

## 数字货币监管溢流的协同规制\*

杨东\*\* 马扬\*\*\*

**摘要:**区块链有望成为下一代价值互联网的基础架构,但数字货币作为其中最具经济价值的部分却备受争议。秉持去中心化精神的区块链和数字货币也需要适应现实社会中的规制机理、法律规制和市场规制,这是对数字货币规制的主要手段。由于数字货币自身独立价值的缺失和Token经济的虚泛化,传统取向型监管的效果因无法有效刺激市场而日渐式微。域外经验和中国实践表明,以审慎创造投资工具的方式推动数字货币独立价值的确立,形成法律规制和市场规制共同作用的协同规制,有利于打破数字货币的监管耐受性。我国基于共同知识博弈的监管溢流现象严重,需要建立起法律与市场协同规制的监管框架以应对全球数字经济竞争中的机遇与挑战。

**关键词:**数字货币 独立价值 协同规制 监管溢流

---

\* 本文系国家自然科学基金国际(地区)合作与交流项目“中国非正规金融的风险、潜力及变革”(项目批准号:71661137006)的阶段性研究成果。

\*\* 中国人民大学法学院教授。

\*\*\* 中国人民大学法学院硕士研究生。

## 一、问题的提出

习近平总书记在中国科学院、中国工程院院士大会上的讲话将区块链称为新一轮科技革命和产业变革中的新一代信息技术。<sup>[1]</sup> 区块链被认为是信任的机器,有潜力改变人们和企业合作的方式。<sup>[2]</sup> 然而,数字货币—区块链系统中最具经济想象空间的组成部分正在撕裂信任机器维系着的脆弱共识。2017年后首次代币发行(initial coin offering, ICO)融资模式迅速崛起,但泡沫破灭的速度更快,数字货币一度成为欺诈和贪婪的代名词。<sup>[3]</sup> 德勤发布的报告显示,Github上拥有近9万个区块链项目,但仅有8%的项目有人维护,5%被分叉的项目存活下来,项目平均寿命仅为1.22年。<sup>[4]</sup> 而数字货币和ICO所带来的洗钱与恐怖主义融资风险、投资风险、信用风险、监管风险和技术风险,是全球信息互联时代摆在各国监管机构面前的严峻挑战。<sup>[5]</sup>

然而,综观世界范围内不同国家对待数字货币和ICO的态度,可以

[1] 参见习近平:《在中国科学院第十九次院士大会、中国工程院第十四次院士大会上的讲话》,原文如下:“进入21世纪以来,全球科技创新进入空前密集活跃的时期,新一轮科技革命和产业变革正在重构全球创新版图、重塑全球经济结构。以人工智能、量子信息、移动通信、物联网、区块链为代表的新一代信息技术加速突破应用……”载新华网:[http://www.xinhuanet.com/2018-05/28/c\\_1122901308.htm](http://www.xinhuanet.com/2018-05/28/c_1122901308.htm),2019年6月3日访问。

[2] See *The Trust Machine: How the Technology behind Bitcoin could Change the World*, *The Economist*, October 31st, 2015.

[3] 有关数字货币的基本概念学界尚未形成共识,综合来看,学术观点、监管政策和实务运作中通常将数字货币、虚拟货币、加密货币视为同义词,而虚拟货币和加密货币是数字货币的项下概念。参见 Nicole Julie Fobe, *Bitcoin as a Parallel Currency – an Economic Vision and Multiple Legal Consequences*, São Paulo, 2016, p. 22. 数字货币市场总值于2018年年初最高达到约8000亿美元,2018年年底跌至略高于1000亿美元,2019年5月市场总值反弹至3000亿美元。*Coinmarketcap: Total Market Capitalization*, <https://coinmarketcap.com/charts/>, 2019年6月1日访问。

[4] *Deloitte: Evolution of Blockchain Technology: Insights from the GitHub Platform*, November, 2017. 本文所指的项目,具体指区块链或数字货币项目方。

[5] 参见杨东、黄尹旭:《ICO本质及监管机制变革》,载《证券法苑》(第23卷),法律出版社2017年版,第297~314页。

发现国家战略、规范框架、法律文化、市场环境等多种因素共同塑造出迥异的监管取向,数字货币与监管框架(规制)总是处于动态博弈的状态。虽然区块链被称为是最有可能改变未来十年商业模式的技术,<sup>[6]</sup>但创新的革命性不能成为逃避规制的护身符,现阶段独立价值缺失的数字货币需要被束于规制的樊篱之内,但规制的适当性也需要充分尊重市场的规律。

数字货币的炒作价值和全球流通的超主权特性使其逐渐形成了监管耐受性,简单的(许可禁止型)取向型法律规制对数字货币的影响日渐式微。域外经验和中国实践表明,数字货币的监管耐受性在规制能力较弱的国家体现得尤为显著。例如,我国社会治理通常带有深刻的非制度化、非常规化和非专业化的运动式治理烙印,<sup>[7]</sup>在面对全新的区块链数字货币领域更易暴露出治理能力的短板。而资本市场发达且监管机构执法能力强的国家能够较好地实现数字货币规制,这些国家数字货币的监管专业性建立在对数字货币金融属性的深刻认识之上,与其他市场参与主体共同推动了创新与安全之间地协调,实现了法律和市场的协同规制。

我国数字货币监管呈现出共同知识博弈下的监管溢流态势,以压抑市场需求的方式维系金融安全,但全球数字货币理论与实践的发展迅猛,数字货币市场于2019年回暖,风险因素再度浮现。如缺乏鞭辟入里的价值分析和与时俱进的规制手段,不仅无法有效控制金融风险、保护公众投资者,还可能导致我国在数字经济全球竞争中处于劣势。本文意图借助规制理论,寻求对于数字货币最有效的规制手段,在利益衡量中获得相对成熟的非正规金融发展范式。

---

[6] See Don Tapscott, Alex Tapscott, *The Impact of the Blockchain Goes Beyond Financial Service*, Harvard Business Review, available at <https://hbr.org/2016/05/the-impact-of-the-blockchain-goes-beyond-financial-services>, last visit on July 29, 2019.

[7] 参见冯仕政:《中国国家运动的形成与变异:基于政体的整体性解释》,载《开放时代》2011年第1期。

## 二、先决条件:数字货币规制的基础理论

### (一)数字货币规制手段的辨析与选择

具有革命性创新潜能的区块链和数字货币需要受到规制,对数字货币的规制更具紧迫性。数字货币在网络数字化和现实社会性交织中产生的规制复杂性,不仅要求辨析数字货币“规制”的科学内涵,还需要认清规制与监管之间的关系。否则,司法和(行政)机关处理待规制问题的方法,将因简单地理解了规制的盖然性(regulatory harms)和规制干预复杂的体系化效应误入了歧途。<sup>[8]</sup>近二三十年来,规制(regulation)概念在国外勃兴,在国内的语义也在混乱中逐渐澄清。一般来说,规制的本质及其在当下兴起之应有含义,是政府规制,即政府或国家依法律的授权或规定,对经济、社会进行的调控监管。<sup>[9]</sup>数字货币领域的政府规制更多的体现为监管,监管应理解为行政机关或法律授权的机构在市场机制的框架内,为矫正市场失灵,基于法律对市场参与者的经济活动以及伴随其经济活动而产生的社会问题的干预和控制活动。<sup>[10]</sup>但数字货币的规制复杂性难以仅凭监管就达到理想的非正规金融应对范式,如区块链的去中心特性就更适用于自治规范。因此,在宏观层面讨论数字货币规制时应该采用广义的理解,即包括政府性规制和社会性规制等综合规制手段。

劳伦斯·莱斯格的规制理论提供了一种研究数字货币系统可行路径。根据莱斯格“规制点理论”(dot theory),被规制的对象主要受到四种规制因素的影响,分别是准则(norm)、架构(architecture)、法律(law)和市场(market),这四种规制因素既相互区别又相互依赖,共同

