

首次代幣發行(ICO)監理趨勢初探

鍾欣宜*

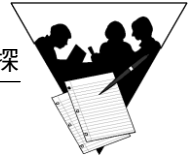
- | | |
|--------------|--------------|
| 壹、前言 | 肆、ICO 國內監理挑戰 |
| 貳、ICO 發展情形 | 伍、結論與建議 |
| 參、ICO 國際監理趨勢 | |

摘要

首次代幣發行(Initial Coin Offering, 以下簡稱 ICO)係以區塊鏈技術為基礎發展而來的募資行為, 近年來發展快速, 雖有助各國新創產業發展, 但卻也衍生出不少詐騙、違法吸金等問題, 為強化保護投資人, 各國政府陸續加強監管, 我國政府單位應加強思考其相關後續發展, 引導業者遵循, 提升消費者或投資者的權益保障, 本文謹就 ICO 發展情形、國外監理趨勢、國內監理挑戰進行探討, 並提出以下具體建議:

- 一、採差異化監管模式, 分級管理 ICO
- 二、建立明確行政指引, 協助業者依循
- 三、加強資訊公開揭露, 落實投資人保護
- 四、強化民間業者自律, 公私協力合作
- 五、授予自律規範法源依據, 健全產業發展
- 六、主管機關科技賦能, 提升監管效率

* 作者為經濟發展處專員。本文係筆者個人觀點, 不代表國發會意見, 若有疏漏之處當屬筆者之責。



Analysis of the Supervision Trend of Initial Coin Offering

Hsin-Yi Chung

Specialist

Economic Development Department, NDC

Abstract

Initial coin offering (ICO) is a fundraising activity based on block-chain technology. ICO has developed rapidly in recent years. Although ICO is helpful for innovation and new businesses, it also causes some problems such as fraud and money laundry. In order to protect investors, governments have strengthened supervision in many countries. The government in Taiwan should set up regulations to protect consumers and investors. This article is about the development of ICO, foreign supervision trends, and domestic supervision challenges. The main suggestions are as follows:

1. Supervise and manage by ICO types
2. Issue a new ICO guideline
3. Information disclosure to protect investor
4. Strengthen ICO industry self-discipline
5. Grant the ICO industry self-discipline regulation law basis
6. Give to the government technology capability to improve the efficiency of supervision

壹、前言

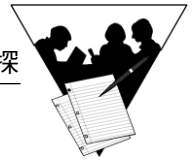
首次代幣發行(Initial Coin Offering, 以下簡稱 ICO)係以區塊鏈技術為基礎發展而來的募資行為,近年來發展快速,雖有助各國新創產業發展,但卻也衍生出不少詐騙、違法吸金等問題,為強化保護投資人,各國政府陸續加強監管,我國政府單位應加強思考其相關後續發展,引導業者遵循,提升消費者或投資者的權益保障,本文謹就 ICO 發展情形、國外監理趨勢、對國內監理之挑戰,以及後續建議做初步探討。

貳、ICO 發展情形

ICO 是指企業透過發行「以區塊鏈技術為基礎」之專屬虛擬代幣(Token),來向特定或不特定的公眾募集法定貨幣或是虛擬貨幣之募資行為,概念上類似於證券市場的首次公開發行股票(Initial Public Offerings, IPO),只是發行標的由股票等有價證券轉換為代幣,而投資人取得的是使用權而非股權,隨著區塊鏈技術發展,ICO 已成為新創業者重要募資管道之一。

依瑞士金融市場監督管理局(FINMA)發布之 ICO 規範指引,ICO 代幣可分支付型、效用型及資產型 3 種型態。其中,支付型代幣(payment tokens)可作為支付工具,其對發行者無請求權;功能型代幣(utility tokens)持有人可將代幣使用在發行者提供之應用與服務;資產型代幣(asset tokens)持有人對 ICO 發行者之資產有請求權(如股權或債權)。¹

