

# 数字证券的法律规制

雍 晨\*

**摘要:** 证券型通证发行是金融市场内在地发展出来的一种社会融资实践,是从复杂的代币发行中剥离出纯粹的投融资功能,从而主动适应监管、发挥区块链技术积极功能的融资发行方式。数字证券是从证券型通证发行中抽象得到的理论概念。在数字证券概念之下,可解构出“数字资产的证券化”与“证券的数字化”两个概念,数字证券与两者既有联系也有区别,是一种相互交叉与发展的辩证关系。数字证券是区块链技术与金融市场的深度融合,是区块链技术在证券市场的应用。对于数字证券的发展应采取包容审慎的理念予以积极回应,准确识别数字证券的业务实质,采取有效的规制措施预防风险。数字证券应当纳入证券法调整范围,在现有证券法律规制框架之下进行规则调适,以信息披露与准入资格为主要规制手段,对“投资者—平台—发行人”多元主体进行监管,通过设置行政责任与刑事责任协同治理,实现对数字证券的全面规制。

**关键词:** 数字证券 证券型通证发行 区块链 资产证券化 协同治理

## 一、问题的提出

数字技术的发展与互联网技术的进步给金融市场带来深刻变革,尤其是区块链技术在金融领域的使用,使资金供给者与需求者之间的连接更为紧密,资金配置更为高效。初创企业通过区块链技术平台直接向投资者募集小额资金成为可能,由此产生证券型通证这一新型的融资方式。证券型通证诞生于代币发行的演变过程,它是在分业监管要求和加密资产融资现实需求的双向促进下,从种类繁杂的加密资产体系中剥离出来,突出融资产品属性、主动接受监管要求的融资行为。但是,基于区块链技术发行的通证,本质是背后底层资产或者协议的数字表达形式,其法律属性需要根据所代表的资产类型或底层协议内容来认定。由于加密资产缺乏同质性,因而难以准确定位其法律地位。从功能主义视角来看,作为一种可变、可转让的金融工具,证券型通证

\* 重庆大学法学院讲师

基金项目:教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目(20JZD026)

是“具有与经典证券相媲美的特征的通证销售”,<sup>①</sup>数字证券发行以股票(或其他金融工具)向公众募集资金的基本机制并不新颖,可以理解为数字资产的证券化表达。这一新型融资方式究竟是“新瓶装旧酒”,还是融资方式的革命性变革?笔者认为,数字证券是对证券型通证发行这一融资实践的理论抽象,两个概念存在差异,两者之间的关系仍须进一步讨论。通过对数字证券这一概念的拆解,有以下两个问题需要回答:数字证券是否可以理解为“传统证券的数字化”呢?传统证券的数字化具体内涵是指什么?广义的证券的数字化过程包含各种金融科技对证券行业的升级革新,是对现有经营模式进行改造升级,甚至开发新的金融产品。证券的数字化不仅局限于在区块链上对传统股权等证券进行加密表示这一种方式,两者在这一层面无法直接等同。从概念内涵来看,这两者不能混为一谈。但是,数字证券发行与证券数字化这两个概念又有一定的重合,尤其是在发展目标上具有共通性。随着区块链技术应用的深化与升级,证券的数字化最可能的模式是在区块链上发行股票、债券等多种证券产品,这将对整个证券市场的基础设施进行全面的升级。那么,如何认识数字证券与传统证券数字化的关系?数字证券是新类型的证券产品还是传统证券的数字化革新?这关系到能否适用已有法律框架有效规制数字证券,抑或须对已有规范进行更新调试。

数字证券代表了区块链技术与传统金融融合的必然趋势,是传统证券与区块链技术融合的产品。数字证券的发展是否会带来金融市场的巨大效益抑或新的风险?数字证券的应用是否会带来新的信用风险与技术风险,是否会强化传统金融风险后果,其价值是否会被新的风险消解?金融监管法律应当如何应对数字证券的特征价值与风险问题?以上问题亟待学术界和实务界作出回应。如果说技术风险和市场风险决定了数字证券发行是否需要规制,那么监管风险则是在探索规制的过程和程度。对数字证券的解构是监管范式选择、风险防范路径选择的前提。

总而言之,如何认识数字证券的法律性质,如何实现数字证券在我国的稳健发展,就成为法律研究者关注的重点问题。要解答前述疑惑,须梳理证券型通证的发行实践,辨析数字证券的生成逻辑与本质,论证数字证券的特征与价值,明确数字证券发行的法律定位与认定标准,并在此基础上厘清数字证券规制的基本逻辑,在规制理论的指导下构建数字证券的规制路径,从而促进数字证券的有序发展。

