

首次代幣發行的美麗新世界？ 我國證券型代幣之規範架構評釋

黃朝琮^{*}

摘 要

首次代幣發行（initial coin offering，以下簡稱「ICO」）乃近年來廣受討論之募資方式，其一方面使募資者得以迅速募集資金，但另一方面又因其涉及廣泛大眾，若有糾紛將有廣泛影響，而為金融監理機關所矚目。對此，我國金融監督管理委員會（以下簡稱「金管會」）藉由核定具證券性質之虛擬通貨為有價證券的方式，將 ICO 中之證券型代幣發行（security token offering）引入證券交易法的規範當中，並就證券型代幣之發行與交易建置相關機制，料將對於 ICO 於我國發展產生深遠影響。本文就金管會之規範框架進行，就 ICO 之分類、證券型代幣之定義、申報豁免規定、資訊揭露內容及外國法規定適用等面向，若干觀察與思考，期促進後續對話與規範之完善。

關鍵詞：首次代幣發行、證券型代幣、Howey 測試、區塊鏈、金融監理沙盒

^{*} 宏鑑法律事務所合夥律師；美國賓州大學法學碩士。本文若干想法得益自與蔡昌憲教授、楊岳平教授之討論，初稿並於第二十三屆全國科技法律研討會提出，蒙林建中教授及趙冠緯博士惠賜寶貴評論，特此致謝，惟相關文責仍由作者自負。

投稿日：2019 年 7 月 14 日；採用日：2019 年 10 月 7 日

Cite as: 6 NCTU L. REV., March 2020, at 151.

A Brave New World for ICO? On Taiwan’s Regulatory Framework of STO

Chao-Tsung Huang *

Abstract

Initial Coin Offering (“ICO”) is a financing method that is widely discussed recently. On the one hand, ICO allows the issuer to quickly obtain the funding required, but on the other hand, it involves the general public and may have broad impact in the event of disputes. By including the virtual assets with the nature of securities as one of the securities to be regulated, the Financial Supervisory Commission (“FSC”) subjects one type of the ICO, the security token offering (“STO”), to the regulatory framework of Taiwan’s Securities and Exchange Act and establishes the mechanism for the issuance and trading of security tokens, which would bring significant implications to the development of ICO in Taiwan. This article observes and ponders on FSC’s regulatory framework of STO with respect to classification of ICO, definition of security token, exemption of application, information disclosure and application of foreign law, aiming to facilitate the conversations and to improve the regulatory framework in the future.

Keywords: Initial Coin Offering, Securities Token, Howey Test, Blockchain, Financial Regulatory Sandbox

* Partner, Chen & Lin Attorneys-at-Law; LL.M., University of Pennsylvania, U.S.A.

1. 前言

首次代幣發行（initial coin offering, ICO）乃近年來廣受討論之募資方式，其一方面使募資者得以迅速募集資金，但另一方面又因其涉及廣泛大眾，若有糾紛將有廣泛影響，而為金融監理機關所矚目。

對此，我國金融監督管理委員會（以下簡稱「金管會」）擬藉由核定具證券性質之虛擬通貨為有價證券的方式，將 ICO 中之證券型代幣發行（security token offering, STO）引入證券交易法（以下簡稱「證交法」）的規範當中，並就證券型代幣之發行與交易建置相關機制，料將對於 ICO 於我國發展產生深遠影響，若能加以評釋，當對於 ICO 如何規範之思考，有所助益。

在此問題意識下，以下將先就 ICO 架構，於本文論述所需的範圍內，進行概念式鳥瞰，再簡要介紹金管會規定之內容，並對此進行若干觀察與思考。

2. ICO 架構及募集流程鳥瞰

ICO 在概念上係由發行人發行代幣（token）¹，並承諾代幣得以投資於區塊鏈新創事業，或可用於當下或未來之數位平臺以獲取服務之資金募集行

¹ 在區塊鏈技術的領域中，事實上存有若干未臻統一之用語，例如 token、coin、cryptocurrency 等名詞，將隨論者使用習慣而可能互相流用，或是各有所指，此等用語紊亂現象原因之探討，see Angela Walch, *The Path of the Blockchain Lexicon (and the Law)*, 36 REV. BANKING & FIN. L. 713, 713, 723-28 (2017). 目前 ICO 常見之代幣，係使用以太坊的 ERC-20 標準所鑄造，乃在區塊鏈之基礎上所創造，又被稱為程式代幣（application token），若係區塊鏈本身所內含固有者，則被稱為協定代幣（protocol token），see Carol Goforth, *The Lawyer's Cryptionary: A Resource for Talking to Clients About Crypto-Transactions*, 41 CAMPBELL L. REV. 47, 97 (2019). 然此等差異並非本文焦點，故不特別強調之。基於同樣考量，本文亦未使用相對冷僻之“initial token offering”一詞。

為²，此等代幣係使用區塊鏈技術，透過智能契約的建置，使購買代幣之認購人得以在支付對價後取得代幣³。

由以上說明，可知 ICO 架構在概念上並不複雜，容易造成理解障礙者，乃其背後所使用的區塊鏈技術及智能契約，以及與之相關的工作量證明機制（proof of work）、加密代幣⁴及公開金鑰加密技術等概念之內涵。所幸該等概念就本文之理解尚非必要，而無須深究⁵。

於國外實務上，ICO 之進行會先由發行人於網路論壇上公布其專案項

² See generally Usha Rodrigues, *Semi-Public Offerings? Pushing the Boundaries of Securities Law* (Univ. of Georgia Sch. of Law Legal Studies Research Paper No. 2018-30, 2018), <https://ssrn.com/id=3242205>.

³ Carla L. Reyes, *If Rockefeller Were a Coder*, 87 GEO. WASH. L. REV. 373, 397 (2019).

⁴ 本文在行文上，除非係引用我國主管機關文字，否則仍使用「加密代幣」，而非「虛擬通貨」。我國金管會與中央銀行已達成共識使用「虛擬通貨」一詞（參見：魏喬怡、彭禎伶，「金管會與央行達成正名共識 虛擬通貨 厲行實名制」，工商時報，第 A9 版，2018 年 8 月 11 日）。由中央銀行楊金龍總裁之說明，此乃因虛擬通貨未獲法定授權，無法以「貨幣」稱之（楊金龍，*虛擬貨幣與數位經濟：央行在數位時代的角色*，2018 年 8 月 7 日，頁 4，<https://www.cbc.gov.tw/public/attachment/888144602.pdf>（最後點閱時間：2020 年 3 月 7 日）），而以是否經法定授權，作為是否為貨幣之標準。

然而，根據教育部之重訂國語辭典修訂本（<http://dict.revised.moe.edu.tw/cbdic/>），凡是具有交換的媒介、價值的單位、價值儲藏與延期支付之工具等功能，均可稱為「貨幣」，可用以在國內清償債務的鑄幣或通貨則為「法償貨幣」。因此，「貨幣」本身未包含「經法定授權」此一要素。況且如要邏輯一致，似應將習稱之比特幣，進一步改稱為「比特通貨」，方為一貫，然就本文觀察，亦未見使用「比特通貨」一詞之倡議，可見此等改稱並未貫徹，亦無必要。為避免落入「貨幣」與「通貨」的用語之爭，本文選擇使用「代幣」一詞，但須指明本文所稱之「加密代幣」，與本文作者其他論著中之「加密貨幣」意涵相通。至於「虛擬」與「加密」之間的選擇，前者固然得以涵蓋非實體存在之代幣，然若著眼於目前 ICO 多使用加密技術的特性，使用後者似乎更為特定，而為本文所採。

⁵ 進一步介紹，可參見黃朝琮，「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 5-19（2019）；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 1 期，頁 2-7（2019）。

目，再發布其內容摘要供其他人評論，並根據該等評論確定專案內容，而發布白皮書（white paper）⁶，類似首次公開發行中之公開說明書，然其中內容未臻統一而簡繁不一⁷。除了白皮書，發行人並有提供程式碼，供大眾檢驗其中有無缺失者⁸。

在白皮書等資訊公布後，發行人或有針對若干選定對象，以較高折價進行前 ICO 階段募集（pre-ICO offering）⁹，其目的在獲取正式 ICO 啟動後所需之行銷費用，或爭取知名投資人加入以提高其專案之吸引力¹⁰。在完成前 ICO 階段募集後，發行人即正式就 ICO 專案進行宣傳¹¹，投資人若應募購買代幣，得依發行人之要求支付比特幣或以太幣等加密代幣。其後，代幣將掛牌於加密代幣交易所（cryptocurrency exchange）進行次級市場交易，由市場供需狀況決定其價格¹²。

由以上說明，當不難理解為何 ICO 引來金融主管機關之關注。首先，ICO 所發行之代幣係由程式碼所建構，並無實體¹³，再加上數位平臺若於代幣發行當下尚未開發完成，則認購人取得代幣後，將只能靜候開發工作完

⁶ Wulf A. Kaal & Marco Dell’Erba, *Initial Coin Offerings: Emerging Practices, Risk Factors, and Red Flags* (Univ. of St. Thomas (Minnesota) Legal Studies Research Paper No. 17-18, 2017), at 5, <https://ssrn.com/id=3067615>.

⁷ Thomas Bourveau et al., *Information Intermediaries in the Crypto-Tokens Market*, at 9 (2019), <https://ssrn.com/id=3193392>.

⁸ Johnathan Rohr & Aaron Wright, *Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets*, 70 HASTINGS L.J. 463, 478 (2019).

⁹ Aurelio Gurrea Martínez & Nydia Remolina, *The Law and Finance of Initial Coin Offerings*, in CRYPTOASSETS: LEGAL, REGULATORY, AND MONETARY PERSPECTIVES 117, 121-22 (Chris Brummer ed., 2019).

¹⁰ Ryan Amsden & Denis Schweizer, *Are Blockchain Crowdsales the New “Gold Rush”?* *Success Determinants of Initial Coin Offerings*, at 17 (2019), <https://ssrn.com/id=3163849>.

¹¹ Kaal & Dell’Erba, *supra* note 6, at 6.

¹² Kaal & Dell’Erba, *supra* note 6, at 7.

¹³ 多數 ICO 係使用以太坊（Ethereum）之 ERC-20 標準，而得在 100 行以內的程式碼建構完成。See Rohr & Wright, *supra* note 8, at 474.

成，或是於加密代幣交易所中進行交易，而不能使用，使代幣具有濃厚的投機色彩，亦不排除有不肖發行人單純出於取得資金之目的而進行 ICO，使之可能成為詐欺工具，而有思考如何監管的必要。

3. STO 之規範架構

有鑑於 ICO 活動日趨熱絡，金管會遂於 2018 年後半宣示將就 ICO 制定規範框架¹⁴，而於 2019 年 4 月召開公聽會，在討論題綱中提出初步規範架構（以下簡稱「4 月份 STO 討論題綱」）¹⁵，並於同年 6 月 27 日發布對於 STO 相關規範說明之新聞稿（以下簡稱「6 月份 STO 規範說明」）¹⁶，嗣後再於同年 6 月 28 日公布證券商設置標準、證券商管理規則及證券商負責人與業務人員管理規則草案¹⁷，以及證券集中保管事業管理規則草案¹⁸，而於 2020 年 1 月 15 日完成修正，財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（以下簡稱「櫃買中心」）並於 2020 年 1 月 20 日公布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」）、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（以下簡稱「虛擬通貨公開說明書應行記載事項準則」），並修正證券商內部控制制度標準規範、證券商及證券交易輔助人營業處所場地及設備標準等¹⁹，逐步完善相關規定。本文以下將先略述以上規範文件之相關內容，以呈現目前規範架構之面貌，作為開展後續分析之準備。

¹⁴ 「虛擬幣交易 金管會要管了」，經濟日報，第 A4 版，2018 年 10 月 23 日。

¹⁵ 金管會 2019 年 4 月 3 日(108)金管證發字第 1080309247 號函附件。

¹⁶ 金管會對「證券型代幣發行 (Security Token Offering, STO) 相關規範」之說明，金管會網站：<https://perma.cc/6RNJ-AA36>（最後點閱時間：2020 年 3 月 7 日）。

¹⁷ 金融監督管理委員會，(108)金管證券字第 1080321721 號令，2019 年 6 月 28 日。

¹⁸ 金融監督管理委員會，(108)金管證投字第 1080321675 號令，2019 年 6 月 28 日。

¹⁹ 證券櫃檯買賣中心，(109)證櫃新字第 10900504681 號函，2020 年 1 月 20 日。

3.1 核定具證券性質之虛擬通貨為有價證券

因我國證券交易法（以下簡稱「證交法」）第 6 條係將有價證券，界定為政府債券、公司股票、公司債券及經主管機關核定之其他有價證券，如要以證交法規範 ICO 之募資行為，必須先將其中所發行之代幣核定為有價證券，方得以將之納入。

