

## 境外市场证券法视野下的代币发行监管 ——基于美国、新加坡、澳大利亚和中国香港地区的监管实践

张美慧\*

---

**内容提要：**首次代币发行（ICO）是金融科技在区块链领域的技术创新，允许企业通过发行数字代币的方式募集资金，根据代币附随权益的不同，投资者享有分红、投票、交易等多种权利。但这一市场同样蕴含欺诈发行的风险，在美国、新加坡、澳大利亚和我国香港地区等普通法系境外市场，证券监管机构对符合法定证券范畴的代币发行实施证券发行监管，监管的核心在于如何判断某一代币是不是证券，如股票、集体投资计划、债权乃至期权。这种监管能够起到支持金融科技发展、促进中小企业融资的效用。

**关键词：**首次代币发行 证券监管 投资者保护 金融科技

---

### 一、问题的提出

自 2013 年首个募集项目至今，互联网企业以融资为目的的首次代币发行项目（Initial Coin Offering，下文简称为 ICO）在数量和募资规模上都获得了快速的扩张。<sup>〔1〕</sup>仅在 2018 年前三季度，全球范围内首次代币发行项目所募集到的资金总量已超过 200 亿美元，其中单个项目总融资金额最多的超过了 41 亿美元。<sup>〔2〕</sup>作为一种由计算机技术驱动、架构在区块链上的资金募集机制，

\* 张美慧，南开大学金融学院讲师。

本文为中央高校建设世界一流大学（学科）和特色发展引导专项资金资助项目（9617220）及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”（71661137006）的阶段性成果。

〔1〕 全球首个代币公开发行，一般认为是 2013 年 7 月的 Mastercoin 项目。See Laura Shin, Here's the Man Who Created ICOs And This Is the New Token He's Backing, September 21, 2017, available at <https://www.forbes.com/sites/laurashin/2017/09/21/heres-the-man-who-created-icos-and-this-is-the-new-token-hes-backing/#7f7c2a721183>, last visited on Apr. 18, 2019.

〔2〕 CoinSchedule, Cryptocurrency ICO Stats 2018, available at <https://www.coinschedule.com/stats.html>, last visited on Sept. 9, 2018.

首次代币发行为科技型初创企业提供了有别于传统资本市场的融资渠道，用信息技术降低了小企业募集资金的门槛，有利于鼓励技术创新、帮助中小企业扩大经营。但这种新兴的资金募集方式同样蕴藏着深刻风险，因而引发了监管机构和投资者的密切关注。

事实上，“首次代币发行”的名称往往使投资者联想到股票市场上的“首次公开发行”（Initial Public Offering）。但与已臻成熟的股票市场相比，代币发行市场仍处于草创期，融资项目往往规范性较低，用于信息披露的“项目白皮书”缺乏外部独立审计，准确性与真实性无法与证券发行招股说明书相比。<sup>〔3〕</sup>大部分发起 ICO 融资的互联网企业处于初创阶段，经营水平、盈利前景不明，市场参与者良莠混杂，如果对公开发行不作任何门槛限制，将会增加投资失败风险。代币价格波动巨大，增加了市场的投机性，也使投资者可能受到操纵市场、内幕交易的损害。<sup>〔4〕</sup>现实中，许多发起 ICO 的企业选择到马耳他等实施税收优惠的国家注册并面向全球投资者发行代币，很少区分不同国家投资者的认购资格，投资者遭遇发行欺诈后，本国执法机构可能无法跨境行使执法权、追索犯罪嫌疑人。加之投资者认购代币的资金一般是以比特币等加密货币方式支付给发起人的，资金可以方便地瞬时转移到境外，绕过外汇管制、反洗钱等限制，投资者一旦遭遇融资项目欺诈，很难彻底追回损失。

通过发行代币募集资金的行为需要受到合理监管，已是各国所达成的共识。其中，美国、新加坡、澳大利亚、中国香港地区等普通法系国家或地区尤为值得关注。这些国家（地区）拥有规模位于世界前列的 ICO 市场，有研究表明，截至 2018 年 6 月，境内企业通过 ICO 项目募集资金规模总量的排名中，美国、新加坡、澳大利亚和中国香港地区分别位列第一、第五、第七和第八位。<sup>〔5〕</sup>

总体而言，上述境外市场并未单独制定特别法来监管 ICO，而是在允许合法地发行代币的大前提下，将其中具备证券本质的代币纳入了现有的证券法律和监管体系。若某种代币具备了该国（地区）法定的“证券”属性，发起人必须完成证券发行的注册程序后才可以公开发行代币。发起 ICO 融资项目的信息披露要求和法定豁免条件与公开发行证券相同。否则，擅自发起 ICO 可能构成证券欺诈，发起人将承担行政、民事和刑事责任。

这种监管路径的优势，在于可以直接利用现有的成熟证券法规监管新的金融科技，无须重新制定规则，节约监管资源。发行注册制和小额豁免规则相结合的监管体系重视用信息披露、而非前置行政核准来保护投资者，在容纳诸如股权众筹、首次代币发行等新的资金募集方式时，包容性、灵活性较高，而违规发行的法律风险也会倒逼企业主动选择合规。如此，既能抑制投资风险、保护投资者合法权益，也不至于彻底遏制金融科技领域的创新。

作为对比，我国央行等七部委于 2017 年 9 月联合发布了《关于防范代币发行融资风险的公告》，一揽子取缔了各类代币发行融资活动，同时也严禁各类平台参与二级市场的代币交易、兑换业务。这种一刀切式的管制措施固然遏制住了虚拟货币市场的泡沫化趋势，但却失于僵化，缺

〔3〕 See Hugo Benedetti, Leonard Kostovetsky, Digital Tulips? Returns to Investors in Initial Coin Offerings, available at <https://ssrn.com/abstract=3182169> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3182169>, last visited on Jan. 22, 2019.

〔4〕 参见杨东：《区块链+监管=法链》，人民出版社 2018 年版，第 224 页。

〔5〕 See Darryn Pollock, From \$2.9 Billion in a Month to Hundreds Dead: Trends of the Rollercoaster ICO Market in 18 Months, available at <https://cointelegraph.com/news/from-2-9-billion-in-a-month-to-hundreds-dead-trends-of-the-rollercoaster-ico-market-in-18-months>, last visited on Apr. 18, 2019.

