

# 從公開原則出發：評櫃買中心2020 STO管理辦法及相關規章（上）

黃品瑜\*

黃敬穎\*\*

壹、前言	一、現行規範未竟之處？
貳、STO概述	二、國內其他市場如何處理類似問題： 以股權群募為中心
一、什麼是STO？	三、比較法分析：以美國法為中心
二、STO V. ICO：一窺STO之緣起脈絡	伍、本文建議
三、STO V. 「一般證券」：改革者究竟圖 什麼？	一、STO監管上應有之考量
參、公開原則	二、校正公開原則運用在複雜金融科技 交易上可能出現之問題
一、概述	三、可能的解方
二、公開原則之功能	陸、結論
三、公開原則之極限	
肆、現行STO規範框架之分析	

## 摘要

2020年櫃買中心發佈了二部有關小額STO證券商平台及公開說明書相關規定。為保障投資人，此二規範特別針對自營證券商平台課予盡職調查義務及對發行人要求其於公開說明書中除就一般財務資訊外，亦須公開「運用區塊鏈之風險」，深值贊同。惟就區塊鏈及其他技術風險部分，一方面此等揭露規範未就發行後智慧合約程式代碼之變動作出監管規定，另一方面該等STO公開說明書揭

露要求中對所謂「區塊鏈之風險」之文義過於模糊，無就此為更細緻之類型化規範，恐將使立法者對該等揭露規範之期待落空。更遑論對投資人而言，理解金融科技技術實非易事，若無相關配套措施或對於傳統監理方法上的調整，則法規範原先欲達成保護投資人之效果恐將大打折扣。此外，就STO發行規範部分，金管會2019年所公佈之函釋雖已認定小額STO為豁免證券，然而，本文參酌比較法上規定認為於性質上小額STO應為豁免交易。再者，主管機關實應考慮未來是否依照

\* 本文作者係國立臺灣大學法律學研究所商事法組（在學中），107年律師高考及格

\*\* 本文作者係國立臺灣大學法律學研究所商事法組（在學中），106年律師高考及格

不同發行規模做出彈性化之放寬，以降低發行人發行成本、吸引投資，並活絡市場。本文以櫃買中心二則STO規則為評析對象，首先就STO之性質為介紹並比較其與ICO之優劣，再以公開原則之文獻回顧與STO之比較法分析為方法，試圖提出妥適之改革方向，以使傳統證券發行之揭露規範能在面對金融科技的浪潮下仍發揮原有的監管成效。

**關鍵字：公開原則、區塊鏈、證券型虛擬通貨、虛擬通貨交易平台、行為經濟學**

## 壹、前言

近年新型態籌資如群眾募資、ICO及STO等發展方興未艾。金管會於2019年核定證券性質之虛擬通貨（STO）為有價證券，並發布新聞稿公佈未來法規之制定方向。隔年，為使STO交易所儘速上路並有規範可循，金管會發布函釋認定小額STO為豁免證券但發行人仍須交付公開說明書。隨後，櫃買中心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（下稱STO業務管理辦法）及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（下稱STO公開說明書準則），終於建構出證券商平台及

發行人義務等。然，細究其中，關於義務內涵實有可再進一步具體化之處，特別是關於證券商盡職調查義務及公開說明書內容，對於投資人保護範圍密度是否足夠，值得思考。尤其就應用金融科技所生之STO，因為投資人不熟悉區塊鏈等技術，故將面臨除了一般之市場風險外之技術風險。傳統上所採行證券市場管理原則：公開原則是否適用、如何適用於STO？皆牽涉到投資人的保護。而身具專業技術知識之平台證券商調查風險之責任是否足夠？亦值得探討，遂有本文之生成。

## 貳、STO概述

### 一、什麼是STO？

證券代幣發行Security Token Offering（STO），與首次代幣發行Initial Coin offering（ICO）相仿，均係向投資人發行一個加密貨幣以代表其投資標的<sup>1</sup>。而證券型代幣（Security Token）即係代表由區塊鏈所記錄的投資標的之擁有者資訊<sup>2</sup>。區塊鏈是以點對點（peer-to-peer）方式進行價值交換（而非只是金錢）的記錄系統<sup>3</sup>。其中，加密學為區塊鏈最重要之要素<sup>4</sup>，而雜湊函數（Hash Function）乃係最重要的加密技術起源的數學函數，並且為區塊鏈之一環<sup>5</sup>。雜湊函數是一

註1：Chrisjan Pauw, *What is an STO, Explained*, COINTELEGRAPH (Feb. 21, 2019), <https://cointelegraph.com/explained/what-is-an-sto-explained>.

註2：Id.

註3：BIKRAMADITYA SINGHAL, GAUTAM DHAMEJA, & PRIYANSU SEKHAR PANDA, *BEGINNING BLOCKCHAIN, A BEGINNER'S GUIDE TO BUILDING BLOCKCHAIN SOLUTIONS* 4 (2018).

註4：Id. at 55.

註5：Id.

個將任意長度之輸入值轉換並產生一個固定長度之輸出值的單向函數<sup>6</sup>。此外，STO還藉由智慧合約（Smart Contract）之運作以於事前約定好之期日自動執行股利之支付<sup>7</sup>。從而，STO與傳統有價證券相較，可以說是有較少流動性風險（Liquidity Risk）之優勢存在<sup>8</sup>。

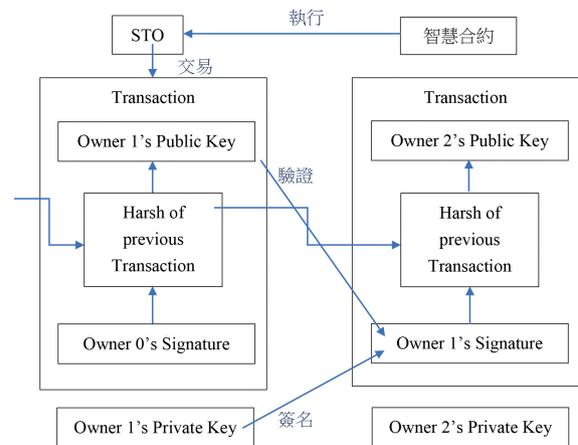
總結來說，STO相較於傳統首次公開發行 Initial Public offering (IPO) 大致上有兩項特色，其一，即係其將證券以代幣形式發行；其二，為藉由智慧合約來執行相關盈餘發放與股權實行的過程。

就代幣的特色而言，STO的交易可藉由原持有人以私鑰簽名後再透過雜湊函數的加密方式來驗證公鑰，從而產生新持有人的交易紀錄，此紀錄背後所支持的技術即為區塊鏈或又稱分散式帳本（Distributed Ledger）<sup>9</sup>。為便利讀者了解，援以圖1說明。從而，STO之交易進行不必像過往IPO一樣需經過中間人交易，而得以「去中心化」的方式完成發行到後續交易的程序。這樣去中心化的過程有許多好處，包括手續費之降低與個人資料隱密性的維持等等，此點將在後續貳、三、

（一）中做出更多說明。

而就智慧合約之使用方面，其較傳統合約最大的不同乃係將契約內容寫入程式代碼（Code），使得原發行人與買受人間的約定內容得藉由程式語言的執行來達到自動化的功能。也因此，已有業者近一步指出：「STO透過區塊鏈技術中智能合約的編程，將利息、分紅等內容編入證券中且自動化執行……具備全天候交易、T+0同步完成清算等傳統證券所沒有的優勢。<sup>10</sup>」

圖1：STO交易執行簡圖



資料來源：作者自製並參考Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System<sup>11</sup>。

註6：Id. at 56.

註7：Tamer Sameeh, *The Security token Offering (STO) Playbook*, COINTELLIGENCE (Nov. 14, 2018), <https://www.cointelligence.com/content/security-token-offering-sto-how-to/>

註8：Id.