## 二、数字证券的理论证成

理解数字证券的内涵是对数字证券进行性质认定和监管的基础。目前关于数字证券这一概念的讨论较少且存在认识偏差。数字证券最初源于数字资产市场中一种新的融资方式——数字证券发行(证券型通证发行)。这是一种基于区块链技术的融资模式,是继首次代币发行之后在社会实践中兴起的新的融资方式。数字证券发行的产品则被称为“数字证券”,<sup>②</sup>是投资者为了

<sup>①</sup> Galia Kondova, Geremia Simonella, Blockchain in Startup Financing: ICOs and STOs in Switzerland, 14 Journal of Strategic Innovation and Sustainability, 45(2019).

<sup>②</sup> 参见皮六一、薛中文:《从加密资产到数字证券》,载谢庚、徐明主编:《多层次资本市场研究》(2020年第3辑),中国金融出版社2020年版,第3~24页。

获得利润进行共同投资从而取得的一种代表投资权益的通行证。不过,证券型通行证<sup>①</sup>、证券通行证<sup>②</sup>或证券型代币,<sup>③</sup>这些概念均强调通行证在数字资产体系中的定位,证券是对通行证这一主语的限定,旨在与其他类型的区块链应用的金融产品相区分。但随着研究的逐步深入,数字证券的内涵逐渐发生转变,数字证券逐渐与数字证券发行相剥离,而回归传统证券与证券数字化之间的关系。在这一视角下,数字证券被学者定义为“区块链技术发展并深度融入金融的必然产物,传统金融与数字技术融合发展的创新产品”。<sup>④</sup>

### (一)数字证券的生成逻辑

#### 1. 证券型通行证是数字证券的表现形式

数字证券是基础资产投资合同在区块链上的技术表达,并具有证券的属性,是一种可变的、可转让的金融工具,将其称为“证券型通行证”最为恰当。从证券发行的内部结构来看,是将已存在的实物资产或者金融资产记录在区块链之上,形成新的可交易数字资产并颁发权益凭证,<sup>⑤</sup>这种情况也被称为基础资产的通证化或者“数字化”。<sup>⑥</sup>从这个角度看,“证券发行”可理解为传统的证券或金融工具的数字化表达,故而可称为“数字证券”。数字证券强调“证券”一词是将传统证券作为比较对象而言的,将证券型通行证定位在证券体系之中,强调数字证券中将传统资产上链这一特性。但如此一来,数字证券容易与证券的数字化等概念相混淆。因此,将“数字证券”与“证券型通行证”直接画等号会导致多个概念之间的混淆,不仅可能限缩“数字证券”的概念内涵,还会导致数字证券与其他加密资产之间的关系难以剥离。

数字证券与证券型通行证之间的关系的最佳诠释是“证券型通行证是数字证券的表现形式和交易单元”。<sup>⑦</sup>实践中,证券型通行证通常赋予持有人与常规证券类似的权利。例如,权益型通行证可授予投票权或股息收益权,而债务型通行证则可授予息票和本金支付的权利。在已发行的数字证券项目中,股权是最常见的基础资产类别,目前大部分数字证券发行是以公司股权方式进行的,其次是资产支持证券。证券型通行证是数字证券的早期实践,是兼具证券属性和区块链发行优势的创新金融产品。反之,我们也可以认为数字证券脱胎于证券型通行证,是区块链技术在证券领域深度应用的体现。数字证券概念不仅涵盖证券型通行证这一创新金融产品,也代表广泛意义上区块链技术对传统证券各个环节的适用与数字化改造。

#### 2. 数字证券是证券型通行证的理论抽象

<sup>①</sup> 参见张超:《证券型通行证发行的法律性质与监管范式转变——以美国数字资产投资合同分析框架为视角》,《财经法学》2020年第1期;杨志华、陈娟、陈起阳等:《证券型通行证的海外实践与分析》,《证券市场导报》2021年第4期。

<sup>②</sup> 参见王延川:《加密货币的治理路径:全球视角与中国策略》,《西北大学学报》(哲学社会科学版)2020年第5期。

<sup>③</sup> 参见柯达:《我国代币票券法律制度的发展与完善——基于加密资产监管的视角》,载洪艳蓉主编:《金融法苑》(第100辑),中国金融出版社2019年版,第123~139页。

<sup>④</sup> 郭锋:《数字证券:生成机理、监管取向与合法性路径》,《数字法治》2023年第1期。

<sup>⑤</sup> 参见操群、林侃、李政等:《证券通行证发行(STO)国际监管比较与风险防控》,《今日科苑》2020年第1期。

<sup>⑥</sup> See Clifford chance, Security Token Offering a European Perspective on Regulation, <https://www.Cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2020/10/security-token-offerings-a-european-perspective-on-regulation.pdf>, 2024-09-30.