乏应对金融科技的弹性。<sup>〔6〕</sup>一方面,民间借贷、P2P、股权众筹等投融资领域“一放就乱、一管就死”的问题,在虚拟货币市场同样存在。究其原因,这些市场之所以兴旺,在于投资者的投资需求在主流市场得不到满足。境内 ICO 被封禁后,部分投资者转而参加境外项目,承担更高的风险,加剧市场失灵。<sup>〔7〕</sup>另一方面,中小企业融资难的问题长期存在,无论是被叫停的股权众筹、代币发行,还是监管机构自上而下主导建立的“科创板”,都是为中小企业解决融资难问题的尝试方向。尽管在我国放开 ICO、股权众筹市场可能还为时尚早,但堵不如疏,在市场投融资需求、小企业融资难和金融创新动机客观存在的现状下,上述境外市场对金融科技的监管理念或可供我国参考。

## 二、ICO 发行模式与代币分类

### (一) ICO 的基本模式

首次代币发行是英文“Initial coin offering”的直译,这种融资方式又被称作“token sale”。<sup>〔8〕</sup>美国证券交易委员会(SEC)将 ICO 界定为“通过分布式账本或区块链技术生成并向投资者分发代币,并接受法定货币或虚拟货币作为支付对价”的资金募集方式。这种对 ICO 的描述性定义方式,也为我国香港地区、澳大利亚和新加坡的监管机构所采用。

尽管 ICO 建构在区块链上,具有鲜明的互联网时代特色,但究其本质,中小企业发行代币的目的仍然是为了向投资者募集企业发展所必需的资金。在典型的首次代币发行项目中,发起人向投资者募集加密货币(例如比特币或以太币)或法定货币,募得的资金常常用于特定的项目或软件开发,并支付或承诺未来支付给投资者相应数量的代币作为回报。这些投资回报可能包括定期分红、使用企业开发出来的互联网服务,也包括在虚拟货币交易所买卖代币带来的升值收益。<sup>〔9〕</sup>这使 ICO 与股权众筹(Equity crowd funding)在一定程度上可以互相比较,二者都是为达不到公开发行股票门槛的中小企业设计的融资机制,都借助互联网平台向公众完成资金募集过程,因此 ICO 也被视为是一种区块链化的众筹机制。<sup>〔10〕</sup>

不过,参与股权众筹的投资者是公司的股东并持有公司的股权,投资者的法律地位、与公司之间的权利义务关系都是十分明确的。但在首次代币发行中,投资者获得的“代币”(token)并不冠以“股票”之名,也未必一定属于证券。其性质如何,完全取决于发起人对代币权益结构的设计。

---

〔6〕 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2月号;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。

〔7〕 我国取缔 ICO 融资后,部分项目转向我国香港地区、新加坡继续发行,也带动了境内投资者认购我国香港地区和新加坡的 ICO 代币。See CCN, Hong Kong and Singapore Prove Safe Havens for ICO Listings, available at <https://www.ccn.com/hong-kong-and-singapore-on-the-rise-for-ico-listings/>, last visited on Nov. 29, 2018.

〔8〕 在 ICO 的英文语境下,token 和 coin 一般是通用的概念,都可以代指企业通过区块链向投资者分发的数字资产。本文也采用这种语境。

〔9〕 See Investor.gov, Investor Bulletin: Initial Coin Offerings, available at <https://www.investor.gov/additional-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletin-initial-coin-offerings>, last visited on Sept. 9, 2018.

〔10〕 参见前引〔6〕,杨东、黄尹旭文,第299页。

## （二）基于功能的代币类型化

“代币”实际上是通过区块链生成的数字资产（digital asset），只以虚拟的方式存在于区块链上。从财产法的角度来说，代币是一种具有稀缺性的虚拟资产，可以被占有和转让，现实中也有交易这些代币的二级市场，也即“数字资产交易所”。〔11〕而从投资法的角度来说，代币是企业赋予出资人的某种权益凭证。

在实践中，ICO的发起人对代币权益结构的设计多种多样，某一代币既可能赋予投资者分红回报，同时也可以被用作支付工具。在判断代币的本质时，不能因为代币是通过ICO发行的事实就认为所有代币都是证券，也不能因为某一代币被冠以“虚拟货币”之名，就忽视其作为证券的本质。

实际上，“代币”（token）一词本身出现在境外法律当中的时间是远远早于区块链技术的，也没有一开始就处于证券法的语境中。例如，英国1974年《消费者法案》第14条在消费信贷的语境下定义了代币（credit-token），亦即“消费者持有的、某种可向第三方提出特定诉求的权利凭证”。〔12〕在商业实践中，零售商家提供给消费者的附带有特定权益的点券也常被冠以代币之名。比较常见的例子是互联网公司向付费用户提供的点券，其用途仅限在网站内部购买虚拟商品，例如游戏币、QQ币。〔13〕这种点券显然与证券截然不同，因为持有人的目的是消费而非投资；点券也不是法定货币，而是代金券，只能用作平台内的支付手段。使用法定货币购买平台内部点券的用户是消费者，享有消费者的权利，受到消费者法保护。〔14〕

这种本质上是商家自己发行、用作支付方式的代币，在区块链时代依然存在。科技公司在募集资金时设计的代币既可能是证券，也可能只是购买某些虚拟商品、获取区块链服务的代金券。前者是投资工具，后者则只是支付手段。新加坡金融管理局（以下简称为新加坡金管局）在其《首次代币发行指南》里举了一个例子：

“若A公司计划搭建一个电脑算力共享和租赁平台，并准备在新加坡境内和世界范围内公开发行数字代币A，以便筹集建设上述项目必要的资金。这种代币将赋予代币持有人使用上述平台的权利，代币本身亦可被用于支付向平台其他用户租用其电脑算力的租金。除此之外，这种代币不会赋予持有人其他权利或效用。”〔15〕

新加坡金管局认为，由于该代币没有附随收益权、投票权等证券必备的权益属性，只是平台内的支付工具和会员的身份凭证，因此不会构成新加坡《证券与期货法》上的“证券”，不受证券监管。〔16〕这种代币本质上是互联网公司的会员资格和代金券，买入者更有可能受到消费者法而非证券法的保护。当然，即使在消费者法的要求下，A公司依然承担全面真实提供产品信息、

〔11〕 See Shaanan Coney, David Hoffman, Jeremy Sklaroff, David Wishnick, Coin-operated capitalism, Columbia Law Review, Forthcoming, available at [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3215345](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3215345), last visited on Jan. 17, 2019.

〔12〕 UK Consumer Act 1974, Article 14.

〔13〕 参见前引〔6〕，杨东、陈哲立文。

〔14〕 2018年8月，麦当劳在全球发行了620万枚MacCoin纪念币，每一枚纪念币可以到门店兑换一个巨无霸汉堡包。麦当劳的纪念币引发了追捧，价格一度被炒作到上百元。麦当劳官方表示，MacCoin不具有现金价值，只能在指定餐厅免费兑换巨无霸汉堡。参见《不具有现金价值 纪念品“麦当劳币”炒到千元》，载《新京报》2018年8月10日，第B03版。

〔15〕 Monetary Authority of Singapore, A Guide to Digital Token Offering, November 14, 2017.