註9：更多介紹可以參考：Medium，〈區塊鏈？去中心化？分散式帳本？到底是什麼關係？〉，COBINHOOD，

<https://medium.com/cobinhood>—中文報 / 區塊鏈—去中心化—分散式帳本—到底是什麼關係—423fb0d1e55d，最後檢索日期：2020年3月6日。

註10：吳志洋，吳予謙，〈金融新契機—證券型代幣發行（STO）機會與挑戰〉，Deloitte，

<https://www2.deloitte.com/tw/tc/pages/risk/articles/finance-sto-challenge.html#>，最後檢索日期：2020年3月6日。

註11：See SATOSHI NAKAMOTO, BITCOIN: A PEER-TO-PEER ELECTRONIC CASH SYSTEM (2008),

<https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>.

## 二、STO v. ICO：一窺STO之緣起脈絡

### (一) 先來談談惡名昭彰的ICO

ICO在加密貨幣的世界裡幾乎扮演與IPO相類似之角色<sup>12</sup>。欲創造新代幣、軟體或服務的公司得藉由ICO取得資金<sup>13</sup>。投資人得以法償貨幣或已存在之虛擬貨幣參與發行，藉以換取經由ICO所發行的代幣<sup>14</sup>。

常見的ICO爭議多在於，ICO發行者聲稱其所發行之代幣僅為功能型代幣，不應將其與證券等同視之，實則，卻藉由ICO的發行來吸收資金、最後惡性倒閉之例。在一份由ICO顧問公司Satis Group提出的報告中指出，依照其調查結果，有近一成的ICO募資最終都被發現是詐欺；其中，在總計13億美元的詐欺案件金額中大部分的款項是來自於三個計畫：Pincoin（6億6千萬美元）、Arisebank（6億美元）以及Savedroid（約5000萬美元）<sup>15</sup>。事實上，英國金融服務局（Financial Conduct Authority, FCA）亦在2017年對消費者發布關於ICO之警告，其中並指出ICO可能存在的潛在風險，如：未受監管（Unregulated space）、欠缺投資人保

護管道（No investor protection）、價格不穩定（Price volatility）、潛在的詐欺問題（Potential for fraud）、不足夠的文件揭露（Inadequate documentation）、多為早期項目（Early stage projects）——許多ICO計畫乃係早期項目，很可能使得消費者失去所有投入之資金<sup>16</sup>。

### (二) STO與ICO之差異

由上述ICO詐騙事件層出不窮的景況可知，儘管業界和專家均看好區塊鏈產業的未來，區塊鏈技術仍發現自己難以贏得投資人之信任，蓋投資人在一連串虛假的ICO計畫後已對其嗤之以鼻<sup>17</sup>。這樣的現象儘管使得ICO開始走向衰弱，卻也為新型態的代幣發行——STO開啟大門<sup>18</sup>。實則，ICO與STO最大的不同，或許就在於前者仍試圖主張自己並非證券，而不欲受到相關法規的監管<sup>19</sup>；後者則放棄與主管機關的拉扯，**直接承認自己是證券**，欲求能在可預見的監管法制下運作以避免法律風險，同時取得投資人之信任。

此體現在STO之投資對象之上。若從投資標的觀察，投資ICO並不會使得投資人取得任何

註12：See Jake Frankenfield, *Initial Coin Offering (ICO)*, INVESTOPEDIA (Dec. 20, 2018),

<https://www.investopedia.com/terms/i/initial-coin-offering-ico.asp>.

註13：Id.

註14：Id.

註15：Cryptoasset Market Coverage Initiation: Network Creation, SATIS GROUP (Jul. 11, 2018),

[https://research.bloomberg.com/pub/res/d28giW28tf6G7T\\_Wr77aU0gDgFQ](https://research.bloomberg.com/pub/res/d28giW28tf6G7T_Wr77aU0gDgFQ).

註16：Consumer Warning about the Risks of Initial Coin Offering ( 'ICOs' ), FCA (Sept. 12, 2017),

<https://www.fca.org.uk/news/statements/initial-coin-offerings>.

註17：Hirander Misa, *How STOs are Emerging as a Great Alternative to Venture Capital and IPOs*, GEMX-GROUP: BLOG (Jun. 5, 2019),

<https://www.gmex-group.com/how-stos-are-emerging-as-a-great-alternative-to-venture-capital-and-ipos/>.

註18：Id.

註19：The Difference Between ICO and STO, CRYPTONEWS,

<https://cryptonews.com/guides/the-difference-between-ico-and-sto.htm>.

公司的股權<sup>20</sup>；投資人的投資標的是發行ICO的代幣本身，其後並未連結任何債券、股票或資產。而STO則必須有資產在背後支持，例如現金、股份、固定收益資產或不動產、大宗產品等等<sup>21</sup>。知名區塊鏈顧問服務公司MICA即在其STO系列研究報告中指出：「證券型代幣更精確說是一種『具有擁有權的受益憑證』或是『代表分潤、投票權利的代幣憑證』，是發行方以特定資產的所有權為基礎，依照其預估價值基礎發行一定數量的代幣。<sup>22</sup>」

此等與現實資產掛勾之特性為STO持有者帶來兩個ICO持有者所不及之益處。首先，過去就ICO來說，在欠缺科技專家指引之下，對散户投資人而言恐怕很難分辨好的與壞的代幣；然而，當STO與股權掛鉤時，即得藉由背後的股權與資產來評估STO的優劣<sup>23</sup>。

再者，相對於ICO參與者在法律上具有被分類為權利有限之捐贈者<sup>24</sup>（例如，若ICO發行之代幣被歸類為功能型代幣）的可能性而言，STO參與者亦因其將從金融工具中獲得各

自之權利而被歸類為投資者。是以，對STO持有者來說，從事前的角度來說，其法律地位較為明確。

### 三、STO v. 「一般證券」：改革者究竟圖什麼？

#### （一）STO之相對優勢

##### 1. 交易成本降低

作為籌資 / 投資管道之一類，業界常將STO與IPO做比較。對投資人而言，IPO或許是投資一家公司最為稀鬆平常的方式，然而，公開發行股票之交易所通常相當地地域化，許多的投資標的因為現行交易所的地域限制而使得跨國企業必然缺席於其中<sup>25</sup>；即便有第二上市、到他國設立證券戶、購買基金等等投資跨國企業等方式，其中的行政成本、稅收甚至手續費亦都形成投資人的投資成本，而造成大眾跨國投資之阻礙。然而，此等交易障礙與成本在STO交易所中都可以獲得大幅度的改善，蓋

註20：Benjamin Sherry, *What Is An ICO? Initial Coin Offerings (ICO) Bring New Cryptocurrencies to Market but Are Risky*, INVESTOPEDIA (May 14, 2019), <https://www.investopedia.com/news/what-ico/>.

註21：Block Tempo, 〈證券型代幣的STO，新型ICO：一場世界級的金融軍備競賽〉，INSIDE，<https://www.inside.com.tw/article/13999-ico-sto-sec-tokeny>，最後檢索日期：2020年3月6日。

註22：MICA, 〈【MICA RESEARCH】STO報告第一章：投資證券型代幣之前，先搞懂STO是怎麼回事〉，BLOCKCAST.IT區塊鏈客，<https://blockcast.it/2019/04/02/mica-research-sto-insight-ch1/>，最後檢索日期：2020年3月6日。

註23：See Misa, *supra* note 17.

註24：See Lennart Ante & Ingo Fiedler, *Cheap Signals in Security Token Offerings (STOs)* (BRL Working Paper Series No. 1 (2019)), <https://ssrn.com/abstract=3356303>.

註25：See Jessica Merrell, *Chapter 5: The State of Security Token Offerings In 2019*, EIGHTY-ONE-C: BLOG (Jan. 29, 2019), <https://81-c.com/chapter-5-the-state-of-security-token-offerings-in-2019/>.

