

# 证券型 Token 发行的监管范式转变<sup>\*</sup>

张 超

(北京大学法学院, 北京 100871 博士研究生)

**摘 要:** 证券型 Token 发行 (STO) 的出现与兴起, 是对缺乏监管制约和价值支撑的首次代币发行 (ICO) 所掀起的数字资产新业态浪潮的反思与修正, 是创新业态回归金融基本逻辑、寻求与既有法律体系相协调的具体表现。域外以美国为代表的金融市场在现有证券法监管框架下, 通过适用投资合同分析框架, 将 STO 所发行的 Token 作为一种证券予以监管, 利润获取方式成为判定是否构成证券的关键因素。我国已将 ICO 定性为一种未经批准的非法公开融资行为并予以全面禁止, 但在有效保障国家金融稳定和维护市场秩序的前提下, 应当为金融创新模式预留足够的创新空间, 有条件地接受制度变革。STO 的本土化适用应以宏观审慎和微观行为监管并举, 借鉴域外成熟监管模式和经验, 以我国试行法定数字货币和股权众筹试点为契机, 将金融创新模式纳入到国家法治监管范围。

**关键词:** 证券型 Token 发行 (STO); 股权众筹; 数字货币; 金融监管

## 引 言

证券型 Token<sup>①</sup> 发行即 STO (Security Token Offering), 是首次代币发行 (Initial Coin Offerings, ICO)<sup>②</sup> 因其自身机制缺陷而受到日益严格监管后, 诞生的一种遵循监管合规要求的新融资方式。2019年10月习近平总书记在中央政治局第十八次集体学习中将区块链技术探索与应用上升至国家战略层面, 强调把区块链作为核心技术自主创新的重要突破口, 加快推动区块

<sup>\*</sup> 基金项目: 本文系司法部法治建设与法学理论研究部级科研项目“我国股权众筹模式的法律问题研究”的研究成果, 项目编号: 14SFB4006。

<sup>①</sup> Token 是区块链中的最重要概念之一, 通常被翻译成“通证”, 但它更广为人知的名称是“代币”。Token 的本质可以认为是: 数字经济时代基于区块链的新的组织方式之下, 产生的新的一种权益凭证及其分配机制, 参见杨东《“共票”区块链治理新维度》, 载《东方法学》2019年第3期。即拥有通证, 就相当于拥有了区块链上的某种权益, 这种权益可以代表某种物品或服务的使用权, 或是某项虚拟或现实资产的所有权等, 权益的具体类型与通证生态的类型密切相关。

<sup>②</sup> 首次代币发行 (ICO) 是一种利用区块链 (Blockchain) 技术发行、销售代币已筹资的行为, 所筹集的多以比特币 (Bitcoin) 和以太坊 (ETH) 等主流数字货币为主。ICO 发展速度迅猛, 其中不乏一些不法之徒假借 ICO 之名, 进行违法犯罪活动, 所以各国监管机构迅速关注并纷纷颁布法律法规予以监管。我国 2017 年 9 月由中国人民银行联合网信办等五部委发布《关于防范代币发行融资风险的公告》, 全面禁止 ICO 融资方式, 将其定性为一种未经批准的非法公开融资行为。根据我国相关监管部门披露, 在 ICO 项目泛滥时期, 许多国内项目方所上线的 ICO 项目中的数字货币并非基于区块链技术, 根本无法称之为加密货币, 甚至仅为毫无安全性的积分代码。

链技术和产业创新。<sup>①</sup>此前区块链技术无疑是最具争议性的新一代技术，至今仍缺乏成熟的应用场景，其体系内的激励方式 Token 更是在 ICO 的应用中凸显不受规制的非理性金融属性。STO 作为 ICO 之后一种全新的数字资产交易模式，被认为是将区块链等新技术运用于传统金融资产领域最关键的抓手之一，因此有关 STO 法律性质和监管应对的探讨，是关乎未来我国数字经济发展战略中数字资产法制化的重大理论课题。STO 与传统证券发行最主要区别在于其通过区块链技术，以公开的方式向社会公众募集资金，其发行的 Token 代表投资者和融资者之间的投资关系。长期以来，伴随着区块链技术的应用与探索，一些不法之徒假借“区块链”“数字资产”等名义进行违法犯罪活动，我国金融市场稳定与安全受到分布式技术极大冲击与威胁，引发了我国监管部门对金融安全的担忧。我国目前对于 ICO、STO 等创新金融模式采取完全禁止的监管态度，域外以为代表的一些国家和地区，基于自身相对完善的法律法规和监管体系，持积极开放的态度制定具有针对性的监管框架和规则指引，在积极鼓励引导金融创新的同时，最大限度维护金融安全与稳定。

我国虽然对假借区块链技术和数字货币之名从事的违法活动保持严格监管态度，但对技术驱动的金融创新依然积极推动。区块链技术<sup>②</sup>在金融场景的应用潜力与价值绝不仅限于其技术本身，Token 作为区块链网络权益凭证可承载价值流转属性，是不以监管意志为转移的客观现实，以一概全地、片面地将 Token 认为是民间所发行的“代币”，不利于建立对金融新业态的准确认知和精准监管。区块链作为数字经济时代变革生产力的重要技术之一，在金融领域的创新与应用不应受到打压，稳健改革步伐并不代表停滞不前，在维持金融秩序稳定的前提下，应大力推进将金融创新纳入到国家法治监管范围，只有这样才能在新一代技术革命中不错失良机。我国应以数字法币实践为契机，积极推进在制度制定时科技监管的嵌入，并以开放务实的态度关注域外成熟市场对 STO 等新业态的监管模式，从中获取经验与启示，摒弃“一刀切”的监管模式最大限度地维持我国金融创新与金融风险的平衡。

本文首先梳理 ICO 兴起与异化，指出规避监管和无价值支撑的 ICO 必然向接受监管、夯实价值的 STO 演变，而 STO 代表着证券内涵的扩大和融资模式革新的趋势。其次剖析美国 STO 监管模式，深入分析美国证券型数字资产的监管文件和案例，发现利润获取方式是数字资产法律性质的主要判定因素和监管重点。最后提出 STO 作为新技术优化传统金融模式的全新金融模式，我国本土化适用和监管应转变传统“一刀切”的范式，以数字法币和股权众筹试点为契机，间