〔16〕 参见前引〔15〕。

不得虚假宣传的义务。

为了理解这类代币是消费品而非投资品的性质，亦可一观瑞士金管局（FINMA）的分类法。<sup>〔17〕</sup>在瑞士金管局发布的ICO指引中，“实用代币”（utility token）允许代币持有人使用公司提供的互联网服务（例如前述新加坡金管局案例中的算力共享服务），“支付代币”（payment token）则是固定的支付单位，用于购买虚拟商品。<sup>〔18〕</sup>只有当代币持有者对ICO发起人享有股权或债权等请求权时，该代币才会被归类为证券，包括股票、债权和衍生品，并被统称为“资产代币”（asset token）。<sup>〔19〕</sup>证券监管只适用于资产代币。前述新加坡金管局案例里的代币A的功能，与瑞士金管局提出的“实用代币”和“支付代币”类似。

但必须注意的是，瑞士金管局的这种分类只是对代币功能的抽象梳理。在现实中，某一代币完全可能同时有多种功能。为了回避被识别为“证券”，一些ICO发起人会把自己的代币称为“实用代币”或者虚拟货币，在识别代币的证券本质的问题上，必须透过现象看本质。根据这些境外市场的监管实践来看，如果某一代币上附随了赋予投资者的证券类权益，例如分红请求权、投票权、行权期间，那么即使还有其他功效也会被识别为证券，反之亦然。

例如，2017年8月，美国的软件公司Protocol Labs, Inc.发起了一次ICO，根据公司的白皮书，募集资金将被用于建设名为Filecoin的去中心化云储存系统。云储存平台搭建完毕后，用户可以用共享个人电脑储存空间的方式获得代币（也称为Filecoin）。这种代币可以在二级市场上买卖。同理，希望使用云储存空间的消费者也必须向区块链上的电脑空间提供者支付该代币。<sup>〔20〕</sup>ICO结束后，发起人总共募集到了2.5亿美元。<sup>〔21〕</sup>

由于在发起ICO时公司还没有完成区块链的搭建，只有等候资金到位后才能开始程序开发，因此，发起人给付ICO投资者的回报并不是此时尚未存在的代币，而是“未来支付代币合约”（SAFT, Simple Agreement for Future Tokens）。<sup>〔22〕</sup>按照发起人的承诺，未来区块链投入使用，代币也上线之后，持有该合约的投资者将可以认购代币，也能够使用代币购买云储存空间，或是在二级市场上卖出代币。<sup>〔23〕</sup>尽管发起人主张未来的Filecoin代币是“实用代币”（utility token），其功用仅限于向他人支付云储存空间使用费，但为了募集开发资金而前置发行的SAFT却符合期权的特征。发起人发行SAFT，事实上是向投资者做出了未来给付代币的承诺。根据白皮书，SAFT的行权日期到来后，持有SAFT的全体投资者将分得代币总量的10%。因此，尽管Filecoin代币本身可能不是证券，SAFT却可能属于期权。

〔17〕 See Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA), Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs), February 16, 2018.

〔18〕 参见前引〔17〕。事实上，比特币也在瑞士金管局的“支付代币”的范畴内，payment token在瑞士金管局的语境下是“虚拟货币”的同义词。

〔19〕 参见前引〔17〕。

〔20〕 See Filecoin, FAQs, available at <https://filecoin.io/faqs/>, last visited on Jan. 30, 2019.

〔21〕 See Stan Higgins, \$257 Million: Filecoin Breaks All-Time Record for ICO Funding, available at <https://www.coindesk.com/257-million-filecoin-breaks-time-record-ico-funding>, last visited on Feb. 20, 2019.

〔22〕 根据发起人的说明，SAFT是“含有代币认购、购买价格、行权期限和其他法律细节的法律文件”。See Filecoin, How to view your final Filecoin SAFT, available at <https://filecoin.io/guides/view-your-final-saft/>, last visited on Feb. 20, 2019.

〔23〕 See Matt Levine, SEC Halts a Real Initial Coin Offering, available at <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2017-12-12/sec-halts-a-real-initial-coin-offering>, last visited on Feb. 20, 2019.

由于在该公司发起 ICO 时的 2017 年，美国的监管机构已经开始对 ICO 市场实施证券监管，Filecoin 的发起人主动选择合规，只面向美国《证券法》第 4（a）（2）项下的合格投资者发起私募，因此得以免于承担《证券法》第五节要求的发行注册和信息披露义务。<sup>〔24〕</sup>

另一个角度的例子则是著名的以太币（Ether）。2014 年的以太币 ICO 是当时规模最大的代币发行项目之一，在 42 天的认购期间向投资者售出了共计超过 1 100 万枚以太币。首次代币发行完成后，以太坊（Ethereum）平台的用户同样可以通过“挖矿”（mining）的方式取得新的以太币。而以太坊本身就是一个代币发行平台，允许第三方的项目发起人在以太坊平台上发起 ICO，投资者在认购这些第三方代币时，需要向发起人支付以太币。现在，以太币（Ether）被认为是价值仅次于比特币的虚拟货币。<sup>〔25〕</sup>

对于以太币的法律属性，以太坊的开发者明确主张“以太币是一种产品，而不是证券或投资产品。以太币只是用于在以太坊平台内部支付交易费用、搭建或购买去中心化应用程序的代币；它不会赋予投资者以投票权或者其他任何权利，我们（发起人）不对以太币未来的市场价值做出任何保证”。<sup>〔26〕</sup>

尽管 SEC 没有明确阐明以太币的法律属性，但在其官员的公开表态中，以太币是一种“弱中心化虚拟货币”，并不符合证券的本质特征。<sup>〔27〕</sup>究其本质而言，以太币的持有者对以太坊平台不享有任何的股权或债权，不能获得来自以太坊开发者的分红，也没有到期利息，更不享有决策以太坊重要事务的投票权，这使以太币与证券有着本质上的差异。这也意味着无论是不是通过 ICO 发行的，这类弱中心化加密货币将不受证券法限制，它们的支付工具特征更为浓厚，持有和交易加密货币，往往在税务、反洗钱等领域受到规制。<sup>〔28〕</sup>

### 三、美国的 ICO 发行监管与豪威测试

在如何认定数字代币的本质是证券的问题上，美国证券交易委员会（SEC）于 2016 年对“DAO 币”的经典裁决首开对 ICO 采取穿透式监管的先河。如果某一代币被识别为证券，则发

---

〔24〕 详见 Protocol Labs, Inc. 发布的私募备忘录（Confidential Private Placement Offering Memorandum-Purchase Rights for Tokens pursuant to Simple Agreement for Future Tokens）。

〔25〕 事实上，从过去数年的市场走向可知，加密货币的币值并不稳定，用于作为一般等价物并不现实，不是很好的法币替代方案。2018 年 1 月，每枚以太币的市场价格一度超过 1 300 美元，但截至 2018 年 10 月已跌至 200 美元。以太币的历史价格，可在 <https://ethereumprice.org/> 获取。

〔26〕 Launching the Ether Sale, Ethereum Blog, available at <https://blog.ethereum.org/2014/07/22/launching-the-ether-sale/>, last visited on Feb. 20, 2019.

