

# 首次代币发行融资新模式 监管问题研究

■ 曾燕妮

**摘要:**首次代币发行(ICO)即通过发行加密代币的方式进行融资的行为,随着区块链的发展备受关注。然而,由于ICO暗藏诸多的隐患,其融资方式逐步演变为非法集资、金融欺诈的手段,呈现泡沫化特征。本文在分析ICO发展情况和其优势的基础上,探讨了ICO所面临的无序发展、参与门槛偏低、市场投机氛围严重、项目鱼龙混杂、各类风险不断聚集等问题,并对近期ICO的监管措施及“金融安全优先,金融创新次之”的监管新思路进行了讨论。同时,在借鉴美国、英国、俄罗斯、新加坡等国监管经验的基础上,对我国ICO监管提出了构建监管框架、促进区块链行业健康发展的建议。

**关键词:**ICO融资;区块链虚拟货币;互联网金融

中图分类号:F822.2 文献标识码:A 文章编号:1009-3540(2018)03-0016-0005

## 一、ICO发展形势及其优势

ICO(Initial Coin Offering,首次代币发行)是区块链技术与比特币等数字资产在众筹领域的最新应用和发展,表现为依托区块链项目募集资金,通过众筹方式交换比特币、以太币(以太坊区块链的原生货币)等主流数字加密货币来达到融资目的。ICO最早出现于2013年,但因存在技术门槛,参与者一直较少。随着金融科技的快速发展,以及国内外ICO众筹成功案例所带来的影响,区块链技术与比特币等数字资产逐渐受人所关注,ICO众筹也逐渐开始被人所接受。ICO由小众群体逐步渗透至大众市场,项目上线频率呈指数级上升,交易平台不断涌现,融资规模、用户参与程度增长迅速。截至2016年底,国内ICO项目仅为5个,而2017年1-6月就出现44个。ICO的发展如火如荼,但由于缺乏规范且进入门槛低,造就了大量通过ICO融资的现实案例,投机炒作盛行,泡沫和风险也不断累积。然而,区块链技术等相关领域还一直处于法规和监管的真空地

带,更多只是通过行业自律组织进行规范,缺乏有效的市场监管体系。针对ICO各类风险逐渐暴露、乱象频出的现状,2017年7月25日,贵州区块链产业技术创新联盟、中关村区块链产业联盟、区块链金融协会、贵阳区块链创新研究院等6家区块链研究机构联手发布“贵阳区块链ICO共识”,力推共建式“区块链ICO沙盒计划”,其目的在于规范区块链ICO发展,防止发生系统性金融风险。这成为国内首个规范区块链ICO发展的共识机制。同年9月4日,中国人民银行、中央网信办、工业和信息化部、工商总局、银监会、证监会和保监会联合发布《关于防范代币发行融资风险的公告》,标志着监管的正式落地,由此形成对ICO投资市场的急速降温。

ICO作为分布式去中心化的一种交易行为,相对于IPO昂贵且周期漫长,ICO规避了严格监管,流动性高、变现能力强,流程简便、融资效率高,因此备受青睐。发起ICO项目,无须如IPO一般长久的排队,审核也相对较松。并且,ICO融资的速度相对IPO快了很多。通过区块链技术,ICO可以在很短的

**作者简介:**曾燕妮(1985-),女,管理学硕士,供职于绿地集团广东事业部。

时间内,甚至仅数分钟、数小时即可完成种子轮融资预期目标。2017年6月,Bancor只用3小时就融到价值1.53亿美元的以太币,创下有史以来ICO规模最大纪录;2017年8月,LinkEye结束全国8场路演,5000枚比特币仅36秒就被一扫而空。

ICO凭借门槛低、便捷高效的融资优势,可为不符合银行信贷资质或者缺少风投资源的初创企业募资提供便利。2017年上半年,全球ICO规模超过5.60亿美元,远超通过VC筹资的2.95亿美元。对于初创企业,发售代币可以激励用户使用其服务,企业还可获得相应的投资作为回报。同时,ICO便利的融资方式可极大地刺激企业的创业热情,助力实体经济发展。就投资者而言,加密数字货币流通性高、退出机制完善,ICO项目的收益率相当可观,投资诱惑力极强。

