

【名家專欄-范建得】談證券型代幣發行(security token offering, STO)之金融監管規範：兼評金管會 108 年 4 月 12 日之公聽會內容

關鍵字：證券型代幣發行、STO、區塊鏈、代幣發行、Initial Coin Offering、ICO、代幣、Token

日期：2019.4.15



比特幣的價值自 2013 年起一路瘋漲¹，又從 2017 年起，透過區塊鏈技術掀起了另一波初始代幣發行(Initial Coin Offering，簡稱 ICO)的眾籌熱潮，光是 2017 年就至少有 800 個 ICO 專案並募得超過 200 億美元的資金²，許多新創企業利用區塊鏈技術發行自己的代幣(Token，或稱通證)，當時大部分發行代幣的企業是透過募資的白皮書說明企業的募資計畫，主要以尚未開發完成的代幣發行為號召，讓出資的投資者取得對於代幣的未來使用權³。但 ICO 的旋風卻沒有持續太久，依據彭博社 (Bloomberg) 報導⁴，56% 的初始代幣發行在發行後的四個月募資期間內即陣亡，並且開始出現許多關於 ICO 的投機、詐騙、經營不善的新聞⁵；Fortune 也報導，2017 年因為 ICO 失敗虧損的金額高達 2.33 億美元⁶；種種現象引起了各國金融監管單位對於加密貨幣、區塊鏈以

¹ Forbes, 2013: Year Of The Bitcoin, <https://www.forbes.com/sites/kitconews/2013/12/10/2013-year-of-the-bitcoin/#5ad753c5303c>(last visited 2019/04/14)

² Forbes, Where Did The Money Go? Inside the Big Crypto ICOs of 2017, seeing as <https://www.forbes.com/sites/jeffkauflin/2018/10/29/where-did-the-money-go-inside-the-big-crypto-icos-of-2017/#13986d95261b>(last visited 2019/04/14)

³王可言、李漢超、林蔚君，代幣經濟崛起，頁 53，台灣金融科技公司、亞洲大學與金融科技區塊鏈研究中心，聯經出版社，2019 年 2 月初版。

⁴ Bloomberg, Half of ICOs Die Within Four Months After Token Sales Finalized, seeing as <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-07-09/half-of-icos-die-within-four-months-after-token-sales-finalized>(last visited 2019/04/13)

⁵動區 BLOCKTEMPO,【ICO 市況 | 精華報告】研究指出：8 成 ICO 是詐騙、美國監管使 ICO 大量出走...，參考資料：<https://www.blocktempo.com/81-of-icos-are-scams-u-s-losing-token-sale-market-share> (最後造訪日期 2019/04/14)

⁶ FORTUNE, Nearly Half of 2017's Cryptocurrency 'ICO' Projects Have Already Died, seeing as <http://fortune.com/2018/02/25/cryptocurrency-ico-collapse/> (last visited 2019/04/12)

及代幣發行的重視，而欲建立有效且確實的監管環境，則必須對於區塊鏈與代幣的本質及態樣作詳實地探討。

一、區塊鏈技術的簡介與特性

區塊鏈(Blockchain)技術係以密碼學採用分散式共識演算法的基礎，加密交易過程並將交易內容記載於節點上，並透過共識決(Consensus)，讓記載的資料具有難以竄改、去中心化(Decentralized)的特性，並透過持續產生的節點相互扣連、傳遞資料，故亦稱為分散式帳本技術(Distributed ledger Technology, DLT)。

二、區塊鏈代幣的應用與發展

將區塊鏈技術應用於交易上，可讓交易紀錄具備安全與可信賴性，而以該底層技術為基礎而生的虛擬貨幣(virtual currency)，又稱為加密貨幣(cryptocurrency)，最廣為人知的類型就是比特幣(Bitcoin)。在 2010 年 5 月 18 日，出現第一筆用虛擬貨幣以物易物的交易——用 1 萬比特幣換了兩盒披薩(價值 41 美元，相當於台幣 1,230 元)⁷，讓比特幣開始做為兌換實體物品的交易媒介。隨著使用比特幣的實物交易越來越多，人們透過逐漸累積的交易行為，對比特幣產生普遍接受性(General Acceptability)與價值的認定，加上比特幣本身具有易於辨識、品質一致等貨幣(money)的特性，因此，對於像比特幣此類的加密貨幣(Cryptocurrency)在未來若持續普及發展，或許終將有辨明其應屬於貨幣(Money)或無形資產(intangible asset)之探討必要。