¹ 中央銀行(2018),「虛擬通貨與首次代幣發行(ICO)之發展近況、風險及監管重點」,6月21日。



近期 ICO 快速發展，依據 CoinSchedule 網站統計，ICO 全球募資金額由 2016 年僅約 1 億美元，跳升至 2017 年 62 億美元，2018 年前 9 個月更已大幅超越 2017 年全年水準，達 200 億美元。ICO 近年快速崛起，主要原因說明如次：

一、區塊鏈技術發展，開發成本降低

2016 年之前發起的 ICO 專案寥寥無幾，近兩年 ICO 專案如雨後春筍般出現，主因是以往代幣發行需要開發者自行開發專屬的區塊鏈(如比特幣即是擁有自己專屬的區塊鏈)，進入門檻過高；然而隨著 2015 年以太坊 (Ethereum) 的出現，使得代幣發行不需要自行開發專屬的區塊鏈，可透過既有架構撰寫智能合約²並部署在他人的區塊鏈上，大幅降低開發成本。

二、籌資快速且法遵成本低廉

相對於傳統募資方式，由於 ICO 缺乏明文的監管法規，因此，不須準備公司發行有價證券所需編制的公開說明書，不須揭露如營運概況、發行計畫及執行情形、財務狀況等應記載事項資訊，亦不須聘請會計師、律師等專家審查，法遵成本相對低廉。此外，ICO 可略過許多嚴謹的審核流程，反而提高募資的效率。

三、具投資話題性，易吸引投資人目光

ICO 運用區塊鏈技術具有去中心化、不可竄改、可追蹤以及加密安全等特性，為具高報酬的投資議題，易吸引投資人目光，加上透過網路平台辦理，投資人遍及全世界，沒有地域性的限制，流通性高，有助於新創公司快速募資，此外，透過 ICO 融

² 一種可自動執行合約，不需要第三方介入，通常是透過程式自動執行，當某一方觸發合約上載明的條件，程式便會自動執行合約上的條款。

資，創辦人股權不會被稀釋。對新創業者而言，ICO 已成為透過傳統創業投資(Venture Capital)方式外之募資選項。

參、國際 ICO 監理趨勢

ICO 市場成長快速，雖有助於新創募資，但由於目前缺乏明文的監管法規，處於法律灰色地帶，仍潛藏許多風險，如 ICO 項目常以新興科技及高報酬為包裝，哄抬價格，投機炒作；ICO 專案品質良莠不齊，專案白皮書之資訊揭露沒有統一標準，致投資人無法核實檢視白皮書內容；不法人士則利用 ICO，將傳統違法吸金的犯罪手法重新包裝，欺騙投資人；此外，ICO 匿名性以及快速籌資的能力，亦可能招致恐怖份子違法集資及從事洗錢交易等，使得各地監管機關紛紛提出警告。

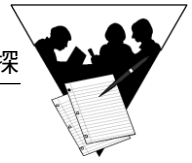
根據 Satis Group 報告指出，ICO 專案有高達 81% 被證明是騙局，僅 8% 成功上市交易³。隨著與 ICO 有關的詐欺事件不斷發生，各國政府開始紛紛加強對 ICO 的監管，其中，除中國大陸與韓國已明確禁止 ICO 外；瑞士、新加坡則是建立行政指引，給予指導原則；美國則是將 ICO 納入證券法規管轄，分別說明如下：

一、嚴格禁止

(一) 中國大陸：ICO 是非法的公開融資，嚴格禁止 ICO

2017 年 9 月中國人民銀行等共同發布「關於防範代幣發行融資風險的公告」，指出代幣發行融資(ICO)代幣的違規發售、流通，向投資者籌集比特幣、以太幣等所謂「虛擬貨幣」，本質上是一種未經批准非法公開融資的行為，涉嫌非法發售代幣票券、非法發行證券以及非法集資、金融詐騙、傳銷等違法犯罪活動。

