

## ICO 本质及监管机制变革

杨东\* 黄尹旭\*\*

**摘要:**ICO 本质是一种利用区块链技术的金融创新,是初创金融科技企业融资迫不得已的选择之一。但自我缺陷以及管制型监管的不足诱发了 ICO 的异化,暴露信用风险并滋生了金融犯罪。管制型金融监管既未实现信息对称,也未降低信用风险。应当正视科技初创企业的融资需求,并为之对应开放股权众筹等试点,同时转换监管理念,加强对于金融科技创新的穿透式监管和技术驱动型监管,促进金融科技创新回归本源,服务实体经济。

**关键词:**金融科技风险 技术驱动型监管  
ICO 本质 管制型金融监管

### 一、问题的提出

代币发行融资(initial coin offering 或者 initial

---

\* 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。

crypto - token offering, ICO),<sup>[1]</sup>是指利用区块链(Blockchain)等技术发行、销售代币以筹资(大多数情况为比特币等“虚拟货币”)的行为。<sup>[2]</sup>

ICO在互联网世界中掀起了一波热潮,据统计,全球范围内即将开始、正在融资、近期完成融资的ICO项目超过600个,总共融资额超过20亿美元。<sup>[3]</sup>中国国家互联网金融安全技术专家委员会发布的《2017上半年国内ICO发展情况报告》显示,根据不完全统计,2017上半年,国内已完成65个ICO项目,累计融资规模折合人民币总计26.16亿元,累计参与人次达10.5万。如此巨大的体量,一方面显示ICO市场有极大的泡沫和风险;另一方面显示出ICO业态至少在一定程度上满足了市场的需要。

ICO如此迅猛的发展招致了各国监管机构的关注。2017年9月,中国人民银行联合中央网信办、工业和信息化部、工商总局、银监会、证监会以及保监会发布的《关于防范代币发行融资风险的公告》,明确指出:“代币发行融资是指融资主体通过代币的违规发售、流通,向投资者筹集比特币、以太币等所谓‘虚拟货币’,本质上是一种未经批准非法公开融资的行为,涉嫌非法发售代币票券、非法发行证券以及非法集资、金融诈骗、传销等违法犯罪活动。”据媒体报道,有关部门收到的紧急报告认为90%以上的ICO项目涉嫌非法集资和主观故意欺诈,具有

---

[1] ICO最初是initial coin offering的简称,被译为“初始数字货币发行”。但是关于coin的翻译引起诸多争议,一些学者认为用“crypto - token”来表示加密数字货币更为准确,则ICO又被解读为“initial crypto - token offering”,译作“首次代币发行”,参见杨东:《监管ICO》,载《中国金融》2017年第16期。

[2] 美国证券交易委员会(the U. S. Securities and Exchange Commission, SEC)在一份报告中指出:越来越多的虚拟组织和相关个人正在利用分布式记账技术发行和出售DAO等代币来筹资,这些发行和出售等行为被称为“首次虚拟币(Coin)发行”或“代币(token)销售”。See SEC, Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO (Release No. 81207) (July 25, 2017): “The Commission is aware that virtual organizations and associated individuals and entities increasingly are using distributed ledger technology to offer and sell instruments such as DAO Tokens to raise capital. These offers and sales have been referred to, among other things, as ‘Initial Coin Offerings’ or ‘Token Sales’.”

[3] See the items listed on the “ICO alert”, Retrieved September 20, 2017, from <https://www.icoalert.com>.

巨大风险。<sup>[4]</sup>

在此背景下亟待讨论 ICO 本质属性如何,是否真的涉嫌金融犯罪,其渊源和风险缘起何在,并进一步审视金融科技创新的整体监管环境,确保行业健康稳定发展。

## 二、ICO 溯源及兴起发微

### (一) ICO 的基本模式与兴起沿革

ICO 基于区块链等技术发行数字代币以向大众募集比特币等虚拟货币,可以将其视为区块链的众筹(crowdfunding)应用,只是换了一种方式,以币融资(币)。众筹的通常定义是为数众多的组织或个人单个个体提供较少数量的资金通过互联网汇集满足项目、企业或个人资金需求的活动。<sup>[5]</sup> 如果将互联网进一步具体为区块链,将资金的概念扩大为比特币等虚拟货币时,不难看出 ICO 接近众筹最本质的定义,即通过现代技术实现向大众个体募集较小价值汇集满足某项需求的活动。<sup>[6]</sup> 区块链有利于改善金融交易的记录,并提升金融交易的效率,区块链智能合约的应用也将在一定程度上改变金融的面貌。<sup>[7]</sup> 区块链在金融领域的实践有广阔的前景。

借由众筹的理论范式,可以更好地理解 ICO 的模式,目前其主要的模式有以下三种:

其一,当 ICO 仅仅通过发行代币募集价值作为开源软件开发人的补偿时,此种 ICO 在形式上类似于捐赠众筹。这也是最开始的 ICO 及目前大多数 ICO 一级市场对外宣传的形式,这些 ICO 往往在特定国家