〔27〕 See William H. Hinman, Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic), available at <https://www.sec.gov/news/speech/speech-hinman-061418>, last visited on Oct. 12, 2018.

〔28〕 在代币发行项目中，项目发起人要求投资者支付去中心化的加密货币的另一个原因，可能是为了绕过银行反洗钱和税收监管，尽管比特币不被认为是法定货币，本文所观察的若干国家和地区的银行业监管者通常对比特币和法币之间的兑换交易实施一定程度上的管理。例如，美国财政部下属的金融犯罪执法机构 FinCEN 在定义比特币属于“可兑换虚拟货币”（convertible virtual currency）（亦即可与法定货币互相兑换的虚拟货币）的基础上，将从事比特币和法币兑换的中间商纳入货币兑换的监管体系。2018 年初，美国财政部向参议员韦登的回函也重申，从事比特币和法币兑换的平台属于货币兑换商，必须遵守反洗钱相关的法律规定。See Department of Treasury to Senator Ron Wyden, available at <https://coincenter.org/files/2018-03/fincen-ico-letter-march-2018-coin-center.pdf>, last visited on Sept. 9, 2018.

起人必須遵守 1933 年《證券法》上的證券發行登記要求和第五節的禁止性規定，除非這種以數字資產形式存在的代幣還滿足非公開發行、小額發行、對外國投資者發行等豁免條件。在二級市場上從事中介服務的數字代幣交易商也要遵守 1934 年《證券交易法》對證券經紀交易商的監管，這意味著如果某種代幣未按《證券法》進行發行登記，任何交易行為都將是非法的。

### （一）The DAO 案件

2017 年 6 月，SEC 對 The DAO 首次公開發行一案作出了裁決，認定該案中發起人發行的代幣屬於美國 1933 年《證券法》和 1934 年《證券交易法》上的“證券”。這一裁決對此後多個國家和地區開始監管 ICO 產生了重大影響。

在 2016 年進行的 DAO 幣首次公開發行中，發起人公司（Slock. it）向美國投資者公開發行其數字代幣“DAO 幣”（DAO tokens），以便將募集到的以太幣集中起來對外投資。發起人向投資者承諾收益分紅。投資者有權利在線投票選擇合適的對外投資項目，但並不參與投資的日常管理；發起人公司（Slock. it）和管理者將負責平台的正常運營，同時也作為代幣持有者與普通投資者分享同等收益。<sup>[29]</sup>

在此案的裁決中，SEC 使用了美國最高法院在 1946 年對 SEC v. Howey Co. 一案判決中形成的框架，亦即，在認定某一合同是否屬於《證券法》“投資合同”（investment contract）時，應用著名的豪威測試（Howey Test）三要件：“《證券法》目的上的投資合同是指一個合同、交易或計劃，一個人據此（1）將他的錢投資，（2）投資於共同單位，並且（3）受引導有獲利願望且利益全部來自發起人或第三人的努力。”<sup>[30]</sup> 事實上，從美國各級法院多年來的判決和聯邦、各州的證券法可知，美國法上“證券”的含義非常廣泛，無論被銷售的是《證券法》第二節（1）列明的股票、債券等標準化的權利憑證，還是豪威案件中的附隨管理合同的果園，抑或本文所討論的基於區塊鏈加密技術被編寫出來的代幣，都有可能被識別為證券（security）。<sup>[31]</sup> SEC 認為 DAO 幣完全符合了豪威測試的所有要件，因此必須遵守證券發行的相關法律規定。對這一案件事實和裁決文本的梳理，將有助於理解 SEC 在區塊鏈時代如何適用證券法的思路。

### （二）豪威測試在 The DAO 案件中的運用與批評

#### 1. 投資金錢標準

豪威測試的第一個條件是投資者向某一項目投資金錢。為購買 ICO 代幣，投資者往往需要向項目發起人支付比特幣，以太幣作為對價。在 The DAO 案中，投資者即向發起人支付以太幣，獲得 The DAO 代幣。代幣發行融資是否構成違規發行證券，首先取決於發起人所募集到的加密貨幣究竟會不會被認定為合法的“資金”（money）。

就美國等境外市場的 ICO 監管實踐來看，對這一問題的理解有兩重角度。其一，從狹義的角度，用於購買代幣的加密貨幣是否具有法定貨幣地位？其二，如果加密貨幣不是法定貨幣，從

[29] See Christoph Jentzsch, Decentralized autonomous organization to automate governance, available at <https://download.slock.it/public/DAO/WhitePaper.pdf>, last visited on Oct. 12, 2018.

[30] [美] 托馬斯·李·哈森：《證券法》，張學安等譯，中國政法大學出版社 2003 年版，第 25 頁。

[31] See Securities and Exchange Commission v. W. J. Howey Co., 328 U. S. 293, 298-299, 66 S. Ct. 1100, 1102-03, 90 L. Ed. 1244 (1946).

广义的角度，加密货币是否具有经济学意义上的“货币”或“财产”属性，可作为有价值的财产对外投资？

对于第一个问题，答案显然是否定的。法定货币（legal tender）在货币银行学上的通行概念，是政府在国家范围内通过行政命令以法律的形式发行的货币，由国家信用予以背书。<sup>〔32〕</sup>而加密货币显然不属于此范畴。无论是完全没有发行机构的比特币还是最初通过 ICO 发行的以太币都从未取得国家信用背书地位，其典型特征是所谓的去中心化或“弱中心化”，没有中央发行机构承担管理职能、实施货币政策、对系统稳定性负责。

在实践中，美国、我国香港地区等境外市场也不承认加密货币的法币地位。例如，美国财政部下属的金融犯罪调查机构 FinCEN 在其 2013 年发布的指引中，将“货币”（currency）定义为“由美国或其他国家发行并流通的、在发行国被普遍接受为商品交换媒介的法定货币，包括硬币和纸币”。加密货币尽管可以自由兑换为法币，但背后并无官方背书，因此不是法币。<sup>〔33〕</sup>香港官方同样不承认比特币的法币地位，强调“比特币没有固定价值，背后没有任何财产、发行人信用或实体经济作为支撑”，不受香港金融管理局的货币政策规制。因而，如果只从狭义的角度理解豪威测试的“金钱投资”标准，那么使用比特币、以太币认购 ICO 代币就很难满足这一条件了。