根據金管會函令，其係將具證券性質之虛擬通貨核定為有價證券（以下簡稱「臺版證券型代幣」），而所謂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，以及出資人出資、出資於一共同事業或計畫、出資人有獲取利潤之期待、利潤主要取決於發行人或第三人之努力等投資性質²⁰。

4 月份 STO 討論題綱及虛擬通貨業務管理辦法進一步將臺版證券型代幣之類型，限制為分享固定利息之債務型代幣，以及參與發行人經營利益或特定專案盈餘分享之分潤型代幣，而未開放股權型代幣²¹。由此脈絡觀之，金管會係將依循我國公司法及證交法股權及債權二分之架構，同樣將臺版證券型代幣區分為股權型及債權型（即金管會所稱之分潤型），而有限度開放前者，並開放後者。

3.2 以 3,000 萬元為門檻劃定發程序

關於臺版證券型代幣之發行，6 月份 STO 規範說明及虛擬通貨業務管理辦法並將發行主體限制為依我國公司法組織，且非上市櫃、興櫃之股份有限公司²²，從而自然人以及股份有限公司以外之組織，將無從於我國境內進行 STO。此外，外國人在目前規定下，亦無從於我國境內發行代幣募集資金。

至於發程序，金管會則以新臺幣（以下同）3,000 萬元為門檻，制定

²⁰ 金融監督管理委員會，(108)金管證發字第 1080321164 號令，2019 年 7 月 3 日（以下簡稱「金管會核定函令」）。

²¹ 4 月份 STO 討論題綱第 4 頁；虛擬通貨業務管理辦法第 25 條第一項。

²² 6 月份 STO 規範說明第一、(一)點；虛擬通貨業務管理辦法第 3 條第二款。

不同規範，其中關於 3,000 萬元以下者，將依證交法第 22 條豁免向金管會進行申報生效²³，惟就 STO 之募集對象及其額度，設有進一步限制。

詳言之，對於募資金額 3,000 萬元以下之 STO，將僅限於專業投資人得參與認購²⁴。所謂專業投資人，其定義與境外結構型商品管理規則第 3 條第 3 項相同²⁵，包含專業機構投資人、高淨值投資法人、符合特定條件之法人、基金及自然人。以自然人為例，其需 1. 得以提出 3,000 萬元以上之財力證明；或有單筆投資逾 300 萬元，且往來總資產逾 1,500 萬元，並提供總資產超過 3,000 萬元以上之財力聲明書；2. 具備充分之金融商品專業知識、交易經驗；3. 充分瞭解受託或銷售機構受專業投資人委託投資得免除之責任後，同意簽署為專業投資人。由此可見，我國對於 STO 之參與，設下極高的門檻。

至於認購金額，6 月份 STO 規範說明及虛擬通貨業務管理辦法對於自然人，設下認購金額不得超過 30 萬元之上限，至於自然人以外的其他專業投資人，則無認購金額之限制²⁶。

6 月份 STO 規範說明及虛擬通貨業務管理辦法並要求募資金額 3,000 萬元以下的 STO 限透過同一平臺募資²⁷，採實名制由同名銀行帳戶以新臺幣匯出、入款方式認購臺版證券型代幣，不接受以虛擬通貨為支付工具²⁸。STO 之進行將由平臺業者確認發行人符合相關應備條件及編製公開說明書²⁹，單一平臺受理之 3,000 萬元以下 STO，其所有發行人募資金額總計不得逾 1 億

²³ 6 月份 STO 規範說明前言；虛擬通貨業務管理辦法第 33 條。

²⁴ 6 月份 STO 規範說明第一、(二)點；虛擬通貨業務管理辦法第 31 條第二項。

²⁵ 金融監督管理委員會，(109)金管證券字第 10803620607 號令，2020 年 1 月 15 日；
虛擬通貨業務管理辦法第 3 條第二款。

²⁶ 6 月份 STO 規範說明第一、(二)點；虛擬通貨業務管理辦法第 31 條第三項。在 4 月份 STO 提綱中，自然人之認購金額上限原為新臺幣 10 萬元。

²⁷ 6 月份 STO 規範說明第一、(三)點；虛擬通貨業務管理辦法第 33 條。

²⁸ 6 月份 STO 規範說明第四點；虛擬通貨業務管理辦法第 31 條。在此要求下，外國人得否匯入資金認購臺版證券型代幣，將另涉及外匯管制議題。

²⁹ 6 月份 STO 規範說明第一、(三)點；虛擬通貨業務管理辦法第 30 條。

元，且單一平臺受理第一檔 STO 交易滿一年後始能再受理第二檔 STO 之發行³⁰。如係平臺業者自行進行 STO，則由櫃買中心複核後始得辦理³¹。

對於募資金額超過 3,000 萬元的 STO，金管會則規劃先以申請金融科技創新實驗的方式進行，再視實驗結果，研議修改相關法律之規定³²。

3.3 由平臺業者擔任自營商以議價方式進行買賣

關於臺版證券型代幣之次級市場交易，金管會因不將平臺業者定位為證券交易所，故平臺業者無從根據證交法第 12 條，進行代幣之競價買賣，而只能依同法第 62 條，以證券自營商身分，進行代幣之議價買賣³³。因此在目前規定下，臺版證券型代幣交易中之雙方當事人，將至少有一方為平臺業者，而將由平臺業者在其交易平臺，就於該平臺辦理發行之虛擬通貨自行報價並與投資人進行議價並買賣³⁴。另應指明者，因金融科技發展與創新實驗條例尚未開放證券交易所業務之創新實驗，因此募資金額 3,000 萬元以上之專案即使申請創新實驗獲准，將仍僅能以議價方式進行交易³⁵，而與 3,000 萬元以下者相同。

6 月份 STO 規範說明及虛擬通貨業務管理辦法就證券行型代幣之議價買賣，進一步規劃每一檔代幣之每日交易量不得超過其發行之 50%³⁶，且自然人之持有餘額不得超過 30 萬元（其他專業投資人則未有限制）³⁷，並僅限於單一平臺交易³⁸，另應採實名制，並限由同名銀行帳戶以新臺幣匯出、入

³⁰ 6 月份 STO 規範說明第三、(二)點；虛擬通貨業務管理辦法第 34 條。

³¹ 6 月份 STO 規範說明第一、(三)點；虛擬通貨業務管理辦法第 41 條。

³² 6 月份 STO 規範說明前言。

³³ 虛擬通貨業務管理辦法第 42 條第一項。

³⁴ 虛擬通貨業務管理辦法第 42 條第二項。

³⁵ 4 月份 STO 討論題綱第 6 頁。

³⁶ 6 月份 STO 規範說明第二、(二)點；虛擬通貨業務管理辦法第 47 條。

³⁷ 6 月份 STO 規範說明第二、(二)點；虛擬通貨業務管理辦法第 45 條。

³⁸ 6 月份 STO 規範說明第二、(一)點；虛擬通貨業務管理辦法第 17 條。

款方式進行買賣，不接受以虛擬通貨為支付工具³⁹。

至於平臺業者的規範，6 月份 STO 規範說明及虛擬通貨業務管理辦法規劃經營募資金額 3,000 萬元以下之代幣交易的平臺業者，應申請證券自營商執照，其最低實收資本額為 1 億元⁴⁰，並應繳交營業保證金 1,000 萬元⁴¹；募資金額逾 3,000 萬元之代幣交易業務則將視創新實驗結果再行研議⁴²。另外，平臺業者得自行辦理臺版證券型代幣之儲存、移轉及保管業務⁴³，平臺業者並應與證券集中保管事業簽約，由平臺業者每日傳輸異動資料及餘額明細資料等資訊予證券集中保管事業備份，以協助各投資人確認其 STO 交易資訊之正確性⁴⁴，避免使平臺業者因進行臺版證券型代幣之保管，須另取得證券集中保管事業之許可⁴⁵。

4. 我國 STO 規範架構之若干觀察

細繹金管會之規範架構，將可見其中有若干值得探討的議題，而可依續探討如下⁴⁶。

³⁹ 6 月份 STO 規範說明第四點；虛擬通貨業務管理辦法第 44 條第三項。在此要求下，外國人得否匯入資金進行證券型代幣之買賣，將另涉及外匯管制議題。

⁴⁰ 6 月份 STO 規範說明第三、(一)點；證券商設置標準第 3 條第一項第二款。

⁴¹ 6 月份 STO 規範說明第三、(一)點；證券商管理規則第 9 條第一項第二款。

⁴² 4 月份 STO 討論題綱第 6 頁。

⁴³ 金融監督管理委員會，(109)金管證券字第 10803620606 號令，2019 年 1 月 15 日。

⁴⁴ 6 月份 STO 規範說明第三、(三)點；虛擬通貨業務管理辦法第 8 條第二項。

⁴⁵ 楊岳平，評金管會最新 STO 規範——百廢待興下的小步舞曲，2019 年 6 月 28 日，BlockTempo: <https://www.blocktempo.com/fsc-sto-regulation-review-a-little-step-by-step/> (最後點閱時間：2020 年 3 月 7 日)。

⁴⁶ 本文以下將著重於 STO 發行所涉之相關議題，不及於證券交易所監理方面之討論，而可參見楊岳平，「區塊鏈時代下的證券監管思維挑戰：評金管會最新證券型虛擬通貨監管方案」，臺大法學論叢，第 48 卷特刊，頁 1339-1362 (2019)。

4.1 ICO 之分類

由以上說明可知，金管會所認知並規範的 ICO，乃證券型代幣（security token），而證券型代幣之發行，即為通稱 STO 之 security token offering⁴⁷，則 ICO 與 STO 的關係為何，即有探討之必要。

就本文觀察，STO 一詞毋寧係市場用語，則不難想像其內涵將隨使用者對於證券型代幣及 STO 的理解而異，例如關於證券型代幣，有認為其係指根據 Howey 測試（詳後述）而構成美國法上有價證券之代幣⁴⁸、用以表彰對於資產或主體（entity）之所有權的代幣⁴⁹、以投資為目的之代幣⁵⁰，或是符合法律規範且具備安全性並兼具傳統證券特徵的數位資產⁵¹，而稱該等代幣之發行為 STO。除此之外，亦有無論所發行代幣之內容為何，而逕將遵循證券法律框架而進行之發行行為，稱之為 STO。

至於在比較法上，各國對於代幣之分類則各有不同，例如最常為論者提出關注之瑞士金融市場監管局（Swiss Financial Market Supervisory Authority），係將代幣區分為支付型代幣（payment token）、功能型代幣（utility token）及資產型代幣（asset token），其中將資產型代幣定義為表彰

⁴⁷ 金管會於 2019 年 4 月公聽會所發布之新聞稿中，即明確使用 STO 及 securities token offering 等語。參見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」，2019 年 4 月 12 日，<https://ppt.cc/fhYV0x>（最後點閱時間：2020 年 3 月 7 日）。相同用語亦同樣出現於 6 月份 STO 規範說明當中。

⁴⁸ Rajarshi Mitra, *What Are Security Tokens*, BLOCKGEEKS, <https://blockgeeks.com/guides/security-tokens/> (last visited Mar. 7, 2020).

⁴⁹ SECURITY TOKEN STANDARD, <https://thesecuritytokenstandard.org/> (last visited Mar. 7, 2020).

⁵⁰ Jonathan Chester, *Will Security Token Offerings the Future of Raising*, FORBES (Feb. 19, 2019), <https://www.forbes.com/sites/jonathanchester/2019/02/19/will-security-token-offerings-be-the-future-of-raising-money/#53c7dfbd1826>.

⁵¹ 楊雅婷、張瑞星，「淺談證券型代幣（STO）法規監管趨勢」，財金法律研究，第 2 卷第 2 期，頁 298（2019）。

債權 (debt) 或權益 (equity) 的代幣⁵²，而有證券型代幣之神韻。其他明確使用證券型代幣此一名詞者，則有英國、阿布達比、以色列⁵³及法國⁵⁴等國。以英國為例，其係將代幣區分為交換型代幣 (exchange token)、功能型代幣 (utility token) 及證券型代幣，而將證券型代幣界定為具有諸如債權或股權等工具之特性，而符合特定投資之定義的代幣 (tokens with specific characteristics that meet the definition of a Specified Investment like a share or a debt instrument)⁵⁵。

由以上簡要觀察，可以發現儘管分類各有不同，各國在關於 ICO 的監理，似習於採用三分法，並將具有投資性質（儘管判斷標準不一）的代幣作為一個獨立分類。

然亦應指明者，就 ICO 採行三分法固屬常見，各國主管機關仍係根據自身國家規定及需求進行分類，未臻一致，所反應者，毋寧係反應其關注之所在⁵⁶，而非顛撲不破之真理。再者，若分類後所得細項係採根據不同標準而生，該等分類將容易產生邏輯不一貫的情況，例如英國法下所採行之交換型代幣、功能型代幣及證券型代幣分類，即有批評將代幣之功能（用於支付或具有其他作用）與法律性質（是否為法律上之有價證券）相混淆的情況，而

⁵² SWISS FIN. MKT. SUPERVISORY AUTH., GUIDELINES: FOR ENQUIRIES REGARDING THE REGULATORY FRAMEWORK FOR INITIAL COIN OFFERING (ICOs), at 3 (Feb. 16, 2018), <https://www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokumentcenter/myfinma/1bewilligung/fintech/wegleitung-ico.pdf?la=en>.