在利用區塊鏈移轉代幣的過程中，交易的中間人將減少，從而可以使得投資人**更有效率的運用其資金**<sup>26</sup>。

對於籌資者而言，藉由STO取得資金可以**降低發行成本**。雖然STO與IPO同樣有遵法成本，然而，IPO過程中，發行人須給付投資銀行或經紀商相關費用，而此等費用與STO交易所收取的費用相較恐怕高出許多<sup>27</sup>。

## 2. 擁有去中心化所帶來的一切優勢

此外，由於STO利用區塊鏈技術，從而可以享有**交易透明化**的優點<sup>28</sup>。詳言之，區塊鏈技術使得每一筆交易都將被記錄在區塊鏈上、且無法被修改，故此，不論多複雜的交易，其過程都必然因區塊鏈的紀錄而透明化，不僅使得投資人得有一個較為客觀、透明的管道來追蹤一項金融商品的生命週期，同時，也利於監管者對系爭金融商品之交易做追蹤與監管<sup>29</sup>。STO的透明性也將使各個證券型代幣的發行在風險等級的評估上較不易受到人為操縱，蓋區塊鏈技術

具有去中心化的本質，從而更能做「去中心化的分析」，而不必擔憂傳統金融中介與信用評等機構間所帶來的信評信任性問題<sup>30</sup>。

## 3. 藉資產破碎化來增加流動性

最後，STO除了可以提供較低成本的投資、較易評估的價值、較透明的交易過程而有利於投資人——尤其是投資能量有限且常處於資訊不對稱的一般投資人——及監管者外，亦能增加資產流動性，從而更可以提升物之效益。是以，對資產的擁有者而言，發行證券型代幣使其得將欠缺流動性的資產切割為細小的等份、藉由代幣之發行來取得流動性。例如，對於創業者而言，由於許多資產相當欠缺流動性，使其在試圖將該等資產轉換為金錢時面臨困難或高額的成本<sup>31</sup>。然而，藉由STO證券代幣發行，創投則可將許多相當欠缺流動性的資產代幣化，再透過便捷的、透明的交易所轉換成現金，進而大幅增加資產的流動性<sup>32</sup>。

註26：See Misa, *supra* note 17.

註27：Security Token offerings (STO) VS Initial public Offerings (IPO), MEDIUM (Dec. 11, 2018), <https://medium.com/@Comistar/security-token-offerings-sto-vs-initial-public-offerings-ipo-6a8885ee721a>.

註28：See Dan Doney, Andrew Romans & Hazem Danny Al Nakib, *How Security Tokens Can Prevent an Impending Financial Crisis*, COINTELEGRAPH (May 24, 2019), <https://cointelegraph.com/news/how-security-tokens-can-prevent-an-impending-financial-crisis>.

註29：See *id.*

註30：See *id.*

註31：Rohit Kulkarni, *Security Tokens Set to Take Center Stage in 2019*, NASDAQ (Jun. 22, 2018, 11:15 AM), <https://www.nasdaq.com/article/security-tokens-set-to-take-center-stage-in-2019-cm982207>.

註32：See *id.*

## （二）STO投資之風險

若說STO與傳統IPO證券之差異僅在前者多了區塊鏈分散式帳本技術及密碼學之運用，其實也不為過。前述所言及STO之優勢大多也應歸功於區塊鏈技術的配合。然而，成且區塊鏈、敗也區塊鏈，STO因為有其技術要求，故本文認為投資人在投資STO時所面臨的除了傳統證券投資（證券詐欺、內線交易、操縱市場等）之風險外，尚需負擔技術相關之風險。所謂技術風險可以存在於幾個運作STO的領域中，例如：智慧合約代碼（Code）之設計、區塊鏈技術之運用。

以智慧合約之代碼為例，主要涉及智慧合約代碼與業者聲稱的代幣內容間能否對應的問題。簡言之，過往ICO的問題之一係其未能給予持有人其白皮書中所聲稱之利益。在賓州大學的David Hoffman教授曾做過之研究之中，其針對50家於2017年募集最多資金之ICO案例檢驗其代碼能否與向投資人所公布知文件內容相對應<sup>33</sup>。Hoffman於研究結果中指

出，於其研究對象裡，代碼與契約之間存在相當大之差異性<sup>34</sup>。此問題並不會因STO與資產連結的特性而得到解決。準此，既然STO仍仰賴智慧合約執行<sup>35</sup>，則其於公開說明書中揭露之資訊是否確實寫入白皮書中所揭露之代碼，仍係影響投資人決策之點，而不容忽視<sup>36</sup>。

就使用區塊鏈技術所可能潛藏之安全性問題，國際清算銀行Bank for International Settlements (BIS) 已指出可能涉及執行與安全性風險 (Operational and Security Risk)、清算問題 (Settlement Issues)、法律風險 (Legal Risk) 等<sup>37</sup>。其中，本文認為，對投資人權益較有影響者，應係系爭STO交易之順暢性、系爭STO使用之區塊鏈技術是否易於被駁此二議題。而此二者可以對應至BIS所指出之「執行與安全性風險」和「清算問題」二點。例如，在執行STO交易時，該檔STO若使用工作量證明 (Proof of Work) 方式來認證區塊鏈上所進行的交易，有無搭配其他機制

註33：David Hoffman, *Regulating Initial Coin Offerings (ICOs)*, PENN WHARTON PUBLIC POLICY INITIATIVE (Oct. 22, 2018), <https://repository.upenn.edu/pennwhartonppi/59>.

註34：Id. at 4.

註35：Renato Zamagna, *What is a Security Token Offering (STO)?*, MEDIUM (Nov. 8, 2018), <https://medium.com/datadriveninvestor/what-is-a-security-token-offering-sto-1758e14a3b52>.

註36：已有學者指出，傳統資訊揭露規範在STO的代碼程式設計上可能會出現無效率的結果：臧正運，〈證券型代幣（STO）規範的落地與想〉，INSIDE，<https://www.inside.com.tw/article/16772-STO-in-Taiwan>，最後檢索日期：2020年3月6日。（「在STO之書面資訊揭露與代碼程式設計可能產生落差與鴻溝的情形下，我們仍然選擇將基於傳統資訊揭露邏輯所建構出的投資規範套用在其上，是否就真的足以有效保障這些傳統規範意義下的專業投資人？」）。

註37：COMM. ON PAYMENTS & MKT. INFRASTRUCTURES: MKTS. COMM., DISTRIBUTED LEDGER TECHNOLOGY IN PAYMENT, CLEARING AND SETTLEMENT, 14-18 (2017), <https://www.bis.org/cpmi/publ/d157.pdf>.

以避免全網算力超過50%的節點進行區塊改寫之惡意攻擊<sup>38</sup>，即屬於安全性風險之一環。而此等議題既牽涉投資人交易順暢度與資產安全度，亦難謂對投資人決策不會有所影響。

## 參、公開原則

### 一、概述

對於證券募集與發行主要管理方式有兩種：核准制和申報制。前者指有價證券之發行，必須先經主管機關之核准，主管機關就申請發行之發行人的實質條件予以審究，如其符合一定之發行條件，始予核准；後者為證券發行時，發行人依規定向主管機關申報並公開有關資訊後，經過一段時間，並未被主管機發現不合法規之情事者，發行人即得發行證券<sup>39</sup>，有學者認為後者為公開原則第一層意義之展現<sup>40</sup>。

公開原則之第二層意義體現於發行人發行有價證券後，需要定期公開、更新公司財務、業務資訊及相關有價證券資訊<sup>41</sup>。若以我國證券交易法觀之，第一層意義體現於證券交易法（下稱本法）第13、30、31條，發行人須交付公開說明書於主管機關及應募人（初次

公開）；第二層意義則展現於本法36條，發行人必須定期公開、更新公司財務、業務報告及影響證券價格之消息（繼續公開）。

政府希冀透過公開原則要求公司公布內部有關有價證券之資訊，除可減少政府本身的責任及消除其為發行人所發之有價證券背書之嫌，亦可消除市場參與者和公司間之資訊不對等，使參與者可透過相關資訊並衡量自身能力決定是否投資。

藉由公開原則達到資訊透明化，消除市場中的資訊不平等仍有些許前提須達成，方能達到公開原則之功能，否則恐致投資人於更為不利之地位：

#### （一）完整性

並非所有公司內部資訊皆需公開於市場，僅須公開可供投資人判斷有價證券價值之相關資料即可<sup>42</sup>。「資訊過載」除導致公司需花費大量成本外公開外，要求一般投資人從龐雜資訊中尋找究竟何種資訊會影響有價證券價值，亦非易事。除投資人能力有限外，篩選有效資訊須花費大量勞力時間，成本可能過高，可能傷及公開原則之立意。