<sup>①</sup> 杨东 《以理论突破推动区块链核心技术自主创新》，载《红旗文稿》2019年第21期。

<sup>②</sup> 区块链技术直接的应用价值源于其技术的优势：共识机制，在陌生市场中，每一个节点达成一致，大家都遵守协议中预先设定的规制，来判断每一组数据的真实性，然后将判断为真的记录在区块链中，区块链技术就是运用一套共识算法，建立“信任”机制，用技术背书来进行全新的信用创造；去中心化，在区块链网络中会有众多节点，每一个节点都享有高度自治，不具备强制性的中心控制节点，每个节点权利和义务均等，所有数据都由整个系统中具有维护功能的节点共同维护；不可篡改，数据一旦经过验证添加到区块链上，就会被永久储存，除非同时控制系统中超过51%节点，否则通过单一节点的修改无法对整体数据库数据进行修改，这就是所谓的不可篡改、不可伪造性；公开性，区块链系统是开源的，除部分交易各方私有信息被加密，区块链上的数据都是对所有人公开的，任何人都可以查询，因此整个区块链系统的信息都是透明化的。正是因为上述技术优势，区块链技术在金融领域最先应用场景为维护系统安全、提高清结算效率、信用凭证等。

接迂回地将 STO 监管嵌入在现行法律政策框架内,解决中小企业融资渠道不畅的问题。

### 一、融资模式创新路径下的 STO

金融科技是传统金融和高新技术相结合的创新产物,金融创新模式对传统金融机构和金融服务的提供方式产生了重大的冲击,也对金融监管的实时性、精准性、穿透性提出了更高的要求。STO 作为一种新型融资方式,其追求监管合规的特性也与数字资产“规避监管”的特性截然不同,因此对于 STO 的剖析要从数字货币发微、ICO 兴起与演变谈起。

#### (一) 首次代币发行 (ICO) 的兴起的缘由

2008 年 11 月中本聪 (Satoshi Nakamoto) 发表了一篇题为《比特币:一种点对点式的电子现金系统》的论文,详细描述了如何创建一套去中心化的电子交易体系。比特币作为点对点的现金交易系统随之创建,区块链技术也因其作为支撑比特币的底层技术被人们所熟知。比特币交易系统具备的降低交易信任成本、保护隐私等特性,区块链随后被视为是未来整合新一代信息系统和价值传递的革命性技术。比特币基于一套开源的可编辑系统,通过代码和交易机制的设计实现价值的生成,开发者们可以基于比特币的脚本发行满足特定需求的数字货币,这无疑对开发者产生了巨大的激励效应,所以比特币被定性为一种具有极高流通价值的全新金融资产。

区块链技术的出现,是对社会经济运行模式的重塑,在早期投资者和技术开发者的推动下,以比特币、以太币为代表的数字资产价值迅速飙升。与此同时,伴随着区块链技术在金融场景应用的深入,其通过技术改善传统金融交易记录方式,并提升金融交易效率,可通过区块链网络将单个较少数字货币汇集以满足项目、企业或是个人资金需求的特性被发掘。2013 年 7 月,Mastercoin 项目<sup>①</sup>正式启动,其被广泛认为是最早创建的 Token 发行融资案例,该项目融资和发行数字货币行为的意义在于,将比特币定性为一种新的价值媒介,其后这种行为被称为首次代币发行 (ICO),即民间俗称的“发币”。ICO 突破技术瓶颈和法律制度层面上的制约,成为完全颠覆传统中小企业项目融资的崭新模式。

ICO 模式出现后并未立即引起社会的广泛关注,数字货币市场受众不广,且相比于传统金融市场规模有限。此外,比特币略显“僵化”的设定虽然为该系统带来了稳定的预期,但性能和可编辑性较弱。<sup>②</sup>为解决比特币的技术瓶颈,以太坊 (Ethereum) 等新的区块链系统快速涌现,有别于传统垄断式、中心化的互联网,基于区块链分布式技术特点,构建起开放性的全新互联网体系。作为信息技术领域出现的伟大创新,区块链将推动信息互联网向价值互联网转型,<sup>③</sup>市场规模的膨胀和区块链价值互联网的出现,所带来的不仅是技术上的冲击,更是对现有法律法

<sup>①</sup> Mastercoin 项目提出使用现有的比特币协议创造出新的数字货币,这种数字货币将在比特币“支持商业活动的坚固基础上”拥有更多的功能,Mastercoin 在实现其目的同时,创新的并非募集法定货币而是选择募集 5000 个比特币(当时价值 50 万美元)。See Nermin Hajdar begović “Mastercoin Foundation Lets Virtual Currencies Use Bitcoin Protocol”, <https://www.coindesk.com/mastercoin-foundation-virtual-currencies-bitcoin-protocol>. (最后访问时间:2019 年 6 月 8 日)。

<sup>②</sup> 比特币的总量固定、区块速度固定等特征被认为是计算机代码保证下的对人的“作恶”倾向的限制,比特币永不增发等观念是社区的共识,因此比特币并非良好的商用级软件系统。

<sup>③</sup> 邓建鹏《区块链的安全风险与国际监管趋势》,载《中国信息安全》2018 年第 12 期。

规的冲击以及金融市场监管模式的考验。

分布式金融通过减少传统金融服务中介机构和中心化机构，对传统金融模式带来革命性的影响与改变，ICO在融资手段上摆脱证券发行繁琐、冗长、昂贵的备案和审核过程，不面向特定对象地吸纳社会资金，其发行的Token可以作为智能合约运行保证未来的某一项收益，这为某些暂时无法获得风险投资和进行上市的初创企业提供了一种融资工具，也为期望投资这些企业的投资者提供了便捷低成本的投资渠道，在一定程度上快速解决了我国中小企业尤其是科技类初创企业融资难的困境。自2014年以来，我国一直推动“大众创业，万众创新”创新驱动经济体制改革，开展股权众筹试点，借助互联网进行公开小额股权融资活动。大量创新企业、小微企业以及创业者通过股权众筹融资中介机构互联网平台公开筹集资金。由于其具有“公开、小额、大众”的特征，涉及社会公众利益和国家金融安全，受到证监会等监管机构的高度关注。股权众筹带动起了社会极高的创业热情，大量创业创新项目借助互联网众筹平台进行融资，然而无论从项目的质量还是从众筹平台对于项目完成众筹后的监管，都出现了诸多问题，违法行为屡禁不绝，严重侵害了中小投资者的权益。为规范互联网股权融资行为，惩治通过互联网从事非法发行证券、非法集资等非法金融活动，切实保护投资者的合法权益，2016年4月证监会联合七部委引发了《股权众筹风险专项整治工作实施方案》，通过集中排查掌握互联网股权融资现状，对涉及非法金融活动进行集中整治。伴随大量股权众筹平台被叫停，投资者对政策前景的担忧，股权众筹在我国实际上处于发展停滞状态，众筹平台名存实亡。我国股权众筹机制试点的停滞，间接成为了助推ICO制度突破的动因，ICO基于区块链技术发行数字代币以向大众募集比特币等数字货币，可以将其视为区块链众筹（Crowdfunding）的应用，是一种以“币”融资的方式，其实质是向大众个体募集较小价值汇集满足某项需求的活动。2013年人民银行等五部委发布《关于防范比特币风险的通知》中将比特币定性为一种虚拟商品，实践中比特币的商品性质被类推到其他数字货币，更是为ICO融资方式在我国的涌现打开便利之门。我国以中小个人投资者为主的金融市场，缺乏提供与之风险承受能力相匹配的合适低门槛投资渠道，致使普通大众难以享受金融投资带来的诸多福利。ICO模式的诞生广泛吸收社会闲散资本，盘活民间资金的存量，提供低门槛的金融服务，具有普惠金融的特点和促进包容性增长的功能。