<sup>⑦</sup> 郭锋:《数字证券:生成机理、监管取向与合法性路径》,《数字法治》2023年第1期。

从数字证券的诞生可以观察加密货币发展基本逻辑的转变:从以比特币为代表的纯粹的链上激励功能型通证,逐渐发展为线上通证与线下资产相互连接的形式,金融融资产品发行具有代金券或表征票据意义。这一过程也体现在发行标的用语上,现在更强调计算机术语通证,通证的词义较货币内涵更加丰富,更突出权利凭证的特性。这也间接表示了加密资产行业对区块链系统中权益代表凭证认识的深化,发行目标转向为完成资源的有效配置以创造价值、获取利润。首次代币发行的爆雷是加密资产行业的价值虚化和监管缺失共同作用的结果,而数字证券作为符合证券法律要求的数字金融产品,能够缓解与监管部门对抗的压力,标志着金融创新逐步回归符合金融发展规律的理性道路。

数字证券正是证券型通证的核心价值体现。数字证券所代表的分布式理念,通过减少传统金融服务中介机构和中心化机构,将对传统金融模式带来革命性影响。数字证券是从证券型通证这一创新金融产品中剥离出来的概念,两者高度重合又不完全一致。数字证券既是数字资产以传统证券发行模式发行的数字产品,也是传统证券产品依托区块链技术的创新尝试。同时,数字证券概念还能剔除以证券为幌子的其他代币发行,将各种形式的融资产品全面纳入监管,从而更好划分融资产品与非法集资的边界。总而言之,数字证券这一概念是对加密资产市场自发形成的证券型通证进行理论抽象得到的,对其可定义为“投资者为了获得利润进行共同投资,基于区块链分布式账本技术或智能合约,取得的可拆分可转让的代表投资性权益的凭证,也可将其认作投资产品的数字表示”。<sup>①</sup>

## (二)数字证券的法律性质

目前,理论界对数字证券的概念并未形成一致观点。有学者将数字证券发行定义为“以通证为载体的证券发行,对应现实中的某种金融资产或权益”。<sup>②</sup>也有学者不直接对其下定义而认为其强调的核心是众筹理念,本质上是区块链技术下的股权众筹。<sup>③</sup>但是,他们都基本认可数字证券的证券属性。虽然在我国现行法上并不能将通证直接认定为证券法规定的证券范畴,但是从学术界形成共识的证券构成要件来判定,通证实质上都应该属于广义的证券,<sup>④</sup>因此,数字证券的证券属性无须质疑。数字证券发行相较于传统的证券发行,不仅具有链下证券转让的所有特征,还呈现出完全数字化和虚拟性的特征;而相较于其他类型的代币发行,数字证券发行则可以看作有资产背书、有监管的代币发行模式。

### 1.传统证券的数字化

从技术视角看,数字证券并未改变证券市场的核心运作机制。将数字证券看作区块链在金融市场的基础设施,并为传统证券发行提供登记、流转的运行基础,并没有打破现行的证券法规制的框架。根据功能等效原则,基于基础金融资产发行的数字证券可被视为技术更新,无须对其给予过多的关注。例如,股票经历了技术革新,纸质证书被数字化的注册表分类账所替代。在某种程度上,纸质证书因没有分类账的分布式所有权,流动性高且欺诈风险大,故以所有权登记的

<sup>①</sup> Thomas Lambert, Daniel Liebau, Peter Roosenboom, Security Token Offerings, 59 Forthcoming in Small Business Economics, 302(2022).