## 二、ICO快速发展中所面临的问题

由于比特币等虚拟货币的投资和避险功能被强化,活跃度明显提升,新一轮价格暴涨直接催生ICO的疯狂。2017年上半年,全球主要虚拟货币市值总和由177亿美元增至1000亿美元。市场逐利资金供给充沛,而前期开展邮币卡、P2P领域的整治,大量资金流窜至ICO领域,在一定程度上提升了ICO的热度。ICO打破了一级、二级市场的分割,数字货币在一级市场发行后,便能在二级市场交易退出。但随着ICO市场的火热,所引发的问题和潜在风险也在不断聚集,主要体现在以下几个方面。

第一,ICO无序发展,行业监管有待加强。ICO是以虚拟货币为依托进行市场融资的,可绕过现有法律规定,筹资不受监管限制。同时,随着“互联网+”的推动,网络空间创业成为新潮,ICO也还只是新生事物,国内尚未针对此类融资方式作出法律界定,监管尚处空白。加之全球性、无国界等特点更加大了监管难度,特别是较难实现对国外项目的跨国监管。监管层2017年8月以来也在不断做出风险提示,曝光一批定性为传销的数字货币项目,尽管宣传力度不断加强,但ICO投资情绪始终保持亢奋。ICO参与人次从2017年5月的不足1万人迅速飙升至6月的近6万人;募集资金额度从5月仅为2亿元蹿升至6月的14亿元,而8月则达到了50亿元。

第二,参与门槛偏低,市场投机氛围严重。随着基于区块链技术的分布式计算平台的出现以及各类ICO平台和ICO钱包的兴起,ICO的参与门槛进一步降低。短时间内,ICO从理解区块链技术的“极客圈式”小众融资手段,被包装成大众的“造富神话”,而

大量的投资者并非区块链技术内行,不具备研判ICO项目的专业知识,只是盲目跟风追捧,憧憬价格暴涨与后来者接盘。热钱、投机充斥其中,大量ICO项目已演变成一场资本与创业者的合谋“盛宴”。ICO持续火爆,操纵市场行为更是加剧投机炒作气氛,刺激投资者蜂拥而入。2013年-2017年2月,超过10万美元的ICO项目投资回报率:12%位于1-5倍,25%位于5-10倍,10%位于100-200倍,3%甚至超过200倍。不少ICO项目竟标出200%、400%的收益率,以ICO为幌子行传销之实的传销项目,则打出200%甚至2000%的收益率。实际上,绝大多数ICO项目并无发展前景,只是数字加密资产市场的暴涨使得ICO沦为投机工具。ICO误导性、煽动性宣传更是让投资者丧失判断力,进行非理性投资。

第三,发行门槛低,ICO项目鱼龙混杂。随着比特币等虚拟货币的投资和避险功能被强化,新一轮价格暴涨直接催生ICO的疯狂。目前,国内ICO项目上线缺乏有效审核,动辄筹集千万甚至上亿元,但实际上融资金额与项目发展需求是否匹配难以评估及监管。有业内人士认为超过90%的项目不靠谱,真正将募集资金用作项目投资的ICO不足1%。大部分ICO项目上线时只是基于简陋的官网和所谓白皮书,缺乏统一的信息和风险披露标准,信息披露不到位,风险揭示不完整。白皮书流于表面,专业术语、热门概念堆砌,对项目前景、资金使用去向、盈利模式等内容表述过于含糊甚至缺乏,加之区块链技术本身的复杂性使得项目的真伪、优劣难辨。而且不少ICO项目并无具体应用作为支撑,一旦融资到位,承诺的规划、描绘的图景落地实施可能性不大。此外,ICO项目大多处于天使投资阶段,过度吹嘘区块链的应用,却无专业技术团队;更何况,绝大部分区块链尚停留在概念论证阶段,商业化开发和实施还存在掣肘,对应到具体ICO项目成功与否的变数更大、项目死亡率颇高。截至2017年6月末,全球靠ICO融资的团队或者公司仅四成存活。有关调研显示,目前国内真正从事区块链创业企业约20家,而将区块链项目应用到商业领域的不超过5家。