因此，要判断 ICO 投资者支付加密货币的行为是否满足豪威测试的“金钱投资”要素，就必须进一步分析这些加密货币是不是广义上的“财产”，这涉及了货币和投资的本质。

在 The DAO 一案的判决书中，SEC 并没有直接回答“以太币是不是货币”的问题，而是通过引用此前的法院判例，指出“用于投资的资金（money）不一定需要表现为法币（currency）”，货币不是唯一合法的出资形式，投资者可以用实物或劳务形式完成出资。<sup>〔34〕</sup>这意味着，投资者用于出资的财产只要有经济价值，即可满足豪威测试对“金钱投资”的法定要求。

尽管加密货币不具备法币的合法性地位，但加密货币存在的本身并不非法，完全可以被正常持有和交易。有学者指出，尽管从国家主权和货币发行权的法律角度而言，加密货币不是法定货币，但从经济学的角度观察比特币和以太币，会发现其共享了货币的一般等价物特征。<sup>〔35〕</sup>而决定比特币是否属于经济学意义上的货币的关键，在于市场是否对其有作为货币的普遍认同。<sup>〔36〕</sup>加密货币实际上仅仅是由随机密钥组成的代码，市场之所以愿意接受并使用它们，是基于对其稀缺性和交易安全性价值的承认。因此，即使不具备法币地位，比特币、以太币等普及性较高的加密货币至少在一定程度上具备了作为经济学上“货币”的可能。事实上，新加坡的监管机构认为

〔32〕 参见易纲、吴有昌：《货币银行学》，格致出版社、上海人民出版社 1999 年版，第 27 页。

〔33〕 See FinCEN, Application of FinCEN's Regulations to Persons Administering, Exchanging, or Using Virtual Currencies, FIN-2013-G001, March 18, 2013.

〔34〕 See Securities & Exchanges Commission, Report of Investigation Pursuant to Section 21 (a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO, 2017.

〔35〕 参见袁达松、王倩：《加密货币合法性判别》，载杨东主编：《证券法律评论》2018 年卷，中国法制出版社 2018 年版，第 207 页。

〔36〕 参见赵磊：《论比特币的法律属性——从 HashFast 管理人诉 Mark Lowe 案谈起》，载《法学》2018 年第 4 期。



加密货币能满足货币的三项基本职能，即可以作为交易媒介、价值尺度和财富贮藏手段。<sup>〔37〕</sup>

不过，加密货币和法币的短期兑换比率波动过大，很难稳定地将其用作购买商品的对价，买方或卖方可能遭受类似货币升值或贬值的损失。投资者用法币购买比特币、以太币，更多的是希望未来比特币会继续升值，是将其作为一种有稀缺属性的投资，这削弱了加密货币的货币属性，但这并不影响加密货币本身是一种财产的事实。<sup>〔38〕</sup>

## 2. 共同单位标准

在其白皮书中，The DAO 代币的发起人宣称其组织模式与传统公司形式不同，是一个“以营利为目的的实体”（for-profit entity），本质上是为了克服代理问题而允许代币持有人在线直接投票、自主决策投资方向的一种组织形式。<sup>〔39〕</sup> SEC 据此认为其满足了豪威测试中“投资于共同单位”的要件。但在美国判例法中，认定共同单位要件有更加细致的标准，而 SEC 并没有对此详尽分析，这使该案究竟是否真正满足共同单位标准受到了质疑。<sup>〔40〕</sup>

所谓“共同单位”（common enterprise）要件，是指投资者获取利润将“在多大程度上依赖于企业内其他人的努力”。<sup>〔41〕</sup> 至于这个“其他人”标准到底如何适用，司法实践中，美国各地法院陆续发展出了三类判断标准，即水平共同性、严格垂直共同性和宽泛垂直共同性。<sup>〔42〕</sup>

水平共同性标准要求投资者之间具有相同的利益。这意味着多个投资者所投入的资金形成资金池，由资金池对外投资所产生的收益将按投资份额分配给投资者，风险也由全体投资者共同分担。但有学者指出，The DAO 的投资者可以随时撤回出资，不再参与不满意的集体投资项目，而这削弱了投资者之间“共享利益、共担风险”的纽带，使 The DAO 代币的持有人之间的关系可能并不完全符合水平共同性标准。<sup>〔43〕</sup>

垂直标准则强调投资者和管理层之间的依赖关系。在“严格垂直共同性标准”中，决定共同单位是否存在的关键，取决于投资者是否和发起人（promoter）构成利益共同体。在 1974 年的 SEC v. Glenn W. Turner Enterprises 案件中，第九巡回上诉法院指出：在合格的共同单位中，投资者的出资不一定形成资金池；投资者能否获得利润完全取决于发起人所付出的努力和成效，投

---

〔37〕 See Moneysense, Initial Coin Offerings, Digital Tokens and Virtual Currencies, available at <http://www.moneysense.gov.sg/understanding-financial-products/investments/consumer-alerts/virtual-currencies.aspx>, last visited on Sept. 9, 2018. 当然，对这一问题亦有不同看法，例如圣路易斯联邦储备银行（Federal Reserve Bank of St. Louis）在其研究报告中指出，并非所有支付场景都接受比特币，比特币的价值波动也过于剧烈，这削弱了比特币作为货币一般等价物的潜质。See Scott A. Wolla, Bitcoin: Money or Financial Investment? Federal Reserve Bank of St. Louis publications, 2018.

〔38〕 还有观点认为加密货币与黄金等贵金属类似。无论是从其可以原始取得的角度（区块链意义上的“挖矿”与现实中的开采金矿），还是从使用价值和社会认同角度，二者都有一定的共性。比特币、以太币等加密货币和黄金都是市场认可度较高的、可长期持有的投资，但持有它们的人往往不会直接用加密货币或黄金支付日常购物。See Gold and Bitcoin-similarities, differences and trading, available at <https://homebusinessmag.com/money/how-to-guides-money/bitcoin-vs-gold-differences-similarities-trading-approaches/>, last visited on Sept. 9, 2018.

〔39〕 参见前引〔29〕，Christoph Jentzsch 文。

〔40〕 See Randolph Robinson, The New Digital Wild West: Regulating the Explosion of Initial Coin Offerings, University of Denver Sturm College of Law Legal Research Paper Series, Working Paper No. 18-01.

〔41〕 前引〔30〕，托马斯·李·哈森书，第 25 页。

〔42〕 See Christopher L. Borsani, A “Common” Problem: Examining the Need for Common Ground in the “Common Enterprise” Element of the Howey Test, 10 *Duquesne Business Law Journal*, 1-19 (2008).

