

过去几个月是加密货币行业的黑暗时期。在4月至6月之间，比特币的价值折损超过一半，从45000美元多一点降至约20000美元；其他币种的跌幅更大。Terra-UST生态系统（它将一种加密货币与一种旨在与美元挂钩的加密货币配对）在5月崩溃，600亿

美元的价值灰飞烟

灭，并且导致加密货币贷款机构的连

锁倒闭。Coinbase（一家受欢迎的加密货币交易所）等知名企业已经宣布裁员。

在这样的动荡中，加密货币怀疑人士对他们的评判加倍下注，通常重点关注投机性过剩，并认为这次崩溃表明加密货币是

一个庞氏骗局

。作为证据，一些人举出极端的波动性为例。如果参与其中的感觉就像坐过山车——其经营者反对安全检查的过山车，那么加密货币怎么可能不负炒作？虽然一些批评实至名归，但对价格波动的关注并不像批评人士可能认为的那样是有力论据。相反，它表明人们对不同加密货币资产所代表的含义存在误解。

加密货币是一个年轻的行业。大多数项目还不到5年的时间。最终，不同币种本应实现不同的功能，但今天它们都或多或少地充当了初创企业的股权，从一开始就具有流动性和价格发现的独特属性。这种独特的属性——由底层基础设施的新颖性促成——导致了对波动更温和的解释。

## 股权、流动性和波动性

初创企业股权是商界中的一个核心概念。从对软件公司的风险投资到在你堂表兄弟新开餐馆拥有股权都属于这类范畴。可是，传统的初创企业股权不具有流动性——你投资一家餐馆，并不是希望一个月后抛售你的股份。没有流动性也意味着没有价格发现。你的投资很难估值。

加密货币之所以不同，是因为代币可以立即开始交易——有时甚至在代币用以实现的功能运行之前。这一特点是由加密货币的底层基础设施所促成，为后数字世界而设计。数据在这个世界里自由漫游，重要的任务由代码而非文员来执行。这并不意味着每个项目都必须立即发行代币，但许多项目都是如此。

早期的流动性有利有弊。在分析它们之前，可能会有助于我们的是了解一下为何传统的金融体系不提供这种选择，甚至不提供给那些可能喜欢流动性的人。

尽管变得更加数字化，但华尔街

运行系统的架构与几十年前不无二致。它依靠的是不透明的系统，这些系统彼此之间不交流，仍然需要大量的人工处理。交易可能看起来极度活跃，但后台结算是瓶

颈，导致访问被限制在最大公司的股票上。规章制度在这种把关控制中也发挥了作用，但基础设施是主要瓶颈。过去十年的创业热潮导致了小型公司定制市场的产生，但它们的范围也很有限。大多数企业无法发行流通股，即使他们希望这样做。

像以太坊之类的区块链平台的原生数字化设计

使其能够按照数量级——数十万（很快就是数百万）可以全天候交易的代币——处理更多的资产。代码会自动操作代币的发行、交易及从一个所有者到另一个所有者的转移。所有资产可以进行程序控制，改善了不同资产（比如某种加密货币以及某种与传统货币挂钩的法定货币）的互动方式，从而减少了错误。部分所有权很容易得到满足，而且企业家和投资者都可以普遍使用基础设施。如果这是媒体行业，那么以太坊之于华尔街就好比YouTube之于有线电视，既变得更好，又变得更糟。更好的基础设施和门卫的缺乏导致更多的参与和创新，但管理的缺乏也意味着更多的垃圾。

这些特征使得运作成本更低，市场更具活力，在某些情况下，产生了原本不会存在的金融模式，这就是为何从中央银行到华尔街的每个人都在探索区块链技术

。然而，效率的增加是有代价的。一方面，资本形成得到改善，企业家可以利用更大的潜在投资者库。可是，要为任何新项目的股份带来这种效率的提升，其不可避免的后果是极端的波动性。

大多数初创企业都会失败，对某一初创企业投资就是打赌不会被摧毁。从企业家的角度来看，每一个决定——新餐厅应该提供什么样的食物——都会产生放大的影响。外部发展也是如此，比如获得酒类营业执照。从投资者的角度来看，试图对这些决定的后果不予理会也同样令人生畏。对于任何企业而言，最终结果的分布在诞生之初是最广泛的，所以理性的投资者别无选择，只能不断做出过度反应。

如果你堂表兄弟的新餐厅有可交易的股票，它们可能会像加密货币一样波动。获得酒类营业执照可能会让这些股票翻两番，而一个差评可能会让它们彻底崩盘。鉴于这种不确定性，外部发展也会产生放大的影响。一家新餐厅比一家老牌的餐厅更容易受到诸如餐饮时尚或恶劣天气的影响。

区块链上每件东西都变得更大

加密货币投资者在努力应对这种现象的更强版本，因为一切都没有边界，而整体潜在市场巨大。与一个新的社区银行

不同，一个基于区块链的借贷协议理论上可以为全世界数以亿计的人服务。成功可能意味着其代币会累积巨大价值，但该项目也可能失败。早期投资者别无选择，只能在希望和绝望之间来回踟蹰。