第四,ICO乱象扎堆,各类风险不断聚集。“区块链+虚拟币+ICO”已脱离技术创新的初衷,涉及非法公开发行证券,甚至演变为披着“金融科技+区块链技术”外衣、融合众多金融手法的庞氏骗局、非法集资、洗钱传销等违法活动。同时,ICO泡沫四溢,混淆区块链技术、加密数字货币与ICO代币,带来认知和投资误区;ICO融资不断流入债券、有色金属、股票,其支持科技发展与否存疑,还搅乱了金融市场,

区块链也遭受负面牵连。大多数ICO完全依靠非实体公司的技术团队,存在伪造项目、筹集数字加密货币后卷款跑路的可能。同时,ICO存在恶性短线交易泛滥、数字货币价值波动过大等市场风险,其合法地位在一些国家或地区尚未得到承认,交易受限。而ICO平台扮演更多的是中介角色。在缺少有效监管之下,如此定位设计会使得平台难以履行应尽之责,从而使得投资者权益蒙受损失。在国家整治办提供的60家ICO平台名单上,15家平台显示“运营主体不明”,显示出该行业的乱象。此外,当黑客瞄准日益增值的比特币时,其底层技术——区块链体系也将经受各类安全性考验。互联网固有的黑客攻击风险将会给ICO运作造成巨大影响,形成难以弥补的损失。

### 三、近期ICO的监管措施及思路

ICO无疑正处于被滥用的窘境,且已严重扰乱金融和社会秩序。国家多次强调要将防范金融风险放在首位,全国金融工作会议亦明确所有金融活动都要纳入监管,监管政策的制定迫在眉睫。鉴于现行分业监管导致行为监管存在空白,国家相关部门出于风险警示、刺破ICO泡沫、维护正常金融秩序等多方面的考虑,ICO终于迎来强监管——“一刀切”式叫停。然而采用“穿透式”监管,先清退归零,再按新规则运行,虽然能有效治理ICO乱象,但也会造成优质ICO项目避走海外。随着《关于防范代币发行融资风险的公告》的发布,监管政策正式落地后,ICO泡沫迅速经历一轮由膨胀到破裂的历程,国内虚拟货币应声全线暴跌,进而引发了对区块链的质疑和不满。

事实上,2013年互联网金融元年以来,监管层一直在效率与风险之间权衡,但随着e租宝、泛亚等风险事件相继发生,监管层才频频出手,加大对互联网金融的监管。而近期对ICO的整治,并未采取一贯的“软着陆”,而是选择“急刹车”,在相关风险事件暴露之前便全面叫停ICO,监管之严远超比特币。这主要是因为,ICO融资过程中的虚拟货币作为代币,其性质不明,虽表现出支付结算手段的货币特征,但将其视作货币难以得到监管的认同;若将ICO纳入股票、债券融资的现行监管体系尚存兼容上的难度。同时,就ICO专门建立配套的监管措施尚需时日,但非理性的ICO投资行为已对金融稳定构成极大隐患。ICO乱象与风险丛生,必须及时遏制。此外,目前国内ICO的参与人数还没有完全形成规模,紧急叫停对社会的影响并不大。

当然,必须要注意的是,叫停ICO,不等于扼杀区块链的创新创业项目,ICO融资手段与区块链技术并不等同。监管的及时介入清扫“灰色地带”,并不会影响区块链商业化整体进程。区块链技术可运用于很多领域、场景,尤其是交易支付、资产数字化、智能证券、客户识别等领域(已在银行间信用证清算、供应链金融等方面进入实际应用,如纳斯达克),甚至可重构金融业务秩序,其背后蕴藏着巨大的回报潜力,还可能创造就业机会和增加附带税收收入。整治ICO市场短期内可能会延缓区块链技术的发展和落地,但长期来看,通过对ICO的治理及引导,将净化整个区块链行业,有利于区块链、数字资产行业更加持续稳健发展。区块链已被列为国家重点发展技术,届时真正有前景的优质项目将脱颖而出,呈现出价值。

### 四、ICO监管的国际经验

与我国直接叫停ICO不同,多数国家对区块链发展持积极肯定的态度,但对ICO发展所采取的监管措施松紧程度并不一致。总体来看,将数字货币视为证券法的适用对象纳入监管体系是一大趋势。

