

日本 ICO 法律监管制度 研究及对我国的启示

陈斌彬

【摘要】日本是全球率先将虚拟货币合法化的国家之一,近年来又因其国内发生了数起用户加密资产被盗事件而加大了与 ICO 相关立法的修改,最终形成了对 ICO 分类监管的进路:股权型(证券类)的 ICO 成为《金融商品交易法》的规制对象;而非股权型(结算类)的 ICO,由于其发行的代币具有加密资产性质和支付地位,则受到《资金结算法》的规制。整体而言,日本对 ICO 的法律监管具有软硬法兼施,立法和执法并行,创新激励与保护投资者兼备等诸多特点,但也存在分类监管粗糙、监管科技运用与国际协作欠缺等不足。日本的经验与不足对我国金融科技监管的完善颇具启示意义。当前,面对国内如火如荼的金融科技,我国有必要去芜存菁,对之施以更多的包容性审慎监管,并适时引入监管科技手段,加强监管的国际协作,以更好实现风险防范和促进产业的发展。

【关键词】ICO;法律监管;代币;加密资产;虚拟货币交易所

【作者简介】陈斌彬,法学博士,华侨大学法学院教授,副院长(福建 泉州 362021)。

【原文出处】《现代日本经济》(长春),2022.3.14~25

【基金项目】国家社科基金一般项目“数字中国建设背景下我国因应金融科技的监管法制创新研究”(20BFX152)。

人类的金融发展史,不仅是一部金融创新史,更是一部科技的迭代升级史。金融业的每一次创新发展都离不开科技的支持与推动。特别是在新一轮科技革命和产业变革的背景下,伴随着移动互联网、大数据、云计算、区块链和人工智能等新兴信息技术在金融领域的广泛渗透与应用,科技更是以前所未有的数字化和数据化形式重塑着金融业的演绎逻辑。可以说,金融与科技不仅互为表里、密不可分,而且共生共荣。以金融科技的手段提升金融服务实体经济效率已然成为一国金融业高质量发展的必由之路。放眼全球,拥抱和发展金融科技更是大势所趋,其不仅是今天各国谋求竞争新优势的战略方向,更是推动本国数字化转型,做大做强数字经济的重要引擎。2021年3月,我国新公布的《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》也明确提出要稳妥发展金融科技,加快金融机构数字化转型和打造数字经济新优势。毋庸置疑,在全面依

法治国的今天,稳妥发展金融科技必然离不开完善的法律监管制度作保障。是故,如何坚持创新驱动发展,营造一个能够让我国金融科技持续发挥作用的良好监管环境则成为广大理论界和实务界人士亟需回应的一个时代课题。基于日本是世界上区块链产业发展的前沿国家及其与我国相似的大陆法系传统,本文拟将研究目光投向日本,试图深入剖析其在“首次加密代币发行”和“加密资产”等特定金融科技的法律监管制度安排和其中的先进经验,希冀能对增进我国金融科技的良善治理和风险防范的制度完善有所裨益。

一、ICO 及其在日本的发展概览

“首次加密代币发行”一词于2014年首次被收录在美国出版的韦氏大词典中,其英文表述为 initial Crypto-token Offering。其中,Crypto 是“加密”的意思,Token 即“通证”,俗称“代币”,意指区块链网络中联通商务流程的凭证,代表着某种数字化

资产或可操作性的合同权利。此处两者的合称“Crypto-token”就是加密代币^①。这种代币既可以直观地被视为区块链初创项目对外融资时所支付的对价,也可以被理解为人们日后想要使用某个区块链技术系统需要支付的使用费。总而言之,“首次加密代币发行”是指项目初创公司基于区块链技术平台,向社会公众首次发售代表该项目资产的某种数字代币进行融资的一种手段或方式,其英文通常被缩写为ICO。从参与主体看,ICO包括项目发起方、投资者、虚拟货币交易所以及第三方中介服务机构等。在运作流程上,其一般有3个步骤:首先由项目发起方在自建网站或第三方信息中介平台上发布载有项目发行信息的白皮书,然后投资者依照白皮书上的时间节点用自有的主流虚拟货币在项目筹资平台兑换项目发行的加密代币以投资该项目^②。最后,项目发起方将筹到的主流虚拟货币通过虚拟货币交易所换取法定货币用于ICO项目的实际开展。与此同时,投资者也将购得ICO代币上线到虚拟货币交易所交易,以伺机选择变现退出,获得投资回报^[1]。作为区块链初创项目的新型融资工具,ICO在全球的出现也就10年不到的时间^③。日本的ICO市场亦然,其发展历程更短。根据日本政府是否介入ICO及其介入ICO监管的不同强弱程度,ICO的发展大致分为两个阶段。

一是成长扩张阶段。该阶段从2015年3月中国香港IOHK技术公司为主创始团队研发的Cardano项目在日本境内成功发行名为ADA的代币算起至2017年下半年^④。在此阶段,日本政府对ICO的出现可谓“默认不管”。其ICO市场因此从无到有,逐步壮大。比较著名的项目有:2017年1月,日本一家本地经营比利时啤酒的专门店借助区块链技术完成了名为StArnould的代币发行,从200多个投资者处筹集了865万日元的项目启动资金;2017年9月,媒体运营商ALIS株式会社为支付报道薪酬而以发行Alis币的形式筹集了超过350万美元的ICO项目资金;还有2017年11月Tech Bureau株式会社和QUIOINE株式会社同期进行了名为COMSA币和QASH币的ICO项目发行,并分别筹集了9540万美元和1.07亿美元的资金。据猎豹全球智库区块链