[4] 吴雨俭、张宇哲、吴红毓然:《ICO 造富幻梦将醒》,载《财新周刊》2017 年第 35 期。

[5] 相关定义可以参见国际证监会组织(International Organization of Securities Commissions, IOSCO)的报告, See Eleanor Kirby and Shane Wornor, Crowd - funding: An Infant Industry Growing Fast, Staff Working Paper of the IOSCO Research Department (February 2014)。

[6] 诚然,众筹像是一个孩童的梦想,人人都给自己一元便可致富。而众筹正是借由现代技术降低了向多数人募资的成本,并成功将风险极大分散。

[7] 杨东、潘翌东:《区块链带来金融与法律优化》,载《中国金融》2016 年第 8 期。

按照“捐赠”的名义募集价值,并设立非营利组织管理这些价值。<sup>[8]</sup>

其二,当 ICO 发行人承诺对于代币持有者特定实物回报时,此种 ICO 在形式上类似于实物众筹。<sup>[9]</sup>

其三,当 ICO 发行人承诺代币持有者可以从项目未来发展中获取一定收益或以代币作为权益份额凭证时,这便非常类似于股权众筹(或债权众筹、权益众筹等),此时,代币持有者还往往期待从代币交换的二级市场中获取利益。这种权益回报型的 ICO 典型如 The DAO。The DAO 由 Slock. it 及其联合创始人创建,通过对外销售 DAO 代币而获得资金投入项目,从而实现盈利的目的。作为回报,DAO 代币的持有者可从项目中获得一定收益。另外,DAO 代币的持有者可在二级市场出售 DAO 代币获利。<sup>[10]</sup>

三种模式的 ICO 从历史发展来看,仍然是权益回报型的 ICO<sup>[11]</sup>占主流,其发行的代币在二级交易市场一度几乎都能被炒到很高价位,其风险也相对而言较大,也最有可能被认为是具有相当风险的金融行为,因此下文主要围绕此种 ICO 进行讨论。<sup>[12]</sup>

被广泛认可的最早的 ICO 融资案例,是 2013 年 7 月正式启动的 Mastercoin(目前更名为 Omni)。2012 年 1 月发布的 Mastercoin 协议的第一稿白皮书提出现有的比特币协议可以用作协议层,在不改变基础的情况下可以构建新的货币层次。<sup>[13]</sup> 华尔街日报当时指出,这种筹资方式是通过募集比特币来作为开源软件开发者的补偿。<sup>[14]</sup> 虽然有人

---

[8] Chernova, Yuliya. *New Use for Bitcoin: Compensation for Open - Source Software Development*, The Wall Street Journal (January 22, 2014). Retrieved September 20, 2017, from <http://blogs.wsj.com/venturecapital/2014/01/22/new-use-for-bitcoin-compensation-for-open-source-software-development>.

[9] 这些实物回报可能是软件、游戏甚至是农产品。

[10] 同注[2]。

[11] 权益包括股权、债权、其他非实物或服务的权益。

[12] 为行文简洁,下文如无特殊说明,下文所述“ICO”均指“权益回报型 ICO”。

[13] Buterin, Vitalik, *Mastercoin, A Second - Generation Protocol on the Bitcoin Blockchain*, Bitcoin Magazine (November 4, 2013), September 20, 2017, from <https://bitcoinmagazine.com/articles/mastercoin-a-second-generation-protocol-on-the-bitcoin-blockchain-1383603310/>.

[14] 同注[8]。

警告 Mastercoin 可能是一个骗局,但这个项目还是募集到了约 5000 个比特币,当时价值约 50 万美元。<sup>[15]</sup>

目前最为成功的 ICO 是以太坊(Ethereum)推出的 Ether(又称以太币),是 Vitalik Buterin 提出的“下一代加密货币与去中心化应用平台”,<sup>[16]</sup>在 2014 年通过 ICO 募资得以开发发展。<sup>[17]</sup>截至 2016 年年中,以太币是市值第二高的数字货币,仅次于比特币。<sup>[18]</sup>在此之后,ICO 的市场潜力被极大发掘,在全世界范围内迅猛发展。

## (二) ICO 兴起与本质探究

ICO 一个吸引人之处在于其代币可以作为智能合约运行,保证未来的某一项收益。这为某些暂时无法获取风险投资和进行上市的初创企业提供了一种融资工具,也为期望投资这些企业的投资者提供了一条便捷低成本的投资渠道。根据统计,大多数 ICO 项目大多数都是人工智能、大数据、云计算等前沿科技企业。<sup>[19]</sup>

虽然面临经济的转型升级,但我国经济国情的基本要素仍然是劳动力资源比较丰富、资本相对匮乏,劳动力需求旺盛、资本需求相对较少、同时又具有强大的创新能力的中小企业在较长时间仍会是我国企

---

[15] *China Bans ICOs as Risks Abound*, China Daily (September 4, 2017). Retrieved September 20, 2017, from [http://www.chinadaily.com.cn/business/2017-09/04/content\\_31549077.htm](http://www.chinadaily.com.cn/business/2017-09/04/content_31549077.htm).