#### （二）正確性

證券上場所公開之資訊必須確實、正確。若資訊虛偽不實，除了無法幫助投資人做出正確判斷，有心人士亦可以透過不實資訊操

註38：所謂算力51%攻擊，See Wei-Cheng，〈區塊鏈共識機制——POW工作量證明Proof of Work〉，Medium，  
<https://medium.com/@esambino/區塊鏈共識機制-pow-工作量證明-proof-of-work-c9f63fd5ab97>，  
最後檢索日：2020年3月6日。

註39：劉連煜，《新證券交易法實例研習》，2016年，14版，第224頁，元照。

註40：曾宛如，《證券交易法原理》，2005年，3版，第31頁，元照。

註41：曾宛如，前揭註40，第32頁。

註42：陳春山，《證券交易法論》，2008年，9版，第41頁，五南。

縱市場或為證券詐欺，擴大投資人的損失。因此所公開之資訊必須無虛偽不實，方能幫助投資人做出決定<sup>43</sup>。

### （三）時效性

公開之資訊必須為最新、最即時之資訊。市場動態瞬息萬變，公司決策及行為隨之變動，因此而產生會影響理性投資人決策之資訊應該即時公開及更新。即時公開除可避免內線交易外，更可避免資訊過時，對投資人無任何參考價值<sup>44</sup>。

### （四）可利用性

和專業投資人及機構投資人所擁有的專業知識經驗及資源相比，一般投資大眾對於金融商業知識大多一知半解，除有公開管道使所有人皆易於取得資訊外，公開資訊不宜使用艱澀難懂之詞彙，應立基於一般投資人角度，使該資訊清楚明瞭、簡潔易懂，有助於其了解<sup>45</sup>。

## 二、公開原則之功能

### （一）作為投資決策之依據，增加市場信心

公開原則最重要的功能，乃為確保投資人係基於資訊充足下（well-informed）作出投資判斷，保障市場公平競爭<sup>46</sup>。根據美國國會報告顯示，證券市場最好、準確的價格來自於買賣雙方在掌握充分資訊下所做出的判

斷，當公開資訊為足夠可靠並充分時，會發生最有效的資源配置，資訊揭露將提高投資人對於價格風險的評估能力<sup>47</sup>。此外，與不公開資訊及不公平地僅有部分人可取得資訊相比，公開原則可以增加投資大眾對市場的信心，避免其因缺乏資訊胡亂臆測，對市場不夠信任<sup>48</sup>。

### （二）公司治理提升，法律執行的依據

如同美國聯邦最高法院法官Louis D. Brandeis曾說過「陽光是最後的防腐劑，電燈是最有效的警察」（Sunlight is said to be the best of disinfectants, electric light the most efficient policeman.）要求公司公開內部資訊等同於使大眾一同檢視公司經營，進而給予管理階層壓力，使其戒慎恐懼，杜絕不法行為，有助於公司治理。此外，法律執行亦有賴資訊之公開，如內部人須公布其持股比例及變動情形，以利查證，嚇阻內線交易的可能<sup>49</sup>。

### （三）公眾監督

當公司為決策時，公開內部資訊可探尋社會對該決策之態度並隨之修正以追求公眾支持，以便督促公司履行其應盡之義務。例如公司欲擴廠可能引發環境問題，為與民眾溝通，公司可能舉辦許多說明會、公開相關資訊，以獲得支持<sup>50</sup>。

註43：林國全，《證券交易法研究》，2000年，第48-49頁，元照。

註44：劉連煜，《新證券交易法實例研習》，2018年，15版，第103頁，元照。

註45：陳春山，前揭註42，第42頁。

註46：陳春山，前揭註42，第40頁。

註47：Puala J. Dalley, *The Use and Misuse of Disclosure as a Regulatory System*, 34 FLA. ST. U. L. REV. 1089, 1094 (2007).

註48：Id. at 1095.

註49：曾宛如，前揭註40，第32頁。

註50：同前註。

### 三、公開原則之極限

公開原則雖有以上功能，但仍有許多人對此質疑。主要的反對理論：效率資本市場假說、成本效益分析說、資產組合理論、代理理論<sup>51</sup>。

#### (一) 效率資本市場假說

有價證券之價格效率市場的形成主要是由專業機構投資人彼此競爭而形成，而非投資人藉由公開原則得到資訊並而形成，故公開原則並無意義<sup>52</sup>。

#### (二) 成本效益分析說

有學者認為以政策實行之成本效益衡量，認為並無推行公開原則之必要。要求公司公開財務業務文件，公司所耗費之時間、金錢等等成本花費浩大，例如公司需花費「直接成本」、「間接成本」：聘請外部會計師對財報做稽核；公司內部財會部門需製作符合規格之財報以及亦有「機會成本」，而有價證券品質並無因公開原則而有明顯提升，投資人獲利亦無顯著成長，因此公開原則弊大於利<sup>53</sup>。

#### (三) 資產組合理論

公開原則主要目的係藉由資訊公開，投資人可因此而減少風險。此說認為投資人可藉由分散投資達到此效果，故公開原則即無必要<sup>54</sup>。

### (四) 代理理論

此說認為在現代公司特色為採行經營與所有分離之情形下，經營階層為了使報酬極大化，其須回應公司所有人（股東）對公司監督之需求，也為取信投資人，經營階層有極大誘因公開資訊。市場自有其機制，實無必要實行公開原則<sup>55</sup>。

雖有上述理論對公開原則提出質疑，學者對此也有所回應。例如以「成本效益分析說」而言，所謂效益不以實質金錢獲利為限，無形的「市場信心」亦為效益之一。實則，影響投資人決策之重要因子有二：報酬及風險。於無公開資訊下，投資人傾向認為風險較高，若無較較高之報酬，投資人根本不會選為投資標的，企業難以吸引資金。此外，如上所述，公開原則可以增加投資人對價格機制的信心。雖不可否認公開原則實行確實需花費不少成本，但可減少投資人尋找、過濾及分析的成本，並且因為資訊公開，任何人皆可取得，於此之下亦可減少廣大投資人重複花費勞力時間費用之成本<sup>56</sup>。而所謂「代理理論」並非適用所有狀況，若面臨敵意公開收購，經營階層為鞏固其利益，有極大可能會選擇性公開或根本不公開訊息<sup>57</sup>。

美國針對公開原則曾進行檢討，但對其仍採取正面態度，並就取消申報、統一表格等措

註51：礙於篇幅，可參考陳欣汝，〈論公開說明書不實之民事賠償責任〉，國立中正大學法律系研究所碩士論文，2018年7月；曹如涵，〈公開說明書不實之民事責任——以比較法觀點檢視我國規範〉，國立臺北大學法律學系碩士論文，2015年7月。

註52：陳春山，前揭註42，第40頁。

註53：曾宛如，〈《證券交易法原理》〉，2020年，7版，第42-43頁，元照。

註54：陳春山，前揭註42，第41頁。

註55：曾宛如，前揭註53，第45頁。

註56：曾宛如，前揭註53，第44頁。

註57：曾宛如，前揭註53，第45頁。

施，試圖減少公開原則對企業造成的成本<sup>58</sup>。公開原則於減少重複投資、降低資訊成本、對證券研究之「公共財」性質因而提供不足的問題有所補救<sup>59</sup>，比較法上亦多肯認公開原則作為監管手段。故公開原則雖非健全資本市場之充分要件但仍為必要要件之一<sup>60</sup>。

惟資本市場上仍有些許問題公開原則依舊無法解決。隨著公司的規模愈漸龐大、金融商品日趨複雜，即使公司公開相關證券資訊也因太複雜而投資人無法讀懂，亦無足夠知識水平吸收相關資訊<sup>61</sup>且提供的資訊可能不足夠或具有誤導性。實則，比較法上統計1950-2004年間平均應揭露的文件頁數從16頁增加至約166頁，財務方面的資訊則從4.41頁增加到38.15頁。此外，投資者可能在購買證券產品時，須公開之資訊根本還沒製作完成，或是僅在投資者購買前幾日方製作完成，並非不常見<sup>62</sup>，公開原則功能大打折扣。