<sup>②</sup> 姚前、林华等:《区块链与资产证券化》,中信出版社2020年版,第227页。

<sup>③</sup> 参见杨东、邢博洋:《美国STO监管经验与启示》,《中国金融》2019年第5期。

<sup>④</sup> 参见张超:《证券型通证发行的法律性质与监管范式转变——以美国数字资产投资合同分析框架为视角》,《财经法学》2020年第1期。

形式引入分类账以提高所有权证的准确性和可靠性。在此过程中,所有涉及股票的交易需通过中央股票分类账进行验证,流动性因此有所减弱。数字证券在分布式账本上进行,同步记录在中央账本中,投资者可以获得中央分类账提供的相同保护,同时保留实物证书提供的流动性和灵活性。数字证券利用智能合约实现高效、即时的交易,在短时间内完成资金转移和即时结算,在彰显便利性和高效率的同时兼顾了交易的安全性,这是任何现有交易系统无法达到的。<sup>①</sup>与将数字证券视为新的融资类型相比,将其视为技术对基础发行的改造更为恰当。由于基础产品完全符合监管要求,发行人可以利用区块链技术规避当前加密资产的不确定性和风险。

## 2. 数字资产的证券化

数字证券高效、低成本的特性为初创企业和中小企业开辟了新的融资渠道。从发行主体视角看,无论处于何种发展阶段的公司都可以通过发行数字证券融资。大多数数字证券发行的运作目标和运作方式更接近于股权众筹。不过,从其他国家数字证券发行的监管实践来看,数字证券的发行对象往往受到法律限制:仅限于经过认证或经验丰富的投资者。由此可见,其发行对象的性质更类似于私募投资者。数字证券发行旨在通过传统投资产品为初创企业筹集资金,这些产品通常面向小范围经过认证或经验丰富的投资者。从公司治理视角看,对股东最重要的保护机制之一是投票权,股东通过行使投票权参与公司重要决策。投票权的设置是区分股权与代币的关键所在,涉及法律如何分配和认定投票权这一问题,缺乏规则将对投资者构成重大风险。数字证券的投资者可能不愿意在没有投票权的情况下进行投资,但他们可能错误地认为其在数字证券上的投资享有与传统证券产品相同的公司法保护水平。虽然数字证券产品类似于传统证券产品,但它们并不完全相同。由此形成了新的风险和不确定性,无法将数字证券完全放入过去某一具体的证券产品监管框架之内,在发行对象与范围、中介参与程度、去信任结构改变等问题上亟须新的监管措施予以回应。在这一视角下,数字证券可以被视为一种新型证券种类。

## 3. 区块链在证券领域的应用

基于资产的数字证券发行本质上是区块链技术在证券市场的应用,其通过托管在区块链上的智能合约,反映传统股权或债务权益。数字证券发行可以区分为两种操作模式:(1)以现实存在的股票为基础创建一个数字加密表示(通证);(2)直接创建一个代表新公司股权或者其他权利的通证,然后使用加密技术进行交易。换言之,数字证券的属性可以拆解为“证券通证化”与“通证证券化”两个概念进行表达:前者是类型化的概念,后者是产品或者工具化的概念。两个概念的区分能更好地回答数字证券是否构成了新型证券种类这一问题。一方面,数字证券发行的本土化适用必须摆脱“融资手段”的刻板印象,转向创新技术优化传统模式的认识。<sup>②</sup>对于数字证券这一新金融工具或融资方式来说,区块链技术带给传统金融的并不仅仅是一个新的融资渠道,更应在金融风险控制上发挥区块链技术自身的优势,让这一新的融资路径拥有传统金融无法比拟的风控系统,从而实现区块链技术对传统实体产业的赋能。另一方面,应辩证看待证券型数字资产在金融机构中的存在方式,若以股权众筹、资产证券化等方式选择预留出数字证券在非金融

<sup>①</sup> See Dafan Zhang, Security Tokens, Complying with Security Laws and Regulations Provides More than Token Rewards, 88 UMKC Law Review, 345(2019).

<sup>②</sup> 参见张超:《证券型通证发行的法律性质与监管范式转变——以美国数字资产投资合同分析框架为视角》,《财经法学》2020年第1期。

机构等市场化主体中的创新空间,则其作为新的融资工具能够为中小企业发展带来新的融资路径。市场化发展在技术更新和发展速度、成本控制等方面都具有显著优势,为市场预留一条发展数字证券的融资道路,无论是对于数字证券的发展本身还是对于区块链技术应用的探索,都更具有促进作用,最终实现两个概念的辩证统一。

目前我国存在数字证券发行的现实需求,但是相关法律条文的缺失或导致境内企业寻求境外发行的路径,或导致不法分子打着数字证券旗号实施融资欺诈等违法活动。因此,须为数字证券发行正名,数字证券发行的本土化路径需要与代币发行保持距离,依靠监管部门的信用背书,实现在法律监管框架下的有序发展,回归融资手段和技术更新的双重定位以实现其价值。

