

從國外法制經驗論我國首次 代幣發行及證券型代幣發行之 證券法規適用疑義

鄭婷嫻*

要 目

壹、前 言	參、現行法下新型募資工具 適用可能產生之疑義
貳、代幣發行之興起與募資 工具相關規定	一、現行證交法有價證券規定 涵攝範圍不足
一、首次代幣發行概念與運 作	二、投資契約應明確納入證交 法規範
二、證券型代幣發行概念與 運作	三、代幣於現行法規適用可能 產生之疑義
三、新型募資工具與其他募 資工具相關監理法規	肆、各國對代幣發行制定相關 法規及監理程度之介紹

投稿日期：109年02月12日；接受刊登日期：109年06月16日

* 世新大學法律學院副教授，美國印第安那大學布魯明頓校區摩利爾法學院法學博士（S.J.D.）。本文部分內容曾發表於2019年11月16日「證券交易法半世紀回顧與展望研討會」上，作者特別感謝該場次議程主持人陳冲院長、與談人李啟賢董事長、研討會主辦人謝哲勝教授、同場次報告人楊岳平教授，以及會後遇黃朝琮律師提供本文許多寶貴建言，更感謝本刊匿名審查委員們提出專業審查意見，使本文能更加精進，惟論述尚有不足或因時效而無法追及更新，一切文責概由作者自負。最後，感謝中原財經法學編輯委員會對於本文的詳盡校稿之協助。

- | | |
|---------------------------|--|
| 一、加拿大認定代幣適用證券法規且監理程度較嚴格 | 九、香港代幣發行現況——發布STO監管規則及適用於管理投資於虛擬資產的投資組合的持牌法團的標準條款及條件 |
| 二、新加坡制定數位代幣發行指引並依證券暨期貨法規範 | 十、小 結 |
| 三、日本首先開放代幣交易適用證券法規監理 | 伍、美國證券管理委員會對新型募資工具之近期實務見解 |
| 四、澳洲友善開放代幣適用公司法規及消費者保護法監理 | 一、美國證券管理委員會利用Howey Test建立ICO代幣發行之審查標準——以The DAO一案為例 |
| 五、南韓代幣發行現況——從禁止代幣交易轉為趨緩接受 | 二、美國證券管理委員會認定功能型代幣須個案檢視是否受證券法規範——以Munchee一案為例 |
| 六、中國代幣發行現況——嚴格禁止代幣交易及相關活動 | 三、美國證券管理委員會與法院於The DAO案後檢視新型募資工具的態度 |
| 七、泰國代幣發行現況——公布數位資產事業法 | 四、美國證券管理委員會公布「數位資產分析與監理指南」 |
| 八、菲律賓代幣發行現況——發布數字資產代幣發行規則 | 陸、結 論 |

關鍵字：首次代幣發行、證券型代幣發行、區塊鏈技術、有價證券、投資契約、Howey測試、金融科技監理、監理沙盒

壹、前 言

金融市場乃係資金需求者與資金供給者進行交易活動的場域，除利用法定貨幣進行交易活動外，尚有利用信用工具（例如公司股票、債券、證券等）滿足資金需求者可從市場中向大眾籌措資金，創造更多資金收益，而資金供給者可期待並合法獲取較多利息之收益。自區塊鏈技術（Blockchain Technology）興起，透過網路進行去中心化的儲存與節點管理，再以程式設計出分配式、來源開放、自有數學公式的對等式網絡虛擬貨幣，為傳統金融市場的信用工具種類帶來新的變革，數位時代下的新型募集資金工具隨之而生，如虛擬加密貨幣（如比特幣Bitcoin）、首次代幣發行（Initial Coin Offering, ICO）、證券型代幣發行（Security Token Offering, STO）及首次交易所發行（Initial Exchange Offerings, IEO）等新型募資工具與募資方式。此等新型募資工具有去中心化本質，且透過網路可進行無國界交易，其興起於現有的金融市場，增加創新者募資管道便利性與跨越傳統障礙，減少時間與人力成本，同時也衝破法律所預設的規範。現有法規範力求防止詐欺、非法洗錢及保護投資者等，管理者如何應用現有法制繼續維持金融市場秩序穩定與鼓勵新創科技並行融合發展，主管機關應立即重視且建立新創科技時代下新型募資工具的發行與管理之規範。

貳、代幣發行之興起與募資工具相關規定

2008年署名中本聰（Satoshi Nakamoto）透過網路發表一文「比特幣：對等式的電子現金系統」（Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System）¹，區塊鏈技術在此論文中首次被提出，

¹ See Satoshi Nakamoto, Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System,

區塊鏈技術是一種資料結構、分散系統、網路底層協定，具有不可竄改性、去中心化、開放性、獨立性、高度安全性、匿名性等優點及特性²。中本聰將區塊鏈技術的優特點結合密碼學（哈希函數）、網路技術及貨幣學等，設計出無須中介機構即可進行交易之虛擬加密貨幣（Cryptocurrency）——比特幣（Bitcoin）。此後網路世界出現各種虛擬加密貨幣，如結合智慧合約（Smart Contract）的乙太幣（Ether Coin）、萊特幣（Litecoin）、瑞波幣（Ripple/XRP）等³，主要目的是希望使用者可以不受中介機構的侷限，能減少人力、時間、金錢成本，並可利用網路及行動裝置直接進行商業交易，比使用傳統法定貨幣能獲得更多的利差及便利性。世界各國逐漸接受並立法管制虛擬通貨的交易。舉例來說，美國德州的奧斯丁，開始設立比特幣ATM實體機，讓人民可以做比特幣與現金的雙向兌換⁴。美國、墨西哥、加拿大、瑞士及英屬海峽群島（Channel Islands）均積極爭取推行虛擬貨幣的新創企業，尤其是加拿大在溫哥華市區就安裝了全世界第一部比特幣ATM，加拿大雖然對虛擬貨幣的交易表達善意，但於此同時對於

Bitcoin.org (2008), <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf> (last visited Feb. 5, 2020).

- ² 徐明星等，區塊鏈革命：中介消失的未來，改寫商業規則，興起社會變革，經濟大洗牌，頁40，遠足文化事業股份有限公司（2017）。關於區塊鏈技術之概念、應用與特性，請參見鄭婷嫻，區塊鏈技術應用於我國公司治理法制之研究，東吳法律學報，第30卷第3期，頁2-7（2019）。
- ³ Top 100 Cryptocurrencies by Market Capitalization, CoinMarketCap, <https://coinmarketcap.com/> (last visited Feb. 6, 2020). 於2019年9月17日，統計顯示虛擬加密貨幣有2,828種，截至2019年2月6日，增加至5,093種，因區塊鏈技術越發成熟，因此不到半年間又增加將近一倍虛擬加密貨幣種類，現仍持續增加中。
- ⁴ Paul Vigna & Michael J. Casey著（林奕伶譯），虛擬貨幣革命：區塊鏈科技，物聯網經濟，去中心化金融系統挑戰全球經濟秩序，頁323，大牌出版，2版（2017）。

資金轉帳規定與洗錢防制法中增加「虛擬貨幣」的相關規定，意謂著開放虛擬貨幣新型態交易方式卻並非放任發展⁵。在2013年第一台比特幣提款機問世，溫哥華Bitcoiniaes公司與美國Robocoin公司合作推出5台比特幣自動提款機，第一台就設在溫哥華市中心，虛實整合一瞬間，用實體提款機提領比特幣的新時代自此開展⁶。

一、首次代幣發行概念與運作

虛擬加密貨幣雖係透過區塊鏈技術設計而出，亦有稱為虛擬加密貨幣之底層技術，然而區塊鏈技術並不只限於提供虛擬加密貨幣的產生，更可運用在金融業、醫療業、認證業或其他公共領域⁷。隨著比特幣興起熱潮與區塊鏈技術應用的多元化，在2013年第一次出現ICO首次代幣發行，ICO與證券交易市場中常提及的IPO首次公開發行（Initial Public Offering）為類似概念，ICO即是利用區塊鏈技術創造出虛擬加密貨幣，或有稱之為代幣（Token）⁸，由發行人自行創設出代幣，向不特定投資者發行代幣募集資金，透過白皮書說明服務內容或權益吸引投資人，有些甚至會提供黃皮書⁹，進而提供技術層面的訊息，讓投資者以購買類似比特幣或乙太幣等代幣之方式，來達到募集資金的最終目的。

⁵ 前揭註，頁333。

⁶ Jnie C，關於比特幣提款機 | About Bitcoin ATM，Medium，<https://medium.com/mithriltoken/關於比特幣提款機-ab02a41a22c3>（2020/02/05，造訪）。

⁷ 鄭婷嫻，前揭註2，頁9。

⁸ 本文中所提之「虛擬加密貨幣」、「代幣」或「虛擬通貨」，皆為以區塊鏈技術為底層技術所設計之數位加密貨幣，因行文所需，時有交互應用此些名詞，惟實指同一概念。

⁹ 「黃皮書為提供技術層面的訊息，而白皮書則以資金募集及營業計劃為主」請參閱陳哲斌，首次密碼代幣發行（ICO）的金融監理，月旦法學雜誌，第276期，頁137（2018）。

2018年ICO募資總和超越自2013年至2017年募集總金額¹⁰，且在ICO市場中出現過10億美元的ICO獨角獸，分別是41億美元EOS（Enterprise Operation System）與17億美元的Telegram¹¹。我國

¹⁰ David Floyd, *\$6.3 Billion: 2018 ICO Funding Has Passed 2017's Total*, COINDESK.com (Apr. 19, 2018), <https://www.coindesk.com/6-3-billion-2018-ico-funding-already-outpaced-2017> (last visited Feb. 5, 2020).

¹¹ 陳曉莉，今年前5個月的ICO已募得137億美元，超越前幾年的總和，iThome，<https://www.ithome.com.tw/news/124250>（2020/02/05，造訪）。什麼是EOS？，OTCBTC，<https://otcbtc.zendesk.com/hc/zh-tw/articles/115002848732-%E4%BB%80%E9%BA%BC%E6%98%AF%E5%87%91%E5%8F%B2%E4%B8%8A%E6%9C%80%E5%A4%A7-ico%E5%8C%B2-%E7%96%91%E9%9B%B2/>（2020/02/05，造訪）。EOS在ICO協議書第三條免責條款中約定，「購買EOS代幣：（a）不向買方提供任何有關本公司或其收入或資產的任何形式的權利，包括但不限於任何投票，分發，贖回，清算，專有（包括所有形式知識產權）或其他財務或法定權利；（b）不是公司貸款；（c）不向買方提供公司的任何所有權或其他權益。」ARTICLE THREE: NO OTHER RIGHTS CREATED 3.1. No Claim, Loan or Ownership Interest. The purchase of EOS Tokens: (a) does not provide Buyer with rights of any form with respect to the Company or its revenues or assets, including, but not limited to, any voting, distribution, redemption, liquidation, proprietary (including all forms of intellectual property), or other financial or legal rights; (b) is not a loan to Company; and (c) does not provide Buyer with any ownership or other interest in Company. See EOS TOKEN PURCHASE AGREEMENT (Sep. 4, 2017), https://d340lr3764rrcr.cloudfront.net/purchase_agreement/block.one+-+EOS+Token+Purchase+Agreement+-+September+4%2C+2017.pdf (last visited Feb. 5, 2020). Steve Jr. Lin，【Telegram取消公開ICO】兩輪私

2017年底亦出現第一個ICO，即沃田咖啡，持有乙太幣的消費者，可以認購由沃田咖啡所發行的咖啡幣（Bean），並且藉由所持有的咖啡幣來兌換沃田咖啡推出的精品咖啡豆等商品¹²。因我國政府未明訂ICO相關規範，沃田咖啡避免違反金融監理，採用商品禮券兌換模式發行代幣，而非如美國The DAO發行具證券性質之代幣¹³。

目前我國中央銀行依照瑞士金融市場監理局（Swiss Financial Market Supervisory Authority, FINMA）將虛擬加密貨幣表彰之權利區分為三大類，支付型（Payment Tokens）、功能型（Utility Tokens）與資產型（Asset Tokens）¹⁴。然而，ICO在我國法制規

募的17億美金已足夠，將用於程式開發，動區動趨BlockTempo，<https://www.blocktempo.com/wsj-telegram-cancels-plans-to-launch-public-ico-due-to-abundance-of-funds-already-raised/>（2020/02/05，造訪）。

¹² 沈庭安，【臺灣首例咖啡ICO推手現身解說】實體商品如何ICO，沃田咖啡幕後經驗大公開，iThome，<https://www.ithome.com.tw/news/120932>（2020/02/05，造訪）。

¹³ See U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, REPORT OF INVESTIGATION PURSUANT TO SECTION 21(a) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934: THE DAO, <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf> (last visited Feb. 5, 2020). “Under Section 2(a)(1) of the Securities Act and Section 3(a)(10) of the Exchange Act, a security includes ‘an investment contract.’ See 15 U.S.C. § 77b-77c. An investment contract is an investment of money in a common enterprise with a reasonable expectation of profits to be derived from the entrepreneurial or managerial efforts of others. See *SEC v. Edwards*, 540 U.S. 389, 393 (2004); *SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 301 (1946); see also *United Housing Found., Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837, 852-53 (1975).” 基於SEC調查結果認定DAO Tokens屬於投資契約（Investment Contract），應視為有價證券並受到證券法規範。

¹⁴ FINMA, FINMA PUBLISHES ICO GUIDELINES, PRESS RELEASE, <https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/> (last visited Feb. 5, 2020).