[16] Vitalik Buterin, *A Next - Generation Cryptocurrency and Decentralized Application Platform*, Bitcoin Magazine (January 23, 2014), Retrieved September 20, 2017, from <https://bitcoinmagazine.com/articles/ethereum-next-generation-cryptocurrency-decentralized-application-platform-1390528211/>.

[17] Aitken Roger, *Digital Gold "Done Right" With DigixDAO Crypto - Trading On OpenLedger*, Forbes (April 23, 2016), Retrieved September 20, 2017, from <https://bitcoinmagazine.com/articles/ethereum-next-generation-cryptocurrency-decentralized-application-platform-1390528211/>.

[18] Lee Timothy B, *Ethereum, Explained: Why Bitcoin's Stranger Cousin is Now Worth \$1 Billion*, Vox (May 24, 2016). Retrieved September 20, 2017, from <http://www.vox.com/2016/5/24/11718436/ethereum-the-dao-bitcoin>.

[19] *The Items Listed on the "ICO alert"*, Retrieved September 20, 2017, from <https://www.icoalert.com>.

业组织中最有潜质和活跃度的组成部分。<sup>[20]</sup> 长期以来制约中小企业发展的首要问题是融资难。提供金融服务给规模有差别的企业对于不同的金融机构而言,成本和效率存在较大差异。中小企业融资需要中小金融机构和适当的非正规金融,而我国以大型金融机构为主的高度集中的金融体制和金融压抑的管制型监管体制都严重不适合于中小企业的融资。<sup>[21]</sup>

正是在市场出现严重供求不匹配的背景下,股权众筹等金融科技(financial technology, FinTech)<sup>[22]</sup>随着互联网科技的发展应运而生的:传统正规金融机构在供给中小企业融资方面难以低成本有效地解决信息不对称造成的逆向选择难题,<sup>[23]</sup>而金融科技借助信息工具可以有效克服该问题。<sup>[24]</sup>众筹满足了投融资两端的需求,对融资方而言,众筹为中小企业,特别是初创科技企业的资本形成提供了合适且较低成本的路径,<sup>[25]</sup>同时也为普罗大众提供了更多元的投资渠道,众筹通过科技降低了个体的风险绝对值的同时又开放了相对高回报的天使融资市场给普通公众,促进了金融的普惠。<sup>[26]</sup>

我国个人投资者、微型机构缺乏与之风险承受能力相匹配的合适

---

[20] 林毅夫、李永军:《中小金融机构发展与中小企业融资》,载《经济研究》2001年第1期。

[21] 林毅夫、孙希芳:《信息、非正规金融与中小企业融资》,载《经济研究》2005年第7期。

[22] 金融科技是指利用科技手段来实现金融技术解决方案。这一词的起源可追溯到1990年Financial Service Technology Consortium,一个有Citigroup支持的促进金融科技合作的项目。现在,这个词所代表的产业在2014年获得了120亿美元到1970亿美元的投资。See Marc Hochstein, *Fintech (the Word, That Is) Evolves*, *American Banker* (October 5, 2015), Retrieved September 20, 2017, from <http://www.americanbanker.com/bankthink/fintech-the-word-that-is-evolves-1077098-1.html>.

[23] 同注[21]。

[24] 杨东:《互联网金融的法律规制——基于信息工具的视角》,载《中国社会科学》2015年第4期。

[25] 杨东、黄尹旭:《中国式股权众筹发展建议》,载《中国金融》2015年第3期;袁康:《资本形成、投资者保护与股权众筹的制度供给——论我国股权众筹相关制度设计的路径》,载《证券市场导报》2014年第12期。

[26] 杨东、黄尹旭:《合理监管促进中国式股权众筹发展》,载《中国社会科学报》2015年第3期。

的低门槛渠道,导致我国普通公众难以享受到金融投资带来的诸多福利。<sup>[27]</sup> 金融科技广泛吸收社会闲散资本,盘活民间资金存量,提供低门槛的金融服务,具有普惠金融的特点和促进包容性增长的功能。

股权众筹虽有诸多优势,但在我国却正走在曲折发展的路上。我国监管部门曾一度对于股权众筹持相对积极的态度:2014年12月18日,中国证券业协会向社会公布了《私募股权众筹融资管理办法(征求意见稿)》,该征求意见稿将规定了私募形式的股权众筹的定义、行为准则、平台义务、负面清单等,虽然最终因为股权众筹被定义纯粹公募,而导致征求意见稿胎死腹中,但是该征求意见稿也为股权众筹规范发展点燃了希望。2015年3月,国务院办公厅《关于发展众创空间推进大众创新创业的指导意见》出台,其中鼓励股权众筹发展,帮助中小科技型企业创新发展,完善退出和流转机制的构建。特别地,2015年《证券法(修订草案)》第一次审议稿将股权众筹纳入立法,为股权众筹的规范发展预留了制度空间,提供了法律保障。

