操纵。

最后，部分平台进行融资融券加杠杆，这会使基础风险进一步加大。2015年年中，股票市场因为融资融券加杠杆引发了剧烈波动。股票市场在有强监管、信息披露制度和准入门槛等约束之下尚且如此，相比之下，虚拟货币交易的风险将尤甚。虚拟货币交易没有涨跌停、没有交易时间限制，虚拟货币价格在短时间内容易出现剧烈波动。



资料来源：CoinMarketCap

禁止 ICO 是保护投资者

比特币毕竟单一，有人基于区块链技术开发的智能合约系统以太坊，在扩展区块链技术开发程度的同时，也使个人和企业都有了利用这一开源系统生成自己虚拟货币的机会。

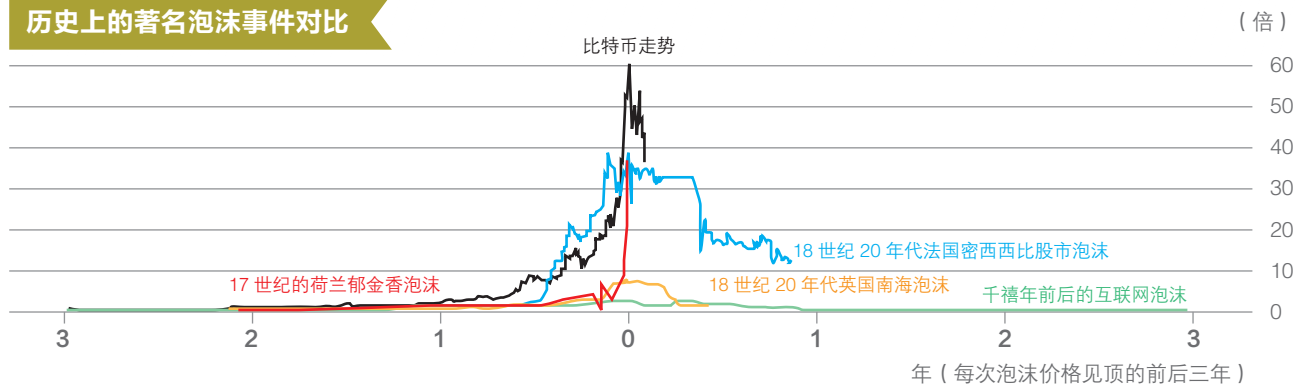
于是就有初创公司采用这种较新的融资方式，利用以太坊系统建立一个自己的虚拟代币系统，发放代币进行众筹融资，早期参与者可以从中获得初始产生的加密数字货币作为回报，即首次代币发行 ICO，也被称为代币 / 令牌收集活动 (Token Gathering Events (TGEs))。

ICO 帮助那些不能发售股票的公司绕开了 IPO，绕开了监管，获得了更加灵活的融资手段，在一段时间内迅速升温、广受追捧。由于过程简单直接，ICO 融资呈现爆发式增长，部分项目突显乱象，风险开始积聚，比如，无须审批，仅靠一纸简陋的项目白皮书，或依赖圈内人站台，良莠不齐，夹杂违法行为。事实上，ICO 本身就存在诸多问题。

ICO 是涉众型（公募）集资。一是 ICO 是向不特定的对象发行“代币”，此代币可以在指定的交易平台上进行 T+0 式集中竞价进行交

虚拟货币交易没有涨跌停、没有交易时间限制，虚拟货币价格在短时间内容易出现剧烈波动。

历史上的著名泡沫事件对比



资料来源：经济学人

ICO 这一集资方式就是空手套白狼，因为发行的代币没有价值和使用价值，更没有法偿性，就是数字符号。

易。二是购买代币的人数远远超过 200 人。根据我国《证券法》第十条规定，此种行为是典型的涉众型（公募）的集资行为。涉众型集资行为就存在道德风险，金融发展史的郁金香泡沫事件与 1929 年及 2008 年的美国金融危机已充分证明，拿别人的钱如是涉众的，一旦发生道德风险就会严重影响社会秩序，因此各国从法律制度层面对涉众集资行为都进行强监管，如公开集资的必须经过管理部门批准，未经批准不允许向众人进行集资，否则构成非法犯罪。

ICO 是多层次空手套白狼的把戏。第一层次发行出售代币套白狼。ICO 是 Initial Coin Offering，可译为“代币首次发行”，发行的是代币换回的是挖矿式比特币等虚拟货币，然后发行者再拿融来的比特币等虚拟货币到交易平台上兑换法定货币，以达到集资的目的。这一集资方式就是空手套白狼，因为发行的代币没有价值和使用价值，更没有法偿性，就是数字符号。第二层次交易市场套白狼。ICO 这种数字符号在二级市场进行交易时，在没有监管的情况下必然存在操纵市场、内幕交易与欺诈，从而掠夺投资者的财

产，这在美国 1929 年金融危机中已被充分证明了。

ICO 是融资渠道，并不是虚拟货币。实践证明此渠道是公开募集集资金，已构成非法集资或合同诈骗。即发行代币者突破禁止的法律手段对投资者进行财产的掠夺，禁止 ICO 就是保护后者权益和维护金融稳定。2017 年 9 月 4 日，中国人民银行联合六部委发布了《关于防范代币发行融资风险的公告》，要求各类代币发行融资活动应立即停止。随后各种虚拟货币大幅下跌，正是由于投资者对比特币等虚拟货币及其风险的认识越来越趋于理性。

通过剖析比特币等虚拟货币的交易及发行实践，我们应该对网络虚拟货币实质有更加深刻的认知。要明确“货币是不能拿来开玩笑的”。要客观地认知网络技术的特征，不要刻意夸大其功能和作用。网络空间的虚拟货币事实上并没有改变货币的职能和特征，因此必须遵守货币的发展规律，否则就会受到应有的惩罚。■

（作者系中国政法大学互联网金融法律研究院院长、教授、博士生导师，中国互联网金融协会申诉委员会主任委员）