⁵³ Appoline Blandin et al., *Global Cryptoasset Regulatory Landscape Study* (Univ. of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 23/2019, 2019), at 39, <https://papers.ssrn.com/id=3379219>.

⁵⁴ ABA IDPPS JURISDICTION WORKING GROUP, DIGITAL AND DIGITIZED ASSETS: FEDERAL AND STATE JURISDICTIONAL ISSUES 255 (Mar. 2019), https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/buslaw/committees/CL620000pub/digital_assets.pdf.

⁵⁵ FIN. CONDUCT AUTH., GUIDANCE ON CRYPTOASSETS 8 (2019), <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp19-03.pdf>.

⁵⁶ Blandin et al., *supra* note 53, at 18.

主張從證券法的觀點而言，代幣只存在有價證券跟非有價證券兩種類型⁵⁷。與之類似，美國法上關於代幣是否為有價證券之判斷，係採取 Howey 測試，若通過檢驗，則無論代幣之功能為何，皆論以有價證券⁵⁸，而採取二分法。

那麼，我國金管會係在何種理解下，使用證券型代幣及 STO 的用語？觀其就臺版證券型代幣所為之描述，金管會係將證券型代幣界定為具證券性質之虛擬通貨⁵⁹，且其中關於證券性質之界定，又與 Howey 測試相似（詳後述），似採取「具備有價證券性質」及「不具備有價證券性質」之二分法。

然而，若參諸金管會進一步將臺版證券型代幣之類型，限制為分享固定利息之債務型代幣，以及參與發行人經營利益或特定專案盈餘分享之分潤型代幣，並表明未開放股權型代幣之說明⁶⁰，則可見金管會係在股權及債權二分的架構下，就臺版證券型代幣進行分類，又神似於瑞士之資產型代幣，而有三分法之神韻⁶¹，兼採二分法與三分法，將不同法制所採之分類熔於一爐，但如此作法實未兼採兩方之利，而僅徒增混亂。

我國就 ICO 係採何種分類標準，乃確認未來相關規定適用範圍的重要基準，例如若有發行人願就作為支付工具之代幣支付利息，則該代幣是否將因其為支付型代幣而完全豁免於我國規定之適用，抑或因認購人將受領利息而仍構成債務型代幣，需符合相關規定之要求？或是無論其為支付型代幣或債

⁵⁷ Aurelio G. Martínez, *Proposed Regulatory Framework of Cryptoassets in the UK: A Critical Analysis*, OXFORD BUS. LAW BLOG (Mar. 18, 2019), <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2019/03/proposed-regulatory-framework-cryptoassets-uk-critical-analysis>.

⁵⁸ S.E.C., Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets (Apr. 3, 2019), <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>.

⁵⁹ 6 月份 STO 規範說明第五點；金融監督管理委員會，(108)金管證發字第 1080321164 號令，2019 年 7 月 3 日。

⁶⁰ 4 月份 STO 討論題綱第 4 頁；虛擬通貨業務管理辦法第 25 條第一項。

⁶¹ 事實上，金管會主委於受訪時，即曾表示係將代幣分類為應用型、證券型及支付型。參見廖禹揚，ICO 三種類控管 金管會：採個案管理，中央社：<https://www.cna.com.tw/news/afe/201805300176.aspx>（最後點閱時間：2020 年 3 月 7 日）。

務型代幣，一概以金管會核定函令之臺版證券型代幣定義，判斷其是否為我國法下之有價證券？對此，金管會未有釐清，而為現行規範不明之處。

4.2 證券型代幣之定義

姑且不論 ICO 之分類標準為何，我國對於證券型代幣將如何定義，亦有若干可資探討之議題。

根據金管會核定函令，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：1.出資人出資；2.出資於一共同事業或計畫；3.出資人有獲取利潤之期待；4.利潤主要取決於發行人或第三人之努力⁶²。

於美國法上，代幣係被歸類於投資契約（investment contract）的項目下進行分析，而根據美國聯邦最高法院於 *Howey* 案之見解，判斷是否構成投資契約而為有價證券之要件有四：1.金錢之投資；2.投注於共同事業（common enterprise）；3.投資人有獲利之期待；4.該獲利來自於他人的努力⁶³。

除了四個與美國 *Howey* 案判斷要件相類似之投資性質，臺版證券型代幣之定義中另包含「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」及具備「流通性」三者。其中，「運用密碼學及分散式帳本技術或其他類似技術」乃代幣交易之基礎技術，其存否不影響代幣是否為有價證券之判斷；「表彰得以數位方式儲存、交換或移轉之價值」僅在呈現虛擬通貨係以數位方式存在，就是否為有價證券之判斷亦無關宏旨⁶⁴；「流通性」則與「投資人有獲利之期待」有關，而可併

⁶² 金融監督管理委員會，(108)金管證發字第 1080321164 號令，2019 年 7 月 3 日。

⁶³ *S.E.C. v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 298 (1946). 此一見解原係針對美國 1933 年證券法（Securities Act of 1933）作成，惟美國聯邦最高法院後續將此一判斷標準，延伸適用至 1934 年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）中。See *United Hous. Found. Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837, 847 n.12 (1975).

⁶⁴ 此涉及技術中立性的問題，但非本文焦點。相關討論可參見楊岳平，前揭註 46，頁 1325。

同處理。因此，本文以下將專注於金管會核定函令所條列之四個投資性質，與 Howey 測試四個要件之比較。

與 Howey 測試的四個要件進行比對，可以發現金管會核定函令列出的四個投資性質中，「出資人出資」與「金錢之投資」、「出資於一共同事業或計畫」與「投注於共同事業」，以及「報酬主要取決於發起人或第三人之努力」與「該獲利來自於他人的努力」三組概念大致相同，即不贅述⁶⁵。需要進一步分析說明者，乃臺版證券性代幣「出資人有獲取利潤之期待」及 Howey 測試「投資人有獲利之期待」二者之關係。

觀其文義即可知，Howey 測試中之「投資人有獲利期待」要件，係著眼投資人之主觀認知，且係以理性投資人為判斷基準⁶⁶，而所涉標的之流通性，亦為判斷投資人是否有獲利期待時之重要參考因素⁶⁷，蓋若資產之流通性不佳，投資人難以變現資產收取獲利，從而流通性之判斷，將會吸納於 Howey 測試「投資人有獲利之期待」要件的判斷當中，從而臺版證券型代幣中之「流通性」要件，或無單獨條列之必要。

另一方面，在 Howey 測試下，當投資人對於所涉標的具有獲利期待，意味著其認知將投注資金於其中，將有得受利益之可能，至於該等利益之來源，則可來自於發行人之利潤分配⁶⁸，抑或來自於投資人在次級市場之交易行為⁶⁹。

與 Howey 測試相較，臺版證券型代幣雖同樣以「出資人有獲取利潤之期待」為要件，兩者似相仿，然因 4 月份 STO 討論題綱進一步將臺版證券型代

⁶⁵ 關於美國 Howey 測試中之「金錢投資」、「投注於共同事業」與「該獲利來自於他人的努力」要件之介紹，可參見戴銘昇，「美國證券法規上『證券』之重要判斷原則」，證券暨期貨月刊，第 24 卷第 12 期，頁 31-36（2006）。

⁶⁶ *Piambino v. Bailey*, 610 F.2d 1306, 1320 (5th Cir. 1980).

⁶⁷ *Gary Plastic Packaging Corp. v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 756 F.2d 230, 240 (2d Cir. 1985). See also Michael Segal, *Cryptocurrency Regulation Under U.S. Securities Laws and Proposed Amendments*, 26 PIABA B.J. 97, 112 (2019).

⁶⁸ *Howey*, 328 U.S. at 296.

⁶⁹ *S.E.C. v. Edwards*, 540 U.S. 389, 394 (2004).

幣，區分為債務型代幣、分潤型代幣及股權型代幣，而無論依 4 月份 STO 討論題綱是否已開放允許發行，此三種代幣之報酬來源皆來自於發行人，其中區別，僅在於所分配者為固定利息（債務型代幣）或盈餘（分潤型代幣、股權型代幣），而可見投資人於臺版證券型代幣受分配而得之利潤，須來自於發行人，若其利用次級市場交易所得獲利，並非金管會核定函令所稱之利潤。

若將臺版證券型代幣之「出資人有獲取利潤之期待」中之利潤作狹義理解，而僅限於發行人分配所得者，則因功能型代幣通常係使出資人得藉由代幣之使用而取得一定商品或服務⁷⁰，發行人不向出資人支付利息或分配盈餘，使之無獲取利潤之期待，將會使功能型代幣不符合金管會核定函令所提出之證券型代幣定義。

退步言之，即使認為金管會核定函令之「出資人有獲取利潤之期待」要件，其中之利潤不以發行人分配而來者為限，而得藉由交易臺版證券型代幣的方式創造，本文認為亦應作限縮解釋，以該等利潤係來自於共同事業或計畫營運所生現金流或收益之分配，始足當之⁷¹。至於交易市場上之價格起伏，此雖為交易者對於代幣價格之認知，然若該等價格增減並未與現金流或收益分配相連結，而僅是在反映市場供需，則非資本增值⁷²，不應認為出資人在購入代幣時，具有金管會核定函令所稱之「出資人有獲取利潤之期待」。

若功能型代幣未落入臺版證券型代幣之定義，其是否仍屬於我國法下之有價證券，而在發行時須遵循證交法之相關規定，否則將產生相關法律責任？按我國證交法第 6 條第一項，將有價證券定義為政府債券、公司股票、

⁷⁰ 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 139（2018）。

⁷¹ United Hous. Found. Inc. v. Forman, 421 U.S. 837, 852 (1975); Philipp Hacker & Chris Thomale, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies Under EU Financial Law*, 15 EUR. CO. & FIN. L. REV. 645, 686-87 (2018).

⁷² S.E.C., *supra* note 58.

公司債券及經主管機關核定之其他有價證券，由此可見，我國關於有價證券之界定係採有限列舉，概括授權的立法方式⁷³，未經主管機關核定者，將不屬於證交法下之有價證券⁷⁴，從而功能型代幣在經主管機關核定前，將無我國證交法之適用⁷⁵。

以上推論固然將使功能型代幣不構成證券型代幣，而無我國 STO 相關規定之適用，然於此或可思考者，乃是否需要將所有 ICO，皆以證券法令相繩？對此，外國論者不乏有主張得以消費者保護相關法律規範非屬有價證券之代幣⁷⁶，我國在消費者保護法賦予主管機關規範定型化契約權限下，將有另闢蹊徑，尋找其他管制手段的可能性⁷⁷。

4.3 申報豁免之商榷

如前所述，金管會規劃將臺版證券型代幣列為有價證券，並同時根據證交法第 22 條規定，將募資金額 3,000 萬元以下者核定為無須申報之豁免證券，而無須經過主管機關審查，即可逕為發行。

以證交法第 22 條作為創設新興募資管道的作法，並非 STO 首創⁷⁸，於

⁷³ 劉連煜，新證券交易法實例研習，頁 42（2016）。此一立法模式之授權明確性檢討，請參見賴英照，「證券交易法五十年」，月旦法學雜誌，第 293 期，頁 16-22（2019）。

⁷⁴ 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 53（2018）。

⁷⁵ 儘管如此，我國實務在抽象見解的論述上，似有逸脫證交法第 6 條文義，將未經主管機關核定者，認定為適用證交法之有價證券之勢，然若細究其中事實，將可見法院係在擴張證交法第 6 條所列舉股票或權利證書之文義，而非在未經主管機關核定下，創造新的有價證券類型。進一步分析，請參見楊岳平，前揭註 70，頁 152-154。

⁷⁶ Dirk Zetsche et al., *The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators*, 60 HARV. INT'L L.J. 267, 295 (2019).