近來亦有從行為經濟學分析投資人決策行為，縱有公開資訊，然行為經濟學家認為行為人處理資訊能力有限，故事實上投資人為決策時係依照經驗法則或偏見，而非透過公開

資訊為之。且投資人情緒及個性亦會影響投資決策如：過度自信、不願認賠殺出、偏好熟悉之投資組合、現狀偏差等皆是影響因子<sup>63</sup>，這些都是公開原則功能無法解決之情形。

## 肆、現行STO規範框架之分析

### 一、現行規範未竟之處？

金管會於2019年6月27日公布有關小額STO新聞稿指出：「金管會經參酌各國規範及案例，研訂我國STO相關規範，除將核定STO為證券交易法之有價證券，並規劃採分級管理，募資金額新臺幣（下同）3000萬元（含）以下豁免其應依證券交易法第22條第1項之申報義務……有關豁免募資金額3000萬元（含）以下申報案件研議規範重點如下：一、發行規範：（三）發行流程：發行人限透過同一平台募資，平台業者應確認發行人符合相關應備條件及編製公開說明書。……」<sup>64</sup>。

故從上述新聞稿中可知金管會僅認三千萬元以下之STO發行（下稱小額STO發行）可免除

註58：賴英照，《股市遊戲規則：最新證券交易法解析》，2006年，第37頁註14，元照。

註59：余雪明，《證券交易法：比較證券法》，證基會，2016年，5版，第225頁。

註60：余雪明，前揭註59，第226頁。

註61：William O. Douglas, *Protecting the Investor*, 34 YALE REV. 521, 523-524 (1934).

註62：Steven M. Davidoff & Claire A. Hill, *Limit of Disclosure*, 36 SEATTLE U. L. REV. 599, 599, 607-610 (2013).

註63：JOHN C. COFFEE JR. & HILLARY A. SALE, *SECURITIES REGULATION: CASE AND MATERIALS* 224-226 (12th ed. 2012).

註64：金管會，〈金管會對「證券型代幣發行（Security Token Offering, STO）相關規範」之說明〉，金管會新聞稿，

[https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news\\_view.jsp&dataserno=201906270004&aplistdn=ou=news,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap\\_root,o=fsc,c=tw&dttable=News](https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201906270004&aplistdn=ou=news,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dttable=News)，最後檢索日：2020年3月28日。

申報生效義務為豁免證券外，依新聞稿內容，發行人應編製公開說明書，然就其繼續公開義務並無提及。直至2020年1月15日金管會發布最新函釋<sup>65</sup>指出，小額STO為發行人證券性質之虛擬通貨發行人，須依本法第30條第3項及第31條第1項編制及交付公開說明書，確立發行人初次公開義務，值得讚許。其次，就重大事項公開義務，函釋指出於符合本法第36條第3項第2款，亦即發生對股東權益或證券價格有重大之事項，發行人具有公告義務。

其後櫃買中心所制定之STO公開說明書準則雖明定STO發行人的初次公開義務內涵，包括：公司組織之揭露（STO公開說明書準則第7條）、投資風險、區塊鏈技術風險及公司營運風險等之揭露（STO公開說明書準則第8條）、虛擬通貨之發行計畫與執行情形（STO公開說明書準則第10條）、發行虛擬通貨之應記載事項，如買回時點等（STO公開說明書準則第11條）。同時並要求發行人在特別記載事項中應列明申報：資訊技術專家意見書（STO公開說明書準則第14條第1款）、財務專家意見書（STO公開說明書準則第14條第2款）及律師意見書（STO公開說明書準則第14條第3款）。甚至規定發行人應在公開說明書之封面「說明」本次發行虛擬通貨所使用之區塊鏈的底層技術，並以顯著方式附加虛擬通貨風險較高之警語（STO公開說明書準則第3條第4款、第6款第（二）點）以使投資人明瞭此次虛擬通貨發行之狀態及投資可能潛藏之風險。惟此等揭露及說明是否確實能達

其立法目的，抑或反而會減損STO之發展，仍有疑問。

以區塊鏈技術風險為例，依據STO公開說明書準則第8條第2款第2點，發行人應揭露三風險：

1. 區塊鏈網路及虛擬通貨可能有被駭風險。
2. 區塊鏈技術及虛擬通貨尚有許多已知及未知風險。
3. 區塊鏈技術發展變化大且市場接受度尚難預測。

惟所謂「被駭風險」之揭露，有無實益？蓋此部分涉及對區塊鏈技術與資訊工程知識之運用，則公開說明書中對被駭風險因素的分析評估是否確實能讓投資人理解STO的風險程度，即有疑問。蓋若投資人不能妥適理解，則過多的資訊不僅對了解系爭投資行為無幫助，反而可能使得投資人卻步，而有礙STO之發展（如本文於參、三、中所提及，已有學者指出，投資人對資訊之處理能力可能不足，反而在不能理解資訊之情況下以情緒決定投資行為）。諸此種種，非無進一步討論並細緻化解決方法之必要。

除上述初次公開義務外，在繼續公開義務及重大消息即時公開義務方面，STO業務管理辦法中第37條規定發行人其虛擬通貨於交易平台買賣期間應持續辦理之資訊揭露項目，其中包括年度財務報告，並須經會計師查核簽證（STO業務管理辦法第2款參照）。同時，發行人若有第38條所例示之16款影響投資人權益重大之財務業務情事，亦須即時公

註65：金管會（108）金管證發字第10803620609號函。

關於證券商指定之資訊揭露專區（STO業務管理辦法第38條第1項、第2項參照）。於此，確立了STO發行人所負之繼續公開義務。就投資人保護之觀點而言，此舉誠值贊同。惟小額STO發行在資訊揭露上，是否只有會計師查核簽證一途？此是否會造成業者過多負擔？是否與投資人保護之手段與目的相平衡？且第38條規定中之揭露內容是否足夠、是否有考量到STO特殊之風險？此涉金融科技發展與投資人保護間之拉扯，而值得為文討論。

為解決上開疑問，本文以下將先從國內其他類似市場出發，後進入比較法之分析，試圖尋找可比基礎與參考他國作法。該等分析將主要聚焦在各個法制度中發行人的初次公開與繼續公開之義務內容。本文希冀藉由對其他法制度的分析與研究，能更了解台灣證券交易法制之不足，並找到未來STO發行與交易市場法制可以努力之方向。

## 二、國內其他市場如何處理類似問題： 以股權群募為中心

證券交易法規範之對象可分為二，一為公發公司之公司治理，二為公司募集發行有價證券之之行為。故公司初次公開募集有價證券時應依依據本法30條應交付公開說明書；本法第36條則規定公發公司繼續公開義務<sup>66</sup>，同時要求公發公司即時揭露之義務。然，本法第36適用之前提為「依本法發行有價證券之公司」，根據金管會發布新聞稿，僅說明

小額STO募集發行時免除本法第22條申報生效義務，公開原則如何適用於小額STO令人好奇。因此，與小額STO同被認為豁免證券之股權式群眾募資規範值得參考，蓋金管會對於小額STO規範方向高度參考創櫃板與股權群募之規範<sup>67</sup>。

### （一）創櫃板

#### 1.申請登錄創櫃板

公司於申請登入創櫃板時須經過多道程序審查（如組織、資本額、創新創意等），亦需經過櫃買中心輔導。經輔導後，櫃買中心評估其登錄創櫃板前之籌資計畫可行性，若通過，公司需要將辦理籌資相關資訊於創櫃板專區網頁公告，再由投資人利用平台認購，可視為初次公開之應用。

#### 2.登入創櫃板後

依《創櫃板管理辦法》第22、23條，創櫃板公司有常態性揭露義務，於現金增資時或有重大消息時亦負有將資訊公佈於櫃買中心資訊揭露系統。且該公布之資訊不得有虛偽、隱匿、或足致他人誤信之情事，若已公佈之重大訊息有後續變化，亦應即時更新或補充。