第一,俄罗斯、韩国对ICO监管态度强硬。俄罗斯央行2017年发布的公告表明,俄罗斯政府不会在现阶段许可任何官方平台上的加密数字货币交易,也不会批准用该项技术进行基础设施建设,即对ICO完全采取否定的态度。而韩国金融服务委员会(FSC)在2017年9月3日公布的对数字资产的监管施行方案中表明了其严厉的立场,宣布正加强对数字货币的监管,加强用户认证流程,并对洗钱、非法融资及非法交易活动进行调查,将对试图以ICO名义进行股权融资筹集资金的企业“加大惩罚力度”。

第二,英国则推出“监管沙盒”机制进行监管。2017年4月,英国金融行为监管局(FCA)指出,如果公司发行足够的令牌,产生了数字货币交易市场,可能会使得数字货币通过比特币或以太网等增值。因此,ICO与IPO公开发行、证券私募配售或crowd sale等相似,这取决于其交易结构,未来可能将ICO纳入监管。尽管英国虽未出台ICO的相关监管规定或措施,但提供了“监管沙盒”机制,而Oraclize的区块链技术平台正接受沙盒测试。

第三,美国、加拿大、新加坡将ICO发行认定为证券发行,纳入证券监管范围。相对其他国家而言,美国、加拿大和新加坡的监管则较为宽松,并没有对ICO设立专门的监管措施。2017年7月25日,美国证券交易委员会(SEC)发布的调查报告指出,“联邦



证券法的基本原则适用于使用区块链技术的虚拟组织或融资实体”、“数字化的价值工具和使用分布式账本、区块链技术而发行的产品,不能游走于联邦证券法之外”,并声明 The DAO(区块链众筹项目)的 ICO 项目代币构成一种证券,在 SEC 的监管范围内,需要符合联邦证券法的相关规定,进行注册或者取得豁免,首次明确对 ICO 项目的监管权。SEC 的表态或进一步强化 ICO 及比特币、以太坊等数字资产的证券属性。加拿大的安大略省要求计划进行 ICO 的企业需与证券部门先行约谈,共同探讨关于 ICO 的合法、合规性。2017 年 8 月 25 日,加拿大证券管理局(CSA)表示,加密货币发行涉及证券销售行为,应遵守证券发行规则,但尚无任何加密货币在该国获得承认。2017 年 8 月 1 日,新加坡金融管理局(MAS)发布通知表示,如果数字代币“构成根据《证券和期货条例》(SFA)第 289 章监管的产品”,则此数字代币的提供或发行将由 MAS 监管。并且,新加坡监管的相关举措也将 ICO 纳入证券法规制范围内。

## 五、对于我国 ICO 市场监管的政策建议

ICO 是全球性投资现象,并非国内独有,因此只能进行合理引导,无法真正取缔。大多数 ICO 项目地址匿名,加之 ICO 发行并不具有排他性,甚至是在海外平台上,本质上无法杜绝 ICO 在国外的市场需求。而且比特币等作为全球化的区块链资产,完全取缔也有难度。同时,区块链技术本身也十分有价值与意义。据预测,到 2027 年,区块链将会贡献全球 GDP 的 10%。如今 ICO 乱象即是区块链技术脱离实体经济的实例,但 ICO 不仅仅是融资方式,也是区块链网络体系的重要一环,带来的并非全是泡沫和灾难,其积极功效应予正视。2017 年以来,多个国家对于 ICO 进行了表态,透露出监管信号,强化对 ICO 的风险管控是大势所趋。但是,监管并不意味着“一刀切”,而是针对 ICO 乱象进行整治,区块链的价值不能因 ICO 而被否定。在 ICO 监管上,需要保护金融创新,也需要保护投资者利益、打击洗钱等违法行为。通过信息披露等机制,使得 ICO 更加规范。随着 ICO 监管细则的出台,未来的发展空间犹存。国内依靠行政手段“一刀切”式叫停 ICO 或是临时之举,在数字货币迅猛发展态势下,仍有可能衍生出其他发展模式,国内相关部门应尽快建立监管常态化的长效机制。