研究中心2018年年初所作的统计,截至2017年年底,日本境内的ICO项目已超过200个,融资金额累计逼近13亿美元,融资领域也从区块链核心技术扩展至投资产品、媒体社交应用以及身份识别技术等,成为彼时仅次于美国、英国和新加坡的全球第四ICO融资大国。相比同时期邻近的中国和韩国对ICO令行禁止的做法^⑤,日本政府对ICO这种新生事物的整体态度比较“友好”,其采用的是试探性观察的立场,不仅没有对ICO的发行行为施以规制,而且还于2016年通过修正案将包含ICO发行的代币(虚拟货币)作为一种支付手段写进了《资金结算法》。日本的ICO市场也因此迎来了成长扩张的春天,成为亚洲很多代币投资者和从业机构暗中套利营业的“避风港”之一。

二是治理监管阶段。此阶段日本政府开始发力介入ICO的监管。因为随着越来越多的ICO项目的成功运作,日本境内上线了各式各样的代币。这使得2017年下半年以来,日本ICO市场虚拟货币保有量急剧扩大,市场价格每况愈下。与此同时,日本国内有关ICO欺诈性的报道不断涌现,监管当局也收到了不少的投诉。很多ICO被指控在项目设计、代币用途上没有严格按照白皮书上的计划实施,或者项目约定的商品和服务存在实际无法提供的风险。为回应这样的批评,日本金融厅(Financial Services Agency, FSA)于2017年10月27日发布了《关于ICO:对使用者和经营者的注意提醒》,就ICO代币发行过程中的“价格急剧下跌”与“欺诈”两大风险公开提醒ICO投资者^[2]。Facebook、谷歌、推特等全球数据平台也因此相继停止了在日本开展虚拟货币交易和ICO发行的广告推送业务。屋漏偏逢连夜雨,除了面对接踵而来的欺诈性指控和批评,彼时日本国内很多著名的虚拟货币交易所如Coin Check公司、Zaif公司及Tech Bureau等接二连三发生了数起用户加密资产流失事件。在这其中,号称日本第二大的虚拟货币交易平台——Coin Check公司的负面影响最大。该公司在2018年1月26日遭遇国外黑客的网络攻击,导致大量的虚拟货币被盗,损失高达5.3亿美元,受害人数超过26万,连带拖垮了15家类业者和16家注册业者^[3]。此事件在ICO投资者

之间造成了极大的恐慌,迫使 FSA 不得不重拳出击,在一周内连续对该公司下达了报告征求、业务改善与现场整改三道行政命令。与此同时,FSA 也收紧了对境内虚拟货币交换业者的从业审批,要求凡以日本居民为服务对象的境内外虚拟货币交换业者都须向其登记和申请牌照,从而揭开了政府对 ICO 强管制的序幕。2018 年 2 月 13 日,FSA 就对来自中国澳门的 Blockchain Laboratory Limited 公司未经其登记而擅自向日本居民提供虚拟货币交换服务予以了严厉的书面警告^[4]。

总之,正是此阶段日本 ICO“内忧外患”的发展困境引起了日本政府的关切和注意,也促使 FSA 加大了对 ICO 的监管稽查力度和推动国会系列相关立法修正案的出台,从而标志着日本 ICO 步入了法治化的发展轨道。

二、日本 ICO 法律监管制度的构成:硬法与软法的有机协同

在日本,FSA 作为金融业的官方监管机构,直属于内阁府,主要职责是确保国家金融体系与机能的安定,保护存款人、保险契约者、有价证券等投资者的利益,保证金融活动的顺利进行和促进金融便利化。同时,FSA 还承担着辅助内阁府制订和实施与金融相关的国家重要政策的职责^⑥。由于 ICO 发行的加密代币本身就是一种虚拟货币,且投资者购得代币后往往会上线到交易平台寻求获利变现退出,故 FSA 鲜少出台专门针对 ICO 的监管规章,而是将之纳入一般意义上的虚拟货币发行的牌照审核和日常检查的范畴。基于此,FSA 一方面积极推动国会修改相关的金融法规,通过硬法的扩张为其监管虚拟货币交易平台与 ICO 提供强有力的法律依据与手段;另一方面则针对虚拟货币(代币)灵活多样的特性,引导加密资产交换业协会等社团力量发挥一线的自律规制功能,借助它们出具的报告、行业准则、建议等软法性规则为其应对 ICO 市场变化提供即时的监管指引,从而有效地弥补国会硬法修法滞后带来的监管罅隙。

(一) 日本对 ICO 的硬法监管:国会的两度修法

1. 2016 年的第一次修法:允许虚拟货币交易

毋庸置疑,虚拟货币能否得到一国的立法承认

已然构成该国 ICO 代币发行合法化的前提^⑦。在此,日本的立法可谓走在世界各国的前列。早在 2015 年 12 月,FSA 就公布了《关于资金结算业务高度化的工作小组的报告书》,公开向社会征求对虚拟货币予以立法的意见。2016 年 3 月,FSA 以之为基础,向国会提交了《资金结算法》修正案。2016 年 5 月 25 日,国会正式通过了修订后的《资金结算法》(平成 20 年法律第 59 号)(以下简称“2016 年法案”),并于 2017 年 4 月 1 日实施。“2016 年法案”在原有《资金结算法》第 63 条之后专门增加了“虚拟货币”一章,确立了虚拟货币在日本的合法支付手段地位:不仅允许其可与法定货币展开交易,而且认可了不同的虚拟货币之间的相互兑换。同时,该专章还规定虚拟货币交换业者未向内阁总理大臣登记,不得从事与虚拟货币相关的交换业务。否则,将面临被判处 3 年以下有期徒刑,或被处以 300 万日元以下的罚款,或两项并罚^⑧。依此规定,ICO 发行的代币可被认为是一种合法的虚拟货币,但这种合法性是以发行该代币的筹资平台和以该代币交易为经营业务的机构事先向 FSA 登记,获得牌照为前提的^⑨。为配合“2016 年法案”的实施,内阁府也于 2017 年 3 月 24 日分别公布了《资金结算法施行令》和《虚拟货币交换业者内阁府令》,确立了用户资金托管和虚拟货币分别管理的机制,对虚拟货币交换业者的注册登记、货币转移、支付清算及反洗钱做了详尽的规定,从而在源头上防范了 ICO 被用作恐怖组织融资工具或被用于洗钱等违法行为。