## （二）ICO异化与STO发微

近年来我国经济转型升级放缓，劳动力资源丰富资本相对匮乏仍然是不争的事实，中小企业融资需要中小金融机构和适当非传统金融渠道满足，大型金融机构高度集中的金融体制和金融抑制型监管体制下，对投融资渠道的迫切需求与ICO融资模式所提供的高效便捷的融资渠道驱动下，ICO在我国迅速兴起。与传统的融资方式相比，ICO融资具有发行门槛低、融资效率高、规避监管等特点，

数字货币流转基于区块链网络系统中不受时间、地域、国界限制，使得资金的流转异常便利。但不可否认的是，ICO所展现出的融资便捷性伴随其相对较高的系统性风险，证券立法和金

融市场都是以最大限度的维护投资者利益为初衷,创新需要建立在金融安全和稳定的基础上,这种责任不是任何技术及创新可以逃避的。ICO 融资模式是无差异地向公众募资,其本质与众筹无异,而众筹与证券公开发行主要分野在于融资规模和投资者适当性控制。多数 ICO 项目发起方未进行投资者适当性控制,其行为突破了法律底线。<sup>①</sup> ICO 风险集中体现于初创企业投资固有风险、信息不对称和消费者保护不足导致的信用风险、监管政策不明确带来的不确定性以及新技术运用的技术风险。由于项目方多数不以实体公司的形式存在,存在巨大的项目募集完毕后卷款跑路的风险。在一些金融监管较为松懈的地区,各种“空气币”盛行,严重损害投资者的权益,这对我国正常金融秩序造成了巨大的冲击。ICO 泡沫迅速引起了监管部门的重视并招致重拳打击,ICO 也被定性为“一种未经批准非法公开融资的行为”,暂停一切相关交易和信息中介服务。<sup>②</sup>

ICO 与传统融资模式不同,ICO 能够使资金供给绕开现有商业银行体系和证券发行体系,直接输送给资金需求方和融资者,项目真实落地完全依赖于项目技术研发和产品运营的非实体公司技术团队。迄今为止被认为最成功数额最大的 ICO 融资项目,EOS<sup>③</sup>项目虽然动辄募资总额近 42 亿美金,然而至今仍没有一个成型的商业级应用上线。随着 2018 年后数字货币市场遭受重挫,项目方和投资者均损失惨重,区块链项目是否存在实际价值支撑成为各方所关注的焦点,保障项目必要盈利能力成为判断项目是否具有投资价值的必要条件。回归金融逻辑,主动寻求监管,防范假借技术之名的犯罪活动,STO 在这样的背景下应运而生。

STO 作为新型融资方式明确其发行的 Token 具有证券属性,且对应权益资产作为价值支撑,受到证券法保护。STO 利用区块链技术,具有权益可编辑性、协议层自动化管理、不间断交易市场、交易单位灵活化等方面优势。<sup>④</sup> STO 在发行标的上使用了“Token”这一词语,Token 的词意内涵较“币”更为丰富且得以延伸,具有记账和承诺用途的 Token 最为贴近传统市场的有价证券。投融资的目的在于完成资源的有效配置,进而获取利润为投融资双方创造价值,ICO 作为一种创新融资手段,忽视了项目落地与投资收益的双重必要性,背离了投融资的基本逻辑。ICO 向 STO 演变表明金融创新终归要回到符合金融发展规律的轨道上,为规避证券法律监管,ICO 项目方不明确或者故意隐瞒项目盈利能力,这种虚泛价值化以及对于投资者的刻意隐瞒甚至是诈骗性证明是证明是不可持续的。

STO 的出现是行业反思价值虚泛和监管缺失的结果,发行符合证券法律监管的数字货币,缓解与监管部门对抗的压力,寻求合规路径成为行业共识。深究 STO 本质,其通过区块链技术

① 邓建鹏《区块链的规范监管:困境和出路》,载《财经法学》2019年第3期。

② 2017年9月4日,人民银行七部委联合发布的《关于防范代币发行融资风险的公告》(以下简称七部委《公告》)将首次代币发行(ICO)定性为“本质上是一种未经批准非法公开融资的行为”,禁止代币融资交易平台从事法币交易与币币交易,甚至将信息中介服务也予以叫停,七部委《公告》对我国的数字货币交易行为进行了“全口径禁止”。

③ EOS 为区块链奇才 BM (Daniel Larimer) 领导开发的类似操作系统的区块链架构平台,旨在实现分布式应用的性能扩展。EOS 提供帐户,身身份验证,数据库,异步通信以及在数以百计的 CPU 或集群上的程序调度。该技术的最终形式是一个区块链体系架构,该区块链每秒可以支持数百万个交易,同时普通用户无需支付使用费用。

④ See Polymath, Why Tokenize Securities?, available at <https://polymath.network/>. (最后访问时间:2019年6月17日)。

以公开方式向社会公众募集资金,以满足初创企业的融资需求,其发行的Token代表了投资者和融资者之间的投资关系,投资者能够持有Token而获得投资回报。Token属于一种数字资产已然成为社会的共识,境外监管部门对STO保持高度关注,包容创新和保障安全并重,我国监管机构应深入剖析STO出现后,域外成熟资本市场金融监管的应对之道。虽然目前我国内并无STO业态生成的空间,但将证券内涵扩大和证券交易底层技术的革新是经济社会发展的必然趋势。从更长远的角度看,随着区块链对融资方式和生产关系的不断变革,未来基于区块链的Token将不再是单纯的证券,同时具备货币的高流动性、证券的投融资工具属性和其他无记名债券的权益凭证属性,形成数字经济时代下的全新数字化权益凭证。