範與金融監理皆未見明朗，2017年12月19日臺灣金融監督管理委員會（以下簡稱金管會）的態度暫以個案情況認定¹⁵，並未直接對ICO代幣統一定性。於2018年6月22日，金管會再度提醒社會大眾，ICO募資行為可能涉及違法，新聞稿中說明「ICO所發行之虛擬商品如屬證券交易法（以下簡稱證交法）規範之有價證券，若ICO發行人未經金管會同意即在國內對非特定人為公開招募有價證券，可能涉有違反證券交易法第22條第1項規定，而有同法第174條第2項所定刑事責任，前揭責任尚不因ICO發行人自行聲明非屬證券交易法之有價證券，而得排除之。」¹⁶不久，金管會於

¹⁵ 金融監督管理委員會，金管會再次提醒社會大眾投資比特幣等虛擬商品的風險，金融監督管理委員會新聞稿，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201712190002&aplistdn=ou=news,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=News（2017/12/19，最後更新日）。
「三、『首次代幣發行』（ICO）行為是否屬證券交易法規範之有價證券，視個案情況認定：（一）ICO係指企業透過發行數位權益、數位資產或數位虛擬貨幣等『虛擬商品』，銷售予投資人的募集資金行為，這個概念來自於證券市場的IPO。依據國外ICO經驗，由於『代幣』（token）係以區塊鏈技術為基礎，故專業性頗高，加之運用態樣繁多，不同發行個案差異極大，目前美國證券交易委員會（SEC）、新加坡金融管理局（MAS）及香港證監會就ICO，採個案認定方式管理。（二）對於民間業者籌集資金活動，金管會於法定職權範圍內，係就籌集活動如有牴觸金融法令的情形，依法處理。ICO行為如有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。至於ICO代幣是否屬證券交易法規範之有價證券，應視個案情況認定。」雖主管機關參照美國、新加坡、香港對ICO採個案情況認定，似為因應新創商品較彈性的作法，惟無法及時給予爭議商品明確法律定位，將引發ICO在我國運作後續許多疑義。

¹⁶ 金融監督管理委員會，金管會提醒社會大眾有關ICO的風險，金融監督管理委員會新聞稿，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201806220002&aplistdn=ou=news,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=News（2018/06/22，最後更新日）。

2018年10月表示會對ICO是否涉及有價證券訂立相關規範，代幣是否為證交法定義下的有價證券，可知其法之定性極為重要¹⁷。

二、證券型代幣發行概念與運作

ICO在各國推動皆有法規未定及交易安全的顧慮，詐欺、洗錢情事不斷，阻礙ICO在交易市場的發展可能性，且各國對於ICO的監理力道逐漸增加，但數位時代潮流下，利用新創科技工具進行籌措資金又是一股無可避免的新潮流¹⁸。因此，隨之而生，新型募資工具出現，即證券型代幣發行，本文以下簡稱STO。STO係指發行人發行代幣必須建構在實際資產上，也就是將資產證券化，例如將現金、不動產、股票、債券、固定收益資產、大宗商

¹⁷ 安菲，推動STO治理 台灣立法委員許毓仁提法規意見書，區塊鏈客，<https://blockcast.it/2018/12/19/taiwan-crypto-congressman-jason-hsu-boosting-sto-friendly-regulatory-environment/?fbclid=IwAR3b9OiGEyOmBGJk7-7Tkt2V3xF2ltRKQmDJMZKH8MVtdlr1hGJR1q2Dt7Y>（2020/02/05，造訪）。「台灣金管會主委顧立雄在今年十月時表示，會在明年六月前就『涉及有價證券的ICO（Initial Coin Offering）』訂立規範」，因此判斷有價證券將成為關鍵。現行法下有價證券，僅規定有限列舉、概括授權主管機關核定，以及透過司法實務檢視投資性與流通性來解釋證券範圍。

¹⁸ ICO募資方式在2017年達到鼎盛，隨著詐騙頻傳，2018年慢慢退燒，卻興起其他同樣利用區塊鏈代幣進行眾籌，如STO、IFO、IEO等。「IEO（Initial Exchange Offering），首次交易所發行，是指用交易所作為募資平台，向該交易所用戶發行（售賣）代幣的行為，隨後該交易所也會成為該代幣在二級市場上的主力交易市場。最近的案例是幣安Launchpad上以BitTorrent為首的一系列項目。IFO（Initial Fork Offering），首次分叉發行，以比特幣及其他主流幣的功能屬性和用戶為基礎，以修改未來路線或補充缺陷為原由，通過分叉某種加密貨幣生成新的代幣的發行方式，最近的案例是2018年11月Craig Steven Wright分叉BCH生成新的代幣BSV。」請參閱Block Beats，交易所拿自己的信譽背書，IEO能重建市場信心？，動區動趨BlockTempo，<https://www.blocktempo.com/can-ieo-help-market-regain-confidence/>（2020/02/05，造訪）。

品等證券化，再利用以太坊智慧合約（Smart Contract）將資產證券代幣化，且發行證券型代幣必須事先獲得當地證券監理機構的許可。基於此些先決條件，可將STO粗略地視為一種更加符合法律規範的ICO。全球新創業者皆希望政府的法規與監理法制可做適度的調整，並可同時制定出兼顧新創產業的發展與保護投資者雙贏的政策。有鑑於此，我國立法委員與法界、產業界、主管機關等專家學者，亦積極致力研擬具有可行性的「STO（證券型代幣發行）監理與法規意見書」，提供金管會、中央銀行、財政部、法務部、經濟部、國發會等各行政機關，盼政策與法規能快速整合¹⁹。

承此，金管會於2019年6月27日對「證券型代幣發行（Security Token Offering, STO）相關規範」作出說明²⁰，「鑒於證券型代幣具有投資性及流動性，視為有價證券，應納入證券交易法規管。經查各國對於STO之發行均要求依現行證券法規辦理，未另訂專法規範，部分國家並鼓勵透過金融監理沙盒進行實驗。金管會經參酌各國規範及案例，研訂我國STO相關規範，除將核定STO為證券交易法之有價證券，並規劃採分級管理，募資金額新臺幣（下同）3,000萬元（含）以下豁免其應依證券交易法第22條第1項之申報義務，募資金額3,000萬元以上應依『金融科技發展與創新實驗條例』申請沙盒實驗，實驗成功後依證券交易法規規定辦理。……金管會表示，為將具證券性質之虛擬通貨納入管理，將先發布證券交易法第6條函令，核定具證券性質之虛擬通

¹⁹ 安菲，前揭註17。

²⁰ 金融監督管理委員會，金管會對「證券型代幣發行（Security Token Offering, STO）相關規範」之說明，金融監督管理委員會新聞稿，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201906270004&dttable=News（2019/07/03，最後更新日）。

貨為證券交易法所稱之有價證券，並於近期辦理證券商設置標準等相關法規之預告程序，法規預告期滿後，將併相關函令及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心另訂之管理辦法與相關規定發布施行。²¹」緊接著，金管會於2019年7月3日即頒布金融監督管理委員會（108）年金管證發字第1080321164號令，將證券型代幣核

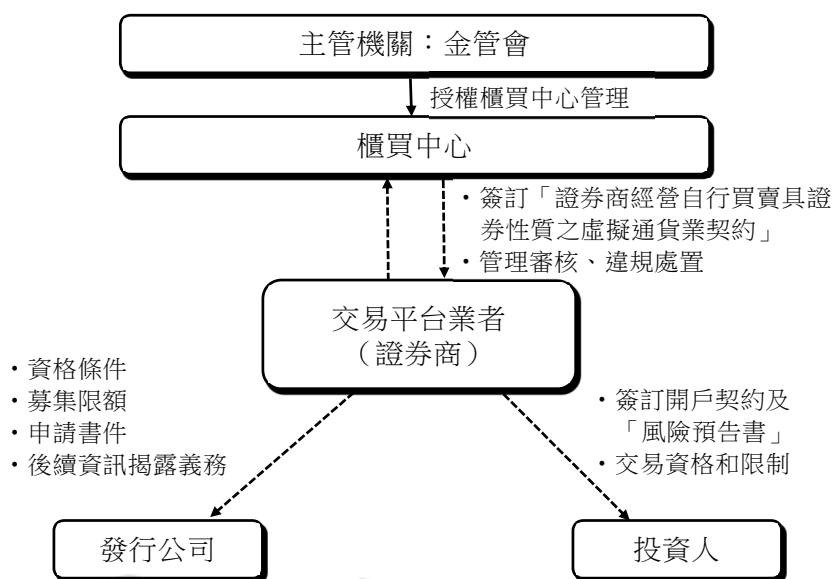
²¹ 前揭註。「有關豁免募資金額3,000萬元（含）以下申報案件研議規範重點如下：一、發行規範：（一）資格條件：依我國公司法組織，且非屬上市、上櫃及興櫃之股份有限公司。（二）募資對象及限額：僅限專業投資人得參與認購，專業投資人之自然人認購限額為每一STO案不得逾30萬元。（三）發行流程：發行人限透過同一平台募資，平台業者應確認發行人符合相關應備條件及編製公開說明書。如係平台業者自行發行STO，應由財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心複核後始得辦理。二、買賣規範：（一）STO買賣方式：由平台業者申請取得證券自營商執照，對STO進行議價買賣，平台業者為每筆交易之相對方，另為供市場遵循及價格形成，平台業者應本於專業判斷，視市場狀況適時提供合理之參考報價（應採雙邊報價），且僅限單一平台交易。（二）交易額度限制：專業投資人之自然人對每一STO案持有餘額不得逾30萬元，另每日每檔STO之交易量不得逾該檔STO之發行量50%。（三）其他機制：為達對價格異常波動之STO適時冷卻的效果，將訂有相關價格穩定機制。三、STO買賣平台業者：（一）資格條件：應取得證券自營商許可證照，最低實收資本額為1億元，營業保證金1,000萬元。（二）受理募資額度：單一平台受理之STO豁免案件，其所有發行人募資金額總計不得逾1億元。且單一平台受理第一檔STO交易滿一年後始能再受理第二檔STO之發行。（三）辦理STO移轉及保管業務：為維護投資人權益及確保交易資料之保存，平台業者應與臺灣集中保管結算所簽約，由平台業者每日傳輸異動資料及餘額明細資料等交易資訊予臺灣集中保管結算所以為備份，並由臺灣集中保管結算所提供投資人查詢STO餘額服務，以協助各投資人確認其STO交易資訊之正確性。四、為控管防制洗錢風險，避免特定犯罪所得以虛擬通貨認購或交易之匿名性風險，並考量以虛擬通貨作為資金來源，相關舉證及查證作業較為困難，故STO之認購及買賣應採實名制，並限由同名銀行帳戶以新臺幣匯出、入款方式辦理。五、有關發行、買賣方式及限制暨平台業者之管理規範，將授權財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心另訂之。」

定為證券交易法規範之有價證券²²。確立STO之代幣定性為有價證券，此一定性具有重大意義，往後在證券型代幣的發行與管理皆須符合金管會所公告之相關規範，例如：初級市場的辦理與次級市場的運作、STO平台業者規範、證券商遵循規範等。仍應注意的是，金管會檢視是否為證券型代幣，端視代幣有無具有投資契約（Investment Contract）性質。

金管會確定我國證券型代幣將由證券法規納管後，於2019年9月18日，財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（以下簡稱櫃買中心）針對證券型代幣發行釋出管理規劃，在「具證券性質虛擬通貨之管理規劃」介紹中，將由金管會主導證券型代幣的管理制度，由櫃買中心作為監管機構負責對平台業者（即虛擬貨幣交易所）進行監管，將來證券型代幣交易市場可分為三個角色：「交易平台業者（證券商、虛擬貨幣交易所）」、「發行公司（項目發行方）」及「投資人」²³。如圖1中的角色一「投資人」，限於專業投資人且只能用新臺幣投資，必須符合「境外結構型商品管理規則」第3條第3項所定之專業投資人，包括專業機構投資人、高淨值投資法人、專業投資人之法人或基金、專業投資人之自然人，其淨值資產須在3,000萬元以上，專業機構投資人購買不限額

²² 金融監督管理委員會（108）年金管證發字第1080321164號：「一、依據證券交易法第六條第一項規定，核定具證券性質之虛擬通貨為證券交易所稱之有價證券。二、所稱具證券性質之虛擬通貨，係指運用密碼學及分散式帳本技術或其他類似技術，表彰得以數位方式儲存、交換或移轉之價值，且具流通性及下列投資性質者：（一）出資人出資。（二）出資於一共同事業或計畫。（三）出資人有獲取利潤之期待。（四）利潤主要取決於發行人或第三人之努力。」

²³ 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心，具證券性質虛擬通貨之管理規劃，簡報資料頁3（2019）；保羅Paul，台灣證券型代幣STO法規細項出爐！這樣的法律遵循成本合理嗎？，區塊鏈客，<https://blockcast.it/2019/09/19/tpex-sto-0918/>（2020/02/05，造訪）。



