

數字資產財庫公司(DAT):機制、溢價與風險的全景解析(三之三)

加密演義



丁肇飛
HashKey Group
首席分析師

本欄上篇章介紹了數字資產財庫公司（Digital Asset Treasury Companies, DAT）具體機制及溢價方面，本篇章自然聚焦風險。DAT的一個核心挑戰在於監管不確定性，美國《投資公司法》（Investment Company Act of 1940）被普遍認為是關鍵考量。如果某一類代幣被界定為證券，持有該代幣的公司可能會觸發額外的合規義務，包括股東批准、資金用途限制等。

律師事務所 DLA Piper 在評論相關交易時指出，企業和投資者必須意識到監管政策可能隨時調整，尤其在代幣分類尚未完全明確的背景下。同時，上市公司也需遵守嚴格的資訊揭露制度，確保投資者能充分理解其財庫策略及潛在風險。

風險與合規：監管不確定為主挑戰

審計環節也帶來難度，部分公司在增加數字資產後必須更換審計機構，以滿足會計與合規要求。在這樣的環境下，具備良好合規背景的企業，例如美國的 MicroStrategy、日本的 Metaplanet，以及在香港合規體系下積極探索 DAT 戰略的 HashKey Group，被認為在合規適應性和風險管理上更具優勢。

市場風險：DAT 的運作邏輯依賴 mNAV 溢價，一旦這項溢價收窄或消失，可能觸發所謂反身性負循環：融資受阻、持股成長放緩、市場敘事減弱，最終導致股價進一步承壓。如果這個過程在多個公司同時發生，可能會形成系統性風險，類似 1920 年代投資信託的傳導效應。當大量公司採取相同的單一交易模式（增發融資、買入加密資產），下行階段的連動性可能會放大市場波動。

技術風險：數字資產的安全託管是另一個核心挑戰。公司需要決定是自建託管能力還是依賴外部機構。K&L Gates 的法律專家指出，外部託管涉及對手風險，需要嚴格的盡調和風險揭露。此外，業界

逐漸推廣的儲備證明（Proof of Reserves, PoR）機制雖然提升了透明度，但仍需要結合獨立審計與網絡安全保障。駭客攻擊與私鑰管理失誤，仍是業界普遍面臨的潛在風險。

合規實踐：Law360 報告顯示，在美國，ReserveOne 等新興 DAT 專案通常在揭露文件中加入風險提示，承認代幣可能在未來被重新分類。DLA Piper 等律所則強調，企業應保持與監管部門和審計機構的持續溝通，以便在政策轉向時快速調整策略。同時，亞洲的部分機構探索則透過合規先行的路徑來降低風險。例如，HashKey 在其財庫和交易相關業務中，將審計、託管和透明度作為重點實踐方向，以回應監管層對資訊揭露和投資者保護的高要求。

後續工作：用三類指標追蹤「可持續性」

在數字資產財庫公司（DAT）的研究與實務中，投資者和研究者需要專注於三類核心指標，這些指標既體現了企業財庫效率，也決定了其長期穩健性。

指標一：Bitcoin/ETH per diluted share 增厚率。每股比特幣或以太幣數量的增厚率，是衡量 DAT 公司資本效率的首要指標。Bitcoin Yield 概念強調公司應透過融資與配置，使每股資產數量不斷提升。若增發股份或發行可轉債後，每股對應的數

字資產仍能增加，則表示企業在資本結構與配置效率上維持健康水平。

指標二：淨融資能力（ATM、可轉債）。DAT 模式的核心是透過融資飛輪實現資產擴張。企業能否在市場環境變化時繼續利用 ATM 增發、可轉債或 PIPE 工具進行高效融資，是判斷其永續性的重要標準。若融資能力受限，企業將失去擴大財庫的主要動力。相反，具備穩定融資管道的公司，在牛市和震盪市中都能維持擴張。

指標三：揭露與審計可信度。資訊揭露與審計透明度是合規營運的基礎。投資者需要注意公司是否能定期、清楚地揭露其持股規模、融資安排與風險提示，以及是否由具備資格的審計機構進行審查。可信的揭露與審計不僅影響投資者信心，也直接關係到企業在資本市場中的長期信譽。

下一步：資料面板與試點策略

未來的研究與實踐，需要建立系統性的資料面板，動態追蹤 DAT 的核心指標，包括 Bitcoin/ETH per share 變化、淨融資能力及資訊揭露品質。這類數據基礎不僅有助於評估企業個體的健康度，也能為產業整體風險監測提供支援。若能將這些指標量化並應用於投資組合管理，將為合規試點策略創造新的空間。（完）