但随着2015年股市大规模动荡的发生,监管机构对于整个金融市场监管日益趋严,对于股权众筹等金融科技的开放步伐放缓。2015年7月,人民银行等十部委《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》正式明确股权众筹“股权众筹融资主要是指通过互联网形式进行公开小额股权融资的活动”概念,随后证券业协会发布《关于调整场外证券业务备案管理办法》将之前广泛发展的“私募股权众筹”更名为互联网非公开股权融资。2016年公布的《股权众筹风险专项整治工作实施方案》对股权众筹进一步加以整顿。之后,金融创新立法的步伐也逐步缓慢下来,2017年《证券法(修订草案)》第二次审议稿删去了“股权众筹”的相关表述。在此之后,股权众筹(包括互联网非公开股权融资)热度总体趋冷。

正是因为股权众筹试点暂停,股权众筹实质上的缺位,导致人工智能、区块链、云计算、大数据等前沿科技初创企业缺少适合的融资渠道,普通民众也缺乏投资于这些初创企业的路径。与此同时,其他金融业

---

[27] 一个可供参考的计量分析,可参见李锐、朱喜:《农户金融抑制及其福利损失的计量分析》,载《经济研究》2007年第3期。

态也未能发挥相应的递补作用。ICO 成为一些市场主体迫不得已的选择, 替补出现的 ICO 一定程度上占据了股权众筹应有的市场。

综上所述, 不宜认为 ICO 本质上即涉及违法犯罪, 更应将其理解为一种股权众筹等金融创新受到严格管制、试点暂停后利用区块链技术发展起来的金融科技创新业态。其性质上是中立的, 目前暴露出的问题更多是种种原因导致的异变。

### 三、管制型金融监管下 ICO 的畸变

#### (一) ICO 的风险

ICO 风险集中体现为初创企业投资固有风险、信息不对称和消费者保护不足导致的信用风险、监管政策不明确带来的不确定性, 以及新技术运用导致的技术风险。

固有金融风险体现为权益回报型 ICO 的金融本质。权益回报型 ICO 虽然一般募集的是比特币等虚拟货币, 但总体上目的上仍是借助这些虚拟货币作为中介, 最终兑换为法币投入项目之中, 仍然涉及资本运作。因此权益回报型 ICO 具有金融的固有风险, 尤其是其标的项目大多是初期型科技企业, 其风险更为突出。目前, 大多数权益回报型 ICO 对其金融固有风险的揭示都相当不足, 也缺乏相应的消费者保护措施, 这导致大多数投资者都非理性地低估了 ICO 的风险,<sup>[28]</sup> 同时也没有措施保护自身合法权益, 缺乏解决可能发生争端的路径。

信息不对称和消费者保护不足导致的信用风险表现在以下方面: 大部分项目透明度不高。大多数 ICO 项目仅有白皮书。白皮书对于项目情况介绍也不尽完善, 且在项目实施中的资金运用情况也鲜有充分披露。币值估值困难。ICO 项目持续经营不能确定, 收益难以预测, 且回报并非法币, 传统估值模型难以适用。代码漏洞导致内部人容易

---

[28] Percy Venegas, *Initial Coin Offering (ICO) Risk, Value and Cost in Blockchain Trustless Crypto Markets* (August 1, 2017), Retrieved September 21, 2017, from <https://ssrn.com/abstract=3012238>.



操纵市场。编写代码中可以在代码故意留下漏洞,提前获取交易关键信息或者最初就制作有利于自己的规则。不熟悉代码的金融消费者极易受到损害。

法律政策不确定集中体现为流动性不稳定等。代币的交易场所(平台)是否存在,所在国法律是否允许代币交易,代币币值公允程度等等往往都频繁影响代币的流动性。

新技术的运营也出现了本身技术缺陷的风险,如安全技术不足导致币的保管易受攻击。典型如 The DAO 事件,The DAO 的代币已经发行,资金尚未投资到项目时即遭攻击,攻击者利用 The DAO 的网络漏洞窃走了其资产的约 1/3。<sup>[29]</sup>

以上因素的集合也导致币值的波动极大。ICO 发行和流动的代币的数量难以控制,代币流动性不稳定,法律风险较高,市场易受操纵等都导致 ICO 发行代币波动极大。即使比特币本身也类似上述因素影响而导致币值波动极大,一日涨跌幅度超过 40% 的情况屡有出现。<sup>[30]</sup>

同时,对于 ICO 的监管存在缺失与不足,引起了上述风险的扩大,并进一步导致了金融犯罪的泛滥。

## (二) 管制型金融监管不足与 ICO 异化

我国现行管制型金融监管为金融科技信用风险防范提供的法律框架在债券和证券发行领域可以概括为:非法集资司法解释、公司法和证券法等立法,试图以擅自公开发行证券罪,剔除证券发行主体与投资者之间由于信息不对称而出现的信用风险。现行立法为了剔除涉众型融资产生的信用风险,更倾向于认定交易的非法性。监管主体不置可否的态度,不但给市场主体以监管套利空间,而且将信息不对称问题暂时留给了市场。立法对欺诈性融资不作为、对复杂型融资监管缺位,纵容了融资者和中介机构利用非对称性信息将信用风险转嫁给投资者。这导致的后果是:一方面将金融科技交易主体挤压在非常狭小的生存空间内;另一方面在这些交易主体的监管套利中趋于无效,且纵容了融资