資料來源：財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心，具證券性質虛擬通貨之管理規劃，2019年9月18日。

圖1 櫃買中心「證券型代幣的監管架構」示意圖

度，但專業投資人是自然人時，則僅限制購買30萬元，且專業投資人須配合證券商完成KYC（Know Your Customer）及開戶，採完全實名制並簽署風險告知書，限以「新臺幣」進行交易；角色二，發行公司（項目發行方）則為證券型代幣發行人，如同上市公司必須提供公開說明書與遵循資訊揭露項目，在證券型代幣平台中，項目發行方則負責發行證券型代幣供投資人買賣，代幣以不具有股東權益之分潤型及債務型虛擬貨幣為限，募資總額不得逾3,000萬元，做有條件的開放；角色三，交易平台業者，證券型代幣交易平台（即虛擬貨幣交易所），平台業者須具有「證券自營商」資格，每日庫存餘額及成交數量有上限規定，並且被賦予

維持代幣交易過程價格穩定及控管交易成交數量，交易所內主管與員工須有金融與資安專業執照，定時作成財務報告與維持資安²⁴。

承金管會授權，櫃買中心於2020年1月20日公布證券型代幣與自營商相關規範，訂定「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商經營自行買賣具證券性質之虛擬通貨業務管理辦法」（以下簡稱虛擬通貨業務管理辦法）、訂定「申請發行具證券性質之虛擬通貨於證券商營業處所買賣之公開說明書應行記載事項準則」，以及修正其他相關規範，如修正「證券商內部控制制度標準規範」，增訂「證券商經營自行買賣具證券性質之虛擬通貨業務」、修正「證券商及證券交易輔助人營業處所場地及設備標準」、訂定「證券商經營自行買賣具證券性質之虛擬通貨業務人員之職前與在職訓練規範」、訂定「會計師出具資訊系統及安全控管作業評估報告原則性規範」。

2020年1月20日公布且施行的「虛擬通貨業務管理辦法」與前揭2019年9月18日「具證券性質虛擬通貨之管理規劃」大致相同，依據「虛擬通貨業務管理辦法」第3條第5款規定，角色一「投資人」，資格限於專業投資人且限募新臺幣，募資金額不得逾3,000萬元；同條第2款規定，角色二「發行公司」（項目發行方）「指依我國公司法組織之股份有限公司，但不含上市、上櫃及興櫃公司」，依同辦法第26條檢具「發行人發行虛擬通貨申請書」及備齊公開說明書應記載之事項，應揭露範圍包括資訊技術專家意見、財務專家意見、律師就虛擬通貨適法性之專家意見，以及同辦法第25條發行人發行虛擬通貨種類為不具有股東權益之分潤型及債務型虛擬通貨為限，募集之資金與發行後分配之利潤或利息

²⁴ 保羅Paul，前揭註。

以新臺幣為限；角色三「交易平台業者」，依同辦法第3條第5款規定依同辦法第17條規定「證券商經營自行買賣虛擬通貨業務應採單一交易平台方式為之」，同辦法第33條規定累計募資總金額不得逾3,000萬元，同辦法第34條規定，發行虛擬通貨屆滿一年後，始能再次辦理，同一平台募資金額不得逾1億元。尚有其他監督機制，如資訊安全問題（同辦法第9、10、23、24、56、58條），發生嚴重資安事件櫃買中心得中止證券商繼續經營買賣虛擬通貨業務。

從上述三角色的義務規範觀諸現行「虛擬通貨業務管理辦法」，看似相當重視投資人保護且規定詳盡，惟仔細推敲其執行的可能性極低。首先，專業投資人之自然人認購金額不得逾30萬元（同辦法第31條），投資金額甚低，能否引起其投資興趣不無疑問，且並非所有自然人皆可以認購虛擬通貨募資案，又如何能使其募資範圍普遍化，發行方利用科技募資一途乃是追求去中介化的便利與無差異的募資對象，因此，投資人的資格限制實有相牴觸。第二，發行方受限於公司主體，且不含上市、上櫃及興櫃公司，查公司若無意於上市、上櫃及興櫃者，理由不外乎產業未具規模化、本身資金充沛、不欲遵循上市櫃繁複的行政作業或申報作業等，然而檢視該辦法對於發行方的發行義務近似於上市櫃公司，除製作公開說明書外，尚須提供三種類專家意見，時間成本與金錢成本皆增加。尚不論成本增加降低發行意願，透過虛擬通貨募集資金與發行後之分潤皆須以新臺幣為限，此一限制又令人匪夷所思，利用證券型虛擬通貨做為募資標的，本應透過虛擬加密貨幣進行交易，該辦法卻規定限於使用新臺幣，當虛擬通貨與新臺幣間進行換匯，收取換匯手續費的部分可能出現一頭牛被剝兩層皮的情形，將大幅降低幣圈投資人的參與意願，畢竟幣圈投資人除了期待證券型虛擬通貨的獲利可能外，仍期待手上的虛

擬加密貨幣將來有流通增值的空間。第三，平台業者受到主管機關高度的監管下，以及須建立符合資安的交易平台、配置專業人力、定期製作報表、有限的交易金額等，是否還有證券商賺取利潤的空間且願意承做虛擬通貨的業務，則需要進一步觀察。

三、新型募資工具與其他募資工具相關監理法規

綜整現行法下合法募集資金的工具有，在證券交易市場首次公開發行的IPO、創櫃板眾籌²⁵及股權式群眾募資²⁶。因應區塊鏈技術的快速發展，另有利用該技術所產生的虛擬募資方式，如前述之ICO與STO外，尚有首次交易所發行、首次分叉發行（Initial Fork Offering, IFO）等，可預見者，利用區塊鏈技術設計出的代幣籌資方式一直將以創新型態問世。IEO，首次交易所發行，「是指用交易所作為募資平台，向該交易所用戶發行（售賣）代幣的行為，隨後該交易所也會成為該代幣在二級市場上的主力交易市場。最近的案例是幣安Launchpad上以BitTorrent為首的一系列項目」²⁷。IFO，首次分叉發行，「以比特幣及其他主流幣的功

²⁵ 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心創櫃板管理辦法第1條：「為輔導我國未公開發行之創新、創意企業發展並協助籌資，以提升我國經濟之活力及開創力，特訂定本辦法。」於2013年11月15日公布後施行。

²⁶ 股權式群眾募資，係參與者出資取得募資者所提供具有股權性質之憑證，此憑證雖屬於證交法所規定之有價證券，「主管機關參考國外股權群眾募資之實務，開放符合一定資格條件之證券經紀商經營股權性質群眾募資，並於2015年4月28日公告修正『證券商設置標準』、『證券商管理規則』及『證券商負責人與業務人員管理規則』等相關規定，並於2015年4月30日發布金管證發字第10400140147號令，就證券交易法第22條採通案式豁免公司透過證券商平台募資之有價證券募集，發行申報程序，使股權性質群眾募資符合證券交易法規定。」施耀欽，群眾募資芻議，證券服務，第660期，頁100（2017）。

²⁷ Block Beats，前揭註18。

能屬性和用戶為基礎，以修改未來路線或補充缺陷為原由，通過分叉某種加密貨幣生成新的代幣的發行方式，最近的案例是2018年11月Craig Steven Wright分叉BCH生成新的代幣BSV。²⁸」此些虛擬募資工具都將為現有法制範圍帶來一定程度的衝擊²⁹。

關於表1，我國現行法下群眾募資與新型募資工具及相關監理法規簡要對照表，本計畫彙整現有群眾募資與發展相對成熟的新型態募資方式做一簡要募資方法與監理法規介紹對照表，該表從其IPO、創櫃板眾籌、股權式群募、ICO、STO、IEO及IFO之名稱、中文定義、發行主體、發行客體、募資方式、以及相關監理法規強度做簡要整理，詳見如下。

表1 我國現行法下群眾募資與新型募資工具及相關監理法規簡要對照表

名稱	中文定義	發行主體	發行客體	募資方式	現行監理法規
IPO	首次公開發行	股份有限公司	一般證券	現金交易	✓須事前申報 ✓依證券交易法相關法規
創櫃板眾籌	創意櫃台股權募集資金	股份有限公司或有限公司；募集設立之籌備處	豁免證券	現金交易	✓無須事前申報 ✓依財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心創櫃板管理辦法
股權式群眾募資	證券商經紀商（以下簡稱證	證券商	豁免證券	現金交易	✓無須事前申報 ✓由金管會授

²⁸ Block Beats，前揭註18。

²⁹ 楊雅婷、張瑞星，淺談證券型代幣（STO）法規監管趨勢，財金法學研究，第2卷第2期，頁300（2019）。

名稱	中文定義	發行主體	發行客體	募資方式	現行監理法規
	券商) 利用網際網路設立網站，為募資公司向不特定人辦理公開募集資金之行為，並使投資人透過網站認購募資公司股票之業務，及為經營上開業務所為之附加服務				權櫃買中心依「證券商經營股權性質群眾募資管理辦法」管理
ICO	首次代幣發行	無限制	代幣(比特幣、以太坊等虛擬加密貨幣)我國法律定性未明	代幣交易	✓ 主管機關採個案情況認定，區分「發行面和平台交易面」，代幣性質涉及有價證券，則依照證交法規範
STO	證券型代幣發行	<u>依我國公司法組織，且非</u>	智慧證券(利用智慧合約結	現金交易	◇ 主管機關核定為證券者，須符合

名稱	中文定義	發行主體	發行客體	募資方式	現行監理法規
		<u>屬上市、上櫃及興櫃之股份有限公司</u>	合資產證券化) 限額型豁免證券 (募資金額3,000萬元(含)以下)		「虛擬通貨業務管理辦法」相關法規 ◇採分級管理，募資金額3,000萬元(含)以下豁免其應依證券交易法第22條第1項之申報義務 ◇募資金額3,000萬元以上應依「金融科技發展與創新實驗條例」申請沙盒實驗，實驗成功後依證券交易法規定辦理
IEO	首次交易所發行	交易所為主	限於代幣交易所發行之幣種	限於平台用戶之代幣交易	◇須符合證券交易法相關法規 ◇我國目前無相關募資活動
IFO	首次分叉發行	無限制	建立在主要的虛擬	代幣交易	◇型態與ICO類似

名稱	中文定義	發行主體	發行客體	募資方式	現行監理法規
			加密貨幣的基礎進行分叉而產生另一種虛擬加密貨幣（如比特幣分叉）		◇我國目前無相關募資活動

資料來源：作者自行整理

參、現行法下新型募資工具適用可能產生之疑義

證交法乃就有價證券之募集、發行、買賣等相關事項為規範之法，何謂有價證券，則應有明確其範圍之必要。ICO代幣可稱為數位時代下新型募資工具，具有融資目的，有認為以類似股東權所發行之代幣，因代幣有使用收益權、決策權或治理參與權，用股權或股東權概念檢視，則可認定為股票而屬於證券³⁰。亦有認為代幣均應被認定為特殊金融商品而視為證券，如發行方認為代幣性質不屬於證券，應提供資料給監理機關重新認定³¹。另有論者認為依現行證交法規定，代幣如有符合證交法明定或主管機關核定之類型，否則縱使代幣具有投資性質，亦應僅限外國人發行者方能構成證券，若外國發行人於我國設立公司並以子公司發行代幣則不在現行證交法規範下³²。ICO代幣之法律定性目前尚未

³⁰ 臧正運、曾宛如、方嘉麟，從區塊鏈融資論眾募規範趨勢，月旦法學雜誌，第273期，頁92（2018）。

³¹ 陳哲斌，前揭註9，頁147。

³² 楊岳平，首次代幣發行與證券監理法制——以臺灣證券交易法下「證券」的定義為中心，月旦財經法雜誌，第43期，頁156（2018）。

明確，僅提醒社會大眾有關ICO風險，仍以個案情況認定為初步方向³³，惟個案管理將會依照代幣性質區分不同監理機關介入³⁴，金管會與中央銀行亦可能做出同步不同調之認定。本文則認為立於鼓勵新創與保護投資大眾之目的，應將現行有價證券規定適度調整後明確化，直接將涉及證券業務的新型募資工具納入有價證券範疇，並可以法令函釋方式說明如何檢視新型募資工具的屬性，俾使發行人可依法募集，投資人亦可受到法規完整的保護。

一、現行證交法有價證券規定涵攝範圍不足

現行證交法第6條規定「本法所稱有價證券，指政府債券、公司股票、公司債券及經主管機關核定之其他有價證券。新股認購

³³ 金融監督管理委員會，前揭註16。「……金管會前於106年12月19日發布新聞稿，說明首次代幣發行（Initial Coin Offering，簡稱ICO）的募資行為，並提醒社會大眾注意虛擬貨幣相關風險。金管會再度提出補充說明如下：一、ICO係指企業透過發行『虛擬商品』，銷售予投資人的募集資金行為。至於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。二、ICO所發行之虛擬商品如屬證券交易法規範之有價證券，若ICO發行人未經金管會同意即在國內對非特定人為公開招募有價證券，可能涉有違反證券交易法第22條第1項規定，而有同法第174條第2項所定刑事責任，前揭責任尚不因ICO發行人自行聲明非屬證券交易法之有價證券，而得排除之。截至目前為止，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。三、社會大眾在投資ICO所發行之虛擬商品前，應充分了解ICO有關的投資安排，並在投資前要審慎評估投資風險。」