第一,构建监管框架,促进区块链行业健康发展。一是引入区块链智能合约、云计算、大数据、人工智能等新技术,平衡效率与安全,在风险可控之下

创新融资方式。同时,建立起投资者适当性管理制度,设置合格投资者门槛,确保其具备相应知识和风险承受能力;在 ICO 监管中强化投资者教育,提高数字货币、区块链等相关知识的普及率,加大对 ICO 项目的风险宣传,减轻非理性的投资冲动。二是鉴于 ICO 项目的复杂性,对以期开展 ICO 的企业进行登记或对其 ICO 项目进行备案,筛除明显缺乏资质的企业,以提高 ICO 的门槛,从而改善投资者判断项目的弱势,并进行融资额度限制,减少投资风险,亦可对发行 ICO 项目的企业实行类似 IPO 的要求。三是建立 ICO 市场披露机制,规定在 ICO 前必须向监管部门提交详细的信息披露资料,由专业第三方对发行人报告的适当性出具评估报告,有效提升 ICO 项目的透明度,且持续向投资者履行完整、真实的信息披露义务并给予风险提示。同时,保证专款用于预先约定的途径;严格自律,防止内幕交易,做好内控。四是确立 ICO 平台的责任。对 ICO 项目质量严格把关;严格实施用户实名注册、身份识别制度,确保交易及相关数据可循可查,积极履行反洗钱职责、避免成为逃税工具;加强对网络安全、信息安全等设施建设,谨慎处理客户信息,防范网络入侵、攻击破坏等行为;强化敦促信息披露、投资者教育、风险提示、资金托管、督察资金使用等职责。五是明确监管的职能部门。由于 ICO、比特币拥有一定的货币属性,具有支付功能,目前以央行牵头对其进行监管。若 ICO 涉及属于发行证券性质的行为,则由证监会来处置。可参照 SEC 做法,监管权归属亟待明确。同时,鉴于 ICO 项目的跨境属性、单一国家难以有效地对 ICO 进行监管,因此寻求国际协同和达成共识、确立相同标准、实施跨国监管合作是解决该问题的有效途径。

第二,借鉴“沙盒机制”,进行监管创新。任何游离于监管之外的金融创新,都有可能引致无序蔓延,从而引发各类金融乱象。因此,必须将金融创新置于严格监管之下,及时遏制伪金融创新行为。针对 ICO 尽快推出中国版的“沙盒机制”,提供合理宽松的监管环境。在监管沙盒内对 ICO 的上市审批、投资者限制、项目公开宣传和推介等实施豁免或有限授权,允许 ICO 项目开展测试而不必顾及监管后果,塑造创新空间,降低创新成本和政策风险。通过监管沙盒,监管部门可把握 ICO 项目的技术细节、创新行为和产品特点,不断提升监管能力,最终建立契合区块链技术创新以及行业发展特性的 ICO 监管框架。ICO 属于市场创新的产物,甚至可能是技术创新驱动融资方式变革的有益探索,监管不是去阻止

ICO发展,而是让ICO在可控范围内,服务于经济社会发展。置于全球视野,在全面认清区块链技术与ICO、数字货币及其衍生品的本质、特点、创新特征以及给金融体系带来的挑战等基础上,及时制定适合新兴金融市场的监管对策,保障ICO行业的健康有序发展。此外,可尝试将ICO纳入私募管理暂行条例规制范畴,由“公开”转向“私募”领域,降低项目本身的风险性和监管的成本。

第三,根据项目类型,实施区别监管。对于确实基于区块链技术来解决现实问题、有价值的ICO项目,通过“监管沙盒”鼓励其开展创新探索;对于仅仅依靠单纯的概念包装、在传统商业模式中强行加入区块链技术的ICO项目,穿透形式外衣,按其商业模式的实质进行监管;而对于以创新、区块链为名行ICO非法融资活动之实的项目,则予以严厉打击并坚决取缔。同时,对以产品或服务类、收益权类、权益份额类、股权类等为标的ICO的不同项目类型,采取分类监管、行为监管、穿透式监管的方式。SEC将ICO纳入证券法序列,我国亦可将股权类ICO项目纳入证券法进行合规性监管,适当扩大证券的外延。