2. 2019 年的第二次修法:将“加密资产”全面纳入已有的法律监管框架

为应对金融科技发展给相关金融法律带来的挑战,2019 年 3 月 15 日,FSA 又向国会提出了《资金结算法和金融商品交易法等法案的修订议案》(以下简称“2019 年法案”),并于 2019 年 5 月 31 日获得国会通过,从而标志着日本 ICO 已被全面纳入现有的金融法律监管轨道。同样,为配合“2019 年法案”的落地实施,内阁府委托 FSA 于 2020 年 1 月 14 日颁发了《令和元年关于修改资金结算法等相关法案的内阁府令》。该行政法令于 2020 年 5 月 1 日正式实施,不仅涵盖《资金结算法》与《金融商品交易法》等条

款的修订内容,还专门附有与这些新增条款实施密切相关的《金融商品交易业等内阁府令》与《加密资产交换业者内阁府令》,囊括了加密资产交换业者的注册资格、加密资产名称的变更和交易类型更改的报备、虚假广告和不当劝诱客户的禁止、加密资产交易的行为准则等^⑩,具体有:

第一,将“加密资产”纳入立法用语,扩大了加密资产交换业者的涵盖范围。此次修法追随国际动向,不仅根据二十国集团(G20)平台执行机构金融稳定委员会(FSB)对“Crypto Assets”的最新定义^⑪,将“2016年法案”上的“虚拟货币”(日语:仮想通貨)与时俱进地修改为“加密资产”(日语:暗号資産),而且还对“加密资产相关业务”作了说明^⑫,把那些不直接从事加密资产买卖或者兑换,只是代理客户管理加密资产或者根据客户要求划付加密资产的第三方中介机构也归入加密资产交换业者的范畴^⑬。这就意味着加密资产的代管业务将与交易业务一样接受现行立法的同等程度监管。

第二,增设了加密资产交换业者的广告、劝诱及白皮书制定等行为的规范准则。“2019年法案”要求加密资产交换业者肩负有与金融商品交易业者相同的说明义务,即应在白皮书中向投资者披露交易规则和进行必要的风险提示,包括拟交易的加密资产的业务类型、交易金额、手续费、潜在风险等^[5]。同时,法案要求加密资产交换业者及其职员在签订加密资产相关合同^⑭或进行广告推送等类似行为时,还应在说明加密资产价格时出具合理依据,禁止在没有充分告知风险要素情形下就劝诱其签订合同^⑮。另外,对于广告用语,“2019年法案”要求不得使用诸如“该产品由FSA推荐”“该产品一定会涨价”或“本金肯定不会受损”等误导投资者的用语^[6]。无疑,这些新规定正是立法者基于一般投资者对加密资产风险认识不充分的弱势地位而精心设计的,折射出国会和监管层竭力避免加密资产交换业者哄抬价格,滥用广告炒作以诱发投资者卷入加密资产投机交易的一片苦心^[7]。

第三,强化对加密资产交换业者的事前和事中的运营监管。同“2016年法案”一样,“2019年法案”重申加密资产交换业者事前应向内阁总理大臣进行

注册,且在业务内容或名称变更时也应进行事后的登记,并明确了3种不予以注册的法人情形。其中包括:(1)没有加入加密资产交换业协会和资金结算业协会的法人^⑯;(2)没有制定符合上述两个协会规则内容的公司章程的法人;(3)没有构建为了遵守该公司章程的体制的法人^⑰。当然,除了强化“2016年法案”中业已确立的事前注册要求外,“2019年法案”还新增了系列的事中监管安排,主要有3个硬性要求:一是要求加密资产交换业者有义务将投资者的资金或加密资产与自身的资金或加密资产按内阁府令规定的方法分账管理^⑱;二是要求加密资产交换业者在委托第三方管理的情况下,应合理地确保其与该业者自己管理时是同等注意义务及用户保护方法^⑲;三是要求加密资产交换业者应将其客户加密资产的95%存放在未接入互联网的“冷钱包”(Cold Wallet)中,并备有与余下5%“热钱包”(Hot Wallet)中保管的加密资产币种相同、数量相等的偿还资本金^⑳。进一步地,“2019年法案”也类同股票等有偿证券,新增了禁止虚拟货币交易的虚假陈述和市场操纵行为的规定^㉑,同时配以了10年以下的徒刑或者1000万日元以下的罚款或者并处的罚则^㉒。此外,为了避免重复性的适用,新法案将原《金融商品交易法》中针对有偿证券交易不当行为的罚则排除在上述加密资产交易违法行为的适用之外^㉓。

第四,对加密资产的衍生交易和信用交易做出了相应的规制^㉔。“2019年法案”将加密资产视为金融商品,不仅要求与之相关的衍生工具交易遵循一般的金融衍生工具交易规则和登记注册规则之外,还应符合以下特殊要件:(1)净资产不少于5000万日元,资本充足率应达120%以上;(2)每月末须向FSA上报资本充足率变动情况。而针对加密资产的信用交易,“2019年法案”要求开展此交易服务的加密资产交换业者应以书面形式向FSA报备交易的初始保证金金额及其计算方法,并确保其所有客户参与信用交易的杠杆率不能超过200%。另外,为禁止大客户在衍生交易抑或信用交易中对某一证券代币如对于享有收益分配权的ICO代币的不当价格操纵,“2019年法案”除了明确其作为《金融商品交易法》的规制对象,还要求FSA应比照IPO发行那样设