---

[29] 同注[2]。

[30] 贾丽平:《比特币的理论、实践与影响》,载《国际金融研究》2013年第12期。

者和平台利用信息优势欺诈投资者,并威胁金融安全和投资者利益。<sup>[31]</sup>

同时,管制型金融监管下,对于某金融行为合法与否的判断需要与既有非法金融行为的认定标准一一核对,无疑将导致监管延后,对于复杂型、融合型的金融科技活动更是如此,这便产生了一定的监管空窗期,导致期间内监管的缺失。即便是合法合理的金融科技创新行为,在监管空窗期内,仍可能因为道德风险而滋生披着金融科技创新行为外衣的违法犯罪行为,有损金融科技的健康有序发展,损害市场和金融消费者信息,危害国家金融稳定。

ICO 币值波动巨大,“炒币行为”也十分泛滥,一个 ICO 项目发行之后投资者将所获的数字代币直接变现抛售,其价值通常都能上涨至少涨 3~5 倍,如果在交易平台进行交易,价值翻至 20~30 倍的情况也屡有出现。在暴利的趋势下,部分投资者不再关注项目本身的盈利能力、社会价值,而将关注点更多地集中在所持有的项目代币是否能在短期内实现快速增值。怀有强烈投机目的的投资者倾向于选择在代币价值最高点将其抛售,从而牟取利润,而非关注企业的长效健康发展,通过企业良好经营提升投资的经济效益。<sup>[32]</sup>

同时,因为空窗期缺乏有效监管,ICO 产品道德风险极大,ICO 的金融消费者极易受到不道德的做法或非法计划的伤害,且也易对一国金融秩序产生危害。ICO 本身又利用具有匿名性等特征的区块链技术也导致了监管的困难,传统监管手段难以甚至无法有效获取监管数据以达到监管目的,政策制定者和监管者在数据、信息不足以及对情景的评估不足的前提下,仍要求他们做出影响深远的决策是十分困难的。<sup>[33]</sup> 在监管数据难以触达的情况下,ICO 背后的项目交易不知道是否真实,是否存在洗钱、传销可能;数据也无法掌握,既有监管措施无法有效搜集参与人员情况、交易金额、资金流向等数据。这使 ICO 风险扩大,也成为金融犯罪的温床。洗钱、传销、非法集资、集资诈骗等金融

---

[31] 同注[24]。

[32] 同注[1]。

[33] Antulio N. Bomfim, *Understanding Credit Derivatives And Related Instruments*, Elsevier Academic Press, 2005, pp. 29 - 40.

犯罪行为不断出现在所谓“ICO”产品上。

典型的“ICO”传销犯罪手段为：底层传销参与者逐级将购买“虚拟代币”的资金汇集到省级代理商账户，省级代理商将收集资金转账到由传销组织提供的私人账户里，传销组织安排人员核实后将30%的返利和同等价值的“虚拟代币”分别转入省级代理商账户，再由省级代理商根据传销参与者购买情况逐级下拨，传销参与者可通过取得返利资金和“虚拟代币”解冻后卖出获利。<sup>[34]</sup>

必须指出，传统金融监管理念对于新兴金融科技监管不足的问题是全局性的，在全世界范围内，ICO呈现出了不同程度的异化。2017年9月29日SEC指控一名商人和两家公司以投资房地产和钻石为依托的所谓“ICO”欺诈投资者，涉嫌销售未注册的证券，且所宣称的项目也并没有实际运营。其中一家公司宣称该公司有一个“律师，专业人员，经纪人和会计师团队”，将ICO收益投资到房地产，但实际上没有一个被提及的专业人士被雇用或甚至被咨询；另外一家公司宣称将向投资者出售有折扣的钻石，但实际上该公司并没有购入任何钻石，或者为此开展相应业务。SEC以违反了联邦证券法的反欺诈和注册规定在纽约州布鲁克林联邦地区法院提起诉讼，并获得了一项紧急法庭命令，冻结了相关主体的资产。<sup>[35]</sup>

### （三）风险暴露后的监管

权益回报型ICO在发行渠道上借助区块链技术，在融资标的上借助比特币等虚拟货币作为融集法币的中介，与法律明文规定的金融行为有一定差别，为监管认定制造了一些阻碍。因此，权益回报型ICO在一定的监管空窗期内迅猛发展，但也因此酝酿了极大的风险。

创新的事物在初期都可能是“违法”的，尤其是金融创新身处的严格管制的环境之中。金融活动是高风险活动，在全世界范围内受到严格规制，公开面向不特定多数人的股权融资活动在大多数国家都需要

[34] 邢东伟、翟小功：《海口破获〈亚欧币〉特大网络传销案》，载《法制日报》2017年7月8日版。

[35] SEC, *SEC Exposes Two Initial Coin Offerings Purportedly Backed by Real Estate and Diamonds* (2017-185), Retrieved September 30, 2017, from <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-185-0>.