### （二）證券商股權式群眾募資平台

#### 1.募資前

依《證券商股權群募管理辦法》第24條，公司辦理增資應該向證券商申報基本資料、過去三年募資及資金運用

註66：無論為上市公司或於證券櫃檯買賣中心交易之上櫃、興櫃公司皆有繼續公開之義務，僅是公開內容和公開頻率之不同。

註67：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，2019年11月，第1334頁。

相關紀錄等，並經證券商調查後確認無重大瑕疵後，將資訊公佈於證券商募資平台至少5個營業日，投資人方可認購。上述資訊不得虛偽不實。公司辦理募資完成至變更登記止，須將相關進度公告於募資平台，且於募資期間不得對外說明或發佈財務業務之預測資訊。

## 2.募資後

依《證券商股權群募管理辦法》第28條，公司於募資完成日至資金運用完成日之次年會計年度終了日止，應公佈如：公司營業團隊、營業及財務報告、盈餘分派、現金增資、資金運用等資訊。若於公司於募資完成日至資金運用完成日之次年度12月31日會計年度終了日止，公司遇有重大情事發生，依《證券商股權群募管理辦法》第29條，應於事情發生5日內將該訊息揭露於資訊系統中。

## 三、比較法分析：以美國法為中心

面對金融科技的監管，其中一種監管模式即為「什麼也不做模式（Doing Nothing Approach）」<sup>68</sup>。此種不變更現行法規的模式除了「不予規範」外，亦包含要求金融科技業者「遵循現行金融監管要求」，而這些要求通常是非常嚴格的<sup>69</sup>。目前美國對STO的監管模式即為此類。申言之，在現行法下，美

國對STO尚未在聯邦法層次有統一之規範。

然而，自從調查1934證券交易法（Securities Exchange Act of 1934，下稱1934證交法）：The DAO報告書（Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO，下稱The DAO報告書）後，可以觀察到ICO有被認定為符合SEC v. J. W. Howey一案之標準而屬投資契約（Investment Contract）之可能，從而有受證交法規範之風險存在<sup>70</sup>，遑論STO。

是以，可以推論得知，目前在美國欲發行STO，需向SEC申報。然而，發行人若不欲受證交法繁瑣程序所管制，可藉由Rule147、規則S（Regulation S）、規則D（Regulation D）、規則A+（Regulation A+）以及規則CF（Regulation CF）來申請一定程度之豁免。

本文以下對美國法之分析主要將針對規則A+（Regulation A+）、規則D（Regulation D）以及規則CF（Regulation CF），而不討論規則147與規則S。蓋規則147係為州內發行之豁免規定，而STO若欲藉由網際網路的傳播而達到交易成本降低的功能，所謂州內限定之發行實有不實際之嫌。何況，若將相同概念放在台灣觀點下討論，將STO發行限制在特定縣市內無疑將大幅限縮其籌資可能而欠缺經濟性。此外，觀察目前金管會新聞稿所示，STO交易限由認購以及買賣者之「同名帳戶以新台幣匯出、入款方式辦理」<sup>71</sup>，以及金管會

註68：Dirk A. Zetsche et al., *Regulating a Revolution: From Regulatory Sandboxes to Smart Regulation*, 23 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 31, 43, (2017).

註69：Id. at 44.

註70：See U.S. SEC. & EXCH. COMM'N, RELEASE NO. 81207, REPORT OF INVESTIGATION PURSUANT TO SECTION 21(A) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934: THE DAO (July 25, 2017).

註71：金管會，前揭註64。

副主委之發言<sup>72</sup>，可以得知目前STO尚未開放外人投資。若然，則規則S之討論在現時STO規範框架下意義較小，故本文捨去之。

1. 小額發行 (Small Issues) : Regulation A+ 自從2012年the Jumpstart Our Business Startups Act ( “Jobs法案” ) Section 401 將Section 3(b)(2)訂入1933年證券法 (Securities Act of 1933)、要求證管會 (Securities and Exchange Commission, “SEC” ) 在證券法中採取規範以豁免註冊每年發行上限至5000萬之證券後<sup>73</sup>，SEC即對原Regulation A進行修正：此修正於2015年3月25日生效，又稱作 Regulation A+<sup>74</sup>。Regulation A+可以被視為是註冊小額公開發行的替代方案，且為其他豁免於證券法下之證券發行方

式的替代或補充方案<sup>75</sup>。Regulation A+ 將原Regulation A擴展為二個層級：層級一 (Tier 1)，證券發行以2000萬美元為上限；層級二 (Tier 2)，證券發行以五千萬美元為限<sup>76</sup>。

(1) Regulation A+ Tier 1

其中，Tier 1層級一與原Regulation A在架構上較為相似<sup>77</sup>，惟於監管程度上仍有所開放。以公開原則相關規定為例，在註冊方面，原Regulation A要求發行者遵循發行傳單 (Offering Circular) 的要求，此與微型註冊之概念相仿 (Mini Registration)<sup>78</sup>。在 Regulation A的時期，甚至有學者認為 Rule 253下之規定可以與Section 5(b) 的交付公開說明書要求相類比<sup>79</sup>。發

註72：保羅Paul，〈公部門共識：台灣STO在國際上並不落後，將持續與業者溝通〉，BLOCKCAST. IT區塊客，

<https://blockcast.it/2019/08/12/public-legal-forum-building-consensus-with-public-sector/>，最後檢索日期：2020年3月6日。（其中，金管會副主委黃天牧發言部分提及目前金管會暫不開放外資之理由：「被問到目前STO尚未開放外資進入投資的議題時，黃副主委表示對於國際資金而言，會牽涉到外資投資相關法律，他們知道國內市場也需要外資進入，但還是需要跟中央銀行協商才有辦法進一步處理，所以並不是不開放，而是目前還沒開放，原因是必須與央行協調後才可以，金管會並沒有要阻擋外資進入台灣，至於是否要限制國內專業投資人，但外資不受限等規定，未來金管會將依照市場運作一段時間後，再依表現觀察是否進一步放寬規範，目前台灣三年的沙盒時間算是相對長，如果商業模式可以商業化，那麼金管會也會配合修法。」）

註73：U.S. SEC. & EXCH. COMM' N, RELEASE NO. 33-9741 (80 FR 21805), *AMENDMENTS FOR SMALL AND ADDITIONAL ISSUES EXEMPTIONS UNDER THE SECURITIES ACT (REGULATION A)* (MAR. 25, 2015), at 1.

註74：Anzhela Knyazeva, *Regulation A+: What Do We Know So Far?*, SEC. & EXCH. COMM' N 1, 2 (2016), <https://ssrn.com/abstract=3367840>.

註75：Id.

註76：U.S. SEC. & EXCH. COMM' N, *supra* note 72, at 7.

註77：Bonnie J. Roe, *Will Regulation A+ Find Its Niche? Some Opportunities to Explore*, BUS. L. TODAY 1, 2 (2015).

註78：THOMAS LEE HAZEN, *THE LAW OF SECURITIES REGULATION*, 176 (6th ed. 2009).

註79：Id.

行傳單，亦即發行報告（Offering Statement）中的敘述性要求，在 Regulation A+的Tier 1中仍被保留，惟SEC對此採取一些額外的按比例減少的揭露要求試圖減輕發行者的遵循義務<sup>80</sup>。例如，層級一的發行者在過去規則A之下必須揭露關係人（Related Party）交易，而在 Regulation A+的Tier1之下該揭露門檻則受到放寬，並且經營者薪酬資料的揭露也得到了簡化<sup>81</sup>。

然而，Tier 1仍有與原Regulation A做相同要求之處，例如，對於在發行報告合格前表示對本次發行證券有興趣之人，發行人仍必須在至少銷售前48小時交付Preliminary Offering Circular，始可開始銷售該檔證券<sup>82</sup>。準此，Regulation A+Tier 1在初次公開上僅係做出部分放寬，而未完全屏棄。

在繼續公開義務方面，此部分Tier1並未修正。若係延續原Regulation A規定的話，則Tier 1的發行不必然自動地須遵循1934年證交法（Securities Exchange Act of 1934）下的定期報

告要求，蓋1934年證交法Section 15(d)規定期報告義務係適用於依照1933年證券法所註冊發行者<sup>83</sup>。

## (2) Regulation A+Tier 2

Tier 2在初次公開的合格程序也要求繳交以及SEC對詳細的發行報告（Offering Statement）檢視，但其審查要求較Tier1嚴格，例如其財報需是兩年的簽證財務報告<sup>84</sup>。惟此發行係豁免於州層級的註冊與合格（Blue Sky Review）<sup>85</sup>。就此，可以觀察到在初次公開發行上，Tier 2與Tier 1不同之處。其一，Tier 1發行所需繳交的發行報告不若Tier 2詳細，且所提交之財務報表無須先經簽證；其二，Tier 1未豁免於Blue Sky Qualification，故發行公司可能需要在各個發行地所在之州申請審查<sup>86</sup>。

而在繼續公開方面，在Tier 2層級2發行後，公司實際上成為一個「小型報告公司（Mini-Reporting Company）」，而被要求向SEC繳交年度以及半年度報告，以及對特定事件的及時報告（Current Report）<sup>87</sup>。這些報告，如同發行報告本身，可以

註80：U.S. SEC. & EXCH. COMM'N, *supra* note 72, at 233.