置发行人信息公开制度,建立代币的贩卖、对倒和劝诱等规制机制^⑥。

第五,确立了对 ICO 分类监管的格局。“2019 年法案”吸纳了此前加密资产交换业协会等出具的报告建议,依 ICO 的代币属性不同将其分为股权型(证券类)和非股权型(结算类)的 ICO,并将两者分别列为《金融商品交易法》和《资金结算法》的规制对象^[8]。

(二)日本对 ICO 的软法监管:以虚拟货币交换业等相关研究会的报告为中心

随着日本虚拟货币的日益普及,2018 年 3 月,在 FSA 授意下,加密资产交换业协会牵头成立了由资金结算业协会、部分行业精英、监管官员和知名律师组成的“虚拟货币交换业相关研究会”。该研究会旨在通过出具报告或发表规则提案,帮助 FSA 深入通晓虚拟货币的运行机理及风险应对措施,以为 FSA 即时监管 ICO 提供指引。2018 年 12 月 21 日,研究会如期向 FSA 提交了《虚拟货币交换业相关研究会报告书》(以下简称《报告书》)^[9]。该《报告书》总结和分析了虚拟货币发行及交易中可能潜藏的风险及监管着力点,并在第五章专门建议 FSA 对 ICO 发行的代币施以分类规制,现将此规制思路和对策分析如下。

1. 分类规制的思路

《报告书》首先指出,ICO 的价值与风险并存,一方面其能在全世界快速筹集资金,有效满足日本区块链初创企业筹措资金之需,创造了较风投(VC)更大的流动性,有利于日本数字经济产业的发展,但另一方面,其也存在着筹措资金利用有效性不足,代币投资者保护不充分以及欺诈性事件高发等问题。为此,《报告书》从发行人是否承担责任及所承担责任类型的不同将 ICO 分为两类:一是发行人背负着分配将来经营收益给投资者的股权型 ICO;二是发行人承担将来提供经营收益以外的商品或服务给投资者的非股权型 ICO。

紧接着,《报告书》针对这两类 ICO 给出了不同的规制建议:一是认为第一类 ICO 类似 IPO 模式,可将其等同于有价证券纳入《金融商品交易法》的调整范畴。不过,这种情形不仅要求此类 ICO 代币的投

资者能获得来自项目的经营收益,还要求该代币表示权利应满足以下两要件:(1)可用法定货币购买;(2)可用主流虚拟货币购买;二是认为第二类 ICO 主要是提供商品或服务的对价,并为非股权模式,可将其纳入《资金结算法》的调整范畴。不过,这种情形要求此类 ICO 发行代币要用于支付结算所用,包括以下两种场景:(1)用于向非特定的人支付,并且可以以非特定的人为对象与法定货币相互交换;(2)以不特定的人为对象与虚拟货币相互交换,且不以法定货币计量。

2. 分类规制的举措

第一,针对股权型的 ICO,首先,基于发行主体和投资者之间的信息不对称性,《报告书》建议 FSA 在依照《金融商品交易法》对一般公募规定的公示制度(如有价证券申报书)对 ICO 加以规制同时应建立 ICO 强制性信息公开机制。其次,为了使投资者能对 ICO 发行代币进行适当的价值判断和避免被欺诈,《报告书》建议 FSA 应同监管 IPO 一样,引入能对 ICO 发行主体的经营、财务状况进行跟踪督查的第三方机构作为 ICO 发行的“看门人”,对项目发行人的可持续经营和技术能力进行客观评估和确认,为投资者决策提供参考。再次,《报告书》认为代币的交易与有价证券的交易并无二致,因此 FSA 需要同股票、债券等有价证券那样构建面向代币的二级市场公平交易机制。最后,《报告书》建议 FSA 对代币流通范围进行差别设置,主张在没有经第三方机构适当性审查的情形下,FSA 须如同对非上市股票一样,对 ICO 代币的劝诱对象课以适当性的义务要求,以阻止代币随意流向一般投资者。

第二,针对非股权型的 ICO,《报告书》认为其更多具有资金结算性质,故从保护投资者的角度出发,虚拟货币交换业者应当向投资者提供与虚拟货币发行人相关的信息,比如发行人对虚拟货币持有者是否承担债务,发行价格的计算依据等。并且,在 ICO 白皮书中,除了上述内容,还应当给投资者提供关于发行人制作的经营计划书、业务可行性、经营进展等信息,同时还要承诺保证信息的客观性和适当性。另外,由于发生过利用 ICO 进行欺诈或对经营计划进行杜撰的事件,虚拟货币交换业者在处理与某一

虚拟货币相交换的代币时,应进行严格的自我审查即“卖者有责”。而对 ICO 代币的投资者而言,也应“买者自慎”,充分注意发行人的资质。

最后,《报告书》强调仅基于 FSA 和研究会对虚拟货币交换业者及发行人的规制对防控 ICO 的风险是不够的,还应该将包括保护金融消费者在内的关联机构和外部审计等独立的第三方机构纳入,举全社会之力形成对 ICO 运作的多方监管,才能完全遏制 ICO 的欺诈风险和更好地保护投资者权益。