⁷⁷ 進一步說明，請參見黃朝琮，前揭註 5，頁 61-62。

⁷⁸ 我國 STO 相關規範，相當程度係參考股權群眾募資之規定而來，請參見以下註 110 至註 114 及其相對應之本文。

我國開放股權群眾募資⁷⁹時，金管會即曾對於在創櫃板募集發行⁸⁰，以及依財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商經營股權性質群眾募資管理辦法（以下簡稱「股權群眾募資辦法」）募集發行⁸¹之普通股股票，核定豁免適用證交法第 22 條之申報生效規定。經此核定，股權群眾募資之發行人即無須依證交法第 30 條第一項規定，編制公開說明書⁸²，亦不負有因此所生證交法第 20 條第二項、第 20 條之 1 之民事責任，以及相應的證交法第 171 條第一項第一款及第 174 條第一項第三款、第五款、第六款之刑事責任⁸³，但證交法第 20 條第一項規定之一般反詐欺規定，仍有適用⁸⁴。因此 STO 經豁免進行證交法第 22 條之申報後，似將與股權群眾募資相同，而無上開責任規定之適用⁸⁵。

按根據證交法第 22 條豁免申報之有價證券，學理上稱之為豁免證券，係因發行人性質特殊（如政府發行之債券），或因其本身已有嚴密監理規範，或所發行有價證券之性質並非傳統定義下之投資（例如非營利機構發行之有價證券）等考量，而豁免於證券法令之適用⁸⁶，本屬例外而應嚴格適用，則將豁免證券的概念運用進行股權群眾募資之一般公司，此一作法是否

79 關於我國股權群眾募資制度之介紹，請參見王志誠，「股權群眾募資之新里程——兼論證券商經營股權性質群眾募資平臺業務之法制發展及課題」，華岡法粹，第 61 期，頁 24-31（2016）。

80 金融監督管理委員會，(102)金管證發字第 1020050231 號，2013 年 12 月 13 日。

81 金融監督管理委員會，(104)金管證發字第 10400140147 號，2015 年 4 月 30 日。

82 王志誠，「證券交易法講座 第三講：創櫃板與公眾籌資法治之建構（上）」，月旦法學教室，第 148 期，頁 37（2015）。

83 同前註，頁 40。

84 王志誠，前揭註 79，頁 46。

85 相關討論可參見黃朝琮，「法外之地？論證券型代幣之內線交易責任」，預計收錄於林國全教授榮退祝賀論文集，第肆、一部分（2020）。

86 蔡昌憲，「我國股權性質群眾募資之管制發展：從創櫃板到民間募資平台」，臺大法學論叢，第 45 卷第 1 期，頁 280 註 97（2016）。有價證券經證交法第 22 條豁免申報後，證交法是否仍有適用，可能有全部適用、全部不適用及部分適用等幾種可能解釋，學說實務見解未臻一致。相關檢討，請參見賴英照，前揭註 73，頁 22-24。

妥適，已為論者所質疑⁸⁷，如今再次運用於 STO 當中，是否過廣而使例外規定不再被從嚴適用，亦非無疑⁸⁸。就美國法之規定而言，其除豁免證券外，另有豁免交易之概念，係考量特定類型之銷售行為性質特殊，而以銷售行為為對象，豁免證券法令之適用⁸⁹。因此，如認為將證券型代幣視為豁免證券並非妥適，則應由豁免交易的角度切入思考其規範方式。

再者，核定為豁免證券之主要效果，既在使發行人無須編製公開說明書，並免除因此所生之相關民刑事責任，而 ICO 興起的原因之一，即在於其募集發行無須適用證券法令，可避免付出昂貴的法令遵循成本⁹⁰，則將臺版證券型代幣核定為豁免證券，邏輯上或與當初 ICO 興起之初衷相符。然另一方面，在證券交易法以資訊揭露為主的管理哲學下⁹¹，將臺版證券型代幣核定為豁免證券，將大幅削弱證券法令保護投資人的力度，而僅餘詐欺發生時之事後責任追溯機制。故若主管機關納管 STO，係因其廣泛流通於市場，有保護投資人之必要，則選擇採用豁免證券使發行人無須編制公開說明書的作法是否妥適，誠值深思⁹²。

事實上，比照首次公開發行要求 STO 之發行人編制公開說明書，並非不可行⁹³，而 ICO 在實務上亦早有發布白皮書說明募資規劃之作法⁹⁴，故根據

⁸⁷ 蔡昌憲，同前註，頁 280 註 97。

⁸⁸ 同此見解者，另可參見蔡昌憲，「初探我國新創公司籌資法制之展望——從推特 IPO 到虛擬通貨 STO」，臺灣財經法學論叢，第 2 卷第 1 期，頁 237（2020）。

⁸⁹ 蔡昌憲，前揭註 86，頁 259。美國法上豁免交易類型之整理，可參見 S.E.C., Concept Release on Harmonization of Securities Offering Exemptions (June 18, 2019), at 10-11, <https://www.sec.gov/rules/concept/2019/33-10649.pdf>.

⁹⁰ Omri Marian, *Blockchain Havens and the Need for Their Internationally-Coordinated Regulation*, 20 N.C. J. L. & TECH. 529, 539 (2019).

⁹¹ 賴英照，股市遊戲規則：最新證券交易法解析，頁 10-11（2014）。

⁹² 尤其在我國證券私人集體訴訟風氣不盛下，STO 責任之追訴，將大幅落在財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心身上。

⁹³ Randolph A. Robinson, II, *The New Digital Wild West: Regulating the Explosion of Initial Coin Offerings*, 85 TENN. L. REV. 897, 957 (2018).

⁹⁴ 請參見第 2 部分之說明。

STO 特性，將白皮書比擬於公開說明書而制定其統一格式，使其中內容或許無須如同公開說明書般詳實，但亦非完全豁免而使資訊不流通，應係比較妥適的管制方式。

對此，金管會固然已宣示 STO 發行人應編制公開說明書⁹⁵，然主管機關在依照證交法第 22 條豁免申報之餘，又回復發行人之公開說明書編制義務，不免偏離證交法第 22 條原意，與學理之豁免證券貌合神離，徒增概念上之混亂⁹⁶；金管會以函令方式，認定 STO 發行人係依證交法第 30 條第三項準用第一項編製公開說明書，並依同法第 31 條須於募集時交付之，雖使 STO 之公開說明書內容不實，適用同法第 32 條及第 174 條之民刑事責任規定，但若 STO 之發行須編製公開說明書，其中內容不實並將產生證交法上責任，則主管機關依證交法第 22 條豁免申報之效果所餘者，似僅餘由平臺業者審理發行人編制之公開說明書乙節⁹⁷，是否有必要如此大費周章，令人匪夷所思。

4.4 資訊揭露內容

儘管 6 月份 STO 規範說明仍將要求發行人編制公開說明書，然仍須注意 STO 與傳統首次公開發行之不同，而應避免過度援引既有規定，反生方枘圓鑿之象。

例如，傳統首次公開發行要求揭露發行人之股本形成經過、股權結構及公司沿革（含大股東股權變動狀況、公司併購狀況等）等歷史資訊⁹⁸，然 STO 絕大多數係為未來設置的數位平臺而募資，鮮有過去資訊可提供⁹⁹，故

⁹⁵ 6 月份 STO 規範說明第一、(三)點；金融監督管理委員會，(109)金管證發字第 10803620609 號令，2020 年 1 月 15 日。

⁹⁶ 如其中緣由，係為表彰 STO 與傳統概念之有價證券有所不同，則在立法技術上得以在發行人募集與發行有價證券處理準則中，就證券型代幣之發行另立專章，亦無須至動用豁免證券概念的程度。

⁹⁷ 6 月份 STO 規範說明第一、(三)點；虛擬通貨業務管理辦法第 26 條第一項。

⁹⁸ 公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則第 8 條、第 11 條。

⁹⁹ Chris Brummer, Trevor I. Kiviat & Jai Massari, *What Should Be Disclosed in an Initial Coin Offering*, in CRYPTOASSETS: LEGAL, REGULATORY, AND MONETARY PERSPECTIVES 157,

此項揭露對於認購人所能提供的資訊，毋寧有限。

再者，我國公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則雖條列若干應揭露之風險因素¹⁰⁰，其中皆係就發行人本身之資訊進行揭露，而非針對數位平臺本身，而無法直接套用至 STO 上。

最後，STO 因係建立在程式碼的基礎上，其在白皮書中所宣稱之機制，是否皆寫入程式碼當中，乃 STO 本身特性所生之風險，此固然不可能列為傳統首次公開發行之應揭露資訊項目，卻是 STO 的重要事項，而可考慮要求發行人說明程式碼與其募資說明中之落實狀況，或甚至直接要求發行人必須公布其程式碼，供大眾檢驗¹⁰¹。

就此而言，櫃買中心就臺版證券型代幣，另行制定虛擬通貨公開說明書應行記載事項準則，已意識到 STO 與首次公開發行有所不同，其中關於風險事項之揭露，並已涵蓋區塊鏈技術本身之資安與監理風險¹⁰²，值得肯定。然而，虛擬通貨公開說明書應行記載事項準則關於團隊之揭露，仍著眼於傳統公司組織中之董事、監察人、經理人、機構主管等¹⁰³，未凸顯 STO 中資訊技術團隊之重要性，對於程式碼與公開說明書間是否一致之議題，亦未有著墨，在目前規定下似僅能透過資訊技術專家以出具意見的方式進行檢驗¹⁰⁴，是否妥適，將僅能根據後續實務發展，再行斟酌。

4.5 3,000 萬元以下 STO：公募與私募界線之模糊

我國目前針對 STO 之規範，係針對募資金額之不同，以 3,000 萬元為

172 (Chris Brummer ed., 2019).

¹⁰⁰ 公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則第 9 條。

¹⁰¹ Hacker & Thomale, *supra* note 71, at 693. 論者已有指出程式碼與對投資人說明之落差者，*see* Shaanan Cohny et al., *Coin-Operated Capitalism*, 119 COLUM. L. REV. 591, 642-43 (2019).

¹⁰² 虛擬通貨公開說明書應行記載事項準則第 8 條。

¹⁰³ 虛擬通貨公開說明書應行記載事項準則第 7 條。

¹⁰⁴ 虛擬通貨公開說明書應行記載事項準則第 14 條。

界，設定不同規定。3,000 萬元是否為適宜的劃分標準，又應該以多少金額為宜，於 2019 年 4 月的公聽會中固然已有熱烈討論¹⁰⁵，然就法制面而言，此等規劃所造成之公募與私募界線模糊之現象，亦值得關注。

我國證交法第 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。而所謂募集，依同法第 7 條第一項，可知係對非特定人公開招募有價證券之行為，發行依第 8 條規定，則係指發行人於募集後製作並交付，或以帳簿劃撥方式交付有價證券之行為。因此在證交法下，募集與發行皆係以不特定人為對象。

與之相對，私募根據證交法第 7 條第二項，係依證交法第 43 條之 6 第一項及第二項規定，對特定人招募有價證券之行為，而根據證交法第 43 條之 6 第一項，私募之對象設有一定資格限制，且應募人數以 35 人為上限。故如將「私募」，以及「募集」、「發行」兩組用語並列，可知在我國證交法體例下，有價證券之銷售將依其對象資格及人數，適用兩套不同規範。

就此而言，美國於其 1933 年證券法中，對於非屬豁免證券之有價證券，係採取經註冊始得銷售之原則¹⁰⁶，但仍設置若干無須註冊之行為以為豁免，而明文將有價證券之非公開發行列入其中¹⁰⁷，呈現公募與私募二元並立的規範理念，並延伸至 1934 年證交法當中¹⁰⁸。因此，我國證交法與美國法類似，皆採取公募與私募的二元體制。

然在 6 月份 STO 規範說明的安排下，公募與私募之界線並不明顯。詳言之，由主管機關依證交法第 22 條規定豁免臺版證券型代幣申報之作法觀之，

¹⁰⁵ Danny Lin, 金管會的 STO 公聽會，超過 200 位專家都談了些什麼？, BlockTempo : <https://www.blocktempo.com/taiwan-sto-public-hearing/> (最後點閱時間：2020 年 3 月 7 日)。

¹⁰⁶ 15 U.S.C. § 77e (a).

¹⁰⁷ 15 U.S.C. § 76 (a)(2).

¹⁰⁸ Donald C. Langevoort & Robert B. Thompson, "Publicness" in Contemporary Securities Regulation After the Jobs Act, 101 GEO. L.J. 337, 343-44 (2013).