三、區塊鏈代幣的分類

依照瑞士金融市場監督管理局 (FINMA) 於 2018 年 2 月所公布的指導方針認為⁸，金融市場的法律監管規範可能無法一體適用所有的代幣發行，應將發行代幣的性質分為支付型代幣(Payment Token)、功能型代幣(Utility Token)以及資產型代幣(Asset Token)，由於不同種類的代幣具有不同的性質可能衍生不同的應用場景，規範也會有所不同。

支付型代幣的 ICO (Payment ICOs)：具有支付功能但尚不被視為證券，必須遵守洗錢防制的相關規範；功能型代幣的 ICO (Utility ICOs)：則應判斷是否已可存取、使用特定的服務或是應用程式，否則仍可能被視為證券；而資產型代幣的 ICO (Asset ICOs)：則被 FINMA 視為證券，認為應該符合證券法規的相關規範。

四、區塊鏈代幣的國際監管規範：以證券型代幣發行(STO)為核心

而國際間在探討發行具備有價證券特性的代幣類型(security token offering, STO)，主要著重是否應由金融監管機構以及證券交易相關法令進行監管。如依照瑞士金融市場監督管理局 (FINMA) 的定義，尚未有特定服務的功能型代幣以及資產型代幣均可能具備有價證券的性質，尤其是資產型代幣表彰區塊鏈以外的實際經濟資產(real economic assets)，並且可包含承諾公司未來的收益或資本份額，依據其經濟功能，具有股票、債券或衍生金融工具等類型，屬於有價證券範疇並受到證券法規的規範與金融監管機構監管。

⁷ BUSINESS INSIDER, May 22 Is Bitcoin Pizza Day Thanks To These Two Pizzas Worth \$5 Million Today, seeing as <https://www.businessinsider.com/may-22-bitcoin-pizza-day-2014-5> (last visited 2019/04/14)

⁸ Finma, FINMA publishes ICO guidelines, seeing as <https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/> (last visited 2019/04/12)

從國際間對於區塊鏈證券型代幣發行的監管規範來看，以美國為例，合規的 STO 發行應通過美國證券交易委員會(SEC)審核與註冊程序、並遵守特定法律的規範可豁免註冊程序⁹，屬於有價證券的豁免證券類型。美國著重面向如下：發行者的發行義務，包含特定財務規範、是否依照監管機管的要求提出投資說明書，而且申請程序的各项文件必須提交外部審計，查核公司實際的狀況，相關資料必須是比 ICO 白皮書更詳細的募資說明書(prospectus)，並且提交有指定格式的季度或年度的財務報告；其次，依照募資金額的額度，對於投資者資格、投資金額、閉鎖期亦有一定的限制；在申請程序期間，亦有相關的輔導機制，包含經紀自營商(Broker_Dealer)協助進行，以及外部專業意見，例如律師、會計師、金融分析師以及 STO 顧問均會參與程序的進行，結合跨領域專家的綜合認定，確保 STO 有比 ICO 更安全、更值得信賴的監管機制¹⁰；在交易市場上，則是在通過美國證券交易委員會註冊與申請程序後，可在監管下認可的另類交易系統(alternative trading system; ATS)¹¹進行交易。也因為美國納管的機制具備主管機關的實質審核機制並符合市場專家的認定，讓投資者權利受到法律的實質保護，亦提供需要增加公司資本的籌資者多一種籌款途徑。

另一方面，依照新加坡數位貨幣的發行指南(A Guide to Digital Token Offerings)與證券及期貨法(Securities and Futures Act ,SFA)的規定¹²，其監管規範有幾項特點，包含認為 STO 發行的數位貨幣可能態樣包含股份、債券、衍生金融商品、集資計畫、信託資產權益等；符合屬於證券期貨法下的證券/資本市場產品，被視為有價證券，需經專家獨立審核(如律師)；符合特定條件下不需提供募股說明書；限定於專業投資者。另外，為了鼓勵金融創新服務，將推出快捷沙盒(Sandbox Express)服務，讓原訂須進入沙盒實驗的企業與產品比原定期程更快進入沙盒(無須通過現有審批流程)而作的設計，用更快的速度引入這些金融創新服務進行市場測試，並提高上市與受到國際青睞的機會。與美國相比，新加坡一樣將 STO 納入證券相關法令，並且借重專家意見審核相關文件，以及具有專業投資者的資格限制，而新加坡比美國更為詳細的部分，則是列舉了 STO 可能的態樣，並且在鼓勵新創事業的發展上，設計更快、更彈性的機制。