³ <https://medium.com/satis-group/ico-quality-development-trading-e4fef28df04f>



(二) 南韓：全面禁止 ICO，惟可能重新放寬

2017 年 9 月南韓金融服務委員會 (FSC) 發布禁止國內各種形式的首次代幣發行 (ICO)，並嚴格管制和監控虛擬貨幣交易。然而據韓國媒體報導，韓國國會議員近期提議加快規範虛擬貨幣，合法化 ICO，將可能重新允許韓國國內 ICO 活動。

二、建立行政指引，給予指導原則

(一) 瑞士：發布行政指引，將 ICO 分為三大類型

瑞士金融市場監督管理局 (FINMA) 於 2018 年 2 月發布 ICO 監管框架指引(guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings)，依據代幣的經濟功能，以及是否具價值移轉性質，分為三大類型代幣，但也有混合類型的代幣，並且不同類型的代幣亦需遵守不同的監管法規。

- 支付型代幣(payment tokens)：等同於加密貨幣，不具其他功能，亦無法連接到其他開發項目上，僅純粹作為貨幣支付或價值轉移使用，FINMA 要求需遵守洗錢防制法規。
- 功能型代幣(utility tokens)：為使用某服務或應用程式權利的憑證，不能作為貨幣使用，如遊戲代幣。
- 資產型代幣(asset tokens)/證券型代幣：類似於股票、債券或衍生性金融商品，投資人可藉此獲得報酬，FINMA 將其視為證券，需遵守證券交易法、金融服務法等。

(二) 新加坡：發布「數位代幣發行指引」，給予指導原則

新加坡金融管理局(MAS) 於 2017 年 8 月發布「數位代幣發行指引(A Guide to Digital Token Offering)」，給予數位代幣發行適用證券法規的一般性指導原則。

- 代幣範圍及規範：數位代幣發行若符合新加坡證券暨期貨法 (Security and Futures Act, SFA) 所定義的資本市場產品，則需向金融管理局登記並提交公開說明書(小額發行、私募及授信投資人有得豁免的要件)。
- 發行及交易平台：數位代幣之發行及交易平台需取得執業許可，並符合洗錢防制、反恐怖主義融資等規定。

三、將 ICO 納入證券法規管轄

(一) 美國：ICO 應受證券法規管轄

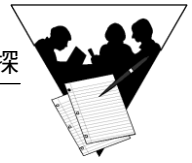
2017 年 7 月美國證券交易委員會(SEC)調查報告⁴指出，基於分散式分類帳本、區塊鏈技術的貨幣發行或籌碼銷售，都應該受到美國證券法規的管轄。2018 年 9 月美國法官裁定，ICO 屬於美國證券法規管轄範圍，必須受 SEC 監管。

上述判決主要係透過 Howey Test 來判斷特定金融工具是否為證券，包括：(1)是否係以金錢投資；(2)是否共同投資於特定事業；(3)是否有合理獲利期待；及(4)是否仰賴他人之努力而獲利。若符合上述 4 項準則，則視為證券，必須遵守美國證券交易法規定。

肆、國內監理之挑戰

我國目前對於 ICO 的監理態度，主要是依據金管會於 106 年 12 月 19 日、107 年 6 月 22 日發布新聞稿，除提醒社會大眾注意虛擬貨幣相關風險外，並表示 ICO 所發行之虛擬商品是否屬證券交易法規範之有價證券，應視個案情況認定。然而現階段我國並未對 ICO 訂有專法，也未如新加坡或瑞士對 ICO 訂有相關行政

⁴ U.S Security Exchange Commission (2017), “SEC Issues Investigative Report Concluding DAO Tokens, a Digital Asset, Were Securities”, July.