美聯邦政府運作停擺 金融市場早消化

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

美國莫財（無錢），聯邦政府停擺，已非首次，如今所見，相信亦非最後一次。只要美國債台高築不變，之前所謂大而美預算案未能收窄財政赤字，而似乎特朗普暫時亦無法馬上迫使美聯儲大幅減息，以降低利息支出，估計這種財政壓力，不斷出現。

某程度上，特朗普其實是刻意讓當前停擺維持一段時間，一方面，當然可以凸顯財困問題，強調本身已經盡力，反而是美聯儲一眾決策者不配合，把輿論矛頭指向鮑威爾等人。

藉機削開支 特朗普爭權

另一方面，特朗普大可藉此機會，順手一刀破殘局，把看不順眼的官僚機構，來個大洗牌，以削減財赤開支之名，行權力鬥爭之實。

君不見特朗普上任初時，已經找來馬斯克，大搞政府效率部，節約用錢，大炒特炒，如今又何妨再下一城？

當然，撇除上述政治陰謀論不談，無可否認，如今停擺連經濟數據公布也影響，當然不甚理想，起碼投資者可能猜想，不久之後，10月有美聯儲議息，若無官方數據，如何作出客觀定奪？

的確，很多人在意的，正是美聯儲主席鮑威爾不久前才說過，當前決策不易，兩方風險都存在，要平衡通脹與失業兩者，不能任其一方偏廢而不顧，沒有兩全其美，不存在無風險之選項。正因此，所有數據都可提供更準確清楚的畫面，自不待言。



然而，平心而論，美聯儲從來不只看所謂官方數據，其他私人機構的數據，亦在其考慮之列，更何況揭皮書所見，一直跟商界或地區有溝通，所謂不必擔心今次議息做不了客觀持平的決定。

數據從缺 無礙減息25點子

對於連日來的美國聯邦政府停擺，影響日常正常運作，包括但不限於美國經濟數據公布，投資者不見得太擔心，所謂影響美聯儲官員決定，恐怕亦是言過其實。

不論實情如何，相信很多市場參與者，都已形成共識，認為美聯儲本月議息，減息25點子是主流意見，這一點見諸於一眾風險資產，由利率期貨，以至美股指創新高，甚至金價升勢，都可見一斑。

如果投資者可以在數據不齊全時，便有意見，美聯儲決策官員何嘗不然？畢

竟，說到底，退一萬步來說，就算數據為本到底，亦只需確保以當前可見的數據，真的到了議息一刻，原本以為可以有，但最終沒有，這樣的數據是不相干的了。

投資者理性預期 凡事向前望

無論如何，投資者也好，美聯儲也好，甚至博弈的另一端，特朗普管治班子也好，大家都於現實環境，都有相當認知，不是絕對無知，不見得少了拼圖中的一兩塊，便無法掌握大局。

反過來，更多人其實遠未等到有齊數據，早已有想法和決定，才是正常市場參與者常見人性和習慣，符合向前望的理性預期，而非一味看着滯後數據的倒後鏡做押注決定。

（權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）

●美國政府再次停擺，不少方面作大受影響，但投資者不見得太擔心，似乎早已消化相關利淡消息。圖為紐約證券交易所。

略論香港國際風險管理中心建設與大宗商品交易生態圈建立

明小沖 香港中資期貨業協會會長 朗潤金融控股有限公司董事局主席

自2022年特首施政報告首次提出「強化風險管理」以來，此後連續3年，施政報告相繼提出了「進一步強化國際風險管理中心地位」、「建立國際黃金交易市場」、「建立大宗商品交易生態圈」等一系列政策措施。這些措施，既相互關聯又相互影響，應視作有機整體，統籌推進。

關於國際風險管理中心建設

過去4年的施政報告提到風險管理中心，主要討論保險行業發展措施。實踐中，風險管理不僅包括靜態的風險管理工具保險及再保險，還包括動態風險管理工具、期貨期權及衍生品等，因此十分有必要明確和拓展風險管理中心的內涵。國際上，金融資產最重要的風險管理手段是期貨期權等衍生品工具。香港要建設和提升風險管理中心地位，必須要有高度發達的衍生品市場作支撐。只有大力發展衍生品市場，與現貨（股票債券等）形成聯動，才能進一步鞏固和提升香港的風險管理中心和國際金融中心地位。