第四,树立风险意识,合理引导市场参与者。一方面,注重对ICO项目的市场竞争力、技术路径、团队核心力等信息全方位的考量,确保投资收益;判断每一笔数字资产的使用是否流向明确、将融资获得的代币用于项目本身,是否主动提供可查询的公钥地址等,以免误入集资诈骗的陷阱。另一方面,鉴于ICO项目专业门槛很高,尽可能阅读专业机构对ICO项目的评级,从而进行审慎合理判断估值。■

#### [参考文献]

- [1] 李鑫.从叫停ICO谈起[N].上海证券报,2017-09-08.
- [2] 杨东.美国ICO的监管逻辑[J].金融博览,2017,(9).
- [3] 杨东.监管ICO[J].中国金融,2017,(16).
- [4] 邓建鹏.监管真空期ICO如何自我救赎? [N].上海证券报,2017-08-04.
- [5] 何晓晴.ICO融资平台启动“清退” 比特币交易所避走海外[N].21世纪经济报道,2017-09-12.
- [6] 盛松成.叫停ICO是整顿不是“一刀切”[N].经济日报,2017-09-07.
- [7] 张毅.监管并非“一刀切” ICO未来或存生机[N].中国产经新闻,2017-09-12.

(责任编辑:WQS / 校对:XY)

(上接第15页)用将使得人们告别电子金融(E-finance)时代,进入P2P金融(P2P Finance)新时代,或称“自金融”。所谓“自金融”是基于信息与通信技术、加密算法、开源计算、时间戳和P2P网络使得每个终端用户能够匿名地、去中介化地、安全地获得资产、支付和其他金融服务。然而,“自金融”也对现有的法律体系带来挑战,诸如与安全和稳定有关金融市场监管、市场竞争、消费者和投资人保护以及全球公共政策等。具体带来以下棘手问题:一是新形式的网络犯罪与金融诈骗(如前文所述);二是不受控制的“羊群行为”和过度的市场集中,由此产生的市场失灵及对实体经济潜在的灾难性影响;三是隐匿交易痕迹的洗钱与恐怖融资;四是具有泡沫动力学(bubble dynamics)特征的风险。理论研究表明,同一动力学(dynamics)在不同的网络结构上表现出不同的特性,相关免疫策略将明显不同。同时,2008年金融危机后,国际支付结算体系委员会(CPSS)研究认为,金融链接在危机传播中起到渠道作用,除了通常说的“大而不倒”的概念外,出现了“链接过多不能倒”的概念,并得到学术界和各成员国监管部门的认同。因此,基于区块链的“自金融”既有泡沫动力学特征——“其兴也勃焉,其亡也忽焉”,还有“链接过多而不能倒”,两者叠加共振,风险是很大的。■

#### 注 释

- ① 中本聪是比特币的开发者兼创始者的化名,目前并未透露其真实身份。
- ② 当前比特币与人民币的兑换价格约为1:60000,即一个比特币兑换30000元人民币。
- ③ Bitcoin地址功能类似于银行账户,由地址功能类似于银行账户,由34个字符阿拉伯数和英文字母组成,一般以1开头,如1GRVUtK9vyuLk2zA3D3SjdHzzPYvpdHyKa。比特币地址与用户公钥有关,对应的私钥保存在钱包里。
- ④ 系统规则约定为6个。
- ⑤ 初始为50个比特币,但根据比特币运行规则,奖励数量每4年会减半,以此控制比特币发行速率。

#### [参考文献]

- [1] Robleh Ali, John Barrdear, Roger Clews, James Southgate. Innovations in Payment Technologies and the Emergence of Digital Currencies[J]. Quarterly Bulletin 2014, 3.
- [2] Robleh Ali, John Barrdear, Roger Clews, James Southgate. The Economics of Digital Currencies[J]. Quarterly Bulletin 2014, 3.
- [3] BIS (2015): Digital Currencies, November 2015, <http://www.bis.org/cpmi/publ/d137.htm>.
- [4] 米什金.货币金融学(第七版)[M].中国人民大学出版社,2007.
- [5] BIS (2017): Distributed ledger technology in payment, clearing and settlement An analytical framework, <https://www.bis.org/cpmi/publ/d157.pdf>.

(责任编辑:XY / 校对:FGL)