〔43〕 参见前引〔42〕，Christopher L. Borsani 文，第 7 页。

资者和发起人之间形成一种垂直关系的利益共同体。<sup>〔44〕</sup>也即，只有当投资者获取的收益完全来自于管理者对资金池的正确运营时，才能满足这一标准。<sup>〔45〕</sup>

而在 The DAO 案中，发起人公司 (Slock. it) 和其他共同发起人承担着类似基金发起人的角色，负责编写白皮书、募集资金、发行代币。但有观点指出，按照白皮书提供的信息，在 The DAO 通过 ICO 募集的资金池成型之后，发起人并不拥有类似基金管理人的对投资项目的独立决定权，这使他们无法实际上转化为标准意义上的基金管理人。<sup>〔46〕</sup>即使考虑到发起人同样持有 DAO 代币，发起人也只是取得了和普通投资者相同的地位。在全体投资者投票决定投资方向的过程中，管理人起不到决定性作用，而只能遵从多数投票的决定。因此，The DAO 所发行的代币，如果按照严格垂直共同标准来解释，也很难构成共同单位。<sup>〔47〕</sup>

最后一种判断共同单位是否存在标准，是所谓的“宽泛垂直共同性标准”，相对来说放宽了投资者和管理层之间的纽带要求。只要投资者作为一个集体、投资收益总体上依赖于管理层的专业管理知识，就足以满足共同单位存在这一要件。<sup>〔48〕</sup>但如前所述，The DAO 区块链的管理人同时也持有代币，这就意味着普通投资者和身为“大股东”的管理人之间形成了一定的水平共同关系：最终，是由全体投资者的理性决策、而非管理层的意志决定投资方向。即使按照宽泛垂直标准，全体投资者（包括持有代币的管理人 Slock. it 公司）都是互相依存的，共享收益、共担风险，这使 The Dao 同样难以完整适用宽泛垂直标准。<sup>〔49〕</sup>

### 3. “利益来自发起人或第三人的努力”标准

豪威测试框架形成后，“利益来自发起人或第三人的努力”在实践中逐渐放宽了要求，从投资利益必须“完全 (solely) 来自他人努力”，放宽到只要“主要或实质上来自他人努力”即可。<sup>〔50〕</sup>SEC 据此认为 DAO 币投资者确属依赖发起人的努力而获得收益。<sup>〔51〕</sup>不过，批评 SEC 此案裁决的观点则认为，DAO 币的智能合约是基于以太坊平台编写的，该智能合约一旦在区块链上开始运行，发起人事实上就不再继续有控制权。Slock. it 只是程序开发者，不能控制整个以太坊区块链。在 The DAO 区块链上，决定投资方向的方式是全体代币持有人投票，则“利益来自他人实质上的努力”要件的可行性也被削弱了。<sup>〔52〕</sup>

### 4. 小结

不过，尽管有着种种批评，SEC 对 DAO 币首次公开发行案件的裁决还是有着举足轻重的意义。它标志着美国对 ICO 领域适用证券法的开端，是采用穿透式监管路径对金融科技实施监管

〔44〕 参见前引〔42〕，Christopher L. Borsani 文，第 8 页。

〔45〕 参见前引〔40〕，Randolph Robinson 文。

〔46〕 参见前引〔40〕，Randolph Robinson 文。

〔47〕 参见前引〔40〕，Randolph Robinson 文。

〔48〕 See Ryan Borneman, Why the Common Enterprise Test Lacks a Common Definition: A Look Into the Supreme Court's Decision of SEC v. Edwards, 16 *UC Davis Business Law Journal*, 2005, available at <https://blj.ucdavis.edu/archives/vol-5-no-2/why-the-common-enterprise-test.html>, last visited on Apr. 18, 2019.

〔49〕 参见前引〔40〕，Randolph Robinson 文。

〔50〕 参见前引〔40〕，Randolph Robinson 文。

〔51〕 参见前引〔34〕。

〔52〕 参见前引〔40〕，Randolph Robinson 文。

的典型案列，对境内乃至世界范围内的 ICO 监管都有着深刻影响。菲律宾证券监管者甚至直接在一起代币发行案件的裁决中引用了豪威测试。<sup>[53]</sup> SEC 对 The DAO 案件的裁决也释放出了明确的监管信号，亦即，无论 ICO 发起人如何掩盖代币的证券本质，都不会影响证券监管的适用。受到该案的影响，许多 ICO 在发起前主动选择了遵守证券发行规则，在创新的同时维护了秩序的稳定和投资者的利益。

例如，在美国 SEC 于 2019 年 2 月公布的一起最新案例中，位于华盛顿特区的科技公司 Gladius Network LLC 主动向 SEC 报告了公司曾于 2017 年擅自发行数字代币的事实。该代币被认定为证券，因此发行人的行为涉嫌违法。SEC 宣布，该公司将采取向投资者退款、补齐公开发行政券的法定手续的措施作为其违法行为的弥补。鉴于发起人采取了积极的补救措施，SEC 未对其处以罚款，并表示“该案例体现了主动（向监管机构）报告未履行注册手续的证券发行行为、采取补救措施的益处”。<sup>[54]</sup>

在另一起案例中，Quadrant Token 的发起人将代币的权益结构设计为与公司股票相同，为了合法地发行本质上是股票的代币，发起人主动选择以私募的方式完成 ICO，以便满足《证券法》上的发行豁免条件。公司表示其代币将只销售给 Regulation D 第 506 (c) 项下的合格美国投资者和 Regulation S（向美国境外投资者发出要约）项下的境外投资者，公司将依法对认购代币的投资者适格性加以审核确认。<sup>[55]</sup>

这两起案例，一个是发起人事后主动补足注册程序，一个是发起人事前主动选择私募，都体现了对 ICO 适用注册制的证券发行监管带来的收效。监管机构在无须额外付出太多监管资源的同时，使发起人主动选择合规，从而实现了保护投资者和鼓励小企业募集资金的平衡。

事实上，为了免于承担向美国境内投资者公开发行政券的法律成本，许多 ICO 项目的发起人会选择主动遵守 Regulation S 的豁免条件，以技术手段屏蔽 IP 地址被识别为美国的投资者，禁止其参加认购。<sup>[56]</sup> 但“魔高一丈”则在于，投资者同样可以用技术手段改变 IP 地址、伪装成境外投资者去购买代币。在这种情况下，发起人仍应尽到甄别责任（例如要求认购人必须提供 IP 所在国的银行账户地址），以便未来受到监管机构质疑时，为自己已尽到责任进行辩护。

#### 四、新加坡、澳大利亚和中国香港地区的 ICO 发行监管

在新加坡、澳大利亚和中国香港地区，首次代币发行同样可能受到证券监管。通过 ICO 发行的代币可能被归类为中国香港《证券及期货条例》下的“证券”、新加坡《证券与期货法》上

---

[53] See Republic of Philippine, Securities and Exchange Commission, CDO Case No. 01-18-046, Jan 26, 2018, available at [http://www.sec.gov.ph/wp-content/uploads/2018/01/2018CDO\\_BlackCellTechnology.pdf](http://www.sec.gov.ph/wp-content/uploads/2018/01/2018CDO_BlackCellTechnology.pdf), last visited on Sept. 9, 2018.