³⁴ 廖禹揚，ICO三種類控管 金管會：採個案管理，中央通訊社，<http://www.cna.com.tw/news/afe/201805300176.aspx>（2018/05/30，最後更新日）。「……ICO可分為三大類，一是應用型，若群眾募資不涉及證券業務，金管會本來就是開放態度；二為證券型，若變成證券化商品，就屬特許行業，納入證券交易法管理範圍，必須經過允准；第三是支付型，若涉及跨境支付，不只是金管會，央行也必須介入審查……。」

權利證書、新股權利證書及前項各種有價證券之價款繳納憑證或表明其權利之證書，視為有價證券。前二項規定之有價證券，未印製表示其權利之實體有價證券者，亦視為有價證券。」對有價證券的立法方法採取「有限列舉，概括授權」³⁵，且未將「投資契約」列入證交法有限列舉種類³⁶。準此規定，有價證券範圍有，第一、依法明定之政府債券³⁷、公司股票³⁸、公司債券、新股認購權利證書、新股權利證書及前述各種有價證券之價款繳納憑證或表明其權利之證書，是以有價證券原則以股票與公司債券為核心範圍；第二、經主管機關核定之其他有價證券，此為概括授權，自本法制訂迄今已納入者有如下：

（一）1987年，主管機關所核定之外國公司股票、公司債、

³⁵ 賴英照，股市遊戲規則：最新證券交易法解析，頁11，自版，3版（2017）。

³⁶ 劉連煜，現代證券交易法實例研習，頁44，自版，16版（2019）。

³⁷ 政府債券，包括中央及地方政府為一般或特定目的所發行之公債或國庫券。

³⁸ 公司股票，包括公開發行（含上市櫃、興櫃、未上市未上櫃）與未公開發行之股票。查2000年7月證交法修正刪除「公開募集、發行」等條文文字，理由是「本條乃屬對證券定義之條文，『公開募集、發行』字樣實與證券之定義無關，而係是否屬『豁免交易』實應考慮之問題，而此觀之證交法第7條、第22條即可明之，故將此贅文刪除。」請詳見立法院公報，第89卷第39期，頁256。學者認為，除非條文另有規定，否則不以公開募集發行者為限，修正後顯有擴大本法適用範圍，影響深遠，超乎修法者當時認知。請參照賴英照，前揭註35，頁12-13。惟關於證券詐欺之範疇，「證交法第20條第1項規定：『有價證券之募集、發行、私募或買賣，不得有虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。』其中『有價證券之買賣』，應在文義的可能範圍內，作目的性限縮解釋，即僅指『公開發行公司』有價證券之買賣，始稱合理並合乎比例原則。」請參照劉連煜，未公開發行公司的證券可否適用證交法證券詐欺規範？——最高法院101年度台上字第703號等刑事判決研究，法令月刊，第65卷第9期，頁8（2014）。

政府債券、受益憑證及其他具有投資性質之有價證券，凡在我國境內募集、發行、買賣或從事上開有價證券之投資服務，均應受我國證券管理法令之規範³⁹；

（二）1987年，主管機關認為華僑或外國人在臺募集資金赴外投資所訂立之投資契約，與發行各類有價證券並無二致，投資人皆係給付資金而取得憑證，係屬證券交易法第6條之有價證券⁴⁰；

（三）1988年，證券投資信託事業為募集證券投資信託基金所發行之「受益憑證」為證券⁴¹；

（四）1997年，非由標的證券發行公司所發行之「認購（售）權證」，其募集、發行與交易等相關事項均應受我國證券管理法令之規範⁴²；

（五）2005年，公司所發行之公司債券分割後之息票⁴³；

（六）2007年，期貨信託事業為募集期貨投資信託基金所發行之受益憑證⁴⁴，為證交法所稱之有價證券；

（七）2018年，核定證券商發行之指數投資證券⁴⁵；

（八）2019年，核定具證券性質之虛擬通貨⁴⁶，為證交法所

³⁹ 請參見財政部（76）年臺財證（二）字第00900號公告。

⁴⁰ 請參見財政部（76）年臺財證（二）字第6934號公告。

⁴¹ 請參見財政部（77）年臺財證（三）字第09030號公告。

⁴² 請參見財政部（86）年臺財證（五）字第03037號公告。依照發行人申請發行認購（售）權證處理要點第三點規定，「認購（售）權證係指標的證券發行公司以外之第三者所發行表彰認購（售）權證持有人於履約期間內或特定到期日，有權按約定履約價格向發行人購入或售出標的證券，或以現金結算方式收取差價之有價證券。認購（售）權證之標的證券，以上市股票或其組合為限。」

⁴³ 金融監督管理委員會（94）年金管證一字第0940000539號令。

⁴⁴ 金融監督管理委員會（96）年金管證七字第0960038704號令。

⁴⁵ 金融監督管理委員會（107）年金管證券字第10703209866號令。

⁴⁶ 金融監督管理委員會，前揭註22。金融監督管理委員會（108）年金管證發字第10803211643號令。

稱之有價證券。

除上述經主管機關核定之有價證券外，尚有學者及經多數最高法院認為應屬主管機關核定為有價證券之臺灣存託憑證（Taiwan Depositary Receipt, TDR）⁴⁷。故原則上不符合上述之核定，本不屬於證交法規定範疇，惟學者認為現代金融工具仍應檢視各商品實質內容，如股票中籤通知書、選擇權契約及連動債等，及具有投資性質的金融創新產品，似不宜以未受到主管機關核定而逕自排除適用證券規定，恐有對投資人保護不足⁴⁸。

二、投資契約應明確納入證交法規範

依證交法第6條規定，文義上僅有限度列舉有價證券種類，但並未含括投資契約，雖有主管機關於1987年以概括授權方式核定部分投資契約為證券，如外在臺募集資金赴外投資所訂立投資契約係屬有價證券⁴⁹，或實務判決採擴張解釋以Howey Test四要件

⁴⁷ 楊岳平，前揭註32，頁151。參閱戴銘昇，從日本法再探證交法上有價證券之範圍與認定——附論臺灣存託憑證是否為證交法上有價證券？，月旦法學雜誌，第284期，頁118-148（2019）。2002年3月25日主管機關曾擬於證交法施行細則第2條規定增列受益憑證、存託憑證及其他具有投資性質之證券，擴大證券適用範圍，惟修法後未增訂該條文，原因未知。劉連煜，前揭註36，頁40。參閱王志誠，有價證券之核定與授權明確性原則——兼評最高法院105年度台抗字第925號刑事裁定，裁判時報，第70期，頁20-31（2018）。參閱郭土木，證券交易法有關經主管機關核定之有價證券其範圍與爭議——兼評最高法院105年台抗字第925號刑事確定裁定，軍法專刊，第64卷第3期，頁43-60（2018）。

⁴⁸ 楊岳平，前揭註32，頁152。

⁴⁹ 財政部，前揭註40。「華僑或外國人在臺募集資金赴外投資所訂立之投資契約，與發行各類有價證券並無二致，投資人皆係給付資金而取得憑證，係屬證券交易法第六條之有價證券，其募集發行應經本會核准始得為之。又其募集資金之行為，如係募集基金投資於外國有價證券，則涉從事證券交易法第十八條之二證券投資信託基金管理辦法所規定之業務範圍，亦應經本會核准。」

判定具有投資契約性質者為證券⁵⁰，尚不足以涵蓋現行多元化的金融交易市場，建議應以修法方式列舉投資契約為有價證券種類之一，或主管機關應全面核定方式投資契約為證券範疇⁵¹。

另，為因應區塊鏈潮流所帶來的新興募集資金工具，2019年7月3日主管機關公告具證券性質之虛擬通貨（此即本文前述討論之證券型代幣，STO，以下用我國證券型代幣稱之）為證交法第6條第1項規定所稱之「有價證券」，所稱具證券性質之虛擬通貨，係指運用密碼學及分散式帳本技術或其他類似技術，表彰得以數位方式儲存、交換或移轉之價值，且具流通性及下列投資性質者：

（一）出資人出資；（二）出資於一共同事業或計畫；（三）出資人有獲取利潤之期待；（四）利潤主要取決於發行人或第三人之努力⁵²。我國證券型代幣之定義為，符合四特質，第一、「運用密碼學及分散式帳本技術或其他類似技術」，此指運用區塊鏈技術結合密碼學運用成為現今代幣交易方式；第二、「表彰得以數位方式儲存、交換或移轉之價值」；第三、「流通性」，即得作為自由交易、轉讓之客體⁵³；第四、且具有投資性質，採用美國Howey Test四要件作為判斷是否具有投資性質。主管機關採用

⁵⁰ 臺灣高等法院100年度金上易字第1號刑事判決：「然本院認為，所謂『投資契約』（investment contract）性質上應屬於有價證券，而『投資契約』之定義，參諸我國學說以及美國法上之發展，應係指投資人出資於共同事業（common venture），其報酬全然取決於發起人或第三人的經營績效而言，析其要素有四：1.投資人出資；2.出資於共同事業；3.投資人分享報酬；4.報酬之有無全然取決於發起人或第三人的經營（此即美國法上之The Howey Test……）。」

⁵¹ 楊岳平，前揭註32。

⁵² 金融監督管理委員會，前揭註22。

⁵³ 最高法院104年度台上字第3215號刑事判決：「……於客觀上而言，上開合約書已然具有表彰一定財產價值之性質，且該股權、股份均得作為自由交易客體，顯然具有『投資性』、『流通性』，屬證券交易法所規範之有價證券等旨。」

Howey Test四要件判斷方式富有彈性且可對不同內容之金融商品做出檢測，學者謂為乃其優點⁵⁴。本文認同應用Howey Test為檢測投資性質之標準，可解決現行法下主管機關對有價證券範疇認定的明確性，惟美國證券管理委員會（The U.S. Securities and Exchange Commission, SEC）在2019年4月3日發布聲明「數位資產分析與監理指南」（Framework for ‘Investment Contract’ Analysis of Digital Assets）⁵⁵已對Howey Test四要件作出調整（容後文詳述），我國在無判例法的依循下，採用原始的1946年Howey Test四要件，除適用上會產生許多疑義外⁵⁶，面對不斷推陳出新的創新商品則仍有檢視不足之可能。

三、代幣於現行法規適用可能產生之疑義

雖主管機關已對我國證券型代幣做出定性以及檢視方式，仍無法完全解決代幣帶來的法律適用問題。重點仍在於發行人所發行之代幣究係基於籌資之目的或是單純購買特定商品及其服務⁵⁷，以及發行人可否事前確認其所發行代幣種類，適法而為。例如，發行人所發行之代幣僅提供某特定商品或是服務，則應將代幣視為一項「商品」，進行代幣買賣的民眾，如有發生買賣糾紛，民眾可依民法侵權行為或債務不履行等損害賠償規定，向發行人（企業經營者）主張；民眾亦可依消費者保護法（以下簡稱消保法）第7條規定，企業經營者提供服務時，應確保該商品或服

⁵⁴ 黃朝琮，首次代幣發行之架構及相關問題探討，臺北大學法學論叢，第111期，頁58（2019）。

⁵⁵ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, STATEMENT ON “FRAMEWORK FOR ‘INVESTMENT CONTRACT’ ANALYSIS OF DIGITAL ASSETS”, PUBLIC STATEMENT, <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-framework-investment-contract-analysis-digital-assets> (last visited Feb. 5, 2020).