香港衍生品市場目前幾乎全部是金融衍生產品，恒指系列產品及股票期權佔據絕對主導地位。截至2025年9月底，港交所衍生品累計成交3.12億張合約，衍生品前9個月總成交量同比增長11.33%，其中期貨成交同比增加2.02%、期權同比增加18.83%。衍生品總成交中，期權成交佔比約59%。期權增長亮眼，但將近90%為正股交收的美式股票期權，期貨交易增長較少，未來有很大的發展空間。

香港的股票期權市場發展很有特色，但是期貨投資者無法參與該市場。有必要在港交所上市現金結算的歐式股票期權，為期貨投資者開闢另外一個可投資的優質標的資產，方便客戶更有效的進行投資、套利和風險管理活動。香港如能在現金結算的歐式股票期權上取得和現貨交收的美式股票期權上一樣成功，將使香港衍生品市場的總體成交量增長50%以上。

積極推動港交所探索上市更多的衍生產品，包括國債期貨、港版VIX指數以及其他熱門期貨標的，同時探討與內地市場期貨產品互掛安排和更多互聯互通機制，不斷滿足市場多樣化、多層次需求。

與國際接軌，延長港交所大部分產品交易時間至23小時，通過不間斷交易，做到亞歐美市場全覆蓋，減少市場跳空風險，方便客戶隨時進出市場，在降低投資者及金融仲介市場風險的同時，可以有效增強市場吸引力和活躍度。

關於大宗商品交易生態圈建立

一般而言，大宗商品包括金屬、能源及農產品三大類。金屬包括貴金屬（金銀鉑鈾等）、有色金屬（銅鋁鉛鋅錫鎳等）、黑色金屬（鐵礦及鋼等）；能源包括原油及下游油氣產品；農產品包括穀物（玉米、小麥）、油脂油料（大豆、豆粕菜粕、豆油菜油棕櫚油等）及軟商品（糖、棉花、咖啡、可可等）。政府提出建立大宗商品交易生態圈，並表示將成立「大宗商品策略委員會」，匯聚業界代表，加強大宗商品政策的頂層設計和長遠策略制訂。期待「大宗商品策略委員會」能從更高維度，更全面的謀劃整體發展策略。

黃金交易中心建設是建立大宗商品交易生態圈的重頭。香港的黃金實貨流通一向非常旺暢，是亞洲乃至全球首屈一指的黃金流通和消費中心。現有香港黃金交易所歷史悠久，運營管理體系上自成一體。目前，香港黃金交易所已經完成公司制改革，標誌着該機構向現代化治理邁進了關鍵的一步。未來，香港應該從增強香港黃金交易所的信用背書和優化交易模式方面入手，大力發展以黃金為代表的貴金屬市場。

大宗商品的現貨交易需要與其衍生品（商品期貨及期權等）交易相匹配。強大而完善的大宗商品交易生態圈必然伴随着有區域乃至世界影響力的大宗商品衍生品市場。全球來看，大宗商品交易發達的國家和地區同時也是大宗商品衍生品繁榮的市場，比如中國內地和美國。衍生品市場不僅是現貨商用來進行風險管理和庫存管理的有力工具，更是大宗商品價格發現的重要途徑。證監會與金管局近日聯合發布了《固定收益及貨幣市場發展路線圖》，期待監管機構及交易所也能為大宗商品市場發展制定藍圖規劃，明確大宗商品衍生品交易長遠的發展路線圖，同時投入更多資源啟動香港商品期貨及期權交易市場，吸引做市商的產業客戶等積極參與商品期貨市場交易。

深化與廣州期貨交易所的合作，助力國家大宗商品市場國際化。廣期所目前上市的是新能源相關的商品期貨，未來還將上市稀土、鉑、鈾等與綠色低碳發展密切相關的產業特色品種，咖啡、高粱、籼米等具有粵港澳大灣區與「一帶一路」特點的區域特色品種以及國際市場產品互掛類品種。香港可以先啟動自身商品期貨，再加強與廣期所以及內地其他商品期貨交易所互聯互通；同時，配套稅務優惠、提單電子化和存款代幣化等金融創新，優化國際大宗商品交易流程，吸引海內外船東及大宗商品交易商落戶香港，帶動海運服務，推動期貨對沖等金融和專業服務發展。