[54] SEC, Company Settles Unregistered ICO Charges After Self-Reporting to SEC, available at <https://www.sec.gov/news/press-release/2019-15>, last visited on Apr. 17, 2019.

[55] See Quadrant Biosciences Token Sale (ICO): Tokenized Equity in an Innovative Biosciences Startup, available at <https://www.smithandcrown.com/sale/quadrant-biosciences/>, last visited on Apr. 18, 2019.

[56] See Why Can't US Citizens Participate in Cryptocurrency ICOs? available at <https://nulltx.com/why-cant-us-citizens-participate-in-cryptocurrency-icos/>, last visited on Sept. 9, 2018.

的“资本市场产品”（capital market products）、澳大利亚《公司法》上的“金融商品”。根据代币的具体权益结构，又可以将它们进一步类型化为股份（share）、集合投资计划份额（interest in a collective investment schemes）或是债券（debenture），以具体适用相应的法律。

截止到目前，我国香港地区、澳大利亚和新加坡都颁布了指导性的文件，用于澄清 ICO 监管的基本框架。<sup>〔57〕</sup> 因此，如果某种代币被识别为这三种证券类型，则发行、交易、推介代币的行为都必须遵守该国（地区）的相关法律规定。

#### （一）股份（Shares）

在普通法系国家的公司法中，“股份”也即“公司股本中的份额”，是持有人（股东）对公司享有的权利的凭证，股东有权对公司重大事宜投票，获得分红，有权自由地转让股份。

新加坡、澳大利亚和中国香港地区的证券监管机构均指出，即使发起人向公众发行的代币没有冠以“股份”之名，但赋予投资者以投票权和分红权等普通股股东拥有的权利，则这种代币在很大程度上可能构成股份。监管机构对此采取实质性判断。这意味着发行代币的 ICO 也有可能构成实质上的“首次公开发行股份”（IPO），发起人必须遵守证券发行的注册程序，定期进行信息披露。除非符合法定豁免资格，公司在公开发行股份前必须发布招股说明书，经历外部审计，完成注册手续，否则将构成严重违法。

不过，从实际的角度来说，IPO 的合规成本对科技初创企业可能偏高。发起首次公开发行股票意味着发起人必须雇佣多种中介机构，向券商、保荐人、律师和会计师支付较高的费用，信息披露的严格要求可能也会超出小企业能承担的审计成本。监管机构对股票类代币的规制，其目的可能并非是为了鼓励企业合规地发行“股份代币”，而是令其知难而退。在实践中，发起人为了避免控股权被 ICO 引入的中小投资者稀释，往往会主动避免将代币设计为股票。<sup>〔58〕</sup> 澳大利亚的监管机构指出，在现实当中，绝大部分 ICO 不会直接赋予投资者股东身份。<sup>〔59〕</sup>

#### （二）集体投资计划的单位份额

在澳大利亚、新加坡和中国香港地区，代币发行也可能构成集体投资计划当中的权益份额（unit）。

集合投资计划是募集多个投资者的资金并投向某些投资组合的一类理财方式，类似于《证券投资基金法》上的“基金”。以我国香港地区为例，集合投资计划的构成要件包括：（1）投资者向项目投资并形成资金池；（2）投资者不对集合财产进行日常管理，但在一定情况下可能拥有投票权；（3）管理人将资金池作为一个整体进行管理；（4）投资者按份额获取收益。新加坡和澳大利亚采取了相似的认定标准。<sup>〔60〕</sup> 因此，如果某一代币的权益内容符合上述要件，则有可能被认

〔57〕 我国香港地区的 ICO 和虚拟资产监管框架参见 SFC, Statement on regulatory framework for virtual asset portfolios managers, fund distributors and trading platform operators, Nov. 1, 2018. 澳大利亚的监管参见 ASIC, Initial coin offerings and crypto-currency, available at <https://asic.gov.au/regulatory-resources/digital-transformation/initial-coin-offerings-and-crypto-currency/>, last visited on Sept. 9, 2018. 新加坡的监管框架参见 Monetary Authority of Singapore, A Guide to Digital Token Offerings.

〔58〕 参见前引〔40〕, Randolph Robinson 文。

〔59〕 See ASIC, Initial coin offerings (ICOs): Investment or scam? available at <https://www.moneysmart.gov.au/investing/investment-warnings/initial-coin-offerings-icos>, last visited on Sept. 9, 2018.

〔60〕 对这类投资产品的法律界定，参见中国香港《证券及期货条例》附表 1，澳大利亚 2001 年《公司法》第 9 部分“释义”以及新加坡《证券与期货法》第 2 条第 1 款。

定为集体投资计划的权益份额，从而属于证券范畴，受到证券监管。

2018年，我国香港地区证券及期货事务监察委员会（SFC）叫停了一次首次代币发行，并依法认定该案中的代币性质属于集体投资计划的份额。在该案中，Black Cell Technology公司面向香港投资者公开发行“Kropcoin”，并宣称募得的以太币将用于构建一个基于以太坊的农产品交易平台（Krops），为农民提供农产品市场需求的相关信息并撮合交易。发起人同时承诺投资者未来可以用代币兑换Black Cell Technology公司的股份，但直到被监管机构叫停前都尚未真正实施这种转化。2018年3月，香港证监会叫停了这一项目，并要求发起人向投资者退还资金。由于香港并未颁布较为详尽的ICO监管指引，这一执法案例较大程度上体现了监管者的意志，有助于理解香港证券监管机构对ICO的态度。

首先，Black Cell的投资者被要求用以太币认购项目代币，尽管以太币不是法币，但仍然属于“向项目投资”。SFC将投资者向发起人支付的以太币归类为《证券及期货条例》中的“财产”（property）范畴，从而认定该代币发行构成了非法发行集合投资计划的违规行为。<sup>[61]</sup>其次，Black Cell的投资者不会参与到资金池的日常管理和运营中，其投资收益依赖于管理人对资金池的管理。第三，通过代币发行所募集到的资金将被整体投资于创建一个区块链平台，投资者的收益也从中产生。这使这种代币足以构成集体投资计划的单位份额，属于证券法监管的领域。尽管发起人在其网站上强调代币的“实用功能”（utility）特征，表示该平台将被用于农产品需求交易，但从本质上来说，Kropcoin代币的持有人并不会真正参与到农产品买卖当中，其需求仅仅是从代币未来的升值中获得回报。因此，这种声明并不会改变其代币的证券本质。