⁵⁶ 黃朝琮，前揭註54，頁58-60。

⁵⁷ 楊岳平，前揭註32，頁157。

務，符合當時科技或專業水準可合理期待之安全性，而消費者仍應證明其損害與所主張之事實具有相當因果關係。此時，系爭代幣僅是單純功能型代幣，目的為購買特定商品或特定服務，並不具有投資性質，因此不構成證券，自不該當適用證交法，應適用其他民事法規範。

再者，若發行人之代幣已被認定為證券型代幣，則非單純代幣商品，依照主管機關最新函釋核定為證券，適用證交法。探究證券型代幣本質，是一種利用區塊鏈技術（分散式帳簿技術）使既有傳統資產幣化，提升資金募集效率與降低中介機構成本的做法，然而其最終目的仍為對公眾進行募集資金之概念且具有投資性質。例如，民眾購買證券型代幣最終目的為獲取與金錢相當之利潤，該行為應類似於或等同於投資行為，並非消保法第2條第1款、第3款所明定，「消費者保護法所稱之『消費』，並非純粹經濟學理論上的一種概念，而是事實生活上之一種消費行為，其意義包括：消費係為達成生活上目的之行為，凡基於求生存、便利或舒適之生活目的，在食衣住行育樂方面所為滿足人類慾望之行為……故消費者保護法所稱之消費，係指不再用於生產情形下之『最終消費』而言」，依照消費者保護委員會（93）年消保法字第0930003053號函。說明，非屬最終消費，不適用消保法。另有實務判決理由亦肯認「單純投資行為，與一般商品消費行為不同，自無消費者保護法之適用」⁵⁸、「以投資獲利為目的，並非為取得生活上所需之服務或商品而締約，並不適用消保法之相關規範」⁵⁹。

承上所述，若代幣可提供特定商品使用或提供服務，並且在發行過程中宣傳未來有獲利預期性時，則非單純功能型代幣，在

⁵⁸ 最高法院102年度台上字第1458號民事判決。

⁵⁹ 最高法院106年度台上字第27號民事判決。

美國Munchee案中確認此種功能型代幣仍構成證券⁶⁰，適用證交法規定（容後文伍、進一步陳述）。我國主管機關目前只針對證券型代幣核定為有價證券，仍有疑義是，若是代幣發行人發行時僅說明購買商品與使用功能，而不宣傳實際具有預期未來獲利之功能，或是說明模糊時，非明確定性為證券型代幣時，是否可不適用證交法規定？抑或是代幣發行人初步僅發行功能型代幣，發行後想變更代幣性質為證券型代幣，又該如何適用證交法規定。

肆、各國對代幣發行制定相關法規及監理程度之介紹

一、加拿大認定代幣適用證券法規且監理程度較嚴格

加拿大證券管理局（Canadian Securities Administrators, CSA）於2017年8月24日發布的「CSA 46-307號員工通告：數位加密貨幣發行」⁶¹，又於2018年6月24日發布「CSA 46-308號員工通告：證券法應用於代幣發行」，對於各種數位加密貨幣發行涉及證券交易應受證交法規範，例如ICO或Initial Token Offerings（ITO），而代幣是否構成證券法規上的有價證券，做出與美國相同判斷標準，檢視代幣是否為投資契約，適用相似於美國Howey Test的判斷標準（the term “investment contract”, including considering whether the offering involves: 1. An investment of money; 2. In a common enterprise; 3. With the expectation of profit; 4. To come

⁶⁰ See U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, IN the MATTER OF MUNCHEE, INC., <https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf> (last visited Feb. 5, 2020).

⁶¹ See CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS, CSA STAFF NOTICE 46-307 CRYPTOCURRENCY OFFERINGS, https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category4/csa_20170824_cryptocurrency-offerings.pdf (last visited Feb. 5, 2020).

significantly from the efforts of others)⁶²。(美國證券管理委員會對代幣的證券監管程度請見本文伍、介紹)

加拿大證券主管機關對於ICO代幣的性質認定偏向從嚴的個案認定，利用投資契約四要件檢視代幣證券性質。如果ICO代幣的性質是單純支付型，則非證券，因為單純支付型代幣在次級市場上並無價格上的波動而不應將其視為證券⁶³，故原則上應依個案白皮書內容對於代幣說明來認定其真實性質。例如，雖名為資產型代幣或是功能型代幣，如實質上存有表決權、預期獲利、盈餘分配權等，都將容易被視為證券需依照證券法規管理。

二、新加坡制定數位代幣發行指引並依證券暨期貨法規範

新加坡金融管理局 (Monetary Authority of Singapore, MAS) 在2019年12月23日發布數位代幣發行指引 (A Guide to Digital Token Offerings)⁶⁴，數位代幣發行指引第2條規定數位代幣將受到證券暨期貨法 (Securities and Futures Act, SFA) 規範⁶⁵，MAS進

⁶² See CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS, CSA STAFF NOTICE 46-308 SECURITIES LAW IMPLICATIONS FOR OFFERINGS OF TOKENS, http://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_csa_20180611_46-308_securities-law-implications-for-offerings-of-tokens.htm (last visited Feb. 5, 2020).

⁶³ James J. Park, When Are Tokens Securities? Some Questions from the Perplexed, UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 18-13 (Dec. 10, 2018), <https://ssrn.com/abstract=3298965> (last visited Feb. 5, 2020).

⁶⁴ MONETARY AUTHORITY OF SINGAPORE, A GUIDE TO DIGITAL TOKEN OFFERINGS, <https://www.mas.gov.sg/publications/monographs-or-information-paper/2019/a-guide-to-digital-token-offerings> (last visited June 18, 2020).

⁶⁵ *Id.* “2.1 Offers or issues of digital tokens may be regulated by MAS if the digital tokens are capital markets products under the SFA. Capital markets products include any securities, units in a collective investment scheme, derivatives contracts and spot foreign exchange contracts for

一步檢視代幣的結構、特性與其附屬的權利，判斷該代幣是否構成證券暨期貨法第2條(1)項定義下的資本市場商品⁶⁶。例如，股票（share）、債券（debenture）、商業信託中的一個單位（a unit in a business trust）、具有證券基礎之衍生品合約（a securities-based derivatives contract）、集合投資計畫中的一個單位（a unit in a Collective Investment Scheme, CIS）⁶⁷等，數位代幣被認定為資本市場商品即須受到MAS監理範圍。iSTOX是一新加坡證交所認同的證券代幣平台，在2019年5月已經納入MAS的監理沙盒⁶⁸。

purposes of leveraged foreign exchange trading. Digital tokens which constitute capital markets products.”

⁶⁶ *Id.* “2.2 MAS will examine the structure and characteristics of, including the rights attached to, a digital token in determining if the digital token is a type of capital markets products under the SFA.”

⁶⁷ *Id.* “2.3 For instance, a digital token may constitute – 2.3.1 a share, where it confers or represents ownership interest in a corporation, represents liability of the token holder in the corporation, and represents mutual covenants with other token holders in the corporation *inter se*; 2.3.2 a debenture, where it constitutes or evidences the indebtedness of the issuer of the digital token in respect of any money that is or may be lent to the issuer by a token holder; 2.3.3 a unit in a business trust, where it confers or represents ownership interest in the trust property of a business trust; 2.3.4 a securities-based derivatives contract, which includes any derivatives contract of which, the underlying thing is a share, debenture or unit in a business trust; or 2.3.5 a unit in a collective investment scheme (“CIS”), where it represents a right or interest in a CIS, or an option to acquire a right or interest in a CIS. Please also note that the characteristics described in paragraph 2.3 are not exhaustive.”

⁶⁸ Michael Lee，新加坡證券代幣募資平台iSTOX在本月初進入監理沙盒，招募第一批代幣發行企業與投資人，動區動趨Blocktempo，<https://www.blocktempo.com/singapore-security-platform-istox-now-ready-to-onboarding-its-first-batch-of-issuers-and-investors/>（2020/02/05，造訪）。

三、日本首先開放代幣交易適用證券法規監理

在日本金融廳（Japan's Financial Services Agency, FSA）允許將代幣（虛擬加密貨幣）作為一種合法的支付工具，並立法控管，甚至於2016年日本政府已准予新創公司ICO，且其全世界63%比特幣的交易量在日本，是世界上比特幣交易量最大的國家，但日本本土確實也發生不少虛擬加密貨幣詐財案件，已確定出現3起比特幣詐欺（Bitcoin Fraud）案件⁶⁹。而關於代幣的判斷方式也如同美國探討證券或是依照代幣性質區分監理歸屬⁷⁰，目前ICO在日本發行沒有明文禁止，ICO發行甚至STO，若有業者提出申請，是否會透過日本金融廳審核通過未來的發展還有待觀察。目前最新資料顯示，2018年12月21日日本金融廳已有對ICO做出新的規範，新的報告中做出對於加密貨幣的監理政策外，亦討論對於網路駭客攻擊、產業自我監理、交易所須有牌照核可、代幣性質及保證金交易進行等，探討範圍廣泛，亦包括STO以證券代幣發行之監理架構的草案，此一報告對ICO的監理規定主要目的是提供投資者更多的保護⁷¹。

⁶⁹ 3 arrested over Bitcoin fraud in Japan first, THE MAINICHI (Nov. 4, 2016), <https://mainichi.jp/english/articles/20161104/p2a/00m/0na/009000c> (last visited Feb. 5, 2020). 33 cases, 76.5 million yen in virtual currency damages from Jan. to July 2017: NPA, THE MAINICHI (Sep. 7, 2017), <https://mainichi.jp/english/articles/20170907/p2a/00m/0na/015000c> (last visited Feb. 5, 2020).

⁷⁰ 鳥毛拓馬，ICOに関するSECの規制対応——SECは、一定の場合にはトークンが「証券」に該当すると判断，大和総研，http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20171207_012532.pdf（2020/02/05，造訪）。

⁷¹ 「仮想通貨交換業等に関する研究会」報告書，金融庁，<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20181221.html>（2020/06/18，造訪）。JAPAN FINANCIAL SERVICES AGENCY, REPORT FROM STUDY GROUP ON VIRTUAL CURRENCY EXCHANGE SERVICES, <https://www.fsa>.

四、澳洲友善開放代幣適用公司法規及消費者保護法監理

澳洲證券暨投資委員會（Australian Securities and Investments Commission, ASIC）2017年9月發布運用區塊鏈技術相關規則外（INFO 219 Evaluating Distributed Ledger Technology），甚至考慮通過ICO發行，已有相關白皮書及法規進行討論⁷²。然而，2018年5月公布ICO與虛擬貨幣參考守則（INFO 225 Initial Coin Offerings and Cryptocurrency, INFO 225），解決關於代幣可能適用澳洲公司法（Corporations Act 2001）之疑義⁷³。ASIC 最新公布INFO 225進一步釐清ICO對於消費者的保護適用，如果消費者受到誤導、詐欺、或不實消息資訊而做出錯誤決定，可以澳洲公司法提出相關誤導與詐欺行為之請求賠償⁷⁴。但ASIC亦首先將代幣做性質區分，如代幣為金融商品（Financial Product）始有該公司法之適用。若代幣非金融商品則適用澳洲消費者保護法之誤導與詐欺行為之損害賠償規定⁷⁵。

[go.jp/en/refer/councils/virtual-currency/20181228.html](https://asic.gov.au/regulatory-resources/digital-transformation/evaluating-distributed-ledger-technology/) (last visited June 18, 2020).

⁷² AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION, EVALUATING DISTRIBUTED LEDGER TECHNOLOGY, <https://asic.gov.au/regulatory-resources/digital-transformation/evaluating-distributed-ledger-technology/> (last visited Feb. 5, 2020). “This information sheet (INFO 219) is for both existing licensees and start-ups that are considering operating market infrastructure, or providing financial or consumer credit services, using distributed ledger technology (DLT) or blockchain.”

⁷³ AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION, INITIAL COIN OFFERINGS AND CRYPTO-ASSETS, <https://asic.gov.au/regulatory-resources/digital-transformation/initial-coin-offerings-and-crypto-assets/> (last visited Feb. 5, 2020).

⁷⁴ *Corporations Act 2001* (Cth) (Austl.).

⁷⁵ *Competition and Consumer Act of 2010* (Cth) Schedule 2.

五、南韓代幣發行現況——從禁止代幣交易轉為趨緩接受

南韓政府（South Korean）的金融監理機關對於虛擬貨幣與代幣交易原本採取開放態度（Bitcoin Regulation Act）⁷⁶，原本欲進行虛擬貨幣或代幣稅賦政策⁷⁷，但是鑑於比特幣的交易巨幅波動嚴重影響到南韓政府對於虛擬貨幣的政策，因此嚴格監理虛擬貨幣的運用，2017年12月禁止ICO⁷⁸，成為全球第二個禁止ICO的國家，及制定犯罪洗錢防制法⁷⁹。但是面對區塊鏈技術與金融科技

⁷⁶ “Bitcoin Regulation Act” in Korean, “The amendment proposes five classifications of digital currency handlers with the following definitions. ‘Virtual currency traders’ – those selling goods or services in exchange for digital currency.

‘Virtual currency dealers’ – those operating a market for the sale of virtual currencies such as exchanges.

‘Virtual currency brokers’ – those intermediating or arranging the sale of digital currency.

‘Virtual currency issuers’ – those offering systems to create and issue digital currencies, and

‘Virtual currency managers’ – those storing or managing digital currencies for others.”

⁷⁷ Christine Kim & Cynthia Kim, *South Korea to Consider Capital Gains Tax on Cryptocurrency Trading: Government Statement*, REUTERS (Dec. 13, 2017), <https://www.reuters.com/article/us-markets-bitcoin-southkorea-tax/south-korea-to-consider-capital-gains-tax-on-cryptocurrency-trading-government-statement-idUSKBN1E709T> (last visited Feb. 5, 2020).

⁷⁸ Christine Kim & Cynthia Kim, *South Korea Considers Cryptocurrency Tax as Regulators Grapple with ‘Speculative Mania’*, REUTERS (Dec. 13, 2017), <https://www.reuters.com/article/us-markets-bitcoin-southkorea/south-korea-considers-cryptocurrency-tax-as-regulators-grapple-with-speculative-mania-idUSKBN1E703O?il=0> (last visited Feb. 5, 2020).