指引，供業者遵循。因此，ICO 在我國現行的法規框架下，可能衍生的監理挑戰或問題，說明如次：

一、ICO 可能違法或無法可管

- (一) ICO 若涉及有價證券的募集及發行，應依證券交易法辦理，否則違法：依證券交易法第 22 條規定「有價證券之募集及發行，除政府債券或經主管機關核定之其他有價證券外，非向主管機關申報生效後，不得為之」，因此，ICO 行為若涉及有價證券之募集與發行，應依證券交易法相關規定辦理，否則違法。由於證券型代幣持有人對 ICO 發行者的資產具請求權(如股權或債權)，因此確實有違法問題，為促新創產業發展，國內業者及部分立委均期待金融主管機關可就此訂定指導規範低度納管。
- (二) ICO 募集法定貨幣，可能違反銀行法規定：依據銀行法第 29 條、第 29-1 條規定，非銀行不得從事收受存款之行為，若向公眾或不特定多數人收受資金，並約定給予顯不相當之利益，即有可能被認定從事收受存款，也就是所謂的「違法吸金」。因此若發行公司向公眾募集法定貨幣，並約定以代幣作為對價，由於代幣價值難認定，且價值波動劇烈，若約定給予利益或利息，可能違反銀行法之規定。
- (三) ICO 募集虛擬貨幣，可能無法管制：依 102 年 12 月 30 日中央銀行會同金管會所發布之新聞稿內容，比特幣等虛擬貨幣在國內定位為「虛擬商品」，若發行公司向公眾募集虛擬貨幣，則目前大多數的 ICO 可能皆屬「以物易物」，不會構成公開募集資金，銀行法無法管制，但未來若有紛爭，恐造成公眾權益受損。

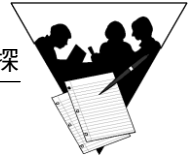
二、ICO 發行之代幣屬性，對我國監理上的挑戰與影響差異大

ICO 發行之代幣屬性不同，勢必有不同的影響，因而在未經主管機關確定前，其發展及未來影響恐難以預料。現就以 ICO 發行分類中的支付型、功能型及證券型代幣，說明監理上面臨的挑戰與影響：

- (一) 支付型代幣須遵守洗錢防治法規，監理上面臨的挑戰與影響中等：依據國際防制洗錢金融行動工作組織(FATF)於 2014 年發布的虛擬貨幣風險基礎指引，我國已規劃依照洗錢防制法將虛擬貨幣交易納入管理，而支付型代幣主要功能為貨幣支付或價值轉移使用，等同於虛擬貨幣，應須遵守洗錢防治法規。
- (二) 功能型代幣視為有價證券可能性低，監理上面臨的挑戰與影響較小：證券交易法規範之有價證券具有表彰一定價值、投資性及流通性等要件，而功能型代幣被視為有價證券的可能性較低，其兌換固定商品、或是折抵消費之功能較近似於我國現行法之禮券、商品兌換券，則僅有行政管理責任。
- (三) 證券型代幣極有可能落入有價證券範疇，監理上面臨的挑戰與影響較大：由於證券型代幣所表彰的是收取利潤之權利，可能被認定具有係表彰分潤之權利且具有投資性，此外，交易所的存在使 ICO 具有流通性，極有可能落入有價證券範疇，但個案上仍要視白皮書上所撰寫的分潤機制而定。

伍、結論與建議

由於世界各國出現多起 ICO 詐騙案例，也造成各國紛紛加強對 ICO 的監管，政府相關單位亟需思考其相關後續發展，並建議



可參考其他國家發布指導原則的作法，以引導業者遵循，提升消費者或投資者的權益保障，並避免產生監管法規制定與詮釋落後情形，具體建議如下：

一、採差異化監管模式，分級管理 ICO

ICO 發行代幣屬性的不同，對我國監理上的挑戰與影響差異大，故建議應參考瑞士作法，發布行政指引，採差異化監管模式，分級管理 ICO，同時，針對國內監理挑戰較大的證券型代幣，金管會儘速建立相關規範，納入證交法管轄。

二、建立明確行政指引，協助業者依循

107 年 5 月金管會主委顧立雄表示 ICO 可分為支付型、應用型、證券型等 3 類⁵，未來將視情況採取「個案管理」，然而依據金管會 107 年 6 月 22 日發布新聞稿指出，金管會尚無同意 ICO 募資依證券交易法規定申報生效之個案。顯示我國對 ICO 的監管措施具高度不確定性，可能使業者面臨法遵風險和營運風險，建議主管機關可建立明確行政指引，提供詳細的規範及說明，協助業者依循。