## 二、证券型Token的法律性质分析

### (一) 美国证券型Token监管实践

针对证券型Token监管的核心问题在于Token法律性质的界定,即该融资行为是否构成了证券发行行为,进而选择是否适用证券法予以监管。就目前各国监管机构对于Token的认定,绝大多数将其视为证券予以监管。以美国为例,其证券法界定的证券含义较为广泛,1933年《证券法》对证券内涵进行了列举,随后联邦最高法院在1946年确立了Howey Test标准,使得该法所列举的“投资合同”成为兜底性规则,在此标准下,通过区块链技术发行的各种Token极大地可能别视为证券予以监管。

2012年美国国会通过了JOBS法案(Jumpstart Our Business Startups Act),对联邦证券法规定的证券公开发行注册制度增设了新的豁免条款,在各法案的基础上,SEC( Securities and Exchange Commission, 证券交易委员会)制定了《D条例》( Regulation D)、《A+条例》( Regulation A+) 以及《S条款》( Regulation S) 等一系列具体规则。

目前美国STO实践主要依据《D条例》、《A+条例》以及《S条款》获得注册豁免,具体而言《D条例》适应于私募融资或面向合格投资者的公开劝诱,对STO而言也仅适用于其私募阶段,不能向一般投资者公开劝诱。《A+条例》也被称为“mini IPO”,其融资总限额高达5000万美金,但开始融资前需要获得SEC或州对证券发行的提前认可( Qualification),发行证券第一年在二级市场的交易额不得超过发行总价的30%,而对于融资额超过2000万美元的项目,还要求融资方履行类似IPO的严格持续披露义务。《S条款》则主要针对向美国以外的海外投资者融资的项目,通过该条款发行证券,可以向美国以外的投资者投融资,而且不受融资限额的规定,仅需要在发行后15天内向SEC备案,但一年内禁止转让给美国境内的投资者,同时还需要符合投资人所在国的投资者适当性和发行前置条件等监管规定。

《D条例》《A+条例》《S条款》成为当下各类STO项目宣称自身合规的主要依据,融资者通常采取组合使用的方式,基于《D条例》完成私募阶段并将出售的Token“锁仓”,及从技术上禁止私募阶段的投资人转让所购得的Token,以符合禁售期的规定。然后基于《S条款》向美国以外的投资者募集资金,或者基于《A+条例》向SEC申请允许进行“mini IPO”。除美国法的监管规定外,《S条款》同时指出,融资还需要符合投资人所在国的有关监管规定。

## (二) DAO 调查报告: 数字资产证券属性确立

随着 ICO 成为融资手段, 数字货币的证券属性愈发明显。美国证券监管委员会、商品交易委员率先发布多个监管指引文件和示范性案例, 就数字资产是否属于证券并纳入现有法律规制予以回应。现行对证券型 Token 最权威客观的文件, 当属美国 SEC 发布的 The DAO (Decentralized Autonomous Organization) 调查报告和《数字资产投资合同分析框架》。

2017 年, 美国 SEC 发布 The DAO (Decentralized Autonomous Organization) 的调查报告, 在豪威测试 (Howey Test) 的分析框架下将 DAO Token 认定为证券。<sup>①</sup> 2016 年仅仅一个月的时间内, DAO 就筹资到一千二百个以太坊 (价值高达 1.5 亿美元), Slock.it 通过盈利企业的角色对 DAO 进行经营管理, 基于 ICO 的融资方式, 将 DAO Token 售卖到投资主体手里, 这笔钱的作用是针对于 DAO 生态项目进行投资使得投资主体能够获得一定的回报收益。当 DAO Token 到了投资主体的手里, 也就代表了投资方拥有了对 DAO 对什么样的项目进行资助的投票权利, DAO Token 的拥有数量情况和投票权数量情况有着直接的联系性, 另外也能够在二级市场中直接交易投资得到的 DAO Token 以获得收益。基于 DAO 生态中, “Contractor” 代表的是项目的发起主体, 拟议的项目内容会由发起主体在 DAO 的网站中进行对外公示, 针对所公示的项目, DAO 会逐一进行投票过程筛选, 得到多数赞成的项目将从 DAO 获得资金资助。为降低恶意事件和主观操控的出现几率, DAO 创造出了 “Curator”, 它的作用是对项目以及代码做出判断, 以核实项目的有效性和可靠性。Slock.it 公司完成 “Curator” 的选定过程, 同时拥有较高的权力, 所有项目想要在 DAO 网站上进行投票的话, 那么经过 “Curator” 审查环节是必不可少的, 针对于项目发起投票来说, “Curator” 拥有着保留其最后决定的权力。2016 年 6 月黑客对 DAO 发起了猛烈攻击, 直接导致 DAO 损失三百六十万个以太坊, Slock.it 随之针对以太坊网络开展硬分叉 (Hard Fork),<sup>②</sup> 尽可能补救损失的资产。

基于 DAO 运行管理制度能够看得出, DAO 对投资主体进行阐述提及投资收益会通过 DAO 投入资金的项目进行保障过程。SEC 把 DAO Token 划分到了证券法内 “投资合同” 的范围中, 基于豪威测试研究框架的基础上, 针对于资金投入、利润的合理预估以及通过其他人获得利润三大角度进行对 DAO Token 是在投资合同范围内进行阐述。主要是: (1) 金钱投资。对于豪威测试来说, 资金不是仅仅包括现金, SEC 援引通过比特币投资可以完成投资合同的案例能够体现出, 利用以太坊完成投资过程也可以完成投资合同。<sup>③</sup> (2) 利润的合理预估。DAO 的投资主体购入 DAO Token, 针对于通过 Curator 完成审查的项目完成投票过程, 是想要从项目的收益数额

<sup>①</sup> SEC, 81207 Pursuant to Section 21 (a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO, Release No. 81207 / July 25, 2017. 豪威测试要素: (1) 金钱投资; (2) 投资于共同企业; (3) 引诱获利预期; (4) 仅来自他人的努力。参见 [美] 路易斯·罗斯、乔尔·塞利格曼 《美国证券监管法基础》, 张路等译, 法律出版社 2008 年版, 第 203-212 页。联邦法院和 SEC 经常使用 “投资合同” 分析框架来确定新颖的投资工具或安排 (如数字资产) 是否属于受联邦证券法管辖的证券。

<sup>②</sup> 分叉是区块链系统中的一种技术事件, 结果表现为一条区块链变成两条区块链。分叉分为硬分叉和软分叉, 硬分叉中新分叉所产生的区块将被旧软件视为无效。See Antonopoulos, Andreas, *Mastering Bitcoin: Programming the Open Blockchain*, O'Reilly media inc, 2nd, 2017.