其似乎將 STO 理解為以不特定人為對象的公開募資行為，且未對於 STO 之應募人數設有限制。然如 6 月份 STO 規範說明之內容，可知金管會對於 3,000 萬元以下之 STO，規定僅限於境外結構型商品管理規則第 3 條第三項所稱之專業投資人方得認購，並對於自然人之認購金額，限制在 30 萬元以下，對 STO 設有相當高的進入門檻，得參與之投資人數量有限，而相當程度使得 STO 之公開募資行為，沾染私募色彩¹⁰⁹。

此等公募與私募性質交雜之緣由為何，頗值玩味。由我國股權群眾募資規定與 STO 規定之規劃相同，皆是以豁免證券的方式進行規範¹¹⁰、以 3,000 萬元為募資門檻¹¹¹、自然人之認購金額設有上限¹¹²，以及 6 月份 STO 規範說明與虛擬通貨業務管理辦法關於臺版證券型代幣之募集發行與交易，皆相當倚賴平臺業者，而平臺業者之資格條件，係參酌從事股權群眾募資之經紀商的資格條件而訂立等情¹¹³，或可推知我國關於 STO 規定之規劃，係相當程度參酌我國股權群眾募資之規定而來¹¹⁴。如此即產生若干議題值得探討。

首先，STO 與股權群眾募資分屬不同募資方式，我國在規劃時比附援引我國群眾募資規定之基礎何在，未見主管機關對此有所說明。再者，股權群眾募資於美國法下雖亦被認為係一種揉合公募及私募色彩之募資管道¹¹⁵，然有其發生背景，是否得套用於 STO 中，亦值研求。

¹⁰⁹ 類似見解另可見楊岳平，前揭註 46，頁 1338。

¹¹⁰ 金融監督管理委員會，(104)金管證發字第 10400140147 號，2015 年 4 月 30 日。

¹¹¹ 股權群眾募資辦法第 25 條。

¹¹² 股權群眾募資辦法第 26 條第二項。4 月份 STO 討論題綱中所設定之上限，與股權群眾募資同為 10 萬元，至 6 月份 STO 規範說明及虛擬通貨業務管理辦法始增加為 30 萬元。

¹¹³ 4 月份 STO 討論題綱第 7 頁。

¹¹⁴ 金管會官員在受訪時，亦表示 STO 將參考股權群眾募資之低度管理模式，而可見股權群眾募資之規範模式，於制定 STO 規範時之份量，參見邱金蘭，「金管會挺新創訂 STO 募資機制」，經濟日報，第 A2 版，2019 年 3 月 4 日。

¹¹⁵ Joan M. Heminway, *Crowdfunding and the Public/Private Divide in U.S. Securities Regulation*, 83 U. CIN. L. REV. 477, 479 (2014).

詳言之，美國在公募及私募的二元規範體制下，傳統上認為股票公開交易乃公司營運的必經之路，當成長至一定規模，公司股票即應掛牌交易。如此觀念亦使美國很長一段時間首次公開發行的申請件數居高不下，並擁有眾多掛牌公司。然該等趨勢在 2000 年開始反轉，不僅掛牌公司家數逐年下降，首次公開發行的申請件數亦銳減。實證資料顯示，美國在 1980 年至 2000 年間，平均每年有 310 件首次公開發行申請案，然 2001 年至 2012 年則平均每年僅有 99 件¹¹⁶；美國之掛牌公司數量於 1996 年達到巔峰，共 8,025 間，然至 2012 年，則僅餘 4,102 間¹¹⁷，變化之劇，可見一斑。

此一反轉態勢之緣由為何，論者提出不同解釋，但大體上可以由公開市場的進入與離開兩個面向著眼。首先，就公開市場的離開而言，論者有認為與公開公司因法令遵循成本增加而決定進行下市交易（going private transaction）有關¹¹⁸；再者，關於公開市場的進入，則有認為係機構投資人在 1940 年投資公司法（Investment Company Act of 1940）放鬆管制而興起、得參加私募之認可投資人（accredited investor）定義未隨通貨膨脹調升而使得符合資格之人數增加等原因，降低以私募方式取得資金之難度¹¹⁹，並因 Rule 144A 之制定與修正而使私募股份幾乎得以無限制地自由轉讓，促使非公開公司股份之次級交易市場活動熱絡¹²⁰，而在美國 2012 年通過 JOBS 法

¹¹⁶ Xiaohui Gao, Jay R. Ritter & Zhongyan Zhu, *Where Have All the IPOs Gone?*, 48 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 1663, 1663 (2013).

¹¹⁷ Craig Doidge, G. Andrew Karolyi & René M. Stulz, *The U.S. Listing Gap*, 123 J. FIN. ECON. 464, 464 (2017).

¹¹⁸ Jeff Schwartz, *The Twilight of Equity Liquidity*, 34 CARDOZO L. REV. 531, 535 (2012). *But cf.* Elisabeth de Fontenay, *The Deregulation of Private Capital and the Decline of the Public Company*, 68 HASTINGS L.J. 445, 464-45 (2017).

¹¹⁹ de Fontenay, *id.*, at 467. 關於認可投資人概念之介紹，請參見黃正一，「美國證券私募制度介紹（上）」，證交資料，第 492 期，頁 43-45（2003）。

¹²⁰ de Fontenay, *supra* note 118, at 468. Rule 144A 係針對私募有價證券轉讓所設置之安全港，規定投資人得以不觸動美國證券法令而自由轉讓有價證券之條件。關於 Rule 144A 之介紹，請參見黃正一，「美國證券私募制度介紹（下）」，證交資料，第 493 期，頁 33-47（2003）。

(Jumpstart Our Business Startups Act) 將非公開公司股東人數上限自 500 人增加至 2,000 人，並提供諸如股權群眾募資及 Reg A+¹²¹ 等募資管道後，大幅降低公司需要公開募資基金之必要性¹²²。

以上各項影響掛牌公司數量的因素中，與本文有關者，乃 JOBS 法案（及其中所創立之股權群眾募資制度）之通過。根據論者研究指出，該法案係因應沙賓法案所造成之法令遵循成本增加，使新興成長公司（emerging growth company）卻步於公開市場的主張，而為促使該等公司容易取得資本，藉此振興經濟並創造工作機會而制定¹²³。由此可見，JOBS 法案之制定，有相當一部分係為降低美國公司以「公募」方式募集資金的門檻，「私募」資金募集管道則無障礙，故公司並無資金取得不易的問題，只是公司即使成長至相當規模（即近年所稱之獨角獸），仍乏誘因掛牌交易，方在此目的考量下，於股權群眾募資中，採取模糊既有公募與私募二元體制之規範方式，鼓勵公司向大眾募資。相對於股權群眾募資，美國法下迄今未將 ICO 視為一種混合性質的募資管道，而仍係遵循公募與私募二元規範體制，令具有證券性質的代幣須進行註冊進行公募，或循豁免交易的方式進行銷售¹²⁴。若

¹²¹ Reg A+就美金 5,000 萬元及 2,000 萬元以下之公開募資活動，降低其法令遵循密度，進一步介紹，see Thomas J. Kim, Craig E. Chapman & John J. Sabl, *Regulation A+ Takes Effect*, HARVARD LAW SCH. FORUM ON CORP. GOVERNANCE (June 20, 2015), <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/06/20/regulation-a-takes-effect>. 該規則於 2018 年 12 月甫進行修正，就此之介紹，see Glenn Pollner et al., *The Expansion of Regulation A*, HARVARD LAW SCH. FORUM ON CORP. GOVERNANCE (Jan. 23, 2019), <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/01/23/the-expansion-of-regulation-a/>.

¹²² de Fontenay, *supra* note 118, at 468-69. 實證研究亦顯示，JOBS 法案對於公開募資活動之促進效果有限，see Michael Dambra, Laura Casares Field & Matthew T. Gustafson, *The JOBS Act and IPO Volume: Evidence that Disclosure Costs Affect the IPO Decision*, 116 J. FIN. ECON. 121, 122-23 (2015).

¹²³ Paul Rose & Steven D. Solomon, *Where Have All the IPOs Gone? The Hard Life of the Small IPO*, 6 HARV. BUS. L. REV. 83, 84 (2016).

¹²⁴ 就此而言，因股權群眾募資在美國法下已明定為豁免交易，STO 循股權群眾募資規定進行募資，將可無須進行註冊。

應註冊而未註冊，美國證管會得以違反 1933 年證券法為由，對發行人提起執法訴訟（enforcement action）¹²⁵。

與美國相較，我國資金募集法制之問題，不在於公司偏好「私募」而不進行「公募」，毋寧有更為根本之民間資金來源不足¹²⁶，以及創業內容不具競爭力等問題¹²⁷，使新創公司「無論公募或私募」皆有一定障礙。換言之，我國當前迫切需要面對者，係如何充實用於新創之民間資金，而非開發新募資管道，使新創公司更為容易使用，則股權群眾募資在我國已未必能對症下藥的情況下，再將 STO 比照於股權群眾募資辦理，將更乏模糊既有公募與私募之二元體制的正當性。

三者，股權群眾募資因係發行股份，該等有價證券最終仍有可能與既有的次級市場聯結。相對而言，證券型代幣雖在定義上被認為具有證券性質，其本質仍與股份不同，最終只能在加密代幣交易所交易，因此固然股權群眾募資於美國法上係為增加新興成長公司之募資管道而設，我國亦有上市櫃公司家數下滑的現象¹²⁸，STO 之引進卻無助於該等問題之解決。

最後，股權群眾募資是否為制定 STO 規範時，適當的參考對象，亦有待斟酌。論者咸認股權群眾募資在美國證管會所制定之規則（Regulation CF）中，仍過度監管而不具有吸引力¹²⁹，並非成功立法，我國股權群眾募資制度

¹²⁵ 美國證管會於 2019 年 6 月 4 日，以違反 1933 年證券法之註冊規定為由，對 Kik Interactive Inc. 提起執法訴訟，see Matthew Goldstein, *S.E.C. Sues Social-Media Company Kik over Digital Coin Offering*, N.Y. TIMES (June 4, 2019), <https://nyti.ms/2ZePhVF>. 關於執法訴訟之介紹，請參見林仁光，「西風東漸——談內線交易 Civil Penalty 制度之發展」，月旦法學雜誌，第 231 期，頁 86-92（2014）。

¹²⁶ 「扶植新創 先解資金難題」，經濟日報，第 A2 版，2018 年 7 月 3 日。

¹²⁷ 台灣新創公司面臨最大問題在於資金不足？，Alpha Camp：<https://tw.alphacamp.co/blog/2017-01-05-taiwan-startup-funding>（最後點閱時間：2020 年 3 月 7 日）。

¹²⁸ 許璋瑤，「活絡 IPO 市場的再思考」，證券服務，第 665 期，頁 5-6（2018）。

¹²⁹ Donald C. Langevoort, *The Regulation of Primary Markets*, in SECURITIES MARKET ISSUES FOR THE 21TH CENTURY 101, 132 (Merritt B. Fox et al. ed., 2018). 姑且不論成因為何，統計資料顯示，美國股權群眾募資的確未如預期般發揮作用，自美國 Regulation CF

亦被認為門檻過高而難以達成¹³⁰，而已幾乎消失在臺灣市場¹³¹。

因此，我國關於 STO 規定之規劃借鑑我國股權群眾募資相關規定的作法，不僅進一步混淆公募與私募界線，亦未清楚思辨採行此一措施的緣由，以及我國國情之需求所在，而在理論與實務運作上，似未臻圓滿。

如此公募與私募定性不明的結果，將在我國 STO 之進行上產生一個問題：若發行人得以將其對於代幣之銷售推廣，限制在少數人間進行而未達對不特定人公開招募之程度，而不屬於證交法第 7 條第一項及第 8 條第一項之募集發行情形，則發行人有無其他應遵循之規定？我國證交法雖就有價證券之私募與買賣設有專章，然其中規定僅及於股票及公司債，則在私募相關程序規定闕如的情況下，是否意味著發行人僅負有證交法第 20 條之一般反詐欺義務，而得以任意進行臺版證券型代幣之私募¹³²？果若如此，我國 STO 實

生效之 2016 年 5 月 16 日至 2018 年 12 月 31 日，僅完成 519 件募資，所得資金共 108 百萬美元，同一期間則有 12,700 間公司透過私募取得共 45 億美元的資金，*see* S.E.C., *supra* note 89, at 148.