---

[8] 参见[美]凯斯·R.桑斯坦:《权利革命之后:重塑规制国》,钟瑞华译,中国人民大学出版社2008年版,第4页。

[9] 参见史际春、冯辉:《“规制”辨析》,载《经济法评论》2017年第1期。

[10] 参见马英娟:《监管的语义辨析》,载《法学杂志》2005年第5期。

作用于受规制的对象。<sup>[11]</sup>但并非上述规制手段都能发挥理想的效果,需要对不同规制手段的规制效能进行衡量。

准则,指社会非强制性约束。网络社会的本质,是公民、法人及其他组织等主体之间的各种关系基于互联网技术产生聚合而形成的新的社会关系格局和结构形态,是现实的反映、延伸和表达。<sup>[12]</sup>区块链和数字货币是现实社会关系在虚拟空间的映射,也需要进行治理回应。区块链和数字货币系统一般通过社群(community)进行治理,社群的自治规范缺乏类似现实世界国家权力机关制定的法律保障,这种规制属于准则的范畴。以EOS为代表的区块链系统在内部治理层面上进行了贴近于“准则”内涵的尝试,EOS发布了系统内适用的“宪法”草案,最新的EOS宪法草案规定了成员间权利与义务、投票机制、仲裁程序等内容,但其仅是一种宣言性的声明,并不能起到对社群行为进行有效规范。<sup>[13]</sup>回顾网络空间的发展脉络,能够发现网络空间的治理始终伴随着集合与分散的此消彼长。区块链的分布式精神强调的是不同社群和个体的自主化和个性化,即分散态势;而准则强调的是非强制性下社群行为的同一化和标准化,即集中态势。分散与集中的矛盾映射入网络化的社群,由于缺乏法律维护虚拟与现实联通的公共利益价值,准则在可以预见的将来也只能是区块链网络中乌托邦式的规制手段。

架构,指技术客观性约束。最典型的架构规制是代码即法律(code is law),<sup>[14]</sup>但技术只可能改变法律运作的方式,减少法律运作的成本,不可能完全取代法律。<sup>[15]</sup>虽然科技驱动型监管侧重于监管者依靠科技手段获取信息,进行实时、动态的监管,从而解决监管信息不对称和

---

[11] See Lawrence Lessig, *Code 2.0: and Other Laws of Cyberspace*, New York, Basic Books, 2006, pp. 121 - 125. Lawrence Lessig 在表达规制时同样使用“regulation”一词,但内涵并非仅包含政府规制。

[12] 参见徐汉明、张新平:《网络社会治理的法治模式》,载《中国社会科学》2018年第2期。

[13] *Bytemaster; Update Constitution*, <https://github.com/EOSIO/eos/commit/ab30b771efa8d5efda3f6746ebe55a2e59085fdf#diff3e7c13a8ffaa6d097827c0124007e558>, 2019年6月3日访问。

[14] See Lawrence Lessig, *Code 2.0: and Other Laws of Cyberspace*, New York, Basic Books, 2006, pp. 1 - 8.

[15] 参见郑戈:《区块链与未来法治》,载《东方法学》2018年第3期。

缓解法律滞后性弊端。<sup>[16]</sup> 但从技术层面约束数字货币在监管机构和项目方两端都存在难以逾越的障碍。对监管机构来说,目前各国监管机构对区块链项目和数字货币存在相当大的监管分歧和不确定性,仍处于探讨是否应该监管以及如何监管的取向性确立阶段,没有形成独立的科技驱动型监管目标意识。<sup>[17]</sup> 其次,目前的数字货币市场投机氛围浓厚,区块链项目的价值评价几乎完全取决于数字货币在二级市场上的价格表现。市场情绪认为区块链项目被加上架构规制的镣铐之后,可能导致项目的想象空间受限,数字货币的价值流动性削弱,项目方严重缺乏架构规制的积极性。

准则和架构实际上难以承担起规制区块链和数字货币的重任,而法律规制与市场规制手段则展现出在数字货币规制中的强大控制力。区块链和数字货币正式进入大众视野之后,法律规制与市场规制的力量在不同的阶段发挥主导作用。

## (二) 数字货币的法律规制

莱斯格规制理论中的法律应该理解为政府制定的规范性文件和狭义规制意义上的监管,在以数字货币为规制对象时,法律规制则主要包括证券法和针对性的监管政策。数字货币与国家货币在概念上被有意或无意的混淆,造富神话伴随着违法行为和系统性金融风险,法律规制对市场压制效应十分显著且有被放大的倾向。此外,区块链自治系统的推动和支持,将持续挑战政府与立法者控制、塑造、影响区块链技术发展的能力。<sup>[18]</sup>

数字货币非正规金融的风险属性和监管政策防范金融风险目标之间的龃龉,是区块链和数字货币概念进入大众视野之后最受关注的焦

---

[16] 参见杨东:《监管科技:金融科技的监管挑战与维度构建》,载《中国社会科学》2018年第5期。

[17] 例如,澳大利亚等数字货币友好型国家,虽然放开了ICO和数字货币交易所设立,但科技监管的独立性意识并不强烈,一般要求交易所等主体在履行反洗钱和反恐怖主义融资义务时开放或者配合监管部门进行技术性监管。ASUTRAC, *A Guide to Preparing and Implementing An AML/CTF Program*, <http://www.austrac.gov.au/digital-currency-exchange-providers>.

[18] Primavera De Filippi and Aaron Wright, *Blockchain and the Law: The Rule of Code*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 2018, p. 8.

点。各国的监管机构也在持续的关注与探索中校准本国在此轮新金融浪潮中的定位。日本对虚拟货币采取适度监管、鼓励创新的态度,《资金结算法》的通过明确了虚拟货币及其交易平台的合法地位。<sup>[19]</sup> 美国的数字货币监管职能主要由证券交易委员会(SEC)承担。SEC等美国金融监管机构基于成熟的监管经验作出了大量对数字货币影响深远的监管指引,如对功能型代币和证券型代币的划分和差异化的监管要求,“DAO的调查报告”中指出,投资合同框架内证券法可适用于ICO,<sup>[20]</sup>《数字资产投资合同分析框架》则提供了数字资产投资合同更为详细的分析原则和判定标准。<sup>[21]</sup>

我国对于区块链和数字货币的基本面大致可以概括为“积极鼓励技术创新,坚决打击市场乱象”,即对利用区块链支持实体经济予以肯定,对炒作数字货币扰乱市场秩序予以禁止。中国人民银行数字货币研究所等机构对法定数字货币的技术逻辑、货币职能、实践应用等方面都有深入的研究。<sup>[22]</sup> 对非法数字货币的监管政策采取坚决且一致的严格管制与禁止措施。2017年9月,七部委联合发布的《关于防范代币发行融资风险的公告》(以下简称七部委《公告》)将ICO定性为“本质上是一种未经批准非法公开融资的行为”,禁止代币融资交易平台从事法币交易与币币交易,同时将信息中介服务也予以叫停。七部委《公告》对我国的数字货币交易行为进行了“全口径禁止”。在世界其他主要数字货币交易国家同期并无重量级监管行动的背景下,七部委《公告》发布后数天内,全球数字货币市场总值重挫1/3,出现了仅次于2018年年初市场总值冲顶后断崖式回落外最剧烈的跌幅。可以认

---

[19] 参见杨东、陈哲立:《虚拟货币立法:日本经验与对中国的启示》,载《证券市场导报》2018年第2期。

[20] See SEC: Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO, 2017.

[21] SEC: Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets, 2019.