在特定机构注册,并在特定场所交易。<sup>[36]</sup>即使符合股权众筹的定义,如果当事国未在法律上特别规定针对股权众筹的小额豁免或股权众筹活动未达到该国豁免条件时,该特定众筹融资活动仍然可能属于不合规的金融活动。<sup>[37]</sup>

一旦监管部门穿透 ICO,就可以触摸到其金融活动的本质。一些国家的监管部门已经意识到了 ICO 缺少监管后导致的风险扩大,明确表示了根据既有法律实施监管,并警示了 ICO 风险。金融监管部门查处 ICO 的法律逻辑大多是认定符合特定条件的 ICO 属于金融活动,应受到本国(地区)金融法规监管,未按照法规开展的 ICO 活动将受到查处。

2017年7月25日,美国证券交易委员会就 ICO 项目 The DAO 发表的报告和投资者提示中明确指出根据美国证券法相关规定,符合一定条件的 ICO 代币可能被视为证券,因此属于 SEC 的监管范围,并提醒投资者谨慎投资。<sup>[38]</sup>同年8月1日,新加坡金融管理局(Monetary Authority of Singapore, MAS)澄清,如果虚拟代币构成“证券及期货条例”规定的金融产品,则新加坡的虚拟代币的发行或销售将由 MAS 监管。随后的8月24日,加拿大证券管理局(Canadian Securities Administrators, CSA)发布了46-307号关于 ICO 代币发行的通知,参照加拿大证券法规监管 ICO。<sup>[39]</sup>之后的9月5日,香港证监会发出声明,提示 ICO 有可能触及证券条例,所发售或销售的数码代币可能属

---

[36] 我国的监管实例可以参见国务院《关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》(国发[2011]38号)和国务院办公厅《关于清理整顿各类交易场所的实施意见》(国办发[2012]37号),其中明确指出:“证券和期货交易更是具有特殊的金融属性和风险属性,直接关系到经济金融安全和社会稳定,必须在经批准的特定交易场所,遵循严格的管理制度规范进行。”

[37] 中国打击非法股权众筹的措施可参见《股权众筹风险专项整治工作实施方案》(证监发[2016]29号)。

[38] SEC, *Investor Bulletin: Initial Coin Offerings* (July 25, 2017), Retrieved September 21, 2017, from [https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib\\_coinofferings](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_coinofferings).

[39] CSA Staff Notice 46-307 Cryptocurrency Offerings.

于《证券及期货条例》所界定的“证券”，并受到香港证券法例的规管。<sup>[40]</sup> 英国金融行为监管局(Financial Conduct Authority, FCA)在9月12日也对金融消费者进行了警告,并明确指出:“对 ICO 项目本身的质量(如业务计划、技术、相关人员)有信心的有经验的投资者才能投资 ICO 项目,并且应随时准备承担失去全部股权的风险。”<sup>[41]</sup>

其中,我国金融监管部门采取的措施最为严厉,2017年9月4日,央行等七部委联合发布《关于防范代币发行融资风险的公告》全面叫停 ICO,要求各类活动应立即停止,已完成发行应组织清退。这与我国 ICO 风险暴露较为严重,异化程度较高有重要关系。

大量“ICO”项目具有欺诈与犯罪的嫌疑,<sup>[42]</sup>在此背景下,叫停止 ICO 发行有充分的必要性与紧迫性,也属于监管上的进步。但也必须看到,仅仅禁止非法的金融行为而不设法满足背后融资难的本质需求,仍将导致非正规金融乱象反复。<sup>[43]</sup> 不满足初创企业正当的融资需求,其仍会探索其他正规金融渠道之外的方式融资,甚至不排除寻求借助技术跨越国界前往海外继续进行 ICO 的可能,此时本国的监管将更加无力。同时也必须以 ICO 泛滥为戒,改善监管手段,防止劣币驱逐良币的异化。

## 四、金融科技创新需求疏导与监管理念转变

### (一) 开放股权众筹试点满足市场需求

应当正视初创科技型中小企业资本形成和普罗大众对普惠金融需求的正当性,及时开放股权众筹试点,弥补空位。

[40] 香港证监会:《有关首次代币发行的声明》,2017年9月5日,载香港证监会网站 <http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=17PR117>,2017年9月21日访问。

[41] FCA, *Consumer Warning about the Risks of Initial Coin Offerings (“ICOs”)* (September 12, 2017), Retrieved September 21, 2017, from <https://www.fca.org.uk/news/statements/initial-coin-offerings>.