<sup>③</sup> SEC v. Shavers, No. 4: 13-CV-416.

中来得到一定的利益,所以 DAO Token 和投资合同中的组成方面是相匹配的。(3) 通过其他人获得利润。在 DAO 的运营管理过程中,很大比例上是在 Slock. it 的网站维护、论坛管理、Curator 确立、项目运营等等层面上有着很大的依赖性。DAO Token 投资方具有的投票权力实际看来并不大,所以投资主体所获得的一定的利润源于 Slock. it 的努力。

### (三) 《数字资产投资合同分析框架》: 证券型 Token 认定的核心要素

2019年4月美国 SEC 发布了《数字资产投资合同分析框架》(以下简称《框架》),其基于 DAO 调查报告以及美国其他州法庭所经办的类似典型案例,以更为客观和普适性的角度,制定数字资产投资合同的分析原则和判定标准。《框架》在数字资产法律性质判定时,基本延续了与 DAO 调查报告的观点,即多数 Token 属于投资合同,因而受到证券监管法律的约束。影响豪威测试判断代币发行是否构成一种“投资合同”的特征要求有三个要素: 投资资金、共同事业以及从他人努力中获得利润的合理预期。《框架》的重要贡献是详细地指明了数字资产是否属于证券的核心要素——利润的获取,其后又将利润的获取延伸拆分为两个独立要素: 依赖他人的努力和合理预期收益。

从判定的条件来看,《框架》在“依靠他人的努力”和“利润预期”两个方面列举了具体的、可能导致该条件触发的行为: 针对依靠他人的努力,《框架》认为项目活跃参与者(Active Participant, AP)的管理性质任务是该条件完成的核心。此外,框架还列出了一些会影响 AP 判断的其他运营类工作,如果这些工作至关重要,也会满足依靠他人努力的条件。例如这些运营工作的重要性取决于: 代币所代表的功能是否已经实现,AP 在网络或数字资产的持续发展上起着主导或核心作用,或是在决定或行使关于数字资产所代表的网络、特征或权利的判断方面扮演持续的管理类角色; 针对利润预期,《框架》指出,利润可以是由初始投资或商业企业的发展所产生的资本增殖,或对购买者资金使用所产生的收益的参与等。概括来说,利润部分强调的是数量、可转让方式、使用对象和与该网络提供服务和产品的相关性。

判定证券是否包含数字资产需要重视“利润来源”的存在情况以及它对于投资方来说是否是价值投入的目的。基于利益提供方的角度来说,证券型数字资产在“仅来自于他人”方面的标准大大降低,认同虽然投资主体的参与情况有一定概率能够使得数字资产发展为证券; 基于利润实现手段的角度来说,将利润受到了二级市场交易的影响以及推动性作为重点。综上所述,Token 是否属于证券予以监管的核心,即“利润的获取”方式是否同时满足利润客观存在和投资者主动获取两方面。

## 三、观念转变下我国 STO 监管的最佳实践

### (一) 我国法律框架下的 STO 法理定位

STO 虽然脱离了 ICO 非法公开发行的法律禁区,但证券公开发行复杂、昂贵及不确定性也使经济实力相对不足的发行方望而生畏,小额证券发行豁免便成为 STO 发行方的理性选择。STO 在域外主要适用的是美国证券法框架中的 Regulation D 规则和 Regulation A+ 规则。在外在约束和内生需求的双重作用下,STO 选择接受证券法律监管并降低证券发行成本,但这并不意味着此

类新型融资方式便完全具备了传统融资方式不可比拟优势，其市场认可度还需要通过项目自身价值为投资者所认可，被定义为证券的 Token 在发行后的流转交易环节仍将面临着公司融资法律、证券法律等多种法律的制约。法律的主权性要求和 STO 底层的区块链技术特征相抵牾，区块链技术使证券型 Token 具备跨国界、跨资本市场的全天候自由流动的优势，这也就难以避免监管套利和冲击国家金融稳定等潜在风险。因此，目前 STO 为监管所接受的理由限于其不引发证券发行的涉众风险，而非监管愿意接受 STO 在跨境交易上的流动性便利。金融是经济的血液，在全球化进程受阻的今天金融安全更是各国核心利益，由技术进步衍生而出的制度变革也必须以维系资本市场稳定、法律主权完整和国家金融安全为前提。

我国金融市场较欧美发达国家而言尚不完善，金融机构国际竞争能力略逊于国际同行，中小投资者对投机收益的非理性冲动仍旧明显。2015 年股市异常波动，互联网金融“恶名化”和疫情造成的市场低迷对我国金融市场形成了重大挑战。就我国的金融治理现实而言，党的十九大第五次全国金融工作会议等党和国家的重大会议中，防范系统性金融风险成为重中之重。以去中介化和跨境流动为特征的 STO 在我国维护金融市场稳定，促进实体经济转型升级，防范系统性金融风险的金融治理目标下，显得突兀而不合时宜。

我国在面对数字货币及 STO 等新型金融业态时秉持谨慎的态度，ICO 平台以及比特币等虚拟交易场所在我国名义上已经全部禁止，所涉及项目已经宣称无风险退出或回购。但事实上，我国严监管姿态并未断绝数字货币及其衍生业态在国内的生存空间，在公开媒体上数字货币的营销活动屡见不鲜，中央及地方监管部门、互联网平台对数字货币经营业务的风险提示和封禁措施力度还需加强。<sup>①</sup>目前仍旧存在大量 ICO、STO 融资项目通过建立海外法律主体但将运营团队设在国内的方式继续实际运营，以收取泰达币（USDT）、比特币或以太坊等主流数字货币，向中国居民募集社会资金。此类资金被募集后，数字货币的技术特性使得项目方不必经过银行账户或第三方支付的形式即可将资金转向海外，给监管执法机构追查资金流向制造了严重障碍。<sup>②</sup>

Token 在我国现行法上并不认定为《证券法》规定的证券，但就学界形成共识的证券判定方法而言，目前在我国境内活跃的 Token 实质都应该属于广义的“证券”。我国证券的定义过于单一且呈现零散化特征，无法囊括社会中新型金融标的，只能适用大量兜底性条款予以解释，明显解释力不足。定义证券的作用在于为企业提供明确、合法的融资手段，而不是从兜底性全面监管的立场出发加以界定。<sup>③</sup>我国金融创新中，涌现出大量高新技术转型升级传统金融模式的新金融模式，现行《证券法》对于证券的定义仍以股票、债券为原型制定，明显已经严重阻碍