[22] 参见姚前:《法定数字货币在互联网投资借贷的应用研究》,载《中国科学:信息科学》2018年第9期;姚前:《法定数字货币对现行货币体制的优化及其发行设计》,载《国际金融研究》2018年第4期;刘少军:《法定数字货币的法理与权益分配研究》,载《中国政法大学学报》2018年第3期;范一飞:《关于央行数字货币的几点考虑》,载《中国金融》2016年第17期。

为监管政策在该阶段起到了绝对的市场规制作用。

七部委《公告》几乎从法律上断绝了数字货币业务在我国存续的可能性,此后一段时间内,除监管机构间歇性进行风险提示外,我国监管政策在这一阶段相对缄默。这一时期最突出的特点是原本在中国开展业务的数字货币交易平台向海外出走,部分数字货币交易平台凭借监管套利、用户积淀、技术壁垒、市场影响甚至暗箱操作成为行业头部企业,由于这些数字货币交易平台相关的业务和人员多位于中国境内,我国监管政策对全球数字货币市场仍然发挥着举足轻重的影响。

2018年8月,银保监会、中央网信办、公安部、中国人民银行、市场监管总局联合发布《关于防范以“虚拟货币”“区块链”名义进行非法集资的风险提示》(以下简称五部委《提示》)。五部委《提示》在目的上与七部委《公告》一致,即防范借助炒作区块链概念进行非法集资、传销、非法发行证券等违法犯罪行为,同时更准确地把握住数字货币异变新情况。五部委《提示》公布后不久,中国互联网金融举报信息平台将ICO列入“互联网金融举报范围”中。结合2018年以来最高人民法院、最高人民检察院和公安部等政法机关对虚拟货币整治力度加大,可以说我国对虚拟货币的监管较此前认知更全面、态度更严厉、手段更坚决。

值得注意的是,与七部委《公告》发布后数字货币市场总值暴跌大相径庭的是,五部委《提示》乃至后来世界范围内的监管机构释放出的监管信息对数字货币市场压制效果并不明显,市场对法律规制形成了较强的监管耐受性。

### (三) 数字货币的市场规制

莱斯格规制理论中市场规制的基本观念是重视价格对行为的引导作用。区块链通过机制共识创造信任,数字货币通过市场共识创造价值,现阶段数字货币的价值基本等同于其市场的定价。2017年是以数字货币为代表的区块链概念集中爆发的一年,层出不穷的造富神话和群体极化(group polarization)<sup>[23]</sup>使投资理性荡然无存。ICO狂热之

---

[23] 参见[美]凯斯·R·桑斯坦:《极端的人群:群体行为的心理学》,新华出版社2010年版,第103页。群体极化,意指当人们身处由持相同观点的人组成的群体当中的时候,他们尤其可能会走极端。



下,“百倍币”不足为奇,“千倍币”甚至“万倍币”的诱惑才能吸引投机者一掷千金。庞氏骗局、内幕交易、非法集资、传销诈骗、庄家控盘、交易所腐败等乱象屡见不鲜,格雷欣定律(Gresham's Law,劣币驱逐良币)完全支配了投机者的行为,<sup>[24]</sup>没有欺诈行为的数字货币会被认为是没有投资价值的。然而,金融投机的历史总是如此相似,贪婪催生的财富泡沫与幻想终会破灭。2018年,许多数字货币跌幅超过九成甚至归零,投机者血本无归。

究其原因,还是数字货币和区块链的价值完全与其二级市场的价格表现捆绑在一起,其自身的独立价值只有理论上的想象空间而无实质性的落地实践。虽然区块链的多方参与者努力在为区块链和数字货币赋予独立的价值,既有链改、稳定币、资产上链、无币区块链等赋能传统业态的基础性尝试,还有使用权分配取代所有权分配、分布式自治组织取代集中式代理机构的制度性安排,但成效甚微。

时至今日,数字货币市场仍然没有形成合理的价格发现机制,市场价格无法对资源分配提供准确信号,投资者也无法根据项目价值进行投资,数字货币市场仍是一个尤金·法玛(Eugene Fama)意义上的非有效市场。<sup>[25]</sup>由于缺乏合理的传导机制,市场对数字货币的规制方式总体来看较为单一,基本体现为追涨杀跌中的后来者遭殃(hindmost)。<sup>[26]</sup>

#### (四)小结

从法律与市场的关系来说,市场力量集聚过程中伴随的风险要求法律予以规制,因此法律通常滞后于市场。法律规制固然关键,但仅着眼法律规制对市场的影响而忽视市场本身作为规制手段的重要性,不利于发现数字货币等新生事物根本的价值依托,理性客观地看待市场的规制作用是当前突破数字货币监管耐受现象的关键。单纯取向型监

---

[24] See Arthur J. Rolnick, Warren E. Weber, *Gresham's Law or Gresham's Fallacy?* *Journal of Political Economy*, Vol. 94, 1986.

[25] Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, *The Journal of Finance*, Vol. 25, 1970.

[26] Edward Chancellor, *Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation*, Penguin Group, 2000, pp. 1 - 4.

管已经无法对数字货币市场产生直接而重大的影响,数字货币对监管政策形成了一定的“监管耐受性”。域外经验表明,“软性”的监管交互对市场影响显著,如比特币 ETF 的申请。这类监管方式的核心是建立于数字货币独立价值的判断和对投资工具的审慎创造之上,因此亟须捋清数字货币独立价值缺失的形成机理与自洽进路,抓准症结审慎建立金融基础设施、创造金融投资工具,形成市场规制与法律规制并重的协同规制范式。

## 二、现实困境:数字货币独立价值的自洽进路

### (一) 数字货币独立价值缺失的形成机理

如前所述,数字货币发展困境的根本症结在于其难以定位自身除投资价值之外的独立价值,这也是许多非正规金融兴起过程中难以回避的问题。但与其他非正规金融不同的是,数字货币的阵痛期还承担着巨大的“存量消化”负担,存量消化负担在没有实际价值支撑的数字货币中又极易演变为无法遏制的死亡循环。

绝大多数国家的监管政策都对国家法定数字货币和私人数字货币之间的交换施予了限制。<sup>[27]</sup> 区块链项目发行方在在募集资金时通常是募集 ETH 等主流数字货币再将其在二级市场出售以套现,利用套现的资金支持项目。投资者通过将法币兑换成主流数字货币,再以主流数字货币认购项目数字货币,法定货币至此完全流入数字货币市场并转换为各式各样的项目数字货币。但是由于这些数字货币本身价值的空洞化、项目发行方和早期投资者有极强的投机动机,在二级市场缺少

---

[27] 例如,美国交易平台在提供服务时通常涉及三类许可牌照,分别是 SEC 颁发的替代交易系统(alternative trading system,ATS)牌照、纽约州金融服务局(NYDFS)颁发的 Bitlicense 牌照和金融犯罪执法网络(FinCEN)颁发的货币服务商(money services business,MSB)牌照。See New York State Department of Financial Services,Regulation of The Superintendent of Financial Services,Part 200. Virtual Currencies;日本金融厅依据《金融商品交易法》和《资金结算法》对数字货币交易的反洗钱和反恐怖主义融资进行监管,尤其是《资金结算法》和配套监管政策的出台,使日本成为最早将数字货币体系化纳入专门法律规制框架之内的国家。

新流入资金以供项目方和早期投资者套现时,数字货币价格的下行压力就十分巨大。

巨大的下行压力还会引起进一步的恶性循环,项目方为了在二级市场交易中吸引更多的投资者和资金,会留存一部分前期募集的主流数字货币作为市值管理的筹码。为支撑早期投资者套现产生的抛压,项目方不得不使用市场共识价值较高的主流数字货币回购项目数字货币,项目方的道德风险也因此被无限放大。不愿付出主流数字货币筹码的项目方数字货币的价格将一落千丈,失去了高额回报的诱惑,投资者的热情将会大大降低。一个个独立的项目方风险聚合成为整个数字货币市场的系统性风险,项目方掌握的主流数字货币的价格也因市场整体的悲观而快速下跌,项目方不仅需要承担项目回报的压力,还需要面对私募投资者追责,项目方的运营压力成倍地被放大。最后,项目方因运营压力被迫向市场抛售数字货币,数字货币“死亡螺旋”最终形成。