### 三、数字证券法律规制的基本逻辑

法律与市场是通过行为主体和制度机制而相互作用的,这一关系是动态而非静态的。法律制度变迁与经济发展是互动的,法律制度与金融市场之间的关系亦是如此。<sup>①</sup> 回应金融创新并实现其服务经济发展的根本目的是关键所在。面对潜力巨大但尚未被明确理解的新技术或金融创新形式,如何实施适当的监管措施,以在努力降低风险的同时避免过度限制创新机会,是我们需要慎重考虑的问题。

#### (一)数字证券的规制理念

因目前我国证券市场监管的风格更偏向于通过政策指导金融监管的具体行为,对于创新金融产品的反应往往呈现放任与滞后的特征,加之现有监管制度缺乏灵活的适用弹性,故现阶段证券监管看似要求严格,但实际执行力不足,等同于放任投资者进入风险较大的金融市场,纵容了我国加密资产市场乱象的出现。从制度层面来平衡金融安全与金融效率实有必要。从金融市场治乱循环的历史轨迹来看,不论是强化监管还是放松监管,都容易出现矫枉过正的情况。因此,在金融市场风险形成与释放过程中,需要金融法的合理规制以确保安全与效率的平衡。

对于风险和效益尚未充分显现且可能存在重大公共风险的领域,一般选择适用包容审慎的规制理念。<sup>②</sup> 绝大多数国家在防控数字证券风险的前提下,稳步支持与推进数字证券的发展,以发挥区块链技术革新带来的优势。包容审慎监管遵循市场优先、政府适度干预的理念,将适格经营者的选择权交给市场,对于新事物采取鼓励容错态度,在守住不发生系统性金融风险底线的前提下鼓励其健康发展。包容审慎原则旨在通过包容性监管弥补审慎监管的不足,是包容和审慎的对立统一。在优化营商环境的背景下,包容审慎监管着眼于金融科技的创新性与风险性,实现创新与安全之间的平衡。<sup>③</sup> 数字证券发行所代表的金融创新领域,基于创新和破坏的双重特性,更加需要包容审慎的规制方案。包容是立足于金融科技的创新优势,激发创新的发展动能;而审慎则面向金融科技的风险因素,谨慎考虑风险成因和后果,制定防范措施。<sup>④</sup>

<sup>①</sup> 参见[美]柯提斯·J.米尔霍普、[德]卡塔琳娜·皮斯托:《法律与资本主义:全球公司危机揭示的法律制度与经济发展的关系》,罗培新译,北京大学出版社2010年版,第31~32页。

<sup>②</sup> 参见刘太刚:《从审慎监管到包容审慎监管的学理探析——基于需求溢出理论视角下的风险治理与监管》,《理论探索》2019年第2期。

<sup>③</sup> 参见侯东德、田少帅:《金融科技包容审慎监管制度研究》,《南京社会科学》2020年第10期。

<sup>④</sup> 参见廖凡:《论金融科技的包容审慎监管》,《中外法学》2019年第3期。

一方面,包容审慎监管是对审慎监管的一种修正。在金融创新领域,法律制度的生命力更在于对金融创新实践的承认、取得共识和实现规范化,而非以既有的制度来格式化市场和实践对新型交易模式的需求。<sup>①</sup> 现行金融监管制度在审慎监管理念指引下,更凸显其强制性与刚性,与金融科技的创新性与灵活性不相契合。这主要体现在:对出现风险的金融创新行为多采取“一刀切”式监管手段,忽视市场主体的差异性;并且大多监管措施是金融风险爆发后的临时性补救措施,难以跟上金融发展的步伐,也无法预防或减轻损失。这将导致两种极端后果:要么金融科技创新被拒之门外,要么放任金融科技业务自行发展,导致风险泛化。<sup>②</sup> 因此,作为政府提供的一种公共产品,监管须充分考虑经营者的实际需求,采取柔性、差异化监管方式。强化监管是基于市场失灵假设加强对市场的干预,放松则是对市场机制配置资源的肯定,金融法须适时调整具体制度规范以应对金融市场的经常性变动。<sup>③</sup> 换言之,对于数字证券发行行为的监管,在规制目标的设置上,应当考虑到注重风险防控和行为引导,而不是一味地禁止或者严格限制;在具体规范设置上,要注重金融创新发展和保护投资者的平衡问题。