註81：Id.

註82：17 C.F.R. § 230.251(d)(2)(i)(B)(2019).

註83：HAZEN, *supra* note 77, at 176.有實務工作者也持相同見解而認為，目前Tier 1發行除了在完成發行程序階段提出之報告外，依Tier 1發行之公司並無繼續公開義務。Roe, *supra* note 76, at 2.

註84：17 C.F.R. § 230.252(a).

註85：Roe, *supra* note 76, at 2.

註86：CONSTANCE E. BAGLEY & CRAIG E. DAUCHY, THE ENTREPRENEUR'S GUIDE TO LAW AND STRATEGY 182 (5th ed. 2017).

註87：17 C.F.R. § 230.257(b)(2015).

由大眾在EDGAR上檢視。這個要求可以和小型報告公司所負之定期報告義務相類比，惟較不那麼繁重——例如報告的完成是以半年度而非以季為基準<sup>88</sup>。

Regulation A+在募資上限（二千萬美元、五千萬美元）及募資對象（可向合格投資人及非合格投資人募資）上之優勢應可使其成為STO代幣發行的管道之一。事實上，有論者即認為，觀察上開規則A之益處，雖現今並無任何利用規則A的案例，但今後，依據規則A而發行代幣之方式實際實行的可能性應該不小<sup>89</sup>。該見解可說是準確了預測了Regulation A+在STO發行上的利用可能性。蓋目前Blockstack已藉由Regulation A+ Tier 2的管道募集二千三百萬美元之資金，為首例SEC准予的代幣發行案<sup>90</sup>。而第二個經由Regulation A+募資的STO案，也已經Props Project宣布獲准，

有望在2019年7月13日開啟募資程序<sup>91</sup>。

## 2.Regulation D

### (1)Rule 504

規則D下之Rule 504是限額發行，也是小型營業（Small Business）提供的籌資管道之一。Rule 504在1992年的版本中有三個主要的限制：其一，對於發行人資格之限制；其二，對發行範疇的限制；其三，一個本質上無關痛癢的通知申請要求<sup>92</sup>。在1999年，SEC再加上兩個限制，分別是：禁止向公開廣告且進行一般性的勸誘，以及對藉由Rule 504取得的證券設有限制賣出之規定<sup>93</sup>。而到了2016年時，Rule 504提供予發行人在十二個月內之募資上限又被從美金一百萬元提高至美金五百萬元<sup>94</sup>。

遵循Rule 504發行管道的公司可以得到向SEC註冊方面的豁免，惟需繳交格式D（Form D）之通知予SEC。

註88：17 C.F.R. § 230.257(b)(2015).

註89：大崎貞和，〈米国における「仮想通貨」の規制〉，《月刊資本市場》，第400期，2018年12月，第20頁。

註90：Blockstack Raises \$23 Million in the First-Ever SEC-Qualified Reg A+Token offering, THE TOKENIST (Sep. 15, 2019),

<https://thetokenist.io/blockstack-raises-23-million-in-the-first-ever-sec-qualified-reg-a-token-offering/>.

註91：SEC Approves Another Reg A+Token Offering with the Props Project, THE TOKENIST (Sep. 15, 2019),

<https://thetokenist.io/sec-approves-another-reg-a-token-offering-with-the-props-project/>.

註92：C. Steven Bradford, *Securities Regulation and Small Business: Rule 504 and the Case for an Unconditional Exemption*, 5 J. SMALL & EMERGING BUS. L. 1, 6 (2001).

註93：Id.

註94：17 C.F.R. § 203.504(a)(2017).

此外，雖然Rule 504發行並無初次公開與繼續公開之要求<sup>95</sup>，惟由於Rule 504之發行仍受反詐欺法之規範，而被要求揭露所有重要適時給予購買者，因此公司必須注意於提供足夠資訊給投資人以免觸犯反詐欺相關法規<sup>96</sup>。同時，若忽略某些資訊將誤導投資人或造成其誤解，則公司必須不排除該等訊息<sup>97</sup>。此外，Rule 504之發行仍受藍天法（Blue Sky Law）之規範限制，因此發行人仍須注意各州之證券發行相關義務規定，除非其改採規則A的小額發行模式<sup>98</sup>。

## (2) 私募

在Jobs法案中Section 201(a)之要求下，SEC對1933年證交法中Regulation D的Rule 506以及Rule 144A進行修正，並於2013年9月23日生效<sup>99</sup>。就Regulation D之部分而言，在Jobs法案後，Regulation D之私募不再僅有Rule 506(b)的私募（Private Placement）一途，尚有Rule 506(c)的公眾勸誘

（General Solicitation）<sup>100</sup>。

### a. Rule 506(b)

1933年證交法中Section 4(a)(2)豁免了未經公開發行之證券的註冊程序。而Regulation D下的Rule 506(b)私募（Private Placement）通常被視為是Section 4(a)(2)的安全港條款。亦即，Rule 506(b)提供了豁免交易的客觀標準。其中，該規定所允許發行人得募集之資金並無額度之限制，對合格投資人（Accredited Investor）亦無人數上之限制。惟須遵守兩個限制：其一，不得進行一般性的勸誘（Solicitation）或廣告來推銷證券；其二，未合格之投資人不得超過35人<sup>101</sup>。

在初次公開部分，Rule 506(b)僅要求發行人在對未合格投資人銷售證券之情形下，應交付揭露文件（Disclosure Document），而該文件之之資訊大致包含與註冊發行中所提供之類型相同之資訊<sup>102</sup>；然

註95：17 C.F.R. § 203.502(b)(1)(2016); 可以參考：Rutheford B. Jr. Campbell, *Blue Sky Laws and the Recent Congressional Preemption Failure*, 22 J. CORP. L. 175, 191 (1997)

註96：*Id.*; *Rule 504 of Regulation D*, U.S. SEC. & EXCH. COMM'N (Mar. 5, 2020, 9:46 PM), <https://www.sec.gov/fast-answers/answers-rule504.html>.

註97：*Id.*

註98：See Campbell, *supra* note 94.

註99：U.S. Sec. & Eech. Comm' n, *Eliminating the Prohibition Against General Solicitation and General Advertising in Rule 506 and Rule 144A Offerings*, <https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/general-solicitation-small-entity-compliance-guide.htm> (last visited Mar. 28, 2020).

註100：U.S. Sec. & Eech. Comm' n, *General solicitation: Rule 506(c)*, <https://www.sec.gov/smallbusiness/exemptofferings/rule506c> (last visited Mar. 28, 2020).

註101：17 C.F.R. § 230.506(b)(2)(2015).

註102：17 C.F.R. § 230.502(a)(1)(2016).