独立价值缺失和存量消化负担共同造成了数字货币市场的囚徒困境,重新定义数字货币的价值立场需要改变数字货币的纯粹投资属性,可以采取“破”与“立”结合的方式,破除畸形价格挂钩机制,构筑Token经济系统基础。

## (二) 破除畸形价格挂钩机制

私人数字货币由于缺乏足够的价值共识,一般都要通过与主流数字货币进行价格挂钩的方式增强价值共识,才能更广泛地融入二级市场。美国SEC将数字货币分为了功能型代币(utility token)和证券型代币(security token),后者的发行需要经注册,前者无此要求,这种划分方式获得了广泛的认同。但无论是证券型代币还是功能型代币都采用了上述价值钩挂机制,随即也引发了不同的经济逻辑的内在缺陷。

从宏观角度观察,数字货币的价格挂钩机制实际上是将主流数字货币作为了虚拟世界中的“一般等价物”,类似于黄金和国家法币在现实社会中的地位。但黄金之所以成为一般等价物,是基于黄金本身作为一种贵金属具有特殊的价值和使用价值,在历史中不断交换形成价值共识,进而成了度量其他商品的手段。2013年中国人民银行等五部

委发布的《关于防范比特币风险的通知》也明确将比特币定性为一种特殊的虚拟商品。数字货币在交换过程中更类似于商品之间的物物交换,目前充当募资媒介的主流数字货币,虽然其价值得到了市场较高的共识,但尚不足以充当类似一般等价物的交换媒介,数字货币的价格挂钩机制是市场共识缺失下的权宜之计。这些价格波动剧烈的数字货币,无疑在至关重要的价格层面中增添了极大的不可控因素,与一般等价物的演变逻辑相去甚远。

从微观角度观察,功能型代币的偏离了实际用途,而证券型代币则脱离了价值基础。目前价值共识较强的数字货币往往是分布式社群化治理较为完善的项目方,针对特定应用场景而发行的功能型代币。理想状态下,这些功能型代币的实际用途为其价格提供了相对稳固的价值支撑,但真实情况却是这些功能型代币的价格已经与价值出现了某种程度的错位。现有公有链的运算速度远远达不到现代商用底层技术架构的要求,基于公有链技术开发出的 DAPP 以游戏和博彩类为主,应用场景也十分有限。然而,这些功能型代币在自身技术并未出现跨越式突破或系统性崩溃的同时,价格却经历了多次巨幅震荡,市场价格与代币价值的错位说明这些主流的数字货本身的功能被忽视,更多地被视为一种投资工具而偏离了实际用途。退言之,即使功能型代币并未偏离实际用途,其价格与价值保持基本的一致,这种挂钩机制也会引发两种代币之间的相关性矛盾,正常的市场认知无法理解两种应用场景毫无关联的数字货价格之间的强相关性。

证券型代币有着强烈的脱离价值基础的动机,“空气币”是数字货币受到最多的攻讦。由于数字货币的发行几乎只需要借助网络协议,以代码形式出现的数字货币是比纸币、信用货币等更为抽象的虚拟化价值符号,只有在具有“货币认同”的群体内可以等同法定货币。<sup>[28]</sup>因此,世界多数国家对 ICO 持谨慎态度,也是出于对普遍采取“先募资,再运营”的无资产担保的商业模式的顾虑。这些证券型代币不仅游离于法律的灰色地带,更明显的投资属性加剧了证券型代币权益脱实向

---

[28] 参见赵磊:《论比特币的法律属性——从 HashFast 管理人诉 Marc Lowe 案谈起》,载《法学》2018 年第 4 期。

虚的倾向,对区块链革命性、颠覆性的鼓吹也刺激市场将证券型代币的应用场景和功能的不断虚泛化。这种不切实际的虚泛化使证券型代币的价值基础更加难以寻觅,大量拥有一定价值共识的主流数字货币也在泡沫中被无谓的消耗。

马克思的劳动价值论在数字货币价值的确定上难以奏效,数字货币中凝聚的无差别劳动几乎无法判断,供求关系影响下的价格围绕价值波动的规律也被市场恶意操纵者破坏,在数字货币的内在价值无法进行比较的前提下强行进行价格挂钩无疑是非常危险的举动。破除畸形的价格挂钩机制必须回归价值与价格的经典定义,构筑起 Token 经济的系统基础。

### (三) 构筑 Token 经济系统基础

参见格奥尔格·西美尔(Georg Simmel)在《货币哲学》中提出,价值是独立于主体与客体的第三方,在价值表象背后的是主体的需要,价值要在交换活动中才能被实现,经济价值只是价值的表现形式之一。<sup>[29]</sup> 区块链作为创造信任的工具,运用技术手段将数据的储存延伸到实物并可能很快运用于各种金融资产之中,形成了区块链的(金融)网络,数字货币是区块链网络中经济价值的集中体现。<sup>[30]</sup> 目前数字货币代表的经济形态一般被表述为 Token 经济,Token 的科学内涵应该是共票,共票指代区块链上的包含增长红利分享、流通消费和权益证明功能新权益。<sup>[31]</sup> 畸形的数字货币价格挂钩机制已经被证明是不可持续的,扭转对数字货币投资价值赋予过高权重的现状,必须通过厘清数字货币如何在流转中变革生产关系,构筑 Token 经济系统基础。

关于 Token 经济已有许多相关表述,但多数仅停留于空洞的宣称 Token 经济是生产关系的重构,具体的重构方式和内容则语焉不详。此外,当前存在 Token 经济系统基础构筑思路上的误区,即过于强调通过落地应用和监管许可为数字货币和 Token 经济正名,但落地应用并非等同于生产关系重构,监管许可也不能立于松散的价值根基之上。

[29] [德]格奥尔格·西美尔:《货币哲学》,陈戎女等译,华夏出版社2007年版。

[30] See Philip Ppach, *The Governance of Blockchain Financial Networks*, *Modern Law Review*, Vol. 6, 2017.

[31] 参见杨东:《共票:区块链治理新维度》,载《东方法学》2018年8月27日,第12版。

不同数字货币代表权益的应用场景千差万别,Token 经济独立价值的核心还是要探索数字货币较诸如证券、积分等传统权益表现形式的超越性意义。

其一,Token 经济应该把握下面的递进关系:(1)Token 经济的目标应该是改进协作关系,产生新的组织形式;(2)改进协作关系的核心是对传统产业链条中利益重新分配;(3)利益重新分配的关键是将消费者带入利益分配的链条中,方式是剥离利益既得者所占据的带有“惰性”的利益;(4)利益重新分配后将激发新型组织形式的内在活力,创造出新的价值。

概括来说,即 Token 经济的要义是通过改进协作关系和组织形式,将消费者纳入产业利润分配中以实现内部利益的重新分配和外部价值的创造。人们持有 Token 的原因,是出于对未来 Token 可以被消耗、交换、使用、投资和支付等流动性预期。如何让 Token 具有更大的稳固性和流动性预期,从而让更多的人长期信任并持有。

其二,Token 经济系统基础的构筑应该保持实践与理论的一致性。区块链、数字货币、Token 经济被认为是金融科技的组成部分,金融科技的最重要的指导性思想当属约瑟夫·熊彼特(Joseph Alois Schumpeter)的“破坏性创新”理论,该理论不仅用来解释技术进步和经济增长,而且还为一些其他现实问题提供了分析的一般性框架。<sup>[32]</sup>熊彼特的“破坏性创新”理论从宏观经济学角度出发,把“创新”视为不断地从内部革新的经济结构,即不断破坏旧的并创造出新的结构。<sup>[33]</sup>目前的 Token 经济构筑思路虽然认识到生产关系需要被重构,但是却倾向于简单地在既有产业价值链条中粗暴地开辟出所谓全新的经济增长点,而非打通产业价值链条中固化、低效的“惰性节点”,实质是一种理论与实践的匹配错位。

选择从惰性节点入手切分利益而不是凭空地创造利益,首先是因为这些惰性节点往往是因为现代商业社会的复杂性占据了市场的关键

---

[32] 参见车大为:《金融管制体制产生的内生机制及其影响》,载《经济研究》2011年第2期。

[33] Joseph Alois Schumpeter, *Capitalism, Socialism, and Democracy*, Capitalism, Socialism, and Democracy, George Allen & Unwin(Publishers) Ltd. ,1942, p. 83.