三、日本 ICO 法律监管制度之述评

(一) 日本 ICO 法律监管制度之特点

1. 硬法与软法兼施

通过上文的梳理,不难发现,日本对 ICO 的法律监管可谓软硬法双轮驱动,刚柔相济。这里面既有《金融商品交易法》和《资金结算法》等硬法的明文规定,也有虚拟货币交换业相关研究会的《报告书》等软法的支撑。虽然硬法具有必然的法律约束力,但立法与修法程序烦冗,往往无法及时因应和满足 ICO 创新频繁的现实之需。相比而言,软法通过建议性的弹性语言能在硬法缺乏或无法及时发挥作用的时候对 ICO 的运作进行引导和调整,为其源源不断提供试错和优化的空间,更具灵活性和多样性。并且,借助软法先行先试的功能,各方还可在行为上逐渐磨合以达成共识,从而为后续硬法的完善和修改打下基础。比如,“2019 年法案”的出炉很大程度上是以《报告书》提出的分类规制思路和建议为主臬。事实上,在该法案出台前的一年内(2018 年 3 月—2019 年 3 月),研究会的《报告书》为 FSA 规范 ICO 提供了非常及时的指引和补充作用。再如,“2019 年法案”确立的注册制是建立在 ICO 相关业者为加密资产交换业协会和资金结算业协会会员的基础上。换言之,若一个拟开展 ICO 的机构或平台事先不是上述两个协会的会员,则其提交的 ICO 发行注册申请将不会被 FSA 通过。而在日本,加密资产交换业协会正是被 FSA 唯一认定的由加密资产买卖商和兑换服务商等业者组成的半官方行业自律组织。其不仅要制定类似《报告书》等行业自律监管规则,对会员的经营活动进行相应的指导、劝告或处分,还要对申请加入的会员进行资格审查^[10]。显然,

这种软硬法联结耦合的制度设计能很好地发挥行业自律组织的事先审查功能,将那些打着区块链旗号到处招摇撞骗的伪 ICO 项目提前“过滤”掉,使之无法进入“2019 年法案”规定的登记和牌照发放程序,从而极大地确保了 FSA 的注册和牌照管理制度的实施功效。

2. 立法与执法并行

金融监管是法规与因法规而立的行政机构行为之综合^[11]。日本对 ICO 的监管无疑对此作了一个很好的诠释。作为监管部门的 FSA 并非一味地闷头执法,而是很重视立法对执法的引领和保障作用。比如,当 2015 年 3 月 ICO 在日本首次亮相时,彼时的 FSA 一方面并没有“谈虎色变”,急于对之围追堵截,而是采取“以观后效”的包容立场,容许其在业者或平台的自我规制下自由运行;另一方面,在历经一年多的深入观察并弄清 ICO 所具有的引领日本数字经济发展的独特价值与优势后,FSA 又提议国会修法承认虚拟货币,通过立法开路,为 ICO 的发展扫清法律障碍;又如,在 2018 年接连发生 Coin Check 等用户资产流失事件之后,FSA 不仅及时收紧了先前宽松的监管立场,多次主动修改和出台了《金融商品交易业内阁府令》《加密资产交易业内阁府令》等涉及 ICO 业务方面的监管法规,加大对 ICO 平台的日常监管和稽查力度,而且依然不忘推动国会继续修法以将 ICO 纳入现有的法律监管框架之中。

正是有了国会两个立法修正案可依,FSA 才能在实践中有底气地援引《金融商品交易法》或《资金结算法》以对 ICO 施以分类监管。简言之,FSA 对 ICO 的监管始终是立法和执法双腿并行,相辅相成。这种并行使得 FSA 不仅发挥了自身固有的监管职能,还确保了这种监管职能的行使有法可依,从而为 ICO 各方参与主体提供了明确的指引和稳定的法律保障环境。

3. 鼓励创新与保护投资者兼具

日本立法对 ICO 和加密资产等新生事物始终表现出一种宽容与鼓励的立场,不仅率先在全球赋予 ICO 代币的合法性地位,而且还为其在交易所上线交易打开方便之门,有效地缓解了日本初创企业融资难的困境,极大地调动本国人士的创业热情。值

得肯定的是,日本在鼓励 ICO 勇于创新的同时,始终不忘保护投资者这一初心:一方面,基于投资者的弱势地位及其可能会承担的信息不对称的不利后果,日本立法从一开始就注重对 ICO 发行人(筹资平台)的严格监管。这种严格监管既体现在对其事前的登记注册要求、事中的运营管理(如发行广告劝诱的规范、强制性信息披露的要求,虚假陈述的禁止等),还体现在事后系列法律责任的设置上;另一方面,日本汲取了以往虚拟货币被黑客攻击、盗取的教训,强化以虚拟货币交易所为另一重要“抓手”的监管体系构建。这些监管安排除了前述提到的要求交易所对投资者的加密资产进行分账管理和采用“冷钱包”方式的管理之外,还要求其将虚拟货币交易系统的开发者和管理者予以分离、设置信息数据安全的内控制度、制作并保存账簿资料以备 FSA 的随机现场检查和业务整改、并与 FSA 指定的虚拟货币交换业纠纷解决机构签约,为投资者即时提供投诉处理及解决各种纠纷的通道等。

进一步地,为更好地表达对代币投资者的关切,FSA 还特别发布行政公告提醒日本各类纠纷解决机构(如法院、仲裁机构)在受理涉及 ICO 纠纷时需要代币及相关交易业务予以定性时,不应仅仅停留于条文上的形式解释,而应优先从保护投资者权益的视角进行实质地判断。

可见,在 ICO 法律监管上,日本既注重通过制度上的创新激励又始终以保护投资者为归依,为此构建了一种能激发区块链创业热情和维护虚拟货币投资交易秩序两不误的“营商环境”。

这种基于法治的营商环境不能不说是近年来助推日本迅速跻身为全球加密资产大国的一大法宝。

(二)日本 ICO 法律监管制度之不足

1. 对 ICO 的分类监管有待细化

分类监管虽为日本 ICO 法律监管的一大亮点,但日本现行的做法还存在一定“死角”和“漏洞”。比如,“2019 年法案”对股权型 ICO 的规制过于严苛,其不仅将股权型 ICO 发行代币纳入“电子记录转移权利”的范围内,而且还将其视为与股票等相类似的有价证券,要求向 50 人以上募集资金时就要提交申报书和进行公开的信息披露^⑤。虽然在新法案中,