[42] 同注[4]。

[43] 冯果:《金融法的“三足定理”及中国金融法制的变革》,载《法学》2011年第9期。

开放股权众筹试点具有正当性与必要性。股权众筹对于中小企业,尤其是金融科技的初创企业的投融资两端都极有价值,实现这种价值亦是证监会等国家机关应有的责任。促进中小企业,尤其是初创科技企业之资本形成亦有宪法上的正当性。我国《宪法》虽然没有直接明文规定对私营经济与创新产业的保护,但《宪法》第11条(……国家保护个体经济、私营经济等非公有制经济的合法的权利和利益。国家鼓励、支持和引导非公有制经济的发展,并对非公有制经济依法实行监督和管理)和第14条(国家通过提高劳动者的积极性和技术水平,推广先进的科学技术,完善经济管理体制和企业经营管理制度……)仍然蕴含一般宪法所具有的国家保护中小企业经济、促进创新型产业发展之旨趣。

现代社会,人们在追求幸福的过程中获取更多的物质生产资料和生活资料,不断积累财富以提高自己的生活水平,在很大程度上需要金融服务的支撑,金融需求已不仅仅涉及公民个人资产的损益,更是关系到公民基本权利的实现和发展。<sup>[44]</sup>

借助小额豁免制度的立法可以实现股权众筹的合规,初创企业融资较高的金融风险亦可以借助股权众筹的理论逻辑达到分散。<sup>[45]</sup> 开放股权众筹试点后可以积极引入“监管沙箱”制度进一步加以引导、规制。英国金融行为监管局(Financial Conduct Authority, FCA)率先提出“监管沙箱”(regulatory sandbox),拟在限定的范围内简化市场准入标准和流程,在确保金融消费者合法权益的前提下允许金融科技创新企业快速落地运营,并根据其在“监管沙箱”内的测试情况准予推广。<sup>[46]</sup>

## (二) 加强穿透式监管和技术驱动型监管

所有金融活动都应当受到监管,并应当采取各种措施促进其服务实体经济。应当及时加强对于包括 ICO 在内所有金融科技的穿透式

---

[44] 杨东、文诚公:《论互联网金融背景下金融权的生成》,载《中国人民大学学报》2015年第4期。

[45] 杨东、刘磊:《论我国股权众筹监管的困局与出路——以〈证券法〉修改为背景》,载《中国政法大学学报》2015年第3期。

[46] FCA, *Regulatory Sandbox* (November 9, 2016), Retrieved September 21, 2017, from <http://www.fca.org.uk/news/regulatory-sandbox>.

监管和技术驱动型监管,实现监管的全覆盖,防止监管空窗期导致恶性金融犯罪趁虚而入,进而异化金融科技。

其一,应该加强穿透式监管,加强对于金融科技业态的本质认识。穿透式监管是指在监管的过程中打破“身份”的标签,从业务的本质入手,将资金来源、中间环节和资金最终流向穿透联结起来,按照“实质重于形式”的原则辨别业务本质,根据业务功能和法律属性明确监管规则。使金融监管和风险排查跟上金融创新的步伐,同时避免因监管规则的不统一导致监管套利。<sup>[47]</sup> 对于 ICO 而言,定性最核心的难点是其募集的是非法币的“虚拟货币”,而我国将吸收法币之外的其他财产利益的行为认定为集资的例子几乎没有。但从域外借鉴而言,美国衡量是否为证券的(securities)最主要的方法是“howey test”,其重视证券的实质而限于其形式。虽然“howey test”中要求的一条指标是“这是一笔金钱(money)的投资”,使用了“money”一词,但后来的案例已经扩大到包括金钱以外的资产投资。<sup>[48]</sup>

其实,货币学权威米尔顿·弗里德曼(Milton Friedman)已经指出,金钱(money)这个术语在流行话语中有两个截然不同的含义:当我们说“赚钱”(making money)时是指获得收入,而非“造币”;某人有钱(having money)中的“money”指的财富(wealth)或资产(asset)。简而言之,前者的使用是指损益表上的一个项目,后者的使用是资产负债表上的一个项目。<sup>[49]</sup> 对于“货币”“金钱”等词的理解应该更加灵活,而不过分拘泥于概念形式。<sup>[50]</sup>

穿透式监管可以提高监管的时效性,及时规制、引导金融业态,防止出现劣币驱逐良币的异化,也可以加强监管的主动性和针对性,揭开各种金融犯罪的伪装,及时保护金融消费者的合法利益。

[47] 杨东:《防范金融科技带来的金融风险》,载《红旗文稿》2017年第16期。

[48] Kyle M. Gieberman, *The Elusive and Changing Definition of a Security: One Test Fits All*, Florida Law Review, April, 1999.

[49] Milton Friedman, *Money Mischief: Episodes in Monetary History*, Mariner Books, 1994, p. 8.

[50] SEC在对The Dao事件进行调查时即指出,术语、技术的使用不会影响交易的经济本质属性,同注[2]。

其二,应该加强技术驱动型监管(regulation technology,简称RegTech,又译“监管科技”),挤压监管空窗期,完善动态监管。

理想情况下的金融科技市场,可通过大数据信息系统、人工智能、区块链和云计算等信息技术,实现信息对称、金融脱媒及降低信用风险的目标。然而,金融市场在我国管制型立法格局下,体现为市场主体对原有法律解决信息不对称和信用风险问题的思路的规避。在我国现实金融环境中,金融科技仅践行着金融脱媒;在以管制型立法为特征的法律体系中,既未实现信息对称,也未降低信用风险。<sup>[51]</sup>