位置,能够对于产业链中的多数环节施加影响力,这些影响力能够催生更强的整合效应,并非需要给予完全的负面评价。其次是由于这些惰性节点通常是中心化的,甚至是垄断性的,其负面影响在长期的产业实践中,因消费者形成消费惯性,经营者形成经营依赖的现实,逐渐削减了自我否定与修正的动力。从资本、技术、市场、流量等方面,传统寡头和互联网新贵对初创型的实体施加了绝对压制性的挤出效应,至少在表现形式上强化了头部企业对行业的引领性形象。

当下的 Token 经济系统基础构筑思路不仅没有契合熊彼特的“破坏性创新”理论,而且过于简单的理解了“破坏”的内涵。克莱顿·克里斯坦森(Clayton M. Christensen)认为“破坏”并不等同于劣质低廉的更改,甚至与突破的意思不同,它并非在原有的基础上进行的维持性技术创新,而是找到一种新的生产函数和模式。所谓“破坏性创新”,暗含着大量潜在的根本性的结构性改变,或与重大冲击相关的真正“变革”。<sup>[34]</sup>虽然多数人认为当下的金融科技已经实现了科技服务金融向科技塑造金融的转变,即金融科技 2.0 时代已经到来,金融科技的实质更接近“科技金融”,但这并非“历史的终结”。但科技塑造金融的观点至少存在这样的遗漏,即偏重于生产力的进步,而忽视了生产关系的协调,未给予包括金融领域在内的生产关系中人的因素和组织架构变革足够的重视。社会所认为的重大革命只是科技跃动式发展过程中寻求到了合适的行业切入点,经济上只有量的增加,而鲜有质的变化。熊彼特的破坏性创新较多地关注创新背后的思想,具有极强的直觉性,但创新思想遇到了技术并使之成为现实,才是克里斯汀生所说的破坏性创新,<sup>[35]</sup>才能诱发生产力和生产关系相协同的改革。

---

[34] See Clayton M. Christensen, *The Innovator's Dilemma*, Harper Collins Publisher, 1997, p. 15.

[35] Henrique Schneider, *Creative Destruction and the Sharing Economy*, Edward Elgar Publishing, 2017, p. 75.

### 三、动态调整:创新与安全的博弈与协调

数字货币持续低迷的阴影消耗着市场参与者的信心和市场监管者的耐心。市场参与者在期待着新资金的入场以盘活流动性,但同时也在穷尽各种手段抛售数字货币套现,这让数字货币体外资金的进入意愿更加保守。市场监管者在防范和整治既有的数字货币和 ICO 风险时,不得不面对诸如 IBO ( initial bancor offering )<sup>[36]</sup> IEO ( initial exchange offering,首次交易所发行)、IFO( initial fork offering,首次分叉发行)、IMO(initial miner offerings,首次矿机发行)等层出不穷的新型融资概念,这些概念最后往往也因流动性枯竭和合规性缺失而尴尬收场。

区块链、数字货币、Token 经济的理论、概念、手段的正向创新,都是试图在严格监管限制下摸索金融需求的出路。严格监管是基于风险不确定性的合理防范,那么创新者的融通方式就应该是正面、明确、合理、实际地表达出风险的应对之道。任何新技术都有可能增加风险,监管部门也不能缺位,<sup>[37]</sup>重新审视严厉规制手段背后的必要性和监管耐受现象的根源,需要审慎创造投资工具去推动数字货币独立价值的确立。

#### (一) 投资工具的审慎创造与风险应对

戈兹曼(William N. Goetzmann)和罗文霍斯特(K. Geert Rouwenhorst)认为现代金融遵循三个重要的基础,即价值的跨时期转移、或有权利和可转让性。金融衍生产品技术的发展将使未来的风险得到分解、对冲

[36] “Bancor”是约翰·梅纳德·凯恩斯在布雷顿森林举行的联合国货币金融会议提出的“国际清算同盟”账户的超主权货币单位。后以“Bancor”为名创立了一种协议算法,代表性项目为 Bancor, EOS RAM 以及 FIBOS。

[37] See Robert J. Shiller, *Capitalism and Financial Innovation*, Financial Analysts journal, Vol. 69, No. 1, 2013.



和交易,并用来应对全球金融体系的一些最复杂的挑战。<sup>[38]</sup> 投资工具的多样化是衡量市场成熟度的重要指标,有效投资工具的匮乏是数字货币市场价值回归的严重制约。有效的投资工具有利于市场价格发现机制形成、投资者保护、拓宽投资组合策略空间等目标实现,有望打破数字货币非有效市场假设。

我国数字货币热潮很大程度是依靠金融下沉人群的情绪化投资行为,泡沫的产生和破灭周期短且破坏性强,非理性市场氛围很难沉淀出符合现代金融逻辑的投资工具,许多投资工具只是为博取市场的关注。反观美国、日本等资本金融市场比较成熟的国家,不仅在数字货币投资工具上日益丰富与完善,如行业领先区块链社区 Coinbase 已经停止 Coinbase index(CBI)指数基金产品,转而根据市场需求发行投资门槛更低的、安全性更高、成分比重更合理的 Coinbase Bundle。<sup>[39]</sup> 再如, BitMEX 开发的永续期货产品,其主要特点是:(1)没有到期或结算日;(2)用资金费用锚定现货(指数)价格。永续合约创新的关键是引入资金费用的平衡了交易优劣势,未平仓的盈利仓位提供资金费率补偿以匹配交易对手方,这与传统期货合约采取结算日的折价或溢价补偿存在本质不同,更适合价格波动较大的市场。<sup>[40]</sup>

在数字货币投资工具的合规化问题上,其中最受关注的当属 SEC 对比特币 ETF 申请的审查。比特币 ETF 被认为是机构资金入场的重要通道,SEC 对比特币 ETF 的态度直接对比特币乃至整个数字货币市

---

[38] [美]威廉·N·戈兹曼、K·哥特·罗文霍斯特:《价值起源》,王宇、王文玉译,万卷出版公司 2010 年版,第 2~5 页。

[39] *Coinbase Confirms Shutdown of Crypto Index Fund Product*, <https://www.coindesk.com/coinbase-confirms-shutdown-of-crypto-index-fund-product/>, 2018 年 10 月 13 日访问。

[40] 当合约价格高于指数价格时,在特定时间点,多方向空方补偿资金费用以寻求交易对手方;当合约价格低于指数价格时,在特定时间点,空方向多方补偿资金费用以寻求交易对手方。具体资金费率和标记价格的计算细节呈现一定技术性,本文仅从效果探讨这些机制的优势,具体技术细节可参见 BitMEX:《永续合约指南》,载 <https://www.bitmex.com/app/perpetualContractsGuide>, 2019 年 6 月 2 日访问。

场产生巨大影响。<sup>[41]</sup> 早在 2013 年 7 月,比特币早期投资者 Winkelvoss 兄弟就向 SEC 提出申请,期望在纳斯达克交易所发行比特币 ETF,但该申请未获得批准。<sup>[42]</sup> 虽然 SEC 内部成员关于比特币 ETF 的意见不一,但是在正式文件中始终对其保持谨慎态度,甚至认为 2017 年年末出现的比特币价格暴涨是人为操纵市场的结果。2018 年 1 月,SEC 在公开信中系统阐述对比特币 ETF 的顾虑,SEC 认为除非能够解决估值、流动性、资产托管、ETF 套利、操纵市场和其他风险,否则不宜准许比特币 ETF 的发行。<sup>[43]</sup>