而，對於合格投資人，公司則無需提供特定的揭露文件，惟若提供，則必須亦將此等資訊交予非合格投資人<sup>103</sup>。

惟須注意者係，Rule 502不應被視作是省去Section 4(2)下所課予發行人提供投資人資訊管道義務之規定<sup>104</sup>。在SEC v. Ralston Purina案中，最高法院認為對於Section 4(2)的豁免應有兩個先決要件：其一，發行對象對於發行人必須有獲取與若註冊發行則將被要求的同一類型之現時資訊之管道；其二，投資人必須有足夠的智識與經驗來評估這些資訊<sup>105</sup>。作為Section 4(2)的豁免條款，Rule 506不能超越法令（Statute）<sup>106</sup>。故此，Rule 502不應被解讀為免去獲取資訊之要求；其唯一的目的僅係在所有購買者都係合格投資人時減輕發行人準備揭露備忘錄（Disclosure Memorandum）之負擔<sup>107</sup>。

至於繼續公開義務之部分，Rule 506(b)與Rule 504一樣，並無特別

要求。惟如前述，仍有反詐欺條款之適用，而不得誤導投資人。

b.Rule 506(c)

至於Rule 506(c)的公眾勸誘（General Solicitation）則是在Jobs法案後訂入，其最重要的特色為開放私募發行人得做一般性的勸誘與廣告<sup>108</sup>。該規定與Rule 506(b)相同之處在於，兩者均無對投資金額上限做出限制<sup>109</sup>。然而，在兩個部分的比較上，Rule 506(c)與Rule 506(b)相較可以說是較為嚴格的：首先，Rule 506(c)並不允許向未合格投資人發行<sup>110</sup>；再者，發行者必須執行盡職調查（Due Diligence）來分辨投資人是否為合格投資人，也就是說，在Rule 506(b)之下所容許的自我審查（Self-Certification）並不適用於Rule 506(c)<sup>111</sup>。

Rule 506(c)發行是第一個由SEC認可、以證券為基礎的群眾募資類型。在兩種群眾募資中，Rule 506(c)發行是唯一沒有募資上限的<sup>112</sup>。然而，相對的，Rule 506(c)在其他

註103：此乃係由SEC所強烈建議。亦即，考量聯邦證券法下的Anti-Fraud Provision，SEC建議發行人若將資訊揭露予未合格投資人，則應同時將該等資訊提供予合格投資人。17 C.F.R. § 230.502(b).

註104：HAZEN, *supra* note 77, at 206.

註105：346 U.S. 119, 73 S.Ct. 981, 97 L.Ed. 1494 (1953).

註106：HAZEN, *supra* note 77 at 206.

註107：*Id.*

註108：17 C.F.R. § 230.605(c)(2013).

註109：17 C.F.R. § 230.605(c)(2013).

註110：17 C.F.R. § 230.605(c)(2)(i)(2013).

註111：17 C.F.R. § 230.605(c)(2)(ii)(2013).

註112：Frank Vargas, Jennifer Dasari & Michael Vargas, *Understanding Crowdfunding: The SEC's New Crowdfunding Rules and The Universe of Public Fundraising*, BUS. L. TODAY 1, 3 (2015).

地方做了限縮，不能如同Rule 506(b)銷售予35名為合格投資人即為一例。此外，Rule 506(c)要求發行人盡其「盡職義務」來辨識所有的投資人均為合格投資人亦增加發行人之行政上的負擔與風險<sup>113</sup>。然而，有論者即認為，發行人可以藉由使用第三方辨識服務或要求投資人出示來自他們的經紀商或會計人員所出具而可供發行人仰賴之合格證明來避免很多直接的負擔<sup>114</sup>。

至於公開義務方面，由於Rule 506(c)並不允許向未合格投資人發行，故毋庸受到Rule 502資訊提供規定拘束<sup>115</sup>。惟如前述，Rule 506(c)仍有反詐欺條款之適用，而不得誤導投資人。

綜上，若STO發行人欲走規則D第504條之發行管道，則須受每年500萬美元以下之限制；若依第506條，則須受發行對象之限制：亦即，須為適格投資人（Accredited Investor），或35名一般投資人<sup>116</sup>。然而，若依據第504條，代幣購入者原則上應受一年轉讓限制之拘

束，且須向SEC提出文件D後始有發行之可能；而在第506條的情況下，雖然轉售規範與文件D的提出義務部分均與第504條相同，卻有較高可能性取得大規模的資金<sup>117</sup>。

### 3.Regulation CF

至於Regulation CF下之豁免實為群眾募資法制度之一環，該規則允許小型、缺乏資金之公司能投入群眾募資，透過群募網站以便捷的形式取得資金<sup>118</sup>。Regulation CF允許非屬證交法下受申報生效制度管制之美國公司在12個月的期間募資不超過1.07百萬美元，允許對該等股權進行勸募，並且豁免於SEC及州法下的註冊程序<sup>119</sup>。

Regulation CF在初次公開義務方面，雖亦有要求，惟在內容上做出些許放寬。例如，在財務資訊方面，Regulation CF將發行人區分為三等級，分別為12個月內籌資小於10.7萬美元者、超過10.7萬美元而小於53.5萬美元者、以及超過53.5萬美元者。依此三等級而分別容許經發行人主要營運主管（Principal Executive Officer）證實過的所得稅結算資料與自結財報<sup>120</sup>、核閱財報<sup>121</sup>、或

註113：Id.

註114：Id.

註115：17 C.F.R. § 230.502(b)(1)(2016).

註116：大崎貞和，前揭註89，第19頁。

註117：同前註。

註118：See Patricia H. Lee, *Crowdfunding Capital in the Age of Blockchain-Based Tokens*, 92 ST. JOHN'S LAW REVIEW, 833, 842 (2019).

註119：Id.

註120：17 C.F.R. § 227.201(t)(1).

註121：17 C.F.R. § 227.201(t)(2).

首次發行僅要求核閱財報而非首次發行則要求簽證財報<sup>122</sup>。

至於繼續公開義務，雖Regulation CF亦有要求，然而仍有別於一般發行而不同程度之放寬。例如，Regulation CF在繼續公開要求上係規定以年度報告之方式為之，並且僅要求由主要營運主管證實之財報以及發行人的財務狀況描述即可<sup>123</sup>。惟若發行人有可提供之經會計師核閱或簽證之財報，則需替代以之提

供作為繼續公開義務之履行方式<sup>124</sup>。

是以，有論者即指出，以ICO為例，相較於公開發行的首次代幣發行，依循Regulation CF而在區塊鏈上發行的ICO並未受到等同前者的監管，因為公司不須備置SEC所要求的定期的資料，包含在發行之下所預期的風險等相關文件的揭露<sup>125</sup>。若然，則以Regulation CF的方式發行STO亦不失為成本較低的方式之一。（待續）

表1：美國證券交易法比較

		Regulation A+Tier 1	Regulation A+Tier 2	Regulation D Rule 504	Regulation D Rule 506(b)	Regulation D Rule 506(c)	Regulation CF
一般勸誘及廣告		V (試水溫：發行報告提出前後均可)	V (試水溫：發行報告提出前後均可)	(V) 部分情形下允許(符合州法豁免)	X	V	V 有條件的一般勸誘(單純指引、通知內容限制)
銷售對象		公募； N/A	公募； 合格投資人+非合格投資人有投資上限(年收入或淨資產10%)	N/A	私募； 合格投資人+35以下非合格投資人	公募； 限合格投資人	N/A； 投資上限(上下限、以10萬美元為分界、年收入或淨資產5%或10%)
12個月內募資上限		2000萬美元	5000萬美元	500萬	X	X	107萬美元
初次公開	Offering Statement	V / 較輕	V / 較重 包含兩年的簽證財務報告	(X) Anti-Fraud provision of Security Law	(V)：僅對非合格投資人[保留合格投資人獲取資訊管道]	(X)：但僅能銷售給合格投資人：Anti-Fraud provision of Security Law	V

註122：17 C.F.R. § 227.201(t)(3).

註123：17 C.F.R. § 227.202(a).

註124：17 C.F.R. § 227.202(a).

註125：Id. at 857.

		Regulation A+Tier 1	Regulation A+Tier 2	Regulation D Rule 504	Regulation D Rule 506(b)	Regulation D Rule 506(c)	Regulation CF
	Offering Circular	V	V				
	Blue Sky Qualification	V	X	V	X	X	X
繼續 公開	Mini- Reporting Company	X	V 年度報告 半年度報告 即時 / 臨時 報告	X	X	X	V 年度報告

※作者自製。