他们的困境因这样一个事实而变得更加复杂：由于大多数数字资产无法被归入传统类别，这让对其估值的难度大得多。传统投资者总是可以依靠股票的市盈率(PE)等已有的指标来进行健全性检查。加密货币投资者则没有这样的选择。大多数数字资产是一种混合型资产，在其整个生命周期内会从一个类别转换成另一个类别。

比如，以太坊最初是一种证券，因为以太币被预先发售以资助开发。可是，一旦区块链启动，它就转变成货币和商品之间的交织物。一些人把它作为保值手段或兑换媒介，而其他人则用它来支付交易验证和代码执行。这些特点使它有别于传统的股权和大宗商品——你不能用Uber股票支付打车费用，你也不能用石油储蓄。今天，它已经进一步发展成为一种产生收益的工具，一种用于借贷的抵押资产，一种非同质化代币(NFT)的参考货币，以及验证者参与共识的手段。

所有这些属性使人难以对哪怕最成熟的加密货币项目进行估值，更不用说最近推出的成千上万的项目。怀疑人士可能会指出，这些挑战恰恰就是新生项目不应该有可交易股权的原因。事实上，在传统金融中获得初创企业投资的机会通常只限于机构和“老练”的投资者。但这种限制有其自身的缺点。

缺乏对初创企业投资的机会造成了日益扩大的财富差距。像Meta(Facebook)这样成功的公司尽可能长时间地保持私有化，而风险投资基金过去不能——现在也不能——接受散户资金。房地产或收藏艺术品等其他投资对大多数人来说入门价格太高。比特币是唯一的例外，它是唯一从第一天起就可以普遍获得并可以少量拥有的高绩效资产。

比特币在那段时间仍然是波动的，但波动并不总是坏事。价格摇摆向创始人和投资者传达了重要的信息，特别是在任何初创企业的关键青春期阶段。将价格发现限制在与少数投资者协商的定期融资回合中可能十分危险。众所周知，WeWork以470亿美元的估值筹集资金。不到一年，它却差点破产；Theranos在破产前的估值为90亿美元。尽管这两家公司都出现了多个危险信号，但直到最后都没有什么价格信息。这两项投资都变成了和加密货币一样起伏不定，只是我们看不到这种波动——而忧心忡忡的投资者却无法脱身。

坏消息中的好消息

普遍的获取机会、即时的价格发现和更大的透明度无论对加密货币中的现实，还是对其中骗局和不法行为的认识都起到了促进的作用。就像任何消除摩擦的技术一样，新项目的轻松启动对骗子和不可靠的经营者来说是一个福音，就像电子邮件的易用性和高效率导致一时间冒出许多所谓的尼日利亚王子寻找地方来存放他们的钱一样。

这并不是说加密货币项目的失败率不比新餐馆高——新行业的成功率自然比成熟行业低。不过，可以肯定的是，加密货币的比率并不像它看起来那么高。可是，完全透明化让加密货币看起来比实际情况更糟糕。不诚实的企业家从毫无疑问的人那里筹集资金，这在每个行业都是一种古老的做法。每年有数以千计的新餐馆失败，其中一些失败不可避免地  
被证明是骗局。但这些投资并没有在Twitter  
上进行辩论，我们也无法在FoodMarketCap.com等公共网站上看到他们的股票崩盘。加密货币之所以独具一格，是因为即便骗局也是透明的，而且从长远来看，透明度在任何行业都是打击不法行为的有力工具。

加密货币行业有很多需要成长的地方，目前的低迷无疑提供了一些痛苦的教训。了解波动在加密货币市场中的意义——它发出和做出回应的信号——是这一过程中不可或缺的一步。投资者和企业家不仅在了解这个新的生态系统中具有什么可能性，而且也在了解什么不具可能性，以及为何加密货币希望颠覆的行业所获得的一些教训超越了技术。金钱和傲慢造就了一个糟糕的组合，没有什么比崩溃更能强化谦逊的重要性了。但那些对波动性喋喋不休的怀疑人士最好不要落入类似的陷阱，把必不可少的成长痛苦与致命的病痛混为一谈。

奥米德·马利坎 ( Omid Malekan ) | 文

奥米德·马利坎是一位在加密货币行业工作了9年的资深人士，也是哥伦比亚商学院的兼职教授，他在那里讲授区块链和加密货币。他是即将面世的《重新构建信任：历史的诅咒以及货币、市场和平台的加密货币疗法》(Re-Architecting Trust: The Curse of History and the Crypto Cure for Money, Markets, and Platforms)一书的作者。

时青靖 | 编辑

战略的失败，往往是因为这4个核心错误

遇到偏心的老板，是好事还是坏事？

提升幸福感，只需要一句简单的赞美

投稿、广告、内容和商务合作