为了避免重复监管,“电子记录转移权利”从《资金结算法》上的“加密资产”中被排除了,即股权型 ICO 代币的发行者似乎可以豁免进行加密资产的相关注册,但在私募发行的情形下,股权型 ICO 代币仍需依照《金融商品交易法》的规定进行第二类金融商品交易业的注册^⑥。有日本学者因此提出既然股权型 ICO 代币具有高度的流通性而适用《金融商品交易法》的披露规制,那么其理应与股票等有价证券一样,在私募时不适用从业登记和公开规制^[11]。可见,不管是公募还是私募,股权型 ICO 都受到了颇为严格的规制,这在实践中显然会加大此类 ICO 融资的合规成本。又如,虽然大部分的 ICO 项目由筹资平台负责资产的存管。即平台掌握投资者电子钱包的密钥,并控制所有的交易,但仍有一部分完全去中心化的公有链筹资平台,通过开源的区块链技术运行,任何用户可以直接接入,交易直接发生在用户之间,平台不掌握密钥,也无法干预交易,订单通过所有者授权执行的智能合约来匹配执行^[12]。这势必会使现行的以 ICO 发行人(筹资平台)为主要监管对象的法律制度的设计失去了规制的着力点,造成发生在 ICO 代币用户之间因智能合约引发的直接交易游离于现有的法律监管体系之外^[13]。因此,如何将这类不完全依赖平台而发生在用户之间的点对点的代币交易纳入监管范畴,包括如何界定双方责任边界和更好地保护双方的合法权益,有待在立法后续修订中加以补强明确。

2. 缺乏与他国的监管合作

由于区块链项目的去中心化特性使得 ICO 融资行为很容易突破地域管辖,不受国家领土边界的限制,跨国性尤为突出。并且,当代币交易活动时,交易的精确位置和交易各方的真实身份难以判断,给监管当局带来了巨大的难题。加之各国对 ICO 的监管立场和尺度不一,即在一国禁止的行为在另一国可能是受到保护或者不受监管。如此容易诱发 ICO 项目发起方千方百计寻求“监管套利”损害代币投资者的权益。虽然日本已经要求境外的 ICO 项目发起方凡是面向日本境内投资者筹资就必须事先向其申请从业登记,但他们可以轻易地通过变换注册地等方式来规避这一监管要求。这就可能会使得购

买境外 ICO 代币的日本投资者要比那些管制宽松的国家或地区的投资者面临着更高的财产损失风险。而遗憾的是,日本监管当局似乎对上述“监管套利”可能引发的风险转移重视不够,迄今尚未有与他国开展 ICO 监管合作的先例。

3. 监管科技应用不足

ICO 和加密资产均属于金融科技,它们不仅形态多样,而且交易方式还具有数字化、匿名性与跨境性。传统的以“命令—控制”为主的人工监管在因应这种新型的融资方式上越发的捉襟见肘。此时,适时引入监管科技以弥补传统监管短板就颇为必要。这里的“监管科技”是指监管者依靠科技手段获取信息,进行实时、动态的监管,从而解决监管信息不对称和缓解法律滞后性弊端^[14]。详言之,监管科技就是利用大数据、区块链、人工智能、云计算、机器学习、监管雷达等数字信息技术实现对金融监管的赋能,为金融科技引发的风险问题提供各种解决方案。具体到 ICO 领域,比如监管当局可通过使用大数据挖掘和云计算等技术锁定和追踪项目发行人,继而有效甄别 ICO 项目可行性,使那些打着区块链旗号的伪 ICO 项目无处藏身,从源头上减少因此可能带来的欺诈风险。又如,监管当局也可利用区块链技术实现跨机构和跨国界的信息共享与代币交易信息追踪,对之实施反洗钱和反恐融资的实时监测等。然而,综合上文对日本 ICO 法律监管现状的分析,笔者发现 FSA 目前主要还是停留在非现场的报告征求、现场的检查整改及事后相应的行政处罚等传统的人工监管方式上,监管科技的应用比较不足,更遑论其会从立法层面为监管科技的实施提供制度支撑。

四、日本 ICO 的法律监管经验对我国的启示

日本既是世界上区块链产业发展的前沿国家,也是全球为数不多的为虚拟货币交易提供法律保障的国家之一。作为 ICO 法律监管的先行者和全球加密资产发展大国,日本近年来积极建构的 ICO 法律监管制度逐渐成为许多国家参考的重要样本,也对未来我国构建常态化的 ICO 长效监管机制颇具启发和参考价值。

首先,对 ICO 的监管宜疏不宜堵。在数字经济

日益全球化的今天,作为区块链初创项目不可或缺的融资工具,ICO 已然构成推动区块链技术创新和产业发展的重要引擎,其所蕴含的效率价值决定了监管当局很难真正将其彻底消弭,只能合理地引导^[15]。然而反观我国,自中国人民银行联合中央网信办、工信部等七部委于 2017 年 9 月 4 日发布《关于防范代币发行融资风险的公告》,将 ICO 定性为非法行为以来,国内的 ICO 和虚拟货币交易所就被全面禁止和叫停,先前热闹纷呈的各类 ICO 路演活动顿时如明日黄花,戛然而止。必须承认,在 2017 年上半年及之前很长时间内,我国 ICO 市场的项目质量参差不齐,鱼龙混杂。很多 ICO 项目打着区块链幌子进行投机炒作,甚至演变为非法集资、金融诈骗和洗钱等犯罪行为,极大干扰了彼时的金融秩序和社会稳定。监管层为控制其中风险,追求安全第一乃势所当然,但如果实践中将“安全第一”异化为“安全唯一”,一味地对 ICO 严防死守,不仅很可能会因此扼杀区块链技术的数字融资潜能及作用的发挥,使之错失发展机遇,而且还会诱发已有的 ICO 平台从地上转为地下,甚至“出海”至境外注册并通过部署境外服务器向境内原有客户提供交易服务,从而又掀起新一轮的“炒币”热,带来新的监管难题^[16]。