比特币 ETF 的申请虽然障碍重重,但 SEC 并非刻意否定数字货币创新投资工具的价值,对于符合监管框架的申请,还是给予了充分的考量。例如, VanEck 和 SolidX 两公司共同设计的 VanEck SolidX Bitcoin Trust 曾被视为最有希望通过审批的比特币 ETF,申请文件对比特币 ETF 的可行性和发行过程中的对风险审慎态度,显示出推动行业进步的真切诚意。<sup>[44]</sup> 虽然 SEC 最终未准予该 ETF 通过,但 VanEck 公司针对 SEC 提出的关于估值、流动性、资产托管、ETF 套利、操纵市场的顾虑提出了具有说服力的回复报告,<sup>[45]</sup> 这份报告对于防范数字货币投资工具设立中面临的风险提供了值得借鉴的思路。

### 1. 估值

VanEck 认可估值的重要性,因为估值决定着基金的业绩表现和基

[41] 根据 Coinmarket 数据显示,2018 年 3 月,Winkelvoss 兄弟的比特币 ETF 申请遭拒后,比特币价格在 15 日内最大跌幅接近 30%,最低点不足 7000 美元,而在 5 月 SEC 决定重申比特币 ETF 申请时,比特币价格迅速回升 40%,接近 1 万美元。2018 年 8 月围绕 9 支比特币 ETF 申请的重新审核和否决,比特币价格再次经历剧烈波动。

[42] See *Winkelvoss Bitcoin ETF to Trade on NASDAQ Under “COIN” Symbol*, <https://www.coindesk.com/Winkelvoss-bitcoin-etf-trade-nasdaq-coin-symbol/>.

[43] See Staff Letter, *Engaging on Fund Innovation and Cryptocurrency – related Holdings*, <https://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/2018/cryptocurrency-011818.htm>.

[44] VanEck SolidX Bitcoin Trust, *Registration Statement Under the Securities Act of 1933*, [https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1668039/000110465918038369/a18-2298\\_1s1a.htm#THEOFFERING\\_101514](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1668039/000110465918038369/a18-2298_1s1a.htm#THEOFFERING_101514).

[45] VanEck, Re, *Staff Letter; Engaging on Fund Innovation and Cryptocurrency – related Holdings*, <https://www.sec.gov/divisions/investment/van-eck-associates-innovation-cryptocurrency.pdf>.

金申购和赎回的要求。虽然数字货币的估值需要考量分叉和空投带来的特殊性,但芝加哥期权交易所(CBOE)和芝加哥商品交易所(CME)提供了比特币期货合约的参考报价和利率,能够为比特币ETF的认购人提供有价值的信息,以确定基金的资产净值(NAV, Net Asset Value)。因为比特币期货合约只提供现金结算而不进行现货交割,但当比特币ETF需要现货交割时, VanEck的子公司MV Index Solutions (MVIS)能够提供一套包含分叉和空投的估值方式。当分叉因为没有足够的交易量或基础设施支持(交易所或数字钱包)时,可以将其影响排除在估值所需考虑的情形之外。

## 2. 流动性

VanEck认为比特币期货市场有足够的流动性支撑基于期货的比特币ETF,期货市场每天的交易量达到1.5亿~2亿美元。比特币的期货市场和现货市场的联动效应很好且期货交易一直以公平有序的方式进行。尽管比特币2018年价格下降,但期货市场仍旧活跃,现货市场表现不俗,比特币巨大的场外交易的数额也为比特币ETF提供了流动性支持, BitMex每日期货交易量超过20亿美元。VanEck表示期货交易所做市商和投资者代表会提供额外的流动性以支持比特币ETF,期货市场规模将因ETF的发行增长,而增长的市场规模进一步吸引投资者进入,更多的流动性保障因此产生。

## 3. 期现套利

虽然目前比特币期货合约只提供现金结算,但做市商同时交易期货和现货,这样便会产生能够增强流动性和市场规模的套利机制,例如LedgerX(衍生品清算和掉期执行平台)上已经出现比特币掉期和期权交易。VanEck调查发现,比特币期货市场的波动并没有较黄金等其他股票的波动更大,比特币ETF的申购和赎回机制将与资产净值相一致。CBOE和CME的期货合约显示,基于波动率的交易暂停对套利流程并不大,而且比特币在全球范围内交易,单一交易所的暂停影响并不显著。

## 4. 资产托管

VanEck在回复报告并未就资产托管进行过多回应,仅表示VanEck SolidX Bitcoin Trust不倾向投资现货交割的比特币期货合约,且正在寻找满足现货比特币持有要求的市场参与方。但在VanEck

SolidX Bitcoin Trust 之所以被认为最有望通过 SEC 的审查,正是因为这是支比特币 ETF 采取了实物支持的方式,不仅为 ETF 中的比特币进行了投保,而且纽约梅隆银行向 VanEck SolidX Bitcoin Trust 提供了现金托管服务。<sup>[46]</sup>

### 5. 市场操纵和其他风险

VanEck 认为随着受监管的 ETF 等交易产品的推出,市场操纵现象将会逐渐减少。参与方和交易量的增加将弥补市场的结构性漏洞,SEC 加强执法和监管的行动能够减少已经基本健全的市场中不良的因素,而比特币 ETF 正是这种行为动的延伸。此外,比特币期货市场处于商品期货交易委员会(CFTC)完善的监管框架之下,CFTC 已采取行动鼓励潜在的比特币现货市场加入监管共享协议和政策,以减少现货市场可能出现的市场操纵行为。

VanEck 表示比特币投资者数量众多,大量投资者正广泛通过场外交易和牌照不齐备的交易平台投资比特币。投资者应该在良好的投资者保护监督框架下交易比特币和其他数字资产,因此,有必要将比特币交易纳入完善的监管框架之中,以提供目前数字资产交易所缺失的投资者保护。期货比特币 ETF 正是促进了比特币交易从“灰色地带”转向明确的投资者保护框架。发行比特币 ETF 的经纪公司的能够提供信息披露和投资者适当性的评估,承担对客户的信托义务。

VanEck 向 SEC 提供的比特币 ETF 申请文件和回复报告实际上给全球的监管机构和数字货币行业参与者提供了一个良好沟通的范本。说明创新与安全的动态调整,必须谙熟金融市场的真实环境与客观需求,形成对精准化的市场规制路径,并在此基础上采用专业化的法律规制手段,使金融需求推动下的市场回归价值交互的初心。

### (二) 共同知识博弈下的监管溢流

我国对数字货币采取明确禁止的监管取向,是第五次全国金融工作会议和党的十九大等重要会议确立的维护金融稳定、防范金融风险

---

[46] VanEck SolidX Bitcoin Trust, *Registration Statement Under the Securities Act of 1933*, [https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1668039/000110465918038369/a18-2298\\_1s1a.htm#THEOFFERING\\_101514](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1668039/000110465918038369/a18-2298_1s1a.htm#THEOFFERING_101514).