① 李冰 《火币回应支付宝、微信下架要求：用户间转账为点对点个人行为》，载《证券日报》2018年1月29日 B1 版。

② 邓建鹏 《区块链的规范监管：困境和出路》，载《财经法学》2019年第3期。

③ 吕成龙 《我国〈证券法〉需要什么样的证券定义》，载《政治与法律》2017年第2期。

金融实践的进行，证券概念的扩大迫在眉睫。<sup>①</sup>

我国是全球主要经济体中率先开展法定数字货币试点运营的国家，区块链和数字货币已经从过去一度被完全污名化的低估逐步展现出自身的价值，并为大众在一定程度上接受。总结过去我国监管政策对数字货币交易价格的影响作用后不难发现，数字货币市场对监管政策有了一定的“耐受性”，价格变化与监管取向呈现出较强的独立性。非制度化、非常规化和非专业化色彩的运动式治理监管政策力有不逮，<sup>②</sup> 法律规范在数字货币风险整治上的效果不尽如人意。

我国狭隘僵化的证券的定义和认定方式不仅无法阻绝数字货币融资的渠道，还因为比特币的商品性质被不法分子蓄意歪曲、套用在数字货币发行上，继而使 ICO 这种以筹集数字货币，而非直接筹集法币的融资方式，成功地规避了非法集资、金融诈骗等违法犯罪行为的法律认定构成要件。有鉴于此，对 STO 的规制不能继续处于监管的灰色地带，既要在认可其证券性质的前提中防范常规风险，更要在认识区块链技术和数字货币在金融方面的优势，以当下金融体系的改革为导向，在具体的业态中寻求创新事物平稳实践的制度接口。

## （二）我国 STO 监管的基本依循

### 1. 数字资产的内生需求

真正意义上的数字资产应该是原生的、包含全量信息的、以数字形式展现和流转的资产。数字资产应有别于传统资产简单地将数字化形式登记，这就要求数字资产自生成起就应该充分发挥新技术优势以保障更具公信力的价值传递链条，满足数字资产的内生需求。<sup>③</sup>

数字资产的内生需求的满足并不依赖于精巧的技术和制度设计，STO 本就已经具备了区块链作为资产流转底层的优势特征，市场也将在自由选择中激发创新融资模式的制度红利，降低交易成本。因此 STO 应被是为一种信息时代化、资产自然演变的结果。如果将 STO 视为传统融资方式借助区块链技术的自身优化，而脱离语义上的辞藻创新给大众带来的不信任感，这种观念上的转变有可能成为追求效率的市场诉求和追求安定的法律规范二者间的“润滑剂”。STO 继承了 ICO 作为不合规融资手段的刻板印象，表面上两者在融资范围广泛、Token 的可编辑、交易市场的高流动性等因素上存在共性。STO 的出现并非是一种意在颠覆传统投融资逻辑的闯入者，而是传统金融升级换代过程中必然产生的内生需求。

STO 主要针对证券型数字资产，但上述数字资产的运行逻辑可推延至其他类别的传统资产数字化进程。例如，证券登记结算信用提升和效率优化可以借助区块链技术实现，分布式账本技术（DLT）是去中心化的数据库技术，“点对点”传递信息迅捷，过程公开透明，是重塑证券信用机制的最佳选择。<sup>④</sup>当数字资产的生成和流转可以易于标记、不可篡改的 Token 模式，改变

<sup>①</sup> 邢会强在比较豪威测试和里夫斯测试（Raves Test）后，认为这两种经由美国法院不断发展的证券定义方法形成了共识，证券的特征是投资性、横向共同性和风险裸露性，并从资本形成和投资者保护之间的平衡、市场经济的基本要求出发，认为证券概念应有所扩大。参见邢会强《我国〈证券法〉上证券概念的扩大及其边界》，载《中国法学》2019年第1期。

<sup>②</sup> 冯仕政《中国国家运动的形成与变异：基于政体的整体性解释》，载《开放时代》2011年第1期。

<sup>③</sup> 姚前《法定数字货币的经济效应分析：理论与实证》，载《国际金融研究》2019年第1期。

<sup>④</sup> 赵磊《证券交易中的信用机制——从中央存管（CSD）到分布式账本（DLT）》，载《财经法学》2019年第3期。

强中心化和难以预防单点崩溃的账户模式，鼓励将新技术运用于权益资产，数字资产的内生需求可能成为 STO 规制的关键实践根基和基本依循。改变 STO 监管观念后，应与概括性的数字货币监管有所区分，坚持央行主要承担宏观审慎监管，将非证券型 Token 可能产生的系统性金融风险予以预防，而将具有类证券性质的微观行为监管转移给证券监管机构。<sup>①</sup>

## 2. 宏观审慎和微观行为监管并重

STO 的技术与资金门槛较传统证券发行模式低，但在上述数字资产内生需求的逻辑下，金融机构而非普通投资者将成为该模式的主要使用者，在防范金融系统性风险的目标下，要特别重视金融机构利用技术升级的资产形式可能引发的系统性风险。

2019 年 6 月，Facebook 发起的全球加密货币——天秤币（LBR），旨在基于 Facebook 生态建立超主权私人加密货币。用户可以将法定货币以一定的汇率转换为天秤币，而天秤币可以在 Facebook 的全球商业生态自由流转和交易。天秤币被认为有潜力成为新的全球货币，进而可能影响各国金融稳定，各国央行和监管机构纷纷对此保持关注，Libra 协会也就合规问题积极调整，以期尽快获得监管部门的认可。国内也多见对 Libra 的讨论，未来 Libra 等数字资产（可能被认定为证券）从宏观上对金融体系的冲击必须由央行为主导的宏观审慎监管来应对。

而在微观行为监管上，对 STO 监管则提出了更高的要求。证券型 Token 在我国尚无实践案例，但基于区块链技术的权益流转已有实践，符合广义上 STO 的内涵。工商银行以供应链中核心企业对一级供应商的付款确认为基础，采用区块链技术在联盟机构平台签发应付债务信用凭据发展数字信用凭据融资业务，产业链上任一供应商可凭债务数字凭据随时向工行申请保理业务，而在数字信用凭据中涉及资金流转的凭证，从技术角度而言属于证券型 Token。