¹³⁰ 陳炳宏，股權群募門檻高 無人成功，自由時報：<https://news.ltn.com.tw/news/weeklybiz/paper/1145494>（最後點閱時間：2020 年 3 月 7 日）。

¹³¹ 陳碧芬，台版群募平台 公共議題正夯，工商時報：<https://www.chinatimes.com/newspapers/20180519000279-260205>（最後點閱時間：2020 年 3 月 7 日）。

¹³² 若認為 STO 之發行人非公開發行公司，故其就臺版證券型代幣向特定人所為之募資行為，得不適用證交法規定，固非無見。但該等行為將僅能向特定人為之，且「特定人」之範圍如何認定，未有明確標準，相關法律風險不易評估。再者，此等非公開發行公司向特定人招募臺版證券型代幣之行為，因我國公司法僅就股票及公司債等傳統募資工具設有規定，非公開發行公司得否依公司法招募臺版證券型代幣，亦有不明，而只能直接訴諸私法自治，認為私人間得合意形成彼此關於臺版證券型代幣之權利義務關係。其次，即使發行人能夠嚴守特定人界線，在私法自治的基礎上，以非公開發行公司的地位向特定人招募臺版證券型代幣，則該等代幣發行後之流通性如何，亦值斟酌，若將該等代幣掛牌於代幣交易所進行交易，則又將有該等代幣是否需要、得否辦理及如何補辦公開發行等問題，若因此發行之代幣缺乏流通性，可能使此種發行管道不具有吸引力。最後，上開發行管道僅能對特定人為之，對發行人有多大使用誘因，又如何能使投資人願意捨股權、債權而認購證券型代幣，皆有待釐清。

對於臺版證券型代幣的私募，開啟了巨大而寬廣的應用空間。本文相信此當非主管機關本意，只是其中漏洞當如何填補，仍有待觀察。

於此得以進一步延伸探討者，在 STO 本身兼具公募及私募之特性下，應如何認定 STO 發行人之地位？其是否為公開發行公司？按公司法第 156 條之 2 第一項之規定，公司得依董事會之決議，向證券主管機關申請辦理公開發行程序，因此在目前規定下，是否為公開發行公司，端視其是否向證券主管機關申請辦理公開發行為斷¹³³，則依此標準，STO 之發行人如未辦理公開發行程序，即非公開發行公司。只是若著眼其本質，STO 一方面有向不特定人進行公開招募之事實，另一方面又因認購人資格設有限制而沾染私募色彩，呈現公募與私募性質交錯之貌，是否應針對進行此類的發行人，在傳統的公開發行公司與非公開發行公司之間，創立出折衷類型的第三種分類（例如：準公開發行公司），值得在學理上，繼續探討發展。

4.6 3,000 萬元以上 STO：窒礙難行

對於募資金額 3,000 萬元以上之 STO，6 月份 STO 規範說明未有詳論，僅稱將待金融科技創新實驗的結果而定，而產生若干議題。

所謂金融科技創新實驗，係以科技創新或經營模式創新方式從事屬於需主管機關許可、核准或特許之金融業務實驗¹³⁴。此等實驗使業者得以在豁免監理法規適用下，嘗試新科技或商業模式以評估其可行性，並使監管者在此過程當中發現相關法制議題¹³⁵。

由以上定義，可知金融科技創新實驗之內容，係以須經主管機關許可、核准或特許之金融業務為對象。將之套用於 STO 當中，即產生若干疑義。

在我國規劃下所形塑之 STO 當中，發行人將銷售代幣予認購人，使代幣之持有人受領固定利息（債務型代幣）或分配收益（分潤型代幣），持有人

¹³³ 王文宇，公司法論，頁 109（2018）。

¹³⁴ 金融科技發展與創新實驗條例第 3 條。

¹³⁵ 林佩瑩，「創新實驗機制及法制環境優化之探討」，科技法律透析，第 30 卷第 11 期，頁 35（2018）。

並得以在平臺業者處交易，發行人則將所得資金，用於業務經營。如以關係圖呈現，則可示意如圖 1 所示。

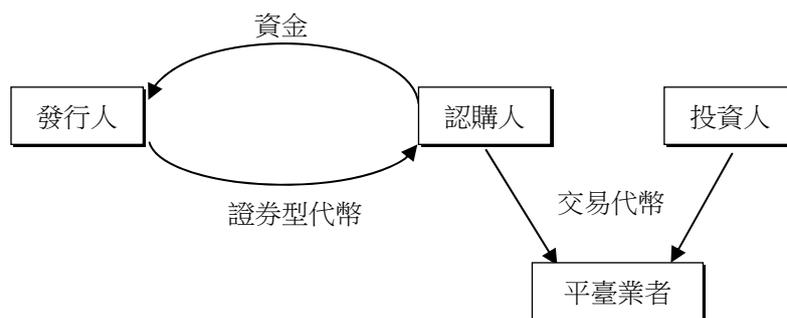


圖 1 STO 關係示意圖

資料來源：作者自繪。

於此需先檢討者，乃 STO 關係中之金融科技創新實驗所在。如前所述，既然金融科技創新實驗之內容，乃「須經主管機關許可、核准或特許之金融業務」，則只有在以上關係中，涉及須經許可、核准或特許之金融業務部分，方有申請金融科技創新實驗的可能。

對發行人而言，在臺版證券型代幣被核定為證交法第 6 條之有價證券後，其代幣之募集發行依證交法第 22 條即須向主管機關申報生效後，方得為之，只是金管會就募資金額在 3,000 萬元以下部分，豁免申報生效之要求。然無論如何，證交法第 22 條僅規定有價證券之募集發行須「申報」生效，而無須取得主管機關之「許可、核准或特許」；有價證券之募集發行雖為發行人之資金募集行為，但其並非金融業務，故亦不該當金融科技創新實驗的內容¹³⁶。

¹³⁶ 由 6 月份 STO 規範說明前言中「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」等語觀之，似又可不排除申請金融創新實驗者，乃進行 3,000 萬元以上 STO 之發行人。然若將 STO 進一步拆解為「資金模式」（發行代幣以募集資金）跟「商業模式」（使用代幣換取商品或服務）兩個部分，則在判斷

由 6 月份 STO 規範說明及虛擬通貨業務管理辦法將平臺業者界定為自營商，並要求其取得證券自營商執照的要求觀之，平臺業者將是 STO 關係中，從事「須經主管機關許可、核准或特許之金融業務」者，因此如果要就募資金額 3,000 萬元以上的 STO 申請進行金融科技創新實驗，將是以平臺業者為申請人¹³⁷，而在有平臺業者獲准就募資金額 3,000 萬元以上 STO 進行金融科技創新實驗之前，發行人將因缺乏可進行募資之平臺¹³⁸，而事實上無法進行該等 STO¹³⁹。

在此情況下，如有發行人擬在有平臺業者獲准進行金融科技創新實驗之前，進行募資金額 3,000 萬元以上之 STO，則僅有在其同時兼任平臺業者，負責所發行之臺版證券型代幣的次級市場交易的情況下，方有可能。然而此一選項明顯不可行，蓋 6 月份 STO 規範說明對於經手 3,000 萬元以下 STO 之平臺業者，已要求 1 億元之最低實收資本，並應繳交營業保證金 1,000 萬元，當可想像主管機關將對於經手 3,000 萬元以上 STO 之平臺業者，提出更

金融創新實驗有無創新性時（金融科技創新實驗管理辦法第 6 條），若將商業模式一併納入考量，似乎會超過金融科技發展與創新實驗條例的射程範圍，畢竟創新實驗只限於金融業務的實驗（金融科技發展與創新實驗條例第 3 條）。但另一方面，若創新性之判斷只著眼於募資模式，則因發行代幣以募集資金，乃 STO 之最主要特色，如何論證不同 STO 間具有創新性，將甚有難度，而大幅減少可以進行金融創新實驗的 STO 數量。

¹³⁷ 平臺業者在 STO 中，除可作為募資平臺的提供者，實務上亦發展出由其為募資公司擔任發行人而發行代幣之初次交易所發行（Initial Exchange Offering, IEO）此一交易模式，see John R. Stark, *Guest Post: The Looming SEC IEO Smackdown*, D&O DIARY (May 22, 2019), <https://www.dandodiary.com/2019/05/articles/cryptocurrencies/guest-post-the-looming-sec-ieo-smackdown/>. IEO 於我國法下是否可行，將必須先就各方當事人間之關係加以定性，以釐清其中所涉之法律問題。

¹³⁸ 6 月份 STO 規範說明僅豁免募資金額 3,000 萬元以下 STO 之申報，故 3,000 萬元以上者，仍須向金管會申報生效後，始得為之。

¹³⁹ 類似的情況亦存在於募資金額 3,000 萬元以下之 STO，其雖無須申報，但在有平臺業者取得證券自營商執照前，將無從進行證券型代幣之發行與交易，只是相較之下，3,000 萬元以上 STO 之平臺業者金融科技創新實驗，將更難著手進行。

高要求，而發行人之所以需要進行 STO，即因其有資金需求，當無可能有餘裕滿足最低實收資本及營業保證金之要求。即令不論發行人自行擔任平臺業者所需面對的經濟障礙，因金融科技創新實驗需具有創新性¹⁴⁰，而金融科技創新實驗管理辦法進一步將與已核准實驗之業務性質相同或近似者，列明不具有創新性¹⁴¹，則由發行人自行擔任平臺業者的作法，將只能進行一次，而不可能多次發生。

再者，是否有平臺業者願意著手進行金融科技創新實驗，亦非無疑，蓋金融科技發展與創新實驗條例要求申請人與所有參與者之資金、交易或曝險金額最高不得超過 2 億元¹⁴²，以每件 STO 募資金額 3,000 萬元計算，平臺業者於實驗期間所得進行之 STO 件數似將不超過 6 件，若再比照募資金額 3,000 萬元以下 STO 規劃，要求單一平臺受理第一檔 STO 交易滿一年後始能再受理第二檔 STO 之發行¹⁴³，平臺業者進行金融科技創新實驗後所得辦理之 STO 件數將極為有限，恐使之無強烈誘因申請進行金融科技創新實驗。

即令有平臺業者著手進行實驗，發行人是否願意參與而進行 3,000 萬元以上之 STO，亦有待商榷。根據金融科技發展與創新實驗條例，金融科技創新實驗期間以一年為限，申請人雖得申請延長，但全部實驗期間不得逾三年¹⁴⁴，而金融科技創新實驗之結果，僅供主管機關檢討研修相關金融法規之用¹⁴⁵，如主管機關認有需要修法，則須在實驗期間屆滿後三個月內提出修正草案，報請行政院審查¹⁴⁶。然無論如何，金融科技創新實驗之進行，並不當然擔保相關法令將因此修正，則對發行人來說，進行 3,000 萬元以上之 STO 將具有相當大的不確定性，蓋其所發行之臺版證券型代幣，將有可能在金融

¹⁴⁰ 金融科技發展與創新實驗條例第 7 條。

¹⁴¹ 金融科技創新實驗管理辦法第 6 條。

¹⁴² 金融科技創新實驗管理辦法第 5 條第五項。

¹⁴³ 6 月份 STO 規範說明第一、(三)點；虛擬通貨業務管理辦法第 34 條。

¹⁴⁴ 金融科技發展與創新實驗條例第 9 條第一項。

¹⁴⁵ 金融科技發展與創新實驗條例第 17 條第一項第一款。

¹⁴⁶ 金融科技發展與創新實驗條例第 17 條第二項。

科技創新實驗期間屆滿後，因主管機關決定不予修法、提出草案後遲未完成行政院審查，或是立法院作業遲延而無法及時完成立法等因素，喪失可交易其代幣之平臺；若金融科技創新實驗所規劃的退場機制¹⁴⁷，係要求發行人退還所募得資金，將進一步降低發行人進行 3,000 萬元以上 STO 的意願，並將衍生複雜的回復原狀問題。

由此可見，將 3,000 萬元以上 STO 之進行，繫諸於平臺業者之金融創新實驗的進行，將不難想像此將使該等 STO 在現實上窒礙難行，而不易發生。

4.7 外國法令之適用

6 月份 STO 規範說明固然要求發行人須為依中華民國法律設立之股份有限公司，平臺業者並為取得我國執照之證券自營商，主要聯繫因素似皆存在於我國境內，然此非謂外國證券法令即因此完全被排除適用。以美國法為例，本文以下將分別就準據法及管轄法院等議題，進行探討。

4.7.1 準據法

準據法之決定得再依 ICO 係在境內或境外進行者，分別探討之。

於我國境內進行者，發行人固然需依我國相關規定辦理之，惟若發行人向美國境內進行臺版證券型代幣之銷售推廣，將觸動美國 1933 年證券法之適用，而必須依美國法進行註冊，或依豁免交易之規定進行¹⁴⁸。另在證券型代幣發行後之次級市場交易中，美國法院雖曾認為，由美國原告針對外國發行人於外國交易所進行之有價證券交易，即使原告係於美國下單，將無美國證券詐欺規定之適用¹⁴⁹，然因 6 月份 STO 規範說明並未賦予平臺業者證券交易所的地位，而僅以證券自營商視之，則發行人向外國投資人進行臺版證券

¹⁴⁷ 根據金融科技發展與創新實驗條例第 4 條第三款，金融科技創新實業計畫中，須包含自行終止創新實驗、經主管機關撤銷或廢止核准或創新實驗期間屆滿之退場機制。

¹⁴⁸ 17 C.F.R. § 230.903(a)(2).

¹⁴⁹ *City of Pontiac Policemen's and Firemen's Retirement Sys. v. UBS AG*, 752 F.3d 173, 181 (2d Cir. 2014).