的总体工作思路指导下的产物。但金融发展的客观需求并不以监管的取向而转移,需要以科学客观态度观察数字货币在我国呈现监管耐受性的原因流变,不能纯粹以金融监管的结果为导向而忽视抽象价值。<sup>[47]</sup>

笔者认为,我国的数字货币与监管政策的相互关系,符合博弈论中共同知识的基本假设,借助共同知识理论审视过往的治理行为和市场反应,有望在鼓励金融创新和防范系统性风险之间实现衡平。“共同知识”最早由大卫·刘易斯(David Lewis)提出,用来描述“我知道你知道”这种无限类推。<sup>[48]</sup> 罗伯特·奥曼(Robert J. Aumann)在 *Agree in Disagree* 中提出了著名的“认同不一致”理论,即如果两个参与者有相同的先验判断,那么他们对于共同知识事件的后验判断也必定是一致的,<sup>[49]</sup>进一步的直观含义是如果一个参与人知道其对手的信念与他的信念不一样,他就会考虑对手的信念而调整自己的信念。<sup>[50]</sup> 我国监管机构对数字货币相关风险的认识体现出由浅入深,从略显偏颇到客观全面的过程,也是监管与市场在逐渐形成“共同知识”的过程。

七部委《公告》将代币发行融资盖然地定性为未经批准非法公开融资的行为,而没有对代币的法律性质、募资形式和数额、利益回报承诺等问题作出说明,存在法理上的缺失,进而导致司法实践中引用七部委《公告》时出现理解上的偏差。目前对非法集资的认定标准是:(1)具有非法目的、采取非法形式;(2)向社会公开宣传;(3)承诺收益

---

[47] See Gillian E. Metzger, *Through the Looking Glass to a Shared Reflection: The Evolving Relationship Between Administrative Law and Financial Regulation*, 78 LAW & CONTEMP. PROBS, No. 3, 2015.

[48] David Lewis, *Convention, A Philosophical Study*, Cambridge: Harvard University Press, 1969.

[49] See Robert John Aumann, *Agreeing to Disagree*, *The Annals of Statistics*, Vol. 4, No. 6 (Nov., 1976), p. 1236.

[50] [美]朱·弗登博格、[法]让·梯若尔:《博弈论》,黄涛等译,中国人民大学出版社2010年版。

回报；(4)向社会公众吸收资金。<sup>[51]</sup> 非法集资主观意志的判定一直以来即是司法中的难点，且并非所有代币融资方都承诺收益回报、向社会公众吸收资金，如募集商品性质的比特币的行为不能直接等同于募集资金。七部委《公告》为我国数字货币监管思路定下基调，也在特殊时期的风险处理发挥了一定作用，但彼时略显偏颇的监管认知和执法行为不能根治违法违规乱象，反而助长了投机者的“逆向选择”。<sup>[52]</sup> 这一时期，监管力度和后续效果并没有完全协调，市场认为监管部门仍旧以对待诈骗、传销等传统非法行为的思维应对数字货币风险，带有浓厚的打破常规过程、显示治理常规过程惰性与失控的运动式治理风格。<sup>[53]</sup>

而五部委《提示》对以“虚拟货币”“区块链”名义进行非法活动的行为特点已经有了相对准确的把握，对代投、大V站台、空投“糖果”、IMO等具体行业行为皆有所涉及。2018年9月，中国人民银行再次重申了ICO和虚拟货币交易风险且提出了对新情况的针对性措施。一是加强对服务器设在境外但实质面向境内居民提供交易服务的虚拟货币交易平台的监测；二是从支付结算端入手持续加强清理整顿，指导相关支付机构加强支付渠道管理；三是密切监测ICO及各类变种形态，向市场传递更为明确的监管信号。<sup>[54]</sup> 不难看出，七部委《公告》后的监管措施在主要任务和目标与过去高度重合，但是向市场传递出监管机构对数字货币的认识已经趋于成熟，监管理念基本实现了从运动式治理转向常态化治理的转变，投机套利的空间已经从规范性文件层面上予以消除。

我国数字货币监管中的“共同知识”即市场参与者知晓监管机构

[51] 参见最高人民法院、最高人民检察院、公安部《关于办理非法集资刑事案件若干问题的意见》，最高人民法院、最高人民检察院、公安部《关于办理非法集资刑事案件适用法律若干问题的意见》，最高人民法院《关于审理非法集资刑事案件具体应用法律若干问题的解释》；彭冰：《非法集资活动规制研究》，载《中国法学》2008年第4期。

[52] 七部委公告后数字货币暴跌之后迎来历史性高点，投机者希望再次复制在监管政策引起的行情暴跌中低位建仓，获取暴利。

[53] 参见周雪光：《中国国家治理的制度逻辑：一个组织学研究》，生活·读书·新知三联书店2017年版，第246页。

[54] 参见中国人民银行上海总部、上海市金融服务办公室：《常抓不懈持续防范ICO和虚拟货币交易风险》，载 <http://shanghai.pbc.gov.cn/fzhshanghai/113571/3629984/index.html>。

对数字货币的认识趋于成熟,基于此种共同知识,市场参与者和监管机构都对自身行为进行调整。市场参与者(尤其是投机者)游走于法律灰色地带的自信被削弱,数字货币推介行为、利用数字货币的商品性质以规避募集过程中的非法集资风险、承诺数字货币进入交易市场即可获得高额收益等惯用投机手法面临直接的监管惩罚。监管机构通过市场参与者反馈的信号,也充分知晓羸弱的市场走势和市场参与者内部的知识博弈无力支撑风险行为进一步扩大,<sup>[55]</sup>在坚持对违法行为的严厉打击的同时,间歇性警示一般投机行为即可避免系统性风险的发生。

共同知识博弈带来监管与市场的“平衡”并非理想的法治结果,而是我国特定法律文化和金融现实共同作用下监管溢流的体现。<sup>[56]</sup>监管溢流指市场需求和监管政策产生冲突后,市场需求并不会消减,而是会找寻其他路径求得疏解和突破,这个过程不仅可能激化现有冲突,而且极易产生不可预期的后果。数字货币的监管溢流过程大致如下:(1)管制型金融监管措施导致初创企业融资需求难以满足;(2)满足投融资两端需求的股权众筹因股市异常波动等原因被迫停滞;<sup>[57]</sup>(3)股

---

[55] 市场参与者间也存在共同知识博弈,如项目方承诺数字货币的高额收益时,投资者知晓该收益的来源是通过项目方的内部资金盘拉升币价,吸引后来投资者投入资金,以便项目方和早期投资者抛售套利。项目方也知晓吸引投资者,需要向投资者释放有内部资金盘拉升币价的行为。这样的共同知识博弈,使投资者对项目的筛选标准不再是项目质量而是项目方的币价拉升能力,在没有新的外部资金入场时,这样的共同知识博弈导致庞氏骗局的破灭。

[56] 监管溢流思想源头是我国台湾地区学者叶俊荣的制度溢流模型。叶俊荣认为,将特定的制度和该制度意图解决的问题比做容器和水,水满则溢,物理学上的现象同样会发生,在社会制度及其作用上,制度溢流主要表现方式有三:(1)促成问题显现的力或动因不会因制度汇纳能力的限制而自行消弭,只会从其他管道寻求突破。因此,在问题确实存在的情况下,面对制度内的管道闭塞,促成问题显现的力或动因,不是暂且蛰伏,便是寻求其他制度或制度外的管道谋求解决。(2)当问题的处理产生溢流现象时,该问题确实可能被解决,但其处理方式却往往对其他问题产生示范作用,形成制度内与制度外的抗衡,进而引发更多的社会成本。(3)当问题的处理溢流于外时,往往造成不可逆的后果。参见叶俊荣:《国家责任的溢流:国家赔偿法实施现状的检讨》,载《台大法学论丛》1995年第2期。

[57] 参见杨东、黄尹旭:《ICO本质及监管机制变革》,载《证券法苑》(第23卷),法律出版社2017年版,第297~314页。

权众筹等金融创新受到压制导致 ICO 出现；(4) ICO 的野蛮发展遭致监管严厉打压；(5) ICO 被禁止后，“出海”等新情况的出现和投机热钱改道引发更复杂的监管挑战。

可以预见,我国明确禁止数字货币的监管取向将持续一段时间,但这种传统金融监管范式下的金融规则通常系危机型立法和监管的产物,以“命令和控制”为特征,无法应对金融科技带来的泛金融化、金融风险频发、金融体系内生和外生风险等问题。<sup>[58]</sup> 监管溢流的现象仍在持续发生,STO(security token offer)正试图取代 ICO 成为监管下的新型融资方式,监管机构因疲于应付而消耗了巨大的机会成本。全球范围内激活数字货币市场的动因正在孕育,比特币 ETF 合规化进程加快、数字货币市场与主流金融市场的联动性增强都预示着数字货币正在逆境中不断自我完善。与其在国外数字货币合规化获得突破性进展,市场热情被再度激发之际重新审视监管取向的被动回应,毋宁在积极鼓励技术创新、审慎引导金融创新的思路下形成法律与市场的协同规制。