金融机构为降低自身体系内资产登记和流转的成本，使用区块链或分布式账本技术改造传统资产模式，以 Token 形式体现的证券型资产接受证券监管框架的规制自不待言，而非证券资产的 Token 可能因资产嵌套演变为证券型 Token，对此也应该予以充分的重视。一般来说，发行与法定货币价值严格锚定的稳定币因不具备升值空间而不被认为是证券，但摩根大通<sup>②</sup>等大型综合金融机构因其自身的信用加成，将区块链技术运用于证券类权益凭证，这种资产在流转的过程中便可能产生了证券型 Token 并起到融资效果。

综合性金融机构利用区块链技术进行内部权益标记时，为进一步降低成本更有可能选择基于 Token 而非银行账户的发行体系，由此可能将单纯的资金、资产标记转变为带有证券属性的 STO，则发生了非证券资产向证券资产的转变。LBR 的治理机构 Libra 协会声称，用户交付的法定货币将被转换为低波动的资产集合，例如银行存款和短期政府证券，来维持天秤币的价值稳定性。有学者认为 Libra 的产生方式、发起人的收益分享方式可能使 Libra 具备证券性质而非货币替代品，Libra 反对币值过度波动但并不反对早期投资者获得收益，Libra 协会获得用户资金并

<sup>①</sup> 邓建鹏 《区块链的规范监管：困境和出路》，载《财经法学》2019年第3期。

<sup>②</sup> 2019年初摩根大通发行了其稳定币——JPM Coin，JPM Coin运用的场景是主要是大额国际支付、证券即时结算和移动支付。

将其投资到证券中，可能构成集合投资计划从而属于证券。<sup>①</sup>

金融机构利用新技术进行复杂金融工具的创设，将不具有利润获取的表象资产借助市场的选择转变为证券资产，进而变相地获取法律所不认可的非正当利益。金融机构宏观审慎监管和微观行为监管的关键即是要清晰明确地划分数字资产在不同场景下的法律性质，尤其是需要注意多种金融工具嵌套下数字资产法律性质的模糊，防范借助金融新业态进行监管套利。

### 3. 加强穿透式监管和技术驱动型监管应用

无论传统金融模式还是创新金融均应受到监管，并应当采取各种措施促进其服务于实体经济。及时加强对于包括 STO 在内的所有金融科技穿透式监管和科技驱动型监管，实现监管全覆盖，防止监管空窗期导致违法行为的滋生，进而异化金融科技。对于 STO 的监管，要从 ICO 乱象中吸取教训，重视加强对于金融科技业态本质的认识。穿透式监管过程中打破创新模式的标记，从业务的本质入手，将资金来源、中间环节和资金最终流向穿透联结起来，按照“实质重于形式”的原则辨别业务本质，根据业务功能和法律性质明确监管原则。使金融监管和风险排查跟上金融创新的步伐，避免因监管规则不统一而导致的监管套利。穿透式监管可以提高监管的时效性，及时规制、引导金融新业态，加强监管的主动性和针对性，及时保护金融消费者的合法权益。

此外，针对 STO 的法律监管应加强技术驱动型监管（Regulation Technology, RegTech）的实践应用，压缩监管空窗期，实时动态监管。金融科技市场，可通过大数据信息系统、人工智能、区块链和云计算等信息技术，实现信息对称、金融脱媒及降低信用风险的目标。然而，金融市场在我国管制性立法格局下，体现为市场主体对原有法律解决信息不对称和信用风险问题的规避。技术驱动型监管的核心是利用技术实现对监管数据的触达、辨别和获取，它意味着信息技术降低了信息供给的成本，以提高金融科技的透明度，降低信息不对称带来的风险。STO 本身基于区块链技术，其底层技术的中立性，本身就是构建信用体系的绝佳途径。STO 在我国当前监管体系中凸显其金融科技风险，具体表象为：行为合规不足，即不符合金融法规且处于模糊地带；场景不可知，即交易真实性且是否涉及洗钱等违法活动；以及数据不可控，即监管措施无法有效搜集参与人、交易和资金流向等数据，所以针对 STO 的监管应积极引入监管科技，促成安全与效率、稳定与发展、创新与消费者保护之间的新平衡。

在新技术冲击下，金融市场旧的平衡逐渐被打破，需要及时转换理念，引入新的措施。应当精准、即使、全面洞悉创新金融业态本质，加强穿透式监管。同时，在大数据、区块链、云计算等科技应用的基础上，建立金融合规、场景依托和技术驱动三位一体的金融风险防范体系，突出技术驱动型监管在金融监管中的重要作用，精准把握对 STO 等金融新业态的动态监管，引导金融科技服务于实体经济。

### （三）STO 场域应用试论

在上述明确 STO 监管的基本依循后，可以尝试用此方法论分析近来颇受关注的话题，如能

<sup>①</sup> 杨东、马扬《天秤币（Libra）对我国数字货币监管的挑战及其应对》，载《探索与争鸣》2019年第11期。

在逻辑上论述周延，则 STO 的未来监管路径则更为清晰。

### 1. 法定数字货币内生需求

STO 监管观念转变带来的润滑效应可以适配于我国的法定数字货币运营。我国虽然对数字资产秉持审慎态度，但由于国内第三方支付发展迅速并激活了社会经济获得，我国大力推进支付手段的现代化、数字化。随着信息通信技术的不断发展与成熟，社会公众的支付方式也在不断转变，使用现金支付的情况将会大幅减少，实物货币可能会逐渐淡出社会经济生活，在维护资金安全和保护消费者隐私安全的前提下，推行法定数字货币是普惠金融和提升国家治理水平的必然发展趋势。

目前，法定数字货币预计将在雄安新区进行封闭试点，即在尽量不影响金融稳定的前提下革新支付方式。雄安新区是党中央领导下高点定位的创新驱动发展引领区、开放发展先行区，本身就肩负着实验和探索新型经济发展模式的历史使命。而且，众多高新企业决定落户雄安，具备对法定数字货币试点的优势。除雄安新区以外，法定数字货币选择其他试点地区范围应注重货币体系的有效监测与实施效果，又兼顾对当地经济、金融体系的保护与兼容。试点可采用多区域、分阶段、多机构的模式，选择具体的特定应用场景，争取充分利用已经存在的电子支付方式与渠道，通过多部门、多领域的共同改变，使得法定数字货币最终自然地融入大众的日常生活。由此可见，如果能够正视区块链在金融、政务等各领域的应用价值与潜力，鼓励科技创新，不妨碍技术的发展与应用，并给予技术试错的空间，只要将风险置于可控范围，保障消费者的合法权益，系统性风险就会自然避免。纵观域外针对证券型 Token 的监管核心，对于区块链技术在金融场景的应用鼓励多过惩戒，应用区块链技术的经济价值远大于其技术本身，不能因为创新金融模式颠覆传统监管模式，就一味放大其“逃避监管”的属性。证券型 Token 发行是区块链技术应用传统融资模式，进而优化融资模式、提高融资效率的融资模式变革，法律监管的目的在于维护投资者利益和金融市场的稳定，STO 在我国的法律监管应间接地将监管模式嵌入在现行法律政策框架内，从而维护现行法律体系的整体协调和稳定。