五、區塊鏈代幣在台灣監管規範之評析：以證券型代幣發行(STO)為核心

回到台灣，目前金管會亦集中探討證券型代幣發行(Security Token Offerings, STO)的相關監管問題，包含發行的代幣是否具有有價證券的性質、是否應受到我國證券交易法的監管、監管規範又應該如何設計等。依據金管會 108 年 4 月 12 日的公聽會相關報導顯示，主要探討內容如下：

金管會將針對 STO 採分級管理，區分標準則以募資金額新台幣 3000 萬元為分水嶺，大於新台幣 3000 萬元的募資金額必須進入監理沙盒、小於或等於新台幣 3000 萬元的募資金額則豁免向金管會的申報義務；管制標的為證券型代幣，因其性質類似於美國證券交易法所謂之「投資契約」，應核定屬於證券交易法第六條之有價證券類型，但代幣內容限縮於分享發行人或特定專案盈餘(分潤型)或表彰對債務關係享有固定利息之權利(債務型)兩種；而募資對象與限額部分，參考美國與香港規範，限於專業投資人方得投資認購，其募資金額在 3000 萬元(含)以下者，專

⁹ 如反洗錢(AML)以及(KYC)法規、以及 Reg S/CF、Reg D 的 506(c)、Reg A+...等

¹⁰ FinSMES, 5 Processes That Distinguish STO from ICO, seeing as: <http://www.finsmes.com/2018/12/5-processes-that-distinguishes-sto-from-ico.html> (last visited 2019/04/09)

¹¹ 泛指既有交易所以外的各種證券交易平台，須遵守 ATS(Regulation ATS)交易法規

¹² Cnplaw, Security Token Offerings in Singapore, seeing as <https://www.cnplaw.com/security-token-offerings-in-singapore/> (last visited 2019/04/09)

業投資人如為自然人，認購金額不得超過 10 萬元，其餘專業投資人則不限制認購金額、如募資金額為 3000 萬元以上，則視沙盒結果研議；在交易方式上，募資金額在 3000 萬元(含)以下者，由平台業者擔任自營商，依市場狀況報價買賣，採議價方式且有投資人持有餘額與每日交易量限制、募資金額如為 3000 萬元以上則需透過沙盒實驗結果而定；最後在平台業者的資格條件上，如募資金額在 3000 萬元(含)以下者，應取得自營商執照，並且應申請「自營 - 自行買賣證券型代幣」的營業項目，實收資本額為一億元、營業保證金為一千萬元，如僅從事證券型代幣買賣的項目，則排除現行證券商管理就財務、業務及人員管理的部分規定，並授權櫃買中心訂定管理辦法規範、募資金額如為新台幣 3000 萬元以上則需透過沙盒實驗結果再行研議。

從金管會的探討內容來看，監管規範主要以募資金額新台幣 3000 萬為基準，以形式區分為大小金額兩類進行規範管制，由於募資金額為新台幣 3000 萬以上的規範多需經由沙盒測試，因此以下的探討將以募資金額為新台幣 3000 萬以下(含)為主：