型代幣之募集發行，是否得豁免於美國證券詐欺等責任規定之適用，仍有未定。

至於我國境外之 ICO，其若向我國境內之人銷售代幣，該代幣是否屬於我國之有價證券，則因主管機關曾依證交法第 6 條第一項規定核定「外國之股票、公司債、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」¹⁵⁰，其判斷將依外國法為準，故若境外進行之 ICO 依外國法認定為有價證券者，於我國亦將有證交法之適用¹⁵¹。

然亦應指明者，證交法所核定之外國有價證券而受我國證交法令規範者，乃「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」者，因此即令認定境外 ICO 構成我國法下之外國有價證券，仍須有在我國境內募集、發行、買賣，方有必要適用我國證交法。

因此，境外 ICO 若未於我國境內對不特定人進行公開招募，代幣亦是在境外交付，將無在我國募集發行情事。有疑問者，乃如何認定買賣是否在我國境內進行。

按我國證交法本就有價證券之買賣，於第 9 條設有規定為：「本法所稱買賣，謂在證券所集中交易市場，以競價方式買賣，或在證券商營業處所買賣有價證券之行為。」，然該規定於 1988 年證交法修正時刪除，使現行法下之有價證券買賣並無法律明文定義。

儘管如此，臺灣高等法院 95 年度上重更（二）字第 41 號刑事判決中，時任證期會法務室科長曾就有價證券之買賣，提出以下證詞：「

¹⁵⁰ 財政部，(76)臺財證(二)字第 900 號函，1987 年 9 月 12 日。

¹⁵¹ 在我國證券型代幣之定義，與外國法未臻相同的情況下（以美國 Howey 測試為對照之觀察，請參見第 4.2 部分之說明），我國對於代幣是否為有價證券，將因其發行人是否為外國人，而有不同。類似情況亦發生於臺灣存託憑證是否為證券交易法有價證券此一問題的處理上，晚近相關討論可參見戴銘昇，「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 132-147（2019）。

（檢察官問：證交法第九條的刪除是何時刪除？）是在七十七年一月份刪除的。

（檢察官問：在無刪除前，法條內容為何？）本法所稱買賣，謂在證券交易所集中交易市場以競價方式買賣，或在證券商營業處所買賣有價證券之行為。

（檢察官問：為何會刪除？）當初刪除的理由是因為可能有在集中交易市場的證券，如按第九條的買賣方式，會造成投資者在場外的交易無法規範，所以才會刪除。使買賣的定義回歸民法規定。

（檢察官問：證期會對有價證券的買賣作何定義？）我們從一般民法上的買賣來做定義，有契約成立的行為，就有買賣的成立。

（檢察官問：交股票及交割的動作，是否仍是買賣一部分？）我們只從形式上來判斷是否成立買賣契約，對於報價及交割之行為，是另一回事，我們在證券交易市場上只認定雙方有合意買賣有價證券契約即為成立，後續的報價及交割動作只是履行契約的動作。」

由以上證詞，可知證交法刪除買賣之定義，本意係將有價證券買賣之成立回歸民法規定，並與後續有價證券之交付相區隔。由此延伸，當認購人向境外主機傳達認購代幣之意思表示，仍須發行人予以接受，買賣契約方成立，則代幣購買之契約，應係在境外成立，我國亦非契約締結地。從而，將無法僅因我國境內之人認購境外 ICO 之代幣，即認為買賣行為係於我國境內發生，而以我國證交法相繩¹⁵²。

由以上說明，在 6 月份 STO 規範說明之規劃下，依我國規定進行 STO 的發行人仍無法完全避免外國證券法令之適用，我國證交法令亦非完全不適用於境外進行之 ICO，而仍需就個案進一步分析，方有定論。

¹⁵² 除了證交法令上之選擇上，ICO 當事人間私法關係的準據法如何認定，則是另一疑難問題，相關討論，see Matthias Lehmann, *Who Owns Bitcoin? Private Law Facing the Blockchain* (Eur. Banking Inst. Working Paper Series 2019 — No. 42, 2019), at 13-25, <https://papers.ssrn.com/id=3402678>.

4.7.2 國際管轄權

在判斷何國證交法令適用之同時，固然以同時決定何國證券主管機關對於所涉 ICO 擁有管轄權，然此等行政上的管轄權，與法院管轄權之判斷係屬二事，而應分別對待。

就我國法而言，民事訴訟法並未就國際管轄權著有明文，而觀諸最高法院裁判，104 年度台抗字第 1004 號民事裁定認為：「關於涉外事件之國際管轄權誰屬，涉外民事法律適用法固未明文規定，惟受訴法院尚非不得就具體情事，類推適用國內法之相關規定，以定其訴訟之管轄」，雖採類推適用說¹⁵³，然由最高法院 104 年度台抗字第 589 號民事裁定以：「原法院依當事人間之公平、裁判之正當與迅速法理，審酌再抗告人實際營業行為地點、保險連繫地、當事人與法庭地法之關聯性，認我國法院有管轄權，於法無違」而維持下級法院判決，則似又不以類推適用說為唯一標準，而有採利益衡量彈性判斷之空間。

關於 ICO 之法院管轄判斷，本文認為彈性標準之採用有其必要性，蓋在公開金鑰加密及區塊鏈技術的運用下，ICO 專案之發行人及認購人未必係以其真實身分進行交易，而無法適用以原就被原則，且認購人之所在地可能分散於世界各地，貿然根據契約履行地（民事訴訟法第 12 條）或財產所在地（民事訴訟法第 3 條）決定管轄，恐又使法院管轄權之取得過於寬鬆，而造成管轄過剩現象¹⁵⁴。有鑑於此，本文認為在面對 ICO 此一新興交易態樣，跳脫出既有規定而本於其交易架構尋找適宜的管轄法院，或許是比較妥適的作法。對此，美國法已有作成若干判決，以發行人行為與法庭地間之連結關係

¹⁵³ 除了類推適用說，學說上亦有採逆推知說，認為得由我國民事訴訟法之管轄規定，逆推知我國有無國際管轄權。類推適用說與逆推知說，乃至於與其他學說間之關係，晚近討論可參見王欽彥，「國際裁判管轄之方法論區辨」，臺北大學法學論叢，第 106 期，頁 65-82（2018）。

¹⁵⁴ 「管轄過剩」概念之介紹與分析，可參見陳瑋佑，「國際民事訴訟管轄權之規範與解釋——以財產所在地審判籍為例」，臺北大學法學論叢，第 93 期，頁 160-172（2015）。

強弱，作為認定法院有無管轄權之判斷因素，足資參照¹⁵⁵。

5. 結論

本文以 STO 之相關規範文件為對象，檢討該規定所呈現之若干議題。首先，就 ICO 之分類而言，金管會雖使用證券型代幣及 STO 等語，似採取類似於支付型代幣、功能型代幣及證券型代幣之三分法，然其對於證券型代幣之界定，卻又參考未採用三分法之美國 *Howey* 測試，而使得支付型代幣及功能型代幣是否根本上即被排除於臺版證券型代幣的定義之外，從而根本不適用我國規定，有所不明，影響相關規定適用範圍之界定。

二者，就證券型代幣的定義而言，臺版證券型代幣之定義雖與美國 *Howey* 測試相似，惟如參照 4 月份 STO 討論題綱及虛擬通貨業務管理辦法進一步將證券型代幣，區分為債務型代幣、分潤型代幣及股權型代幣，而此三種代幣無論是否已開放允許發行，其利潤來源皆來自於發行人，僅在於所分配者為固定利息或盈餘之區別，則可見投資人於我國證券型代幣所分享之利潤，須來自於發行人，若其利用次級市場交易所得獲利，並非金管會核定函令中所稱之利潤，使功能型代幣等獲利非來自於發行人之代幣，不落入臺版證券型代幣定義當中。退步言之，即使認為金管會核定函令之「出資人有獲取利潤之期待」要件，其中之利潤不以發行人分配而來者為限，而得以來自於交易行為，本文認為亦應作限縮解釋，以該等利潤係來自於共同事業或計畫營運所生現金流或收益之分配，始足當之。至於交易市場上之價格起伏，此雖為交易者對於代幣價格之認知，然若該等價格增減並未與現金流或收益分配相連結，而僅是在反映市場供需，則非資本增值，不應認為出資人在購入代幣時，具有金管會核定函令所稱之「出資人有獲取利潤之期待」。

¹⁵⁵ *S.E.C. v. PlexCorps*, 2018 WL 4299983, at *19 (E.D.N.Y. Aug. 9, 2018); *Balestra v. AT-BCoin LLC*, 2019 WL 1437160, at *4-5 (S.D.N.Y. Mar. 31, 2019).

三者，將臺版證券型代幣直接定義為豁免證券，使其募集發行無須適用證交法第 22 條之申報生效規定，亦無須編制公開說明書，固有助於證券型代幣發行成本之降低，然相對亦產生揭露不足而無法有效保障投資人之疑慮。對此，6 月份 STO 規範說明及虛擬通貨業務管理辦法雖仍將要求發行人編制公開說明書，然若過於參照首次公開發行之既有規定，將有未顧及 STO 特性的問題，產生方枘圓鑿之象。

四者，6 月份 STO 規範說明及虛擬通貨業務管理辦法就募資金額 3,000 萬元以下之 STO 所為之規定，似有大幅參照我國股權群眾募資規定之傾向，然 STO 與股權群眾募資本為兩相獨立的募資管道，比照股權群眾募資規定而制定 STO 相關規範，似非妥適，且如此亦使臺版證券型代幣之募集發行兼具公募與私募色彩，產生如何定性 STO 之問題，而使得未對不特定人公開招募證券型代幣之行為，應如何適用相關法律規定，未有解答。至於 3,000 萬元以上之 STO，則將必須有平臺業者獲准進行金融科技創新實驗，方有開辦可能，然考諸金融科技創新實驗之金額上限及實驗期滿後之不確定性等，3,000 萬元以上 STO 在目前制度下或將難以發生。

最後，在 6 月份 STO 規範說明之規劃仍留下準據法及管轄法院應如何決定的問題，使得依我國規定進行之 STO 將不當然意味其可完全豁免於外國證券法令之適用，於我國境外進行之 ICO 亦有可能落入我國證交法規定之射程範圍，而需個案認定。至於管轄法院之認定，我國實務所慣用之類推適用見解或有不足，而以採利益衡量彈性認定方法，逐步建立我國對於 STO 相關爭議之管轄判斷標準，較為妥適。

金管會勇於任事而規劃為 STO 之進行制定相關規範，自有意義與重要性，值得肯定。至於此等規劃所呈現，是出於哪一種美麗新世界的想像¹⁵⁶，則可留待公論。但至少就所參照之股權群眾募資而言，其施行後之件數稀

¹⁵⁶ See generally ALDOUS HUXLEY, BRAVE NEW WORLD (1932).

少¹⁵⁷，與之相對的非股權群眾募資活動卻日趨熱絡¹⁵⁸，則若我國於相關規定在制定後，得以在劃清臺版證權型代幣之範圍下，有促進非臺版證券型代幣 ICO 活動熱絡之效，將是其在正面規範 STO 之餘的另一重大貢獻。

¹⁵⁷ 請參見陳炳宏，前揭註 130；陳碧芬，前揭註 131。

¹⁵⁸ Mia，【募到剝手手】2018 台灣募資有多熱？破 12 億成長 33%！，INSIDE：<https://www.inside.com.tw/article/15486-2018-Taiwan-Crowd-funding-statistics>（最後點閱時間：2020 年 3 月 7 日）。

參考文獻

中文書籍

- 王文字，〈《公司法論》〉，6版，元照出版，臺北（2018）。
- 劉連煜，〈《新證券交易法實例研習》〉，14版，元照出版，臺北（2016）。
- 賴英照，〈《股市遊戲規則：最新證券交易法解析》〉，3版，作者自版，臺北（2014）。

中文期刊

- 王志誠，〈證券交易法講座 第三講：創櫃板與公眾籌資法治之建構（上）〉，《月旦法學教室》，第148期，頁33-43，2015年1月。
- 王志誠，〈股權群眾募資之新里程——兼論證券商經營股權性質群眾募資平臺業務之法制發展及課題〉，《華岡法粹》，第61期，頁1-58，2016年12月。
- 王欽彥，〈國際裁判管轄之方法論區辨〉，《臺北大學法學論叢》，第106期，頁49-89，2018年9月。
- 林仁光，〈西風東漸——談內線交易 Civil Penalty 制度之發展〉，《月旦法學雜誌》，第231期，頁80-97，2014年8月。
- 林佩瑩，〈創新實驗機制及法制環境優化之探討〉，《科技法律透析》，第30卷第11期，頁33-52，2018年11月。
- 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年6月。
- 許璋瑤，〈活絡IPO市場的再思考〉，《證券服務》，第665期，頁4-6，2018年6月。
- 陳瑋佑，〈國際民事訴訟管轄權之規範與解釋——以財產所在地審判籍為例〉，《臺北大學法學論叢》，第93期，頁133-181，2015年3月。
- 黃正一，〈美國證券私募制度介紹（上）〉，《證交資料》，第492期，頁31-63，2003年4月。
- 黃正一，〈美國證券私募制度介紹（下）〉，《證交資料》，第493期，頁12-49，2003年5月。