今年，香港資本市場非常繁榮，港交所年度成交額預計突破60萬億港元，市值預計突破50萬億港元。現貨市場交投火熱，交易所盈利能力亦創新高，當前正是港交所加大對衍生品市場投入的絕佳時機。香港「背靠祖國、聯通世界」，具備獨特的國家制度安排、優越的營商環境和與生俱來的國際化發展定位，應當繼續發揮這些優勢，抓住發展機遇，境內外聯動、期現貨協同，不斷加快建設國際風險管理中心和建立大宗商品交易生態圈的步伐。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。

真實數據資產：數據資產入表價值最大化的有效路徑(四之二)

劉世平 美國人工智能科學院通訊院士、世界生產力科學院院士、吉貝克信息技術（北京）有限公司董事長



數據資產入表後，在融資環節面臨的一大困境便是評估標準不統一所引發的估值難題。當前，數據資產市場缺乏明確、統一的評估標準體系。不同評估機構依據各自的方法和模型對數據資產進行估值，導致同一數據資產在不同評估下價值差異巨大。

從行業特性來看，各行業數據資產的特點不同，金融、醫療、互聯網等行業的數據價值評估方法難以統一。同時，數據資產的價值受時效性、稀缺性、數據品質等多因素影響，這些因素的衡量在不同評估機構間沒有標準化的量化方式。這種估值難題給企業融資帶來了極大阻礙。金融機構難以依據不準確的估值來判斷數據資產的抵押價值，進而影響企業以數據資產進行融資的額度和成功率。而且，不統一的評估標準也降低了市場對數據資產的信任度，不利於數據資產融資市場的健康發展。

法律法規不完善帶來合規風險

數據資產入表後，法律法規不完善使得企業在融資過程中面臨諸多合規風險。當前，針對數據資產的法律界定尚不清晰，數據的所有權、使用權和收益權在不同場景下的劃分缺乏明確標準，

這讓金融機構在評估數據資產作為抵押物或質押物時無所適從，增加了融資難度。在數據流轉和交易方面，相關法規的缺失導致數據資產的流通性受限。企業擔心數據在流轉過程中出現合規問題，比如數據洩露、數據濫用等，從而影響自身聲譽和利益。金融機構也因法規不明，難以準確判斷數據資產的合法性和穩定性，不敢輕易為企業提供融資支持。

此外，數據資產入表後的會計處理規範不夠健全，不同企業可能採用不同的核算方法，這給監管帶來挑戰，也使金融機構難以準確評估企業數據資產的真實價值，進一步加劇了融資困境。完善相關法律法規，明確數據資產的法律地位和監管規則，已成為解決數據資產入表後融資難題的關鍵。

市場認知不足影響融資接受度

市場對數據資產入表的認知不足，嚴重影響了融資接受度。長期以來，傳統的融資觀念主要聚焦於固定資產、存貨等有形資產，對於數據資產這種新興的資產形式，金融機構和投資者普遍缺乏深入了解。一方面，金融機構習慣了基於傳統資產的評估和风控模式，難以準確評估數據資產的價值和風險。數據資產的無形性、易複製性以及價值的動態變化，與傳統資產有很大差異，使得金融機構在制定融資政策和信貸標準時，對數據資產持謹慎態度。另一方面，投資

者對數據資產的認知有限，導致他們在投資決策中對包含數據資產的企業價值評估存在偏差。他們更傾向於投資熟悉的傳統行業和資產類型，對以數據資產為核心競爭力的企業信心不足。這種市場認知的局限，使得數據資產入表企業在融資過程中面臨更高的門檻和成本，阻礙了數據資產的融資功能充分發揮。

數據品質和安全問題引發擔憂

數據品質和安全是數據資產入表後融資面臨的關鍵困境。在數據品質方面，數據的準確性、完整性和一致性難以保證。企業的數據來源廣泛，不同系統和部門的數據可能存在偏差和衝突，這使得金融機構難以基於這些數據對企業數據資產的價值進行精準評估。低質量的數據可能導致融資決策失誤，增加金融機構的風險。

安全問題同樣令人擔憂。數據資產包含大量敏感資訊，一旦洩露，不僅會給企業帶來巨大損失，也會影響金融機構的聲譽。儘管企業採取了一定的安全措施，但隨着網絡攻擊手段的不斷升級，數據安全防護面臨巨大挑戰。金融機構在為數據資產入表的企業提供融資時，會擔心數據安全漏洞可能引發的潛在風險，從而對融資持謹慎態度，這在很大程度上限制了企業通過數據資產進行融資的可能性。

（未完，待續，由於篇幅較長，本系列進一步拆分，由原來三篇擴至四篇）