- (1) 以募資金額區分是否進入監管沙盒測試：大於 3000 萬元需進入監管沙盒測試，小於或等於 3000 萬元則不須進入沙盒測試。然而，募資金額的形式區分標準是參考股權群募辦法¹³的規定，開放實收資本額在 3000 萬以下的公司可於證券商經營的募資平台辦理股權募資，但這樣的分類方式產生幾個問題：此代幣發行的內容並非辦理「股權」募資。從金管會對於證券型代幣的定義來看，此代幣形式是參與發行人經營利益的分潤型代幣以及分享固定利息的債務型代幣，並無一般股權涉及公司經營治理等相關內容。如此，以金額區分的實益為何？儘管區分實益是希望扶植新創事業發展，但募資的資金規模似乎難以代表事業體的發展規模、經營治理、或是公司體質。
- (2) 發行主體：募資金額新台幣 3000 萬元以上必須是不含上市(櫃)、興櫃的公開發行公司、募資金額新台幣 3000 萬元以下則是非上市(櫃)、興櫃的股份有限公司。也就是說，對於企業能否以證券型代幣募資劃分清楚的界線，如果是已發行上市(櫃)、興櫃的股份有限公司是無法使用此種籌資管道。惟，此類區分方式讓體質良好的公司無法進入市場，而需要扶植的新創事業則因為代幣類型的限制降低誘因，加上募資對象及限額的限制(詳下述)，吸引到的資金有限，可能最後還是必須走向傳統募資，反而是有助於投機者或是傳銷事業的發展(詳下述)。而對於發行主體的限制，也間接限制已上市(櫃)、興櫃的公開發行公司使用此種募資管道，同時，也限制在公開市場發行股票的公司以類似穩定幣的方式發行綁定該公司發行股票價值的代幣作為籌資管道的形式。
- (3) 募資對象及限額的限制：在本規定中，專業投資人如為自然人，認購金額不得超過 10 萬元，其餘專業投資人則不限制認購金額。然而，回歸區塊鏈技術的本質，去中心化的概念，就是希望將權利分散、公平的讓大家都可以接近使用，消弭歧視，這樣的想法與規範的設計似有衝突。即使是現階段參考美國、新加坡、香港等規範，希望類似於私募的方式先讓專業機構投資人參與，但專業投資人如為自然人卻僅能投資 10 萬元，加上無法參與公司治理與經營，投資誘因實在有限，也就更難達到扶植新創的目的。
- (4) 交易方式限於議價方式：因為資訊方式的不透明，避免用市場競價而僅採議價方式，並且限制投資金額，是否就能保障投資人並兼顧新創事業利用 STO 交易功能的目的？這樣的邏

¹³ 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商經營股權性質群眾募資管理辦法第 25 條第 1 項：「公司每一年度透過所有證券商募資平台辦理股權募資金額，合計不得逾新臺幣三千萬元。」

輯似乎有根本上的誤解，首先，保障投資人與否應該建立在投資人所需的資訊提供是否透明、可資信賴，也就是發行人的募資白皮書必須具備的說明項目、以及應課予甚麼機構負擔審核白皮書內容是否真實並決定代幣是否能上架的義務；其次，交易價格以議價方式而非競價方式，交由平台業者依市場狀況自行報價買賣就能保障投資人？本文以為，如果議價方式沒有公平的審核機制而僅有交易金額與交易量限制，似乎對於正確交易秩序的建立亦無助益，其根本的原因應該是探討交易所的規範是否完善、是否能避免炒作與投機行為發生。

綜整以上，金管會的監管規範立意良善，以鼓勵創新金融、扶植新創企業為目的，並提供發行人多元的募資管道與建構健全的交易環境以保障投資人的權益。惟，在監管規範的探討上，首先對募資金額，用新台幣 3000 萬元做為分水嶺，要求募資新台幣 3000 萬元以上必須進入監管沙盒進行試驗，並依照試驗結果訂立相關規範，又在通過沙盒試驗以及沙盒風險評估並無具體標準的情況下，是否有提供未上市(櫃)與興櫃的公開發行公司足夠誘因，促使其提案進入沙盒？加上募資金額並無法判斷企業的良好，從保障消費者的角度似有不足？又，對於募資金額新台幣 3000 萬元以下的非公開發行公司，姑且不論募資金額的規模是否足夠，但針對募資對象、限額與交易量的做僵化的限制，新創事業是否真的能從中獲益，抑或是一場空？最後，對於發行兼具技術、法律、金融領域的證券型代幣，參考國外發行 STO 的經驗，如欲建構良好健全的交易環境，從根本上思考，除了初期限制專業機構投資人的參與外，更重要的應該針對交易環境的所有參與者做整體性的思考，包含企業必須經過專業機構的輔導上架流程、專家的專業意見(包含技術、法律、會計等)、發行人募資計畫白皮書的完整性評估，以及課予發行代幣的交易所負擔審核義務，讓通過審核的企業有更多募資管道，達到扶植新創的意義、讓專家意見能參與跨領域的商業模式並累積交流經驗，達到創造真正兼顧投資人權益的健全環境。

本文作者范建得教授¹、黎昱萱²/1.清華大學科技法律研究所教授；2.博士生