⁷⁹ Korean Financial Services Commission, Capital Market Investigation Unit, Organization Chart, https://www.fsc.go.kr/eng/new_about/organization.jsp?menu=08&name=cap#cap (last visited Feb. 5, 2020); Kevin Helms, *South Korea Outlines Proposed Legislation for Cryptocurrency*

趨勢，全球ICO發行浪潮席捲，甚至逐漸冒出符合證券監理的STO，南韓政府身為G20（國際經濟合作論壇）高峰會之一會員國，不得不重新正視面對與接受ICO所帶來的法制規範與金融監理問題，始能與全球經濟接軌⁸⁰。

六、中國代幣發行現況——嚴格禁止代幣交易及相關活動

中國政府則表態封殺ICO，並認為ICO有可能是一種虛擬加密貨幣詐財（Cryptocurrency Fraud）⁸¹。香港與中國大不同，反觀香港交易所的Bitfinex，則提供虛擬貨幣交易平台，即比特幣、萊特幣等虛擬貨幣和以太坊兌換和保證金交易平台，積極提供投資者融資購買虛擬貨幣、期貨、做多做空等⁸²。「中國人民銀行副行長、國家外匯管理局局長潘〇勝2018年12月8日在北京召開的『第二屆中國互聯網金融論壇』上，左批先前在大陸盛行的P2P網路貸款平台，右打虛擬貨幣行業，並強調不論是ICO或STO，在中國大陸都是非法的金融活動。⁸³」中國政府透過5家高級監管機構，其中包括中國人民銀行和銀保監會於2018年8月24日發出最新警告，

Exchanges, BITCOIN.com (Nov. 29, 2017), <https://news.bitcoin.com/south-korea-legislation-cryptocurrency-exchanges/> (last visited Feb. 5, 2020).

⁸⁰ Yoo-Chul Kim, *Korea Shifting to Embrace Cryptocurrency*, THE KOREA TIMES (July 5, 2018), http://www.koreatimes.co.kr/www/biz/2018/07/602_251786.html (last visited Feb. 5, 2020).

⁸¹ Elaine Ramirez, *An ICO Ban in Japan Is Still A 'Definite Possibility'*, FORBES (Oct. 15, 2017), <https://www.forbes.com/sites/elaineramirez/2017/10/15/japan-ico-ban-indiesquare-higashi/#2bf4d770213e> (last visited Feb. 5, 2020).

⁸² BITFINEX, <https://www.bitfinex.com/?locale=zh-TW> (last visited Feb. 5, 2020).

⁸³ 吳瑞達，潘功勝：ICO、STO在陸違法，中時電子報，2018年12月9日，<https://www.chinatimes.com/newspapers/20181209000212-260203>（2020/02/05，造訪）。

表示反對任何與數位加密貨幣相關的籌資和交易活動⁸⁴。

七、泰國代幣發行現況——公布數位資產事業法

泰國於2018年5月14日公布「數位資產事業法」，授權泰國證券交易委員會（TSEC）可將數位資產依性質區分為兩類，「加密貨幣（Cryptocurrency）與數位代幣（Digital Token）」，……，該法令中明確規範所有進行首次代幣發行（ICO）項目都需受到全程嚴格監管，並應履行SEC提出之規範，包括資訊揭露、資訊正確性、公司董事、管理人員、財務報告等，發行公司若未執行相關批准與監管，而逕行發行ICO，則必須負擔民事與刑事責任。⁸⁵」

八、菲律賓代幣發行現況——發布數字資產代幣發行規則

菲律賓卡加延經濟區管理局（Cagayan Economic Zone Authority, CEZA）發布的新規定數字資產代幣發行規則（DATO Rules and Regulation）⁸⁶。依據該規則，代幣被預設為證券，所有

⁸⁴ 區塊鏈妹Mel，跟進國家監管政策：微信支付、支付寶嚴禁加密貨幣交易，區塊鏈客，<https://blockcast.it/2018/08/25/china-ban-follow-up-wechat-alipay-to-block-crypto-transactions-on-payment-platforms/>（2020/02/05，造訪）。關於中國對代幣及相關業務監管動態，請參考安菲，臨近「九四公告」一周年回顧中國對加密貨幣及相關業務監管動態，區塊鏈客，<https://blockcast.it/2018/09/01/summary-china-policy-on-crypto-exchanges-ico-ban-since-2017-sept-4/>（2020/02/05，造訪）。

⁸⁵ 楊雅婷，泰國頒布數位資產事業法，科技法律透析，第31卷第3期，頁7（2019）。「（1）加密貨幣（Cryptocurrency），建立在電子系統、網域之中，且用來交換商品、服務或代表權力的交易媒介。（2）數位代幣（Digital Token），建立在電子系統、網域之中，根據發行人與持有人間之協議，用於個人在某個特定項目或業務之投資，所獲之權利；例如紅利點數、使用權、遊戲商品。」

⁸⁶ See CAGAYAN ECONOMIC ZONE AUTHORITY, RULES ON DIGITAL ASSET AND TOKEN OFFERINGS (SUPPLEMENTAL RULE TO THE FINANCIAL

代幣發行人必須提供CEZA適當的發行代幣文件，包括發行人、發行項目、專家及數位資產代理商（Digital Asset Agent/ DA Agent）等相關重要訊息，目的在規範加密貨幣行業並且保護投資者，如收購加密貨幣資產（包括公用事業和證券代幣）等⁸⁷，並且按照籌資總金額做分層監管，第一層（Tier 1 DATO）投資總額不超過500萬美元，第二層（Tier 2 DATO）超過500萬美元至1,000萬美元，第三層（Tier 3 DATO）投資總額超過1,000萬美元⁸⁸。

九、香港代幣發行現況——發布STO監管規則及適用於管理投資於虛擬資產的投資組合的持牌法團的標準條款及條件

香港證券及期貨事務監察委員會（Hong Kong Securities and Futures Commission, SFC）（以下簡稱證監會）於2019年3月28日發布STO監管規則（Statement on Security Token Offerings）⁸⁹，該規則中將STO直接認定應遵守香港證券法規範，定義STO是「傳統證券發售屬性的特定代幣發行」，當中涉及運用區塊鏈技術以數位形式來代表資產擁有權（例如黃金或房地產）或經濟權利（例如利潤或收益的分佔權）的證券型代幣，且STO通常只提供給專業投資人⁹⁰。再者，證監會於2019年10月發布對加密貨幣監管的相關規則「適用於管理投資於虛擬資產的投資組合的持牌法

TECHNOLOGY SOLUTIONS AND OFFSHORE VIRTUAL CURRENCY BUSINESS RULES AND REGULATIONS OF CEZA OF 2018), <https://ceza.gov.ph/dato-rules-and-regulation> (last visited Feb. 5, 2020).

⁸⁷ *Id.* at 5-6.

⁸⁸ *Id.* at 25.

⁸⁹ SECURITIES AND FUTURES COMMISSION, STATEMENT ON SECURITY TOKEN OFFERINGS, <https://www.sfc.hk/web/EN/news-and-announcements/policy-statements-and-announcements/statement-on-security-token-offerings.html> (last visited Feb. 5, 2020).

⁹⁰ *Id.*

團的標準條款及條件」⁹¹，該規則對虛擬資產定義為，以數碼形式來表達價值的資產，其形式可以是數碼代幣（如數碼貨幣、功能型代幣，或以證券或資產作為抵押的代幣）、任何其他虛擬商品、加密資產或其他本質相同的資產，不論該等資產是否構成該條例所界定的「證券」或「期貨合約」⁹²。以及對首次代幣發行ICO做出說明，「虛擬資產基金管理公司如代其管理的基金參與虛擬資產的首次發行（即首次代幣發行），應確保：（a）在首次發行活動中獲分配的虛擬資產，以公平和公正的方式分配予其管理的基金；（b）不得在分配過程中偏袒個別基金；及（c）將（i）交易執行前擬採納的分配基準；（ii）交易執行後的實際分配情況；及（iii）預期與實際分配之間出現差異的原因記錄下來。⁹³」

十、小 結

綜合上述各國現況，美國與加拿大對代幣採取嚴格認定受證券法規範，新加坡、日本、澳洲、泰國、菲律賓、香港等則制定相關代幣規範似有鼓勵代幣交易發展，以及南韓與中國傾向禁止代幣在國內進行交易等。各個國家對於區塊鏈技術的應用與ICO監理皆對代幣發行與交易公布相關法令、監管框架與指引，以及相關金融監理等配套措施，無論是在虛擬貨幣政策法規（Cryptocurrency Regulations）、證券法規調整、公司法規調整或消費者保護法規等，皆在進行相關ICO代幣發行與交易的立法與修法，新興科技帶來的便利與衝擊已經不容忽視。因此，世界各

⁹¹ 香港證券及期貨事務監察委員會，適用於管理投資於虛擬資產的投資組合的持牌法團的標準條款及條件，[https://www.sfc.hk/web/TC/files/IS/publications/VA_Portfolio_Managers_Terms_and_Conditions_\(TC\).pdf](https://www.sfc.hk/web/TC/files/IS/publications/VA_Portfolio_Managers_Terms_and_Conditions_(TC).pdf)（2020/06/18，造訪）。

⁹² 前揭註，頁4。

⁹³ 香港證券及期貨事務監察委員會，前揭註91，頁10。

國在享受數位時代帶來的安全、便利、快速各種優點之後，仍亟需反思新興科技將會帶來負面的衝擊，即法制上如何提供投資人（亦可能為消費者）更完善的保護。因此，參酌各國對於代幣的法制現況，證券法規的適用相當重要，現行我國證交法對於證券的認定亦應有更明確的依據為佳。在未能及時修法因應前，本文認為主管機關或可透過函釋說明代幣具體適用證券的範圍，再利用行政指導方式，即不具有強制拘束力說明代幣適用範圍，使代幣發行方與投資人有更具體的準則依據，以解決現有代幣法律定位不明之困擾。

伍、美國證券管理委員會對新型募資工具之近期實務見解

一、美國證券管理委員會利用Howey Test建立ICO代幣發行之審查標準——以The DAO一案為例

美國聯邦政府對代幣的態度即是趨向保守的，因美元具有全世界主要儲備商務貨幣的功能，美國國稅局（Internal Revenue Service, IRS）曾於2014年宣稱虛擬貨幣不是貨幣而是資產（Property），因此需要課徵資本利得稅⁹⁴，這對支付型代幣（如

⁹⁴ INTERNAL REVENUE SERVICE, IRS VIRTUAL CURRENCY GUIDANCE: VIRTUAL CURRENCY IS TREATED AS PROPERTY FOR U.S. FEDERAL TAX PURPOSES; GENERAL RULES FOR PROPERTY TRANSACTIONS APPLY, <https://www.irs.gov/newsroom/irs-virtual-currency-guidance> (last visited Feb. 5, 2020). “In some environments, virtual currency operates like ‘real’ currency -- i.e., the coin and paper money of the United States or of any other country that is designated as legal tender, circulates, and is customarily used and accepted as a medium of exchange in the country of issuance — but it does not have legal tender status in any jurisdiction. The notice provides that virtual currency is treated as property for U.S. federal tax purposes. General tax principles that apply to property

比特幣)的使用者是相當繁雜的,因為必須記載其花費或交易的每一個比特幣,才能判斷是賺或是賠,來作為課稅基準。另外,紐約州金融服務管理局(New York State Department of Financial Services, NYDFS)在2015年2月25日公布修正後BitLicense草案,管理虛擬加密貨幣的相關業務以及資金撥付的執照,還有回應一些與虛擬貨幣與金融服務相關的模糊問題⁹⁵。

然而,ICO發行是否應受美國證券法規管理,於2017年7月25日美國證券管理委員會首次對投資人發布一項代幣性質之調查報告,解釋The DAO代幣發行⁹⁶,因具有投資契約性質,應視為有價證券並進行監理。

美國證券管理委員會執法部門調查The DAO,並於2017年7月25日對投資人發布一項調查報告⁹⁷,澄清數位加密貨幣是否應視

transactions apply to transactions using virtual currency...”

⁹⁵ See NEW YORK STATE DEPARTMENT OF FINANCIAL SERVICES, RULE MAKING ACTIVITIES, <https://docs.dos.ny.gov/info/register/2015/feb25/pdf/rulemaking.pdf> (last visited Feb. 5, 2020).

⁹⁶ TheTradingHall, Introduction to the DAO, The DAO (June 29, 2016), <https://daowiki.atlassian.net/wiki/spaces/DAO/pages/5996662/Introduction+to+the+DAO> (last visited Feb. 5, 2020).「2016年5月28日The DAO完成有史以來金額最高的群眾募資,是一個完全去中心化的自主組織,使用開放源碼的分散式軟體執行智慧合約,它是從以太坊建造出,使用虛擬加密貨幣以太坊(Ether Coin),除The DAO軟體外,沒有執行長、沒有員工,也沒有指導委員會,跟創投基金一樣The DAO核准於投資於創新創業計畫,但有兩點不同,一是,投資的未必是承諾提供財務報酬的創新創業計畫,也可以支持非營利行動;二是,並非由合夥人或評估核心群來挑選投資什麼計畫,而是由出資的群眾投票選擇,個別成員的投票權比重取決於出資額。」請參閱Andrew McAfee & Erik Brynjolfsson著(李芳齡譯),機器,平台,群眾:如何駕馭我們的數位未來,頁352-353,遠見天下文化出版股份有限公司(2017)。

⁹⁷ See U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *supra* note 13.