STO 的规制方法可以从法定数字货币提升传统货币效能的层面上获取启发。法定数字货币利用区块链技术可控匿名性、安全性、可编程性和公平性等特征，优化法定货币的支付功能和货币政策的有效性。法定数字货币可将货币政策前瞻指引（Forward Guidance）利用区块链的可编程性嵌入法定数字货币中，从而有效化解传统法定货币的难以追踪性、同质单一性和操作当下性。<sup>①</sup> 央行可以预先设定“时点条件”“流向部门条件”“信贷利率条件”，以及未来调整商业银行对央行的归还利率的“经济状态条件”从而构建可实现货币政策实时传导、逆周期调控等目标并兼具前瞻指引功能的法定数字货币发行框架，为宏观经济调控提供一种新的工具。<sup>②</sup> 因

<sup>①</sup> 难以追踪性是指央行难以追踪和监控货币投放后的流通过程；同质单一性是指传统法定货币间除了面额没有差异，因此传统货币政策的总量式调控，仅能在宏观层面上调控社会货币“量”与“价”的变化，难以精准定向投放；操作当下性是指传统法定货币的交易支付是实时、当下的，央行对货币的掌控也是实时、当下，货币决策不一定最优。参见姚前《法定数字货币对现行货币体制的优化及其发行设计》，载《国际金融研究》2018年第4期。

<sup>②</sup> 姚前《分布式账本与传统账本的异同及其现实意义》，载《清华金融评论》2018年第6期。

此,对于STO的规制是否也可以考虑将可编程性嵌入证券发行和流转的过程中,以更好地适用科技监管手段。

## 2. 技术创新助力股权众筹

STO在美国的实践主要是证券型Token被认定为投资合同后,进而接受证券法的监管,投资合同是美国证券法上证券类别的兜底类别。投资合同作为兜底类别在直接融资体系发达的美国无甚大碍,但在客观上存在金融压抑氛围的我国资本市场,中小企业的融资现状本不乐观。不能将美国对数字资产属于投资合同的监管规则概括性地照搬入我国,必须是寻求一个现有的制度接口,而股权众筹试点则是良好的制度实验场域。

STO出现的深层次原因在于,既有融资渠道不通畅的情况下,化解高昂的融资成本和弱势融资主体资金需求的矛盾。股权众筹试点是证监会重要的立法计划,但囿于多种原因迟迟没有推进。学界有关股权众筹与中小企业融资的研究成果丰富,在制度设计、风险防范等方面已有诸多成熟的落地方案。如在未来的股权众筹试点中不排斥利用区块链技术生成证券型Token,则可视为该发行方已经进行了STO。如此一来,诸多项目方都会选择股权众筹的发行模式,由此便顺理成章地进入了证券法律的监管范畴。股权众筹模式下的STO还会对以往的募资乱象予以挤出,因为在存在合规且便捷的融资渠道下,市场也不会认可蓄意监管规避的发行方。

对监管机关而言,在规制目标的设置上,应当考虑到注重对行为的引导,而不是一味的禁止。我国ICO乱象的出现,追求投机炒作的数字货币市场的形成,某种程度源于传统金融漠视中小规模和较低层次投融资需求,忽视金融普惠,外加证券融资制度设计僵化,一直未放开股权众筹等面向中小投资者和普通投资者的包容性制度设计造成。当前我国缺乏多层资本市场,导致中小投资者甘愿冒风险转而追求其他便利的投资方式,实际上等同于放任投资者进入虽然认定为非法但实质缺乏监管的风险较大的金融市场,而借助众筹制度试点引导区块链行业健康发展,回归本源,拨乱反正才是大势所趋。

区块链经济的实质是技术依托下众筹新的形态,股权众筹作为STO迂回式的合规道路能够压制ICO和其他数字货币乱象,“良币驱逐劣币”的效果可以期待。无监管、无价值、无共识的ICO不再是欺诈行为的保护伞,而主动寻求监管的STO则有望成为普惠金融与新技术结合的样本,引用股权众筹的小额融资上限为新技术运用中无法完全杜绝的风险加上一道安全阀。

## 结论

证券本身就是一个开放、弹性的概念,证券型Token的本质是因投资于一项共同的风险事业而取得的通过他人的努力而盈利的权利凭证,其基于区块链发行的证券,理应受到严格、有效、穿透式的监管,以切实保护金融消费者的权益。但针对证券型Token发行的法律监管无需完全另辟蹊径,而应在现有证券监管框架下寻找可行政策出路,秉承“技术中立”和“业务实质”原则,在坚守金融底线的前提下,包容创新金融模式,为新技术与传统金融模式结合预留创新空间。本文认为STO与我国法律体系的衔接应秉承迂回思路,用观念的转变润滑金融监管的紧张

感，将 STO 视为技术创新赋能融资需求的产物，应以宏观审慎和微观行为监管并举的模式，通过法定数字货币实践更好地适用科技监管手段，并以股权众筹试点为契机，将金融创新模式纳入到国家法治监管范围。

## Regulatory Paradigm Shift in Securities Token Offering

ZHANG Chao

( Law School of Peking University , Beijing 100871)

**Abstract:** The emergence and rise of the Security Token Offering ( STO ) is a reflection and revision of the new wave of digital asset formats initiated by the Initial Token Offering ( ICO ) lacking regulatory constraints and value support. Under the current securities law regulatory framework , the financial market represented by the United States outside the territory adopts the investment contract analysis framework to supervise the Token issued by the STO as a security , and the method of profit acquisition becomes a key factor in determining whether it constitutes a security. China has regarded ICO as an unauthorized illegal public financing behavior and it is completely prohibited. On the premise of safeguarding national financial sovereignty and maintaining financial order , we should maintain sufficient tolerance for financial innovation models based on emerging technologies such as blockchain , conditionally accept institutional changes. The localized application of STO should look at the existence of securities tokens in financial institutions from the perspective of macro-prudential and micro-behavior supervision , reserve policy space with equity crowdfunding pilots , and promote the integration of this financial innovation model into the scope of national rule of law supervision.

**Key words:** Securities Token Offering ( STO ) ; Equity Crowdfunding; Digital Currency; Financial Supervision ( 责任编辑: 张红)