三、加強資訊公開揭露，落實投資人保護

白皮書是投資者了解 ICO 專案的最重要文件，白皮書的主要內容包含：項目簡介、面臨問題、團隊介紹、代幣應用、資金用途等，由於我國對 ICO 監理缺乏法律明文規範，ICO 專案白皮書所揭露的內容亦參差不齊，不利投資人評估 ICO 專案的優劣，故

⁵ 「應用型」若群眾募資不涉及證券業務，金管會抱持開放態度；「證券型」若涉及到可能納入證交法的證券類，就屬於特許行業；「支付型」，必須經過金管會核准，且若涉及跨境支付，央行也會介入審查。

政府應強化 ICO 資訊公開揭露，要求白皮書必須揭露特定內容事項，並強化資訊揭露的真實性及正確性，以保障投資大眾。

四、強化民間業者自律，公私協力合作

面對 ICO 這類尚在萌芽的新創產業，政府的監管措施應具有彈性，若急於立法，恐有扼殺新創產業發展之虞，然而在政府未能明確的訂出規範之前，建議可透過民間業者組成的自律組織，扮演政府與業者之間的溝通橋樑，公私協力合作，降低彼此的資訊不對稱，以建立社會對產業信心，建構健全產業生態。

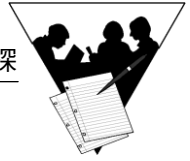
五、授予自律規範法源依據，健全產業發展

我國虛擬通貨自律組織⁶已提出自律規範或自律公約草案，希望達成業者自律，但就性質而言，應僅屬於會員間的民間契約關係，恐無法律強制效力，建議可參考日本於「資金結算法」專章中明文責成交易所團體進行自律規範，立法給予自律規範法源依據，使其具有法律強制約束力，以協助產業健全發展。

六、主管機關科技賦能，提升監管效率

隨著金融科技發展，金融產業創新可能會與法律相抵觸，產生不利產業發展現象，此時，傳統監管模式可能並不適合用於監管新創產業，故應對主管機關科技賦能，加強運用機器學習、人工智慧、演算法、雲端計算與區塊鏈等新技術，提高監管效率，以及早制定符合產業需求的規範。

⁶ 目前我國民間已成立的兩大自律組織，分別為余宛如立委所主導的自律公約(Self-Regulation Guideline, SRG)，以及許毓仁委員所主導的自律組織(Self-Regulatory Organization, SRO)



參考資料

1. 中央銀行(2018),「虛擬通貨與首次代幣發行(ICO)之發展近況、風險及監管重點」,6月21日。
2. 中國人民銀行、中央網信辦、工業和資訊化部、工商總局、銀監會、證監會、保監會(2017),「關於防範代幣發行融資風險的公告」,9月4日。
3. 金融監督管理委員會(2018),「金管會提醒社會大眾有關 ICO 的風險」,6月22日。
4. 金融監督管理委員會(2017),「金管會再次提醒社會大眾投資比特幣等虛擬商品的風險」,12月19日。
5. 黃沛聲、王芊茵(2018),「可以在台灣發行首次代幣眾籌(Initial Coin Offering, ICO)嗎?」,5月13日。
6. 劉昱劭、莊薇馨(2017),「代幣融資的無政府狀態落幕:從美國的近期發展看 ICO 的法律風險」,11月13日。
7. 李靜宜(2018)「專訪日本區塊鏈協會事務局長樋田桂一-日本如何靠 SRO 管虛擬貨幣市場」,iThome,8月9日。
8. Swiss Financial Market Supervisory Authority (2018),”Guidelines for Enquiries Regarding the Regulatory Framework for Initial Coin Offerings”, February.
9. Monetary Authority of Singapore (2017),”A Guide to Digital Token Offering”, August.
10. U.S Security Exchange Commission (2017),” SEC Issues Investigative Report Concluding DAO Tokens, a Digital Asset, Were Securities”, July.