金融风险规制之解决信息不对称问题及实现投资者风险吸收能力与金融资产风险相匹配的逻辑,在我国金融法的涉众型融资监管范式及投资者适当性原则中,亦被僵化折射为压抑金融科技创新及扭曲金融市场的资金融通和价格发现功能的风险管制逻辑。<sup>[52]</sup>在大数据、人工智能、云计算、区块链、生物识别等前沿金融科技的引领下,金融呈现新的趋势:科技创新引发金融革命,其本身带有浓重的“技术驱动”色彩,金融业态呈现出多元化、混业化、场景化、生态化的趋势,金融科技的发展也模糊了传统金融下直接金融和间接金融的区分。

基于分业监管格局下的“准入监管”的传统金融监管思路,已不能完全适应新技术驱动下金融的监管需要。因此,革新金融监管理念,以技术驱动型监管代替传统金融监管思路。监管机构不仅应关注金融机构的技术基础设施,设立相应的技术指标对企业进行指引;同时在进行行为监管时,也应及时采纳行业内最先进的技术进行监管,以此降低监管成本,提高监管效率。<sup>[53]</sup>

技术驱动型监管的核心是利用技术实现对于监管数据的触达、辨别和获取。技术驱动型监管意味着更高的效率。<sup>[54]</sup>信息技术降低了信息供给的成本,以提高金融科技的透明度,降低信息不对称带来的风险。大数据和征信体系是信息工具应用的基础,也凸显了互联网的信

[51] 同注[24]。

[52] 杨东:《互联网金融风险规制路径》,载《中国法学》2015年第3期。

[53] 杨东:《互联网金融治理新思维》,载《中国金融》2016年第23期。

[54] Larsen, Kari, Gilani, et al. *RegTech is the New Black - The Growth of RegTech Demand and Investment*, Journal of Financial Transformation, 2017.



息优势,实现从信用风险到公共信息工具的转变。在金融消费者保护层面上,也可以借由信息技术促进金融科技融资中的低成本的充分信息披露与合理的风险揭示,同时通过行为数据准确画出金融消费者的风险画像,掌握其行为规律与准确的风险承担能力,提供给她更为合适的产品。人工智能技术的进一步发展,也将很大程度上提高金融消费者的金融能力。<sup>[55]</sup> 技术驱动型监管也意味着可以进行之前人力所不能的对整体市场的监管,防止市场被操控,稳定金融商品价格。对于技术风险的规制,技术驱动型监管提供了一条天然更好的路径,如对于智能合约的监管而言,形式化验证技术的运用就具有极大必要。<sup>[56]</sup> 同时,技术驱动型监管实现的监管广覆盖也意味着监管政策对于具体金融科技的明确,可以避免监管不确定性对金融科技企业发展带来的影响。在后续对于 ICO 平台和项目的甄别以及代币清退上,仍可以借助技术驱动型监管。

## 五、结语

技术创新与制度创新的交织共同推动着人类社会的进步。技术创新带来的生产力发展引发制度创新,而制度创新又进一步释放了技术创新的潜力,可以说,产业变革与人类社会的进步始于技术创新,而成于制度创新。金融的未来发展趋势毫无疑问应当是革命性的,不断革新的技术也将不断冲击旧的金融业态,监管政策也将随之发生改变。<sup>[57]</sup>

ICO 本身其实是一种工具,是中性的。区块链是信息传递到价值

---

[55] Lopez J C, Babic S, De La Ossa A, *Advice Goes Virtual: How New Digital Investment Services are Changing the Wealth Management Landscape*, Journal of Financial Perspectives, Winter, 2015.

[56] 胡凯、白晓敏、高灵超、董爱强:《智能合约的形式化验证方法》,载《信息安全研究》2016年第12期。

[57] 杨东:《论金融领域的颠覆创新与监管重构》,载《人民论坛·学术前沿》2016年第11期。

传递,是人与人之间创造信任的渠道,是形成信息共享与互联的工具。区块链技术是构建信用体系的绝佳进路。同时,ICO 所代表的金融科技风险突出表现为行为合规不足(不符合金融法规或者处于模糊地带),场景不可知(交易不知道是否真实,是否存在洗钱、传销可能),数据不可控(既有监管措施无法有效搜集参与人员数据、交易数据、资金流向等数据)。

对区块链以及 ICO 监管,既要防范风险,也要立足于如何能更好地促进竞争。鼓励金融科技创新发展,必须以维持效率和安全衡平为基准,在维护金融稳定,保护金融消费者权益的前提下,规制金融科技发展,充分释放其潜能。

在新信息技术的冲击下,金融市场旧的平衡逐渐被打破,需要及时转换理念,引入新的措施,促成安全与效率、稳定与发展、创新与消费者保护之间新的平衡。应当精准、及时、全面洞悉创新金融业态之本质,加强穿透式监管。同时,在大数据、区块链、云计算等科技发展的基础上,应当建立金融合规、场景依托和技术驱动三位一体的金融风险防范体系,突出技术驱动型监管在金融监管中的重要作用,从而加强对所有金融科技的监管,引导金融科技服务于实体经济。