其次,对 ICO 的监管应立法先行,并辅以必要的监管科技手段。承认虚拟货币的合法化地位,让 ICO 项目的发行方、投资方以及监管方都能有法可依已成为一国对 ICO 审慎监管的前提。虽然从 ICO 自身特点和域内外的研究与实践看,大多数国家的监管机构认为股权型 ICO 具有证券的诸多特征,属于一国证券法的调整对象。然而我国目前的《证券法》在第 2 条对证券范围的界定采用的是列举方式,缺乏一般性的概念条款和兜底性的条款,无法将那些具有投资性质的 ICO 纳入其中^[17]。我国立法今后应从制度源头上结束先前“三无”(即平台无监管、项目无审核和投资无门槛) ICO 炒作盛行的局面。需要注意的是,平台监管虽是今后立法监管的一大重心,但我国也得提防日本既有立法重平台而轻用户监管弊端的重现,将那些立基于公有链平台的用户(即投资者个人)也纳入立法的监管范畴,以防个人利用 ICO

投资获利成为法外之地。此外,为应对瞬息万变的金融科技,监管层也应当解放思维,适时引入监管科技手段,做到“以科技应对科技”,有效克服传统人工监管的静态性与滞后性等不足。总之,借鉴 FSA 的做法制订和推动相关立法的修改与完善,将 ICO 以及相关加密资产业务纳入既有的法律调整范畴乃是我国监管层今后构建 ICO 长效监管机制的重要前提和基石。

其次,对 ICO 的监管要分类而行。ICO 虽然都是发行代币,但由于代币背后所代表的权利不同,可能具有不同的经济本质,所以针对代币的不同属性施行不同尺度的监管实属必要。如果不加区别地参照 IPO 监管模式而对所有类型的 ICO 进行“一刀切”的监管,必然会出现一部分非股权型的 ICO 遭至过于严苛规制而无法实际发挥融资作用。在此,我国监管层可汲取日本的思路,在监管立法上对股权型和非股权型的 ICO 作区别对待,并通过引入“监管沙箱”有条件、分步骤地对不同类型的 ICO 项目实施差异对待,达到适应性监管的效果。当然,考虑到区块链技术发展日新月异,可能会出现突破股权与非股权型的代币种类,所以即使针对现有代币类型进行了分类监管,也不能排除个案分析的可能性。这就启发我们,为了避免监管出现死角或漏洞,今后我国金融监管立法应统筹“规则监管”与“原则监管”的适用,即除了重视针对不同类别 ICO 监管规则的设计,还应立足于 ICO 的共性,设置一般性的监管原则。

再次,对 ICO 的监管要重点推进。ICO 项目涉及大量投资者的财产,可能会对一国经济及社会整体的和谐稳定造成较大的影响。因此保障投资者权益应是我国 ICO 监管的重中之重。今后我国的立法规制重点除了前文建议的设置 ICO 项目发起方、交易平台和投资者三方的市场准入机制之外,还应涵盖 ICO 代币发行和虚拟货币交易平台日常运作行为的规范,包括 ICO 白皮书的内容规范,虚拟货币交易平台的信息与数据安全、平台与交易者资金(包括现金与虚拟货币)隔离以及反洗钱机制等。在此,日本的上述立法经验与我国可能的实践存在一定的互补性,颇值我国今后加以借鉴。

最后,对 ICO 的监管要重视与他国的合作。以互联网和区块链技术为依托的 ICO 及加密资产天生就有突破一国领土主权管辖畛域的秉性,由此出现代币的跨国流通实属常见。然而在跨国监管中,一国监管机构仅凭一己之力要获取国外的平台信息或者投资者身份信息时,往往会存在较大的障碍^[18],加之前述所言的我国部分 ICO 发行人为规避 2017 年禁令,选择“出海”到境外注册而后又反向国内向民众募资牟取套利的现象时有发生,这些问题都昭示着为防范 ICO 跨境金融风险 and 更周延地保护本国投资者,我国今后理应在 ICO 等金融科技的监管上加强与他国的双多边国际合作,特别在监管信息共享、风险联动监测、危机处置和金融数据跨境流动标准等议题上与其他成员展开协调,通过共商共建实现全球金融科技的良善治理,为全球数字经济法治化的发展贡献中国智慧和中国力量。

注释:

①出于安全需要,私人发行的代币都是加密的,所以人们通常将此处的“加密代币”简称为“代币”。与之相应,“首次加密代币发行”在国内也经常被称为“首次代币发行”。

②一般而言,“主流虚拟货币”系指比特币、以太坊等流通性和可兑换性较强的虚拟货币。在 ICO 发行中,投资者用主流虚拟货币购买 ICO 的代币意在获得 ICO 项目使用费的权益。

③全球首个 ICO 项目为 2013 年 7 月在美国 Bitcointalk 论坛上发行的万事达币(Master Coin, MSC)项目。

④Cardano 项目共筹集资金 6200 万美元,约有 94% 在日本境内完成,且其因为有大币前创始人杰瑞米·伍德(Jeremy Wood)的技术参与,故被日本投资者称为日本版的“以太坊”。