為有價證券進行監理，而ICO與代幣的相關交易或代售行為是否受證券監理亦包括在內。The DAO該虛擬組織其利用分散式帳簿技術或是區塊鏈技術提供或販售DAO Tokens以賺利益，即DAO Tokens透過乙太坊的網路平台發行，購買者利用乙太幣（Ether）換取DAO Token，而管理者利用智慧契約讓DAO Token持有者可以對投資項目進行投票表決，並將獲益分配給DAO Token持有者⁹⁸。美國證券管理委員會判斷DAO Tokens是否具有投資契約（Investment Contract）性質，乃依據1946年美國聯邦最高法院於SEC v. Howey一案⁹⁹形成Howey Test審查標準，若符合投資契約性質則屬於證券，應受到證券法的規範。而用Howey Test審查DAO Tokens檢視是否為投資契約須符合四要件：第一，投資金錢（It is an investment of money）；第二，投資人可以預期有獲利（There is an expectation of profits from the investment）；第三，投資於一共同企業（The investment of money is in a common enterprise）；第四，任何獲利均來自於發起人或第三人的努力（Any profit comes from the efforts of a promoter or third party）。

報告中指出，美國證券管理委員會判斷購買者用乙太幣換取DAO Tokens的行為，乃為投資契約四要件中第一個投資金錢之要件；再者，DAO Token持有者可以參與投票表決投資項目，亦對DAO Token有預期獲利，符合第二要件；且管理者可以選擇DAO Token持有者所投票表決建議之投資方案，認為符合獲利來自於他人的努力，符合第四要件¹⁰⁰。SEC基於調查結果認定DAO Tokens符合投資契約性質，故The DAO應視為證券。在這份調查報告中確認Howey Test中投資金錢（money）不以現金（the form of

⁹⁸ *Id.* at 2, 5-6.

⁹⁹ SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946).

¹⁰⁰ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *supra* note 13, at 12-13.

cash) 為限，亦包括乙太幣¹⁰¹，雖符合四要件中的三要件，但報告中並未詳細說明如何符合投資於一共同事業此一要件。因此，SEC認定The DAO行為已經違反1934年證券法第21條(a)項的規定，縱使這些有價證券的買受方式是利用代幣或是區塊鏈技術，仍應受到聯邦有價證券法的規範始能進行合法的交易所¹⁰²。惟這項調查報告的出現並沒有結束虛擬加密貨幣定位的紛擾，另有學者認為利用70幾年前的Howey Test來判斷區塊鏈技術的產品是不夠精確的，因Howey Test建立當時並未有此類型科技金融商品¹⁰³；亦有認為SEC無困難的直接認定The DAO為發行者 (Issuer)，令人存疑，因為The DAO是一虛擬組織（去中心化組織），並非依法登記的公司或是企業主體，如何認定其為發行者的身分¹⁰⁴。

¹⁰¹ *Id.* at 11. 引用內容參見註13。

¹⁰² U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, INVESTOR BULLETIN: INITIAL COIN OFFERINGS, https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_coinofferings (last visited Feb. 5, 2020). “On July 25, 2017, the SEC issued a Report of Investigation under Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934 describing an SEC investigation of The DAO, a virtual organization, and its use of distributed ledger or blockchain technology to facilitate the offer and sale of DAO Tokens to raise capital. The Commission applied existing U.S. federal securities laws to this new paradigm, determining that DAO Tokens were securities. The Commission stressed that those who offer and sell securities in the U.S. are required to comply with federal securities laws, regardless of whether those securities are purchased with virtual currencies or distributed with blockchain technology.”

¹⁰³ Michael del Castillo, *A ‘Howey Test’ for Blockchain? Why the SEC’s ICO Guidance Isn’t Enough*, COINDESK.COM (Aug. 8, 2017), <https://www.coindesk.com/every-token-snowflake-secs-ico-guidance-isnt-enough/> (last visited Feb. 5, 2020).

¹⁰⁴ Gregory J. Nowak et al., *Blockchain and Initial Coin Offerings: SEC Provides First U.S. Securities Law Guidance*, The Harvard Law School Forum on Corporate Governance (Aug. 9, 2017), <https://corpgov.law>.

二、美國證券管理委員會認定功能型代幣須個案檢視是否受證券法規範——以Munchee一案為例

另外，關於ICO與代幣的相關交易或代售行為等，SEC接續做出一連串的行政和解與裁罰，對於代幣證券的認定從嚴。於2017年12月11日在解釋MUN代幣一案做出行政和解，2018年6月14日SEC之公司金融部部長（Director of the Division of Corporation Finance）William Hinman發表*When Howey Met Gary (Plastic)*演說，認為證券投資性應判斷交易雙方有無重大訊息不對稱（material information asymmetries），及應判斷系爭代幣銷售方式與購買者是否有合理的期待¹⁰⁵。在2017年Munchee一案¹⁰⁶，美國證券管理委員會第一次將功能型代幣也列入證券法的管理。Munchee公司利用區塊鏈技術發行MUN Token籌措資金，讓消費者先購買MUN Token等未來建構完成服務後，再利用MUN Token購買相關產品服務，發行該幣時表示MUN Token是有升值與獲利的空間，並會積極與代幣交易所合作，提供MUN Token持有者未來可於次級市場進行交易¹⁰⁷。在該份行政和解書中，SEC認為Munchee公司提供白皮書說明、網路、部落客及臉書的宣傳等，足以使MUN Token購買者相信這是類似一種公開說明書，且MUN Token持有者有預期獲利，符合投資契約要件¹⁰⁸，因此SEC公布與Munchee公司之和解書，該內容說明MUN Token即使是功能型代

harvard.edu/2017/08/09/blockchain-and-initial-coin-offerings-sec-provides-first-u-s-securities-law-guidance/ (last visited Feb. 5, 2020).

¹⁰⁵ William Hinman, Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (plastic), U.S. Securities and Exchange Commission (June 14, 2018), <https://www.sec.gov/news/speech/speech-hinman-061418> (last visited Feb. 5, 2020).

¹⁰⁶ See U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *supra* note 60.

¹⁰⁷ *Id.* at 2-4.

¹⁰⁸ *Id.* at 8-9.

幣亦將適用美國證券法的規範。

三、美國證券管理委員會與法院於The DAO案後檢視 新型募資工具的態度

在DAO報告後，2018年9月，SEC第一次對代幣交易或代售行為做出裁罰，認定TokenLot（ICO Superstore）未註冊經紀商或承銷商（Broker-Dealer）向大眾出售加密貨幣，縱使TokenLot聲稱已踐行謹慎的KYC及洗錢防制法AML（Anti-Money Laundering）法遵程序，仍構成違法受到裁罰¹⁰⁹。2018年11月16日，CarrierEQ（Airfox）¹¹⁰與Paragon¹¹¹進行ICO，皆因未註冊ICO為證券發行受到裁罰，與SEC達成行政和解處分，和解條件為將資金返還給投資人，且代幣須先註冊為證券¹¹²。又於2018年11月8日對進行代幣交易的去中心化交易所進行裁罰，EtherDelta為二級市場中的去中心化交易所，主要提供「幣幣交易」服務，依據SEC的調查資料，EtherDelta用戶在18個月內進行了超過360萬筆ERC-20代幣交易，其中包括聯邦證券法所定義之證券型代幣，EtherDelta也因未依法註冊為交易所（Exchange）而受到民事裁罰¹¹³。

¹⁰⁹ See U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, IN THE MATTER OF TOKENLOT, LLC, LENNY KUGEL, AND ELI L. LEWITT, <https://www.sec.gov/litigation/admin/2018/33-10543.pdf> (last visited Feb. 5, 2020).

¹¹⁰ See U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, IN RE CARRIEREQ, INC., D/B/A AIRFOX, <https://www.sec.gov/litigation/admin/2018/33-10575.pdf> (last visited Feb. 5, 2020).

¹¹¹ See U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, IN RE PARAGON COIN, INC., <https://www.sec.gov/litigation/admin/2018/33-10574.pdf> (last visited Feb. 5, 2020).

¹¹² See U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, TWO ICO ISSUERS SETTLE SEC REGISTRATION CHARGES, AGREE TO REGISTER TOKENS AS SECURITIES, PRESS RELEASE, <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-264> (last visited Feb. 5, 2020).

¹¹³ See U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, SEC CHARGES

與前述民事裁罰不同者，SEC第一次提出證券詐欺訴訟，2017年9月29日指控被告Maksim Zaslavskiy和他的公司以投資房地產與鑽石為ICO項目，利用ICO對投資者進行詐欺募資¹¹⁴，雖Maksim Zaslavskiy堅稱ICO發行之代幣是貨幣非證券，聯邦法院法官認為證券規範目的係規範投資行為，因此無論以何種方式進行投資，不因其所投資之標的名稱而影響其為投資契約本質，並以Howey Test之四要件分析是否屬於證券¹¹⁵。

四、美國證券管理委員會公布「數位資產分析與監理指南」

美國證券管理委員會於2018年11月16日發布關於數位資產證券發行與交易之聲明書（Statement on Digital Asset Securities Issuance and Trading），關於ICO以及各種虛擬貨幣交易平台，其投資契約符合Howey Test四要件，即屬於有價證券，無論以認證方式或利用區塊鏈技術均須遵守聯邦證券交易法規（“We wish to emphasize, however, that market participants must still adhere to our

ETHERDELTA FOUNDER WITH OPERATING AN UNREGISTERED EXCHANGE, PRESS RELEASE, <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-258> (last visited Feb. 5, 2020). See U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, IN THE MATTER OF ZACHARY COBURN, <https://www.sec.gov/litigation/admin/2018/34-84553.pdf> (last visited Feb. 5, 2020).

¹¹⁴ See U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, SEC EXPOSES TWO INITIAL COIN OFFERINGS PURPORTEDLY BACKED BY REAL ESTATE AND DIAMONDS, PRESS RELEASE, <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-185-0> (last visited Feb. 5, 2020).

¹¹⁵ See U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, SEC V. RECOIN GROUP FOUNDATION, LLC, DRC WORLD INC. A/K/A DIAMOND RESERVE CLUB & MAKSIM ZASLAVSKIY, <https://www.sec.gov/litigation/complaints/2017/comp-pr2017-185.pdf> (last visited Feb. 5, 2020). 關於Zaslavskiy一案利用Howey Test四要件分析詳細說明，請參見黃朝琮，前揭註54，頁29-31；王聖雯，ICO市場的法律問題與監管研究，頁63-80，元照出版有限公司（2018）。

well-established and well-functioning federal securities law framework when dealing with technological innovations, regardless of whether the securities are issued in certificated form or using new technologies, such as blockchain.”)¹¹⁶。SEC在2019年4月3日發布聲明「數位資產分析與監理指南」(Framework for ‘Investment Contract’ Analysis of Digital Assets)¹¹⁷，主要利用投資契約四要件分析代幣在哪種情形將歸類為證券，並受到SEC證券法規監理，該監理指南主要是調整投資契約的適用要件，使發行人更容易判斷其發行代幣之性質，並列出代幣符合一定之要件即屬於證券。其中任何獲利均來自於發起人或第三人的努力(Any profit comes from the efforts of a promoter or third party)，在此一要件判斷上，數位資產購買者，預期從AP(Active Participant)的努力得到利潤，AP乃是負責開發、改進(或加強)、操作或行銷於網路(廣泛包括數位資產網絡、企業、平台或應用)，並將數位資產透過網路達到目的、預期目標或功能¹¹⁸。

然而，該監理指南主要在於評估數位資產是否屬於證券，提供參考依據，惟該監理指南並無單一決定性因素，仍須就多方面

¹¹⁶ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, STATEMENT ON DIGITAL ASSET SECURITIES ISSUANCE AND TRADING, PUBLIC STATEMENT, <https://www.sec.gov/news/public-statement/digital-asset-securities-issuance-and-trading> (last visited Feb. 5, 2020).

¹¹⁷ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *supra* note 55.

¹¹⁸ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, FRAMEWORK FOR “INVESTMENT CONTRACT” ANALYSIS OF DIGITAL ASSETS, <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets> (last visited Feb. 5, 2020). “An AP is responsible for the development, improvement (or enhancement), operation, or promotion of the network, particularly if purchasers of the digital asset expect an AP to be performing or overseeing tasks that are necessary for the network or digital asset to achieve or retain its intended purpose or functionality.”