无论是在澳大利亚、新加坡还是中国香港地区，集合投资计划的发起人需要获得批准方可公开募集资金，除非其满足法定豁免条件，否则公开募集基金属于违法。在Black Cell Technology一案中，发起人向香港公众发布了广告和邀请，且没有限定“专业投资者”才能认购其代币，未满足香港地区《证券及期货条例》第103（3）（k）条的豁免条件，因此被香港证监会认为构成了“向香港公众发出邀请”行为而叫停。

### （三）债券

代币可能构成的第三类证券种类是“债券”（debenture），亦即发行人为筹集资金，以信用担保未来还本付息的证券。发行人和投资者之间是债权债务关系。

香港证监会指出，如果发起人发行代币的目的是借款，未来将对代币持有人偿还本金和利息，则可能构成发行债券。<sup>[62]</sup>新加坡金管局则以案例方式阐述了债券类代币的性质：某公司为了构建其区块链项目，希望从投资者处以借款的方式融资，该项目向投资者发行代币作为债权凭证。代币可以流通，持有代币者即享有实体债权人的身份，公司亦会促成代币的二级市场流通交易。<sup>[63]</sup>在这种情形下，发行代币将会被认为构成“公开发行债券”，代币的发行者通过招股说明

[61] See Securities and Futures Commission, SFC's regulatory action halts ICO to Hong Kong public, 19 Mar 2018, available at <https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/news-and-announcements/news/doc?refNo=18PR29>, last visited on Sept. 9, 2018.

[62] 参见前引 [57]，香港证券及期货事务监察委员会声明。

[63] 参见前引 [57]，新加坡金管局指南。

书进行的信息披露必须满足债券发行的相应法律要求。同时，由于该代币属于证券，公司设立平台用于代币流通，构成了从事证券交易所的业务，也同样需要获得执照方可营业。<sup>〔64〕</sup>

## 五、结论与启示

在我国，中小企业融资难、投资者投资渠道狭窄的问题客观存在，资本市场的供需两端都受到种种限制。但我国目前对资本市场的监管态度依然是管制型监管，行政权力对金融领域的技术创新的态度大多是负面的，这在股权众筹和 ICO 先后被叫停上可见端倪。有新闻指出，ICO 被证监会叫停之后，不少 ICO 项目和部分投资资金外流到境外，而这既增加了我国投资者承担的风险，又不能使金融科技“为我所用”，事实上是阻碍了我国抢占金融科技的先发趋势。新技术的发展总会对现有法律带来挑战，立法者和监管者不应当只看到金融科技带来的风险，以管制型监管将之一刀切地一概否决。更好的监管方案可能是全面、深入地认识金融科技的本质，为之创设类似“监管沙盒”的试点区，探索现行法律下如何通过合理化的监管降低 ICO 的市场风险、发挥促进科技型中小企业融资的作用，推动金融科技的发展。

总体来说，美国、澳大利亚、新加坡和中国香港地区等普通法国家和地区在证券监管与金融科技的关系上有一定的共性。以首次代币发行为例，这些境外市场对金融科技采取“允许并监管”的态度。只有被识别为证券类型的代币才会受到严格的证券监管，而只是支付工具的代币则不受此限制。这些境外市场的证券监管建构在发行注册制与法定豁免结合的基础上，也使 ICO 的发起人不必等待监管机构漫长的证券批准发行期限。发起人可以主动选择去完成公开发行的法定要求，也可以主动去满足证券发行的法定豁免条件，例如只向合格投资者、机构投资者、境外投资者等发起募集，或者采取私募发行，从而免于承担公开发行所必须履行的信息披露要求。

这种监管路径，一方面可以将已经构建完备的证券法律体系直接运用于新的金融科技产品，相对节约监管资源，另一方面也能抑制这一市场蕴藏的风险，使不符合合格投资者条件的普通投资者接触到的 ICO 融资已经符合了严格的公开发行条件。同时，允许合法地发行 ICO，也是这些境外市场使金融科技和监管科技结合的有益尝试，是资本市场发展和监管成熟的表现。鉴于金融科技的发展是大势所趋，这些境外市场的监管经验也为我国提供了参考。

当然，参考境外经验并不代表我国要马上放开对股权众筹、ICO 等的禁止。在美国等国家（地区），允许基于互联网公开发行证券的前提，是已经有发展完善的资本市场、成熟的投资者、注册制和法定豁免相结合的发行规则，而我国要达到这一步还需要更多时间。在证券发行核准制下，允许企业通过互联网发行证券无疑并不现实，无论是监管成本还是合规成本都过高，也会导致企业为了通过审核而“借壳”，失去互联网发行的快捷优势。

不过，中国目前的资本市场正在逐步从核准制向注册制转型，“科创板”的注册制试点也体现了监管部门对拓宽科技行业中小企业融资渠道的多方面尝试。2018年11月，习近平主席在首届中国国际进口博览会上发表主旨演讲，指出“将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，

〔64〕 参见前引〔57〕，新加坡金管局指南。

支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度”。2019年1月，上交所制定了科创板股票上市、发行、交易等方面的规则征求意见稿，以图通过允许中小企业在科创板挂牌的方式，完善多层次资本市场体系，提升资本市场服务实体经济的能力。<sup>[65]</sup> 股权众筹、ICO乃至未来可能出现的更新的资本募集方式同样也是资本市场的一部分，是科技企业试图募集资金、扩大经营的契机，未来如果能够以类似于科创板试点注册制的方式，设计一个“数字板”，允许企业在注册制下发行数字资产，为它们制定详细严格的信息披露规则，可能是资本市场金融科技的未来发展方向。

---

**Abstract:** Initial coin offering (ICO) is a way of financial technology innovation in the blockchain area. The mechanism allows enterprises to directly raise funds by sending cryptocurrencies to investors. Depending upon the special legal nature of tokens, ICO investors may enjoy the right to dividends, right to vote and right to buy or sell the tokens on secondary market. Yet the ICO market also contains fraud risks. In the United States, Singapore, Australia and Hong Kong SAR, tokens issuing activities are generally regulated by domestic securities regulating authority under securities law. The key issue is how to decide whether a token can be classified as securities. Applying securities law to ICO is regarded as an efficient way of encouraging FinTech innovation and reducing the threshold of SMEs' fund raising.

**Key Words:** initial coin offering, securities regulation, investor protection, FinTech

---

(责任编辑：周游 赵建蕊)

---

[65] 参见上海证券交易所：《关于在上交所设立科创板并试点注册制相关情况答记者问》，2018年11月5日。