- 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 年 11 月。
- 楊岳平，〈區塊鏈時代下的證券監管思維挑戰：評金管會最新證券型虛擬通貨監管方案〉，《臺大法學論叢》，第 48 卷特刊，頁 1339-1362，2019 年 11 月。
- 楊雅婷、張瑞星，〈淺談證券型代幣（STO）法規監管趨勢〉，《財金法律研究》，第 2 卷第 2 期，頁 293-311，2019 年 6 月。
- 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 年 9 月。
- 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 1 期，頁 1-43，2019 年 1 月。
- 蔡昌憲，〈我國股權性質群眾募資之管制發展：從創櫃板到民間募資平台〉，《臺大法學論叢》，第 45 卷第 1 期，頁 249-313，2016 年 3 月。
- 蔡昌憲，〈初探我國新創公司籌資法制之展望——從推特 IPO 到虛擬通貨 STO〉，《臺灣財經法學論叢》，第 2 卷第 1 期，頁 157-244，2020 年 1 月。
- 賴英照，〈證券交易法五十年〉，《月旦法學雜誌》，第 293 期，頁 5-26，2019 年 10 月。
- 戴銘昇，〈美國證券法規上「證券」之重要判斷原則〉，《證券暨期貨月刊》，第 24 卷第 12 期，頁 25-46，2006 年 12 月。
- 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 年 1 月。

中文論文集

- 黃朝琮，〈法外之地？論證券型代幣之內線交易責任〉，《林國全教授榮退祝賀論文集》，未出版（2020）。

其他中文參考文獻

- Danny Lin，金管會的 STO 公聽會，超過 200 位專家都談了些什麼？，BlockTempo：
<https://www.blocktempo.com/taiwan-sto-public-hearing/>（最後點閱時間：2020 年 3 月 7 日）。

- Mia，【募到剝手手】2018 台灣募資有多熱？破 12 億成長 33%！，INSIDE：
<https://www.inside.com.tw/article/15486-2018-Taiwan-Crowd-funding-statistics>（最後點閱時間：2020 年 3 月 7 日）。
- 台灣新創公司面臨最大問題在於資金不足？，Alpha Camp：<https://tw.alphacamp.co/blog/2017-01-05-taiwan-startup-funding>（最後點閱時間：2020 年 3 月 7 日）。
- 邱金蘭，金管會挺新創 訂 STO 募資機制，經濟日報，第 A2 版，2019 年 3 月 4 日。
- 扶植新創 先解資金難題，經濟日報，第 A2 版，2018 年 7 月 3 日。
- 金管會對「證券型代幣發行（Security Token Offering, STO）相關規範」之說明，金管會網站：<https://perma.cc/6RNJ-AA36>（最後點閱時間：2020 年 3 月 7 日）。
- 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」，2019 年 4 月 12 日，<https://ppt.cc/fhYV0x>（最後點閱時間：2020 年 3 月 7 日）。
- 陳炳宏，股權群募門檻高 無人成功，自由時報：<https://news.ltn.com.tw/news/weeklybiz/paper/1145494>（最後點閱時間：2020 年 3 月 7 日）。
- 陳碧芬，台版群募平台 公共議題正夯，工商時報：<https://www.chinatimes.com/newspapers/20180519000279-260205>（最後點閱時間：2020 年 3 月 7 日）。
- 虛擬幣交易 金管會要管了，經濟日報，第 A4 版，2018 年 10 月 23 日。
- 楊岳平，評金管會最新 STO 規範——百廢待興下的小步舞曲，2019 年 6 月 28 日，BlockTempo：<https://www.blocktempo.com/fsc-sto-regulation-review-a-little-step-by-step/>（最後點閱時間：2020 年 3 月 7 日）。
- 楊金龍，虛擬貨幣與數位經濟：央行在數位時代的角色，2018 年 8 月 7 日，頁 4，<https://www.cbc.gov.tw/public/attachment/888144602.pdf>（最後點閱時間：2020 年 3 月 7 日）。
- 廖禹揚，ICO 三種類控管 金管會：採個案管理，中央社：<https://www.cna.com.tw/news/afe/201805300176.aspx>（最後點閱時間：2020 年 3 月 7 日）。
- 魏喬怡、彭禎伶，金管會與央行達成正名共識 虛擬通貨 厲行實名制，工商時報，第 A9 版，2018 年 8 月 11 日。

英文書籍

HUXLEY, ALDOUS, BRAVE NEW WORLD (1932).

英文期刊

- Cohney, Shaanan, David A. Hoffman, Jeremy Sklaroff & David A. Wishnick, *Coin-Operated Capitalism*, 119 COLUM. L. REV. 591 (2019).
- de Fontenay, Elisabeth, *The Deregulation of Private Capital and the Decline of the Public Company*, 68 HASTINGS L.J. 445 (2017).
- Doidge, Craig, G. Andrew Karolyi & René M. Stulz, *The U.S. Listing Gap*, 123 J. FIN. ECON. 464 (2017).
- Dambra, Michael, Laura Casares Field & Matthew T. Gustafson, *The JOBS Act and IPO Volume: Evidence That Disclosure Costs Affect the IPO Decision*, 116 J. FIN. ECON. 121 (2015).
- Gao, Xiaohui, Jay R. Ritter & Zhongyan Zhu, *Where Have All the IPOs Gone?*, 48 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 1663 (2013).
- Goforth, Carol, *The Lawyer's Cryptionary: A Resource for Talking to Clients About Crypto-Transactions*, 41 CAMPBELL L. REV. 47 (2019).
- Hacker, Philipp & Chris Thomale, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies Under EU Financial Law*, 15 EUR. CO. & FIN. L. REV. 645 (2018).
- Heminway, Joan M., *Crowdfunding and the Public/Private Divide in U.S. Securities Regulation*, 83 U. CIN. L. REV. 477 (2014).
- Langevoort, Donald C. & Robert B. Thompson, *"Publicness" in Contemporary Securities Regulation After the Jobs Act*, 101 GEO. L.J. 337 (2013).
- Marian, Omri, *Blockchain Havens and the Need for Their Internationally-Coordinated Regulation*, 20 N.C. J. L. & TECH. 529 (2019).
- Reyes, Carla L., *If Rockefeller Were a Coder*, 87 GEO. WASH. L. REV. 373 (2019).
- Robinson, II, Randolph A., *The New Digital Wild West: Regulating the Explosion of Initial Coin Offerings*, 85 TENN. L. REV. 897 (2018).
- Rohr, Johnathan & Aaron Wright, *Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets*, 70 HASTINGS L.J. 463 (2019).
- Rose, Paul & Steven D. Solomon, *Where Have All the IPOs Gone? The Hard Life of the Small IPO*, 6 HARV. BUS. L. REV. 83 (2016).
- Schwartz, Jeff, *The Twilight of Equity Liquidity*, 34 CARDOZO L. REV. 531 (2012).

Segal, Michael, *Cryptocurrency Regulation Under U.S. Securities Laws and Proposed Amendments*, 26 PIABA B.J. 97 (2019).

Walch, Angela, *The Path of the Blockchain Lexicon (and the Law)*, 36 REV. BANKING & FIN. L. 713 (2017).

Zetzsche, Dirk, Ross P. Buckley, Douglas W. Arner & Linus Föhr, *The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators*, 60 HARV. INT'L L.J. 267 (2019).

英文論文集

Brummer, Chris, Trevor I. Kiviat & Jai Massari, *What Should Be Disclosed in an Initial Coin Offering*, in CRYPTOASSETS: LEGAL AND MONETARY PERSPECTIVES 157 (Chris Brummer ed., 2019).

Langevoort, Donald C., *The Regulation of Primary Markets*, in: SECURITIES MARKET ISSUES FOR THE 21TH CENTURY 101 (Merritt B. Fox et al. ed., 2018).

Martínez, Aurelio Gurrea & Nydia Remolina, *The Law and Finance of Initial Coin Offerings*, in CRYPTOASSETS: LEGAL, REGULATORY, AND MONETARY PERSPECTIVES 117 (Chris Brummer ed., 2019).

其他英文參考文獻

ABA IDPPS JURISDICTION WORKING GROUP, DIGITAL AND DIGITIZED ASSETS: FEDERAL AND STATE JURISDICTIONAL ISSUES (Mar. 2019), https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/buslaw/committees/CL620000pub/digital_assets.pdf.

Amsden, Ryan & Denis Schweizer, *Are Blockchain Crowdsales the New "Gold Rush"? Success Determinants of Initial Coin Offerings* (2019), <https://ssrn.com/id=3163849>.

Blandin, Appoline, Ann S. Cloots, Hatim Hussain, Michel Rauchs, Rasheed Saleuddin, Jason G. Allen, Bryan Zheng Zhang & Katherine Cloud, *Global Cryptoasset Regulatory Landscape Study* (Univ. of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 23/2019, 2019), <https://papers.ssrn.com/id=3379219>.

Bourveau, Thomas, Emmanuel T. De George, Atif Ellahie & Daniele Macciocchi, *Information Intermediaries in the Crypto-Tokens Market* (2019), <https://ssrn.com/id=>

3193392.

Chester, Jonathan, *Will Security Token Offerings the Future of Raising*, FORBES (Feb. 19, 2019), <https://www.forbes.com/sites/jonathanchester/2019/02/19/will-security-token-offerings-be-the-future-of-raising-money/#53c7dfbd1826>.

FIN. CONDUCT AUTH., GUIDANCE ON CRYPTOASSETS (Jan. 2019), <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp19-03.pdf>.

Goldstein Matthew, *S.E.C. Sues Social-Media Company Kik over Digital Coin Offering*, N.Y. TIMES (June 4, 2019), <https://nyti.ms/2ZePhVF>.

Kaal, Wulf A. & Marco Dell'Erba, *Initial Coin Offerings: Emerging Practices, Risk Factors, and Red Flags* (Univ. of St. Thomas (Minnesota) Legal Studies Research Paper No. 17-18, 2017), <https://ssrn.com/id=3067615>.

Lehmann, Matthias, *Who Owns Bitcoin? Private Law Facing the Blockchain* (Eur. Banking Inst. Working Paper Series 2019 — No. 42, 2019), <https://papers.ssrn.com/id=3402678>.

Martínez, Aurelio G., *Proposed Regulatory Framework of Cryptoassets in the UK: A Critical Analysis*, OXFORD BUS. LAW BLOG (Mar. 18, 2019), <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2019/03/proposed-regulatory-framework-cryptoassets-uk-critical-analysis>.

Mitra, Rajarshi, *What Are Security Tokens*, BLOCKGEEKS, <https://blockgeeks.com/guides/security-tokens/> (last visited Mar. 7, 2020).

Rodrigues, Usha, *Semi-Public Offerings? Pushing the Boundaries of Securities Law* (Univ. of Georgia Sch. of Law Legal Studies Research Paper No. 2018-30, 2018), <https://ssrn.com/id=3242205>.

SECURITY TOKEN STANDARD, <https://thesecuritytokenstandard.org/> (last visited Mar. 7, 2020)

S.E.C., Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets (Apr. 3, 2019), <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>.

S.E.C., Concept Release on Harmonization of Securities Offering Exemptions (June 18, 2019), <https://www.sec.gov/rules/concept/2019/33-10649.pdf>.

Stark, John R., *Guest Post: The Looming SEC IEO Smackdown*, D&O DIARY, (May 22, 2019), <https://www.dandodiary.com/2019/05/articles/cryptocurrencies/guest-post-the-looming-sec-ieo-smackdown/>.

SWISS FIN. MKT. SUPERVISORY AUTH., GUIDELINES: FOR ENQUIRIES REGARDING THE REGULATORY FRAMEWORK FOR INITIAL COIN OFFERING (ICOS) (Feb. 16, 2018), <https://www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/1bewilligung/fintech/wegleitung-ico.pdf?la=en>.

Kim, Thomas J., Craig E. Chapman & John J. Sabl, *Regulation A+ Takes Effect*, HARVARD LAW SCH. FORUM ON CORP. GOVERNANCE (June 20, 2015), <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/06/20/regulation-a-takes-effect/>.

Pollner, Glenn, Hillary Holmes, Peter Wardle, James Moloney & Thurston Hamlette, *The Expansion of Regulation A*, HARVARD LAW SCH. FORUM ON CORP. GOVERNANCE (Jan. 23, 2019), <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/01/23/the-expansion-of-regulation-a/>.