進行評估，且該監理指南性質並無法律上的約束效力，亦僅提供投資人於投資前判斷依據。另外，雖有監管理指南，尚存在其他無法解決之問題，如SEC並未明確指出同一共同事業之認定方式，僅以法院皆會對此種類型的發行方作共同事業的認定。此監理指南公布後，其後續適用情形，仍值得吾人繼續關注其動態。

陸、結 論

新型募資工具（代幣）引領新型態經濟模式，代幣性質首先應進行區分，究是單純支付型代幣、功能型代幣或資產型代幣。支付型代幣可能適用民法、消費者保護法、金融消費者保護法、電子支付機構管理條例（其他虛擬通貨）、電子票證發行管理條例等相關法規。抑或，利用個案情況判斷功能型代幣有無結合具有股權性質或分潤性質之代幣，部分功能型代幣與資產型代幣則適用證券法規，主要規範有證交法、洗錢防制法、金融科技發展與創新實驗條例等。依據金管會最新公布的規範，STO所發行代幣被歸類為資產型代幣認定為證券，當適用現行證交法下所定義之有價證券。惟是否可以無差異適用證交法規定，仍是很大的待解疑問。金管會的STO規範中限定其發行主體為「依我國公司法組織，且非屬上市、上櫃及興櫃之股份有限公司」，將STO所有發行的主體均適用在有價證券（代幣）之募集、發行、買賣的管理監督，例如發行人應向主管機關申報發行應具備相關條件與文書準備（發行人募集與發行有價證券處理準則），法律遵循成本相當高，限額型案件（3,000萬元以下）雖可豁免申報，但仍有其他限制（檢限專業投資人得參與認購、專業投資人投資上限30萬元、限於同一平台募資、編製公開說明書等），而發行人發行3,000萬元以上STO專案則須依金融科技發展與創新實驗條例向主管機關申請進入沙盒實驗，此種監督方式與監理程度是否合宜，

成本效益不高能否促成新創產業發展，容有深入探討空間。

再言之，STO發行人應否如公開發行公司，當有價證券募集、發行行為有欺罔行為或是公告資訊有不實時，一律適用證交法第20條第1項證券詐欺、同條第2項財報不實說明、第32條公開說明書虛偽或隱匿之責任、甚至是第155條關於操縱市場及第157條之1內線交易等相關法律適用規定，則仍有適用諸多疑義。在內控與治理上，STO發行者是否須盡公司治理之義務；就證券業務相關監理項目上，是否可直接適用如證券商設置標準、證券投資信託及顧問法、證券金融事業管理規則？以及，區塊鏈技術本就是在虛擬世界執行，虛擬通貨發行主體可否為外國人，或是投資的資金來源為外國人時，如何認定管轄權等問題。且如前文所述，主管機關將代幣認定為證券採用美國法的投資契約四要件檢視，此四要件亦應隨之調整，不宜僵化適用。在我國證交法尚未修正證券範圍前，即投資契約性質應全面核定為證券前，或可參酌美國近期公布的監理指南調整四要件，主管機關可採用不具有強制拘束力的行政指導方式，進一步說明投資契約四要件檢視代幣的適用空間或方向。

我國政府為以產業活絡金融促進民間股權眾籌平台，於2016年進一步開放股權性質群眾募資業務¹¹⁹，股權性質募資上限為

¹¹⁹ 金融監督管理委員會，金管會進一步開放股權性質群眾募資業務，金融監督管理委員會新聞稿，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?Id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201601070003&aplistdn=ou=news,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&toolsflag=Y&dtable=News（2016/01/08，最後更新日）。「金管會已於今（7）日核備財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心所報之『證券商經營股權性質群眾募資管理辦法』修正草案，修正重點包括：一、協助募資公司引進天使投資人參與投資，並明定天使投資人為專業機構投資人、股東權益超過新臺幣5,000萬元且設有投資專責單位之法人及創業投資事業，且其投資金額不受限，亦不適用

3,000萬元，募資金額小，相對監理方式與程度較為寬鬆。而金管會釋出的STO初步規範架構，將STO監理比照股權募資門檻，STO募資金額以3,000萬元為限額，此金額內雖可依照證交法第22條規定豁免，但認購對象限制為投資機構與財力達3,000萬元以上的專業投資人，募資金額達3,000萬元以上者，監理強度程度不同，則須申請先進入沙盒實驗。惟金管會參照美國、歐盟及瑞士限制STO認購對象為專業投資人，某程度看似保障散戶及小額投資戶，而此些國家已歷經許多ICO弊案並將監理態度轉趨保守與嚴格限制，但我國未曾准許ICO，此次制定監理規範，直接將STO認購對象設限，將可能會在未來募資過程同樣無法吸引廣大的投資群，使得本欲利用此一創新募資型態改善募資效率與擴大投資群之目的，難以達成，但可得知主管機關欲保護利用新型募資工具的投資人目的甚明。有學者認為，僅限於專業投資人始得參與，每一STO募資案認購金額不得逾10萬元，此項投資限制係參照「境外結構型商品管理規則」第3條第3項之規定，而該規則第2條明確定義「本規則所稱境外結構型商品係指於中華民國境外發行……等衍生性金融商品之複合式商品，且以債券方式發行者。」STO與債券不同，亦非衍生性複合式金融商品，不應以相同監理強度規範之¹²⁰。若募資金額超過門檻，募資方須向金管會

金融消費者保護法相關規定。二、放寬平台業者業務範圍：（一）平台業者得參與認購於其平台辦理募資公司之股票，惟應建置相關投資控管機制。（二）平台業者得依規定向天使投資人辦理推介。（三）平台業者為促進投資人認購公司股票，得從事廣告及業務招攬活動，並應依相關規定辦理，且廣告及業務招攬內容不得涉及預測公司價值或財務業務資訊。三、增加募資公司募資彈性：（一）提高募資公司每年度透過所有平台辦理募資金額為新臺幣3,000萬元。（二）募資標的增加不具債權性質之特別股。上開業務開放期能為股權群眾募資業務注入新的活力，達成以金融支援產業，以產業活絡金融，創造就業並厚植經濟發展之潛能。」

¹²⁰ 林盟翔，專家傳真——STO公聽會之爭點簡評，中時電子報，2019

申請進入沙盒做實驗，等待時間拉長以及繁雜的相關行政手續，亦不利鼓勵發展新創募資之本旨。另外，學者亦提及平台業者的證照與營業項目，主管機關賦予現有自營商規範，惟虛擬加密貨幣或智慧合約的履行，已與傳統券商經營方式不同，對於自營商的舊有規範是否直接適用監理新型科技交易，似不可同日而語¹²¹。

最後，代幣發行與交易及STO在我國的未來發展，是否能藉金融科技發展與創新實驗條例為解套之法，須待主管機關進一步訂定相關規範¹²²，因此值得吾人繼續觀察。但金融監理沙盒本質為實驗性質，有無必要全部依賴沙盒做為唯一監理手段，實值主管機關審慎思考。本文統整目前各國對於代幣發行的相關法制與監理強度，以及提供美國SEC對於代幣交易與發行個案情況的認定判別標準，盼能提供主管機關未來制定相關法規之參照。蓋因新創科技產生，使金融科技（FinTech）大有發展空間，仍建議主管機關制定STO規範準則時，能一併考量區塊鏈技術具有普惠金融（Financial Inclusion）¹²³的精神，建構完善金融體系及利用合適的科技監理（Regulatory Technology, RegTech），接合不斷推出的新創科技，例如監理流程自動化與智慧化、監理機制必須與業

年4月17日，<https://www.chinatimes.com/newspapers/20190417000291-260202?chdtv>（2020/02/05，造訪）。

¹²¹ 前揭註。

¹²² 金融監督管理委員會，金管會召開「研商證券型代幣發行監理規範座談會」，金融監督管理委員會新聞稿，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201904120002&toolsflag=Y&dtable=News（2019/04/12，最後更新日）。

¹²³ 林盟翔，數位通貨與普惠金融之監理變革——兼論洗錢防制之因應策略，月旦法學雜誌，第267期，頁47-57（2017）。

者的自律監理相容並互補、監理裁量空間與流程自動化的兼顧與平衡等¹²⁴，提供給有金融需求的各階層團體，共創兼容並蓄的金融環境。

中原財經法學

¹²⁴ 臧正運，試論金融監理科技的分析框架與發展圖像，管理評論，第37卷第4期，頁24（2018）。

參考文獻

書 籍

- McAfee, Andrew & Erik Brynjolfsson著（李芳齡譯），機器，平台，群眾：如何駕馭我們的數位未來，遠見天下文化出版股份有限公司（2017）。
- Vigna, Paul & Michael J. Casey著（林奕伶譯），虛擬貨幣革命：區塊鏈科技，物聯網經濟，去中心化金融系統挑戰全球經濟秩序，大牌出版，2版（2017）。
- 王聖雯，ICO市場的法律問題與監管研究，元照出版有限公司（2018）。
- 徐明星、劉勇、段新星、郭大治，區塊鏈革命：中介消失的未來，改寫商業規則，興起社會變革，經濟大洗牌，遠足文化事業股份有限公司（2017）。
- 劉連煜，現代證券交易法實例研習，自版，16版（2019）。
- 賴英照，股市遊戲規則：最新證券交易法解析，自版，3版（2017）。

期刊論文

- 王志誠，有價證券之核定與授權明確性原則——兼評最高法院105年度台抗字第925號刑事裁定，裁判時報，第70期，頁20-31（2018）。
- 林盟翔，數位通貨與普惠金融之監理變革——兼論洗錢防制之因應策略，月旦法學雜誌，第267期，頁30-75（2017）。
- 施耀欽，群眾募資芻議，證券服務，第660期，頁99-100（2017）。
- 郭土木，證券交易法有關經主管機關核定之有價證券其範圍與爭議——兼評最高法院105年台抗字第925號刑事確定裁定，軍法專刊，第64卷第3期，頁43-60（2018）。
- 陳哲斌，首次密碼代幣發行（ICO）的金融監理，月旦法學雜誌，第276期，頁134-148（2018）。

- 黃朝琮，首次代幣發行之架構及相關問題探討，臺北大學法學論叢，第111期，頁1-94（2019）。
- 楊岳平，首次代幣發行與證券監理法制——以臺灣證券交易法下「證券」的定義為中心，月旦財經法雜誌，第43期，頁135-164（2018）。
- 楊雅婷，泰國頒布數位資產事業法，科技法律透析，第31卷第3期，頁7-8（2019）。
- 楊雅婷、張瑞星，淺談證券型代幣（STO）法規監管趨勢，財金法學研究，第2卷第2期，頁293-311（2019）。
- 臧正運，試論金融監理科技的分析框架與發展圖像，管理評論，第37卷第4期，頁19-35（2018）。
- 臧正運、曾宛如、方嘉麟，從區塊鏈融資論眾募規範趨勢，月旦法學雜誌，第273期，頁72-105（2018）。
- 鄭婷嫻，區塊鏈技術應用於我國公司治理法制之研究，東吳法律學報，第30卷第3期，頁1-43（2019）。
- 劉連煜，未公開發行公司的證券可否適用證交法證券詐欺規範？——最高法院101年度台上字第703號等刑事判決研究，法令月刊，第65卷第9期，頁1-9（2014）。
- 戴銘昇，從日本法再探證交法上有價證券之範圍與認定——附論臺灣存託憑證是否為證交法上有價證券？，月旦法學雜誌，第284期，頁118-148（2019）。

摘 要

本文探討因應數位科技而生的新型募集資金工具之發行與管理，如首次代幣發行ICO（Initial Coin Offering, ICO），及證券代幣發行STO（Security Token Offering, STO）等募資方式及工具所衍生的證券法規應用。我國主管機關於2019年6月公布最新的STO相關規範，即將此類型代幣認定為有價證券，且採用類似美國法投資契約Howey Test四要件做為檢視，惟本文認為此四要件在我國應隨之調整，不宜過度僵化適用。本文藉檢視及統整美國、加拿大、新加坡、日本、澳洲、南韓、中國、泰國、菲律賓及香港等，對ICO發行及代幣的現行規範與監理程度，再以美國聯邦證券交易委員會近期代幣證券認定案例作為主要參考，盼能提供主管機關對代幣個案情況認定的判斷標準，與未來制定代幣發行與交易管理規範參照。文末，建議主管機關可考量區塊鏈技術的普惠金融精神，完善金融體系及善用合適的科技監理，俾使接合新創科技的來臨。

A Comparative Legal Study of Initial Coin Offerings and Security Token Offerings: Comments on Taiwan's Security Law

Ting-Hsien Cheng

Abstract

Cryptocurrencies can be categorized as payment, utility, and asset tokens. Utility and asset tokens can be used to raise funds through initial coin offerings (ICO) and security token offerings (STO), but whether such tokens are deemed securities and regulated under the Securities Act is unsettled. This article discusses the relevant legal issues arising from the use of such new fundraising tools in Taiwan. In July 2019, the Taiwan Financial Supervisory Commission ("Commission"), pursuant to Article 6 of the Securities and Exchange Act, promulgated a legal rule designating securities tokens with characteristics of liquidity and investment as securities. The rule is based on the so-called "Howey Test", which was used to examine whether a given token shall be deemed an investment contract; the Commission concluded that only debt tokens and profit-sharing tokens meet the criteria. However, this method of determining whether a token shall be deemed a security deserves further analysis. Under the legal rule, other types of tokens are not considered securities, but they can be traded in the market as commodities and services. Determining how to regulate these other types of tokens effectively presents a challenge for the competent authority. This article presents comparative research based on a review of the regulations of foreign jurisdictions including the United States, Canada, Singapore, Japan, Australia, South Korea, China, Thailand, Philippines, and Hong Kong and proposes suggestions for future policy

reform in Taiwan. This article suggests that “financial inclusion”, a concept that is consistent with the applications of blockchain technology, be taken into consideration by the competent authority when making policies; moreover, the logic and methods applicable to regulatory technology should be applied in such instances rather than those of traditional supervision in the upcoming Fintech era.

Keywords: ICO (Initial Coin Offering), STO (Security Token Offering), blockchain technology, securities, investment contract, howey test, RegTech (Regulatory Technology), regulatory sandbox

中原財經法學