⑤中国和韩国两国政府分别于 2017 年 9 月 4 日和 9 月 29 日宣布禁止其国内开展 ICO 融资业务。

⑥参见《日本金融厅设置法》第 3 条。

⑦ICO 发行的代币只是虚拟货币的一种。虚拟货币除了代币之外,还包括专门运用区块链技术开发的其他虚拟币,如比特币或以太币等。

⑧参见《资金结算法》第 63 条第 2 项,第 107 条 2 号、5 号。

⑨实践中,内阁总理大臣的注册和牌照监管职能往往由 FSA 代为行使。参见《资金结算法》第 63 条之 2 号。

⑩为了表述方便,以下笔者将此次修订和新增的条款内容合称为“2019 年法案”。至于该法案中哪些条款是《资金结算法》抑或《金融商品交易法》等法令内容,笔者将在具体论述中通过脚注予以说明。

⑪在 FSB 看来,“加密资产”(Crypto-asset)是一种以加密技术和分布式账本技术作为其感知或固有价值的私人资产。其不仅包括了由去中心化机制产生的比特币,也包括了基于各种应用或实体资产而产生的加密代币。依此定义,“加密资产”与“虚拟货币”并无不同。为此,本文将两者在等同意义上使用。

⑫“2019 年法案”将“加密资产相关业务”定义为从事加密资产相关衍生产品交易的买卖或中介等行为,或者从事关于该衍生产品交易的投资建议、代理业或基于该衍生产品交易的投资委托合同的运用的行为等。参照《金融商品交易业等内阁府令》第 146 条第 3 项。

⑬参见《金融商品交易法》第 2 条 20 项、24 项。

⑭加密资产相关合同指的是以用户为对象进行加密资产关联业务,或者为了用户进行加密资产关联行为而签订的合同。参见《金融商品交易业等内阁府令》第 117 条第 1 项 41 款,《金融商品交易法》第 43 条之 6 号第 2 项。

⑮参见《金融商品交易业等内阁府令》第 117 条。

⑯2020 年 5 月,日本的“加密资产交换业协会”和“资金结算业协会”合并成为“资金结算事业者协会”。

⑰《资金结算法》第 63 条之 5 号第 1 项 6 号。

⑱《资金结算法》第 63 条之 11 号。

⑲《交换业府令》第 27 条。

⑳《交换业府令》第 27 条第 3 项 1 号。

㉑参见《金融商品交易法》第 185 条之 22 号,第 185 条之 23 号及第 185 条之 24 号。

㉒参见《金融商品交易法》第 197 条第 1 项 6 号。

㉓参见《金融商品交易法》第 185 条之 22 号第 2 项,第 185 条之 23 号第 2 项,第 185 条之 24 号第 2 项。

㉔参见《金融商品交易法》第 2 条。

㉕参见《资金结算法》第 2 条第 5 项。

㉖参见《金融商品交易法》第 2 条第 3 项。

㉗修订后的《金融商品交易法》依有价证券流通性的强弱,将涉及电子记录转移权利的业务划分为第一类金融商品交易业和第二类金融商品交易业。前者是指从事电子记录转移权利的买卖、中介或募集等公募业务;后者是指电子记录转移权利的私募业务。参见《金融商品交易法》第 2 条第 8 项 7 号、10 号,第 28 条第 2 项 1 号。

参考文献:

[1]陈一稀,魏博文. ICO 新政影响、本质问题和政策建议[J]. 金融发展评论,2017(10):132.

[2]金融庁. ICOについて利用者及び事業者に対する注意喚起[EB/OL]. [2022-02-12]. https://www.fsa.go.jp/policy/virtual_currency/06. Pdf.

[3]金融庁. 仮想通貨交換業者等の検査・モニタリング中間とりまとめの公表について.[EB/OL]. [2022-02-11]. https://www.fsa.go.jp/news/30/virtual_currency/20180810.html.

[4]金融庁. 無登録で仮想通貨交換業を行う者について[EB/OL]. [2022-02-12]. https://www.fsa.go.jp/policy/virtual_currency02/BLL_keikokushilyo.pdf.

[5]田中幸弘,田中秀一郎. 仮想通貨と有価証券性と地域金融における可能性~ICOとクラウドファンディングやソーシャルレンディングとの接点と規制枠組みの在り方~[J]. パーソナルファイナンス研究,2019(6):21-46.

[6]松尾元信. 暗号資産に関する資金決済法、金融商品取引法等の改正—「情報通信技術の進展に伴う金融商品の多様化に対応するための資金決済に関する法律等の一部を改正する法律」の概要—[J]. 金融法務事情,2019(2119):9.

[7]荻野昭一. 暗号資産を巡る法制整備と論点考察[J]. 札幌学院法学,2020,37(1):157-207.

[8]柳明昌. 暗号資産の有価証券該当性:SECの所説を中心として[J]. 法学研究,2020(6):2.

[9]金融庁. 仮想通貨交換業等に関する研究会報告書[EB/OL]. [2022-02-21]. <https://www.fsa.go.jp/singi/index>.

[10]张伊丽,皮六一,薛中文. 日本加密资产监管制度研究[J]. 证券市场导报,2020(8):70-78.

[11]丹尼尔·F. 史普博. 管制与市场[M]. 余晖,译. 上海:上海人民出版社,1999:44.

[12]黒沼悦郎. フィンテック(FinTech)が金融法制にもたらす影響[J]. Comparative Law Review,2020;54(1),85-92.

[13]黒沼悦郎. ユーティリティトークンの有価証券性[J]. NBL,2019(158):4-11.

[14]杨东. 监管科技:金融科技的监管挑战与维度建构[J]. 中国社会科学,2018(5):78.

[15]加藤貴仁. 暗号資産に関する新たな法規制[J]. ヅクリスト,2019(1542):62-67

[16]陈斌彬. 区块链金融的技术风险及其监管[J]. 福建江夏学院学报,2021(4):29.

[17]孙国峰. 论 ICO 的证券属性及法律规制[J]. 管理世界,2019(12):47.

[18]杨东. 监管 ICO[J]. 中国金融,2017(16):69-70.