### (三) 我国法律与市场协同规制的框架构想

我国的监管现实短期内不太可能出现有关数字货币专业细致的高位阶规范性文件,国外就数字货币的主要类型属于证券的认知已基本达成共识,但我国《证券法》适才修改完毕,有关证券概念扩大的呼声仍未得到足够的回应,现阶段扩大证券概念以囊括数字货币并不现实。在对数字货币完全禁止的监管态度下,给予民间金融机构发展数字货币投资工具的空间不可能存在。如此的监管现实下,却并不意味着我国数字货币规制思路已经没有了调整的空间。

数字货币带来的风险是一种全新的综合性风险,是监管风险、技术风险、投资风险等混合而成的,法律外部监管和市场自发调整都无法单独应对。例如,七部委《公告》发布后,国内投资者因恐惧监管制裁而放弃“筹码”,被境外投机者“收割”,市场活跃后国内投资者再度入场,如再度一味地仅在强度而不是手段上严格执法,监管政策可能正中境

---

[58] 参见周仲飞、李敬伟:《金融科技背景下金融监管范式的转变》,载《法学研究》2018年第5期。



外投机者下怀。此外,数字货币交易具有极强的监管套利倾向,数字货币交易平台(以下简称交易平台)作为绝对的行业头部,无法在市场的自我调整机制之下建立业务规则。因此,数字货币法律与市场的协同规制在我国仍有存在的可能,以下提出协同规制的框架构想。

### 1. 以严格执法为核心法律规制

如上文所言,数字货币的法律规制主要表现形式是监管政策,政府性监管的优势在于调查力、执行力强、实施成本高,属于具有“刚性”但“笨重”的法律武器。在我国现有的监管政策下,行政部门命令涵盖了多种数字货币违法违规行为的定性与禁止。这种全口径的禁止和否定是特殊时期需要迅速惩治违法行为、打压投机行为,恢复市场秩序的结果,市场因自发性导致的萎靡也间接使监管政策基本达成了预期效果。在《刑法》《证券法》《民事诉讼法》《反洗钱法》等法律和人民银行等监管部门的行政命令规制下,对数字货币可能出现的风险并非完全都无法可依,国外法制成熟的国家也基本是依靠现有的法律体系对数字货币进行监管。

我国民间客观还存在大量 ICO 行为,伺机再次掠夺公众投资者的财产;不符合国务院《关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》的数字货币交易平台也屡禁不绝,这些交易平台没有合法合规的业务准则,更不具备维持交易系统的能力。在我国的两、三线城市甚至边远村镇,这些交易平台利用金融下沉人群金融风险防范意识差的特性,埋下群体性事件的风险。虽然我国对交易平台在国内的运营采取完全禁止的态度,但监管政策未必严格彻底执行。

应将有关数字货币交易和非法运营交易平台等行为有关的行政处罚和司法判决进行总结归纳,形成典型案例向社会传达监管对违法行为的关注,以给予正在施行违法行为和存有潜在违法动机的组织与个人予以震慑。典型案例的选择不仅需要显示监管部门对交易平台违规问题关注的持续程度,更需要体现深入程度,2018年8月的五部委《提示》实际起到了很好的示范作用。五部委《提示》较七部委《公告》体现了监管部门对数字货币违法行为掌握的广度与深度,不仅对游走在法律灰色区域的行为进行了明确规制,还为后来中央与地方层面细化监管规则,优化监管行为提供了良好的依据。监管部门和行业协会进一

步加强投资者教育,在央行、证监会(投资者保护基金)、证券业协会、基金业协会在其官方网站上专设有关数字货币投资的典型案例和投资者教育板块。

## 2. 以自律管理为核心的市场规制

法律与市场协同规制首先应该寻找两种规制手段的契合点。根据前文的分析不难发现,法律规制和市场规制都意欲在无法形成价格发现机制的非有效市场中维护市场秩序、保护公众投资者。作为企业的数字货币交易平台和数字货币市场之间的界限模糊,上线交易平台几乎是数字货币进入市场的唯一方式,数字货币投资价值只能在交易平台中实现,交易平台也因垄断了“上市发行权”且不受任何形式的监督。交易平台虽有“出海”之名,却有向境内投资者提供服务之实,因此市场规制的核心应该是对在我国进行交易平台相关业务活动的监管,而无论交易平台的法人主体是否依据我国法律设立。

交易所监管是一种自律监管,作为市场一线的监管方式在竞争环境中出于追求利益的动机更具有主动性和灵活性。<sup>[59]</sup> 交易平台作为一种金融投资中介机构,也要遵循金融投资中介机构基本和经典的功能,即从贷款—储蓄者手中借入资金,再将这些资金贷放给借款—支出者,<sup>[60]</sup> 因此可以从中介机构、资金端和资产端三个方面建立起包括数字货币交易全流程的市场规制框架。中介机构的基础管理规则应重视基础交易制度的建设,这些规则涉及程序化交易、金融工具创造和异常情况处置。资金端则应该改变“买者自负”的固有路径依赖,保护公众投资者不暴露在正常的市场风险之外的风险因素之中,增强交易信息的真实性和透明度、建立投资者适当性管理制度、建立替代纠纷解决机制(ADR)并辅助执法。最后,资产端应重视信息披露制度以打破信息不对称带来的“博傻”乱象。

总体而言,我国法律和市场协同规制的核心内涵归纳起来即是监管机制选择的“非零和性”,政府性监管和交易所监管可以同时适用,

[59] 参见缪因知:《中国证券法律实施机制研究》,北京大学出版社2017年版,第47页。

[60] 参见弗雷德里克·S.米什金:《货币金融学》(第11版),中国人民大学出版社2016年版,第31页、第37页。

在监管效能上相互补足,补足的关键是数字货币监管如何配置两种监管方式的指向和比例。

#### 四、结语

网络空间并非如巴洛·约翰·佩里(Barlow John Perry)所宣称的是一个不接受法律与政治治理的全新的空间,<sup>[61]</sup>区块链也不能从根本上改变传统的以主权国家为核心的自上而下型法律治理模式。<sup>[62]</sup>监管应对数字货币等非正规金融的范式本身鲜有优劣之分,关键是根据现实需求动态调整规制手段的选择和协同。数字货币的对监管力度的耐受力表明,纯粹加强监管的力度而不重视对市场新情势的深度把握,难以防范风险的存续,更无谓激发创新潜力。部分国家和地区已经逐渐认识到,能够通过审慎创造投资工具加速数字货币独立价值沉淀,形成了市场规制和法律规制的协同。

我国监管范式的转变需要对金融科技和市场现实更科学的思考,需要在将监管与市场之间的共同知识范畴适当扩大,遏制监管溢流,形成尊重市场行为的法律规制。区块链创新的愿景不能描纹在信任重构和科技革命的华冠之上,数字货币和Token经济的未来也不能虚设于助力金融创新和变革生产关系的噱头之中。数字货币如继续妄图搭乘科技改造金融的“便车”,在虚幻的市场溢价泡沫中罔顾技术与应用的稚嫩,结果就只能是在饱受质疑中消耗自身所蕴含的革命性潜能。

(编辑:翟玉涛)

---

[61] Barlow John Perry, *A Declaration of the Independence of Cyberspace*, *The Humanist*, Vol. 56, Iss. 3, (May/June 1996), p. 18.

[62] See Jack Goldsmith & Tim Wu, *Who Controls the Internet? Illusions of Borderless World*, Oxford University Press, 2006, p. 23.