另一方面,包容审慎的理念不是放任自流,金融创新产品的法律责任缺位会让金融创新的风险不断积累直至爆发,滞后的监管将导致金融领域的创新变为“投机者的天堂”。因此,数字证券监管应当重点关注、审慎应对因技术更新所可能产生的新风险。(1)数字证券的信用风险。如何避免技术发展中产生监管套利、欺诈发行等“新瓶装旧酒”行为,是数字证券发行规制最主要的风险关注点。(2)数字证券的技术风险。相较于传统证券产品,区块链技术在改造证券市场过程中可能会带来与数据安全、用户隐私、交易安全等相关的新型风险。例如,源代码设计和运行风险、来自第三方算力攻击入侵风险、程序中的漏洞引发系统安全问题以及智能合约在实际操作中的适用性等问题,都有可能导致区块链技术在证券市场的应用受阻。并且,当证券以数字资产的形式进行确认和交易时,数据被盗意味着证券所代表的投资者身份和财产权利的丧失,投资者可能会遭受重大损失,数字证券被盗或者被攻击的风险增大。(3)数字证券监管需求与制度供给不匹配的风险。区块链去中心化的基本逻辑是降低证券登记结算机构在证券市场运作过程中的作用,一定程度上可以替代传统中介信用而提供证券技术信用,但其能否取代传统金融中介的功能、消解证券发行中的信息不对称问题,则需要监管机构审慎思考。

## (二)数字证券的规制范式

伯克利学派将社会上存在的法律规范分为“压制型法”“自治型法”和“回应型法”。<sup>④</sup> “压制型法”是对多已成为历史的法的追述,“自治型法”是对现行法制的描述,这两种类型的法都是对既有法律的审视,只有“回应型法”才是作为改革方向的规范模式,它更关注法律与内外部诸多因素的关联,兼顾程序正义与实体正义,强调对各种社会矛盾作出及时回应,重视对规则及政策的内在价值的探求,将法律目的作为法律推理的根基。<sup>⑤</sup> 在金融创新的制度问题上,我国面临的现

<sup>①</sup> 参见钟维:《中国式智能投顾:规制路径与方案选择》,《中国人民大学学报》2020年第3期。

<sup>②</sup> 参见周仲飞、李敬伟:《金融科技背景下金融监管范式的转变》,《法学研究》2018年第5期。

<sup>③</sup> 参见冯果、袁康:《社会变迁与金融法的时代品格》,《当代法学》2014年第2期。

<sup>④</sup> 参见[美]诺内特、[美]塞尔兹尼克:《转变中的法律与社会》,张志铭译,中国政法大学出版社1994年版,第16~17页。

<sup>⑤</sup> 参见李晗:《回应社会,法律变革的飞跃:从压制迈向回应——评〈转变中的法律与社会:迈向回应型法〉》,《政法论坛》2018年第2期。

状并非创新过度,而是创新不足,是监管滞后和管制过度导致的金融抑制。我们需要在落实金融监管的前提下鼓励、培育和引导创新融资,而不是因噎废食地抑制、阻却甚至扼杀金融创新产品或创新行为。

如何扩张现有金融监管的开放性与包容性,实现法律完整性与开放性之间的相辅相成?在回应型法的范式下,制度有必要由法律目的来引导,法律目的能够为批判既存规章制度提供基准,将社会压力转化为法律自我矫正的契机与动力,并据此开辟变革之路。<sup>①</sup>例如,金融货币、纸币、汇票、支票、债券等交易手段的出现在提高交易效率的同时,也一度引起了货币市场的混乱。在商品交易手段的更新中,在以规范交易手段为目的的理念指导下,货币管理制度、国际货币制度以及功能不同的货币市场和资本市场得以建立,不仅实现了交易手段的统一,还有效规范了货币交易方式。同时,为防范金融风险,在金融创新理念的指导下,规范各种金融市场行为的国内金融监管制度和国际金融监管制度确立,有效控制了国内金融风险和国际金融风险的形成和转移。<sup>②</sup>换言之,技术创新的风险更多源于技术的滥用而非创新本身,深层原因是制度发展无法适应实践的需求。对技术创新的应用,须把握所处阶段的规制目的,适时调整法律规范,才能适应金融创新的发展需求,制约技术滥用。

在数字证券规制目标的设置上,数字证券监管应当注重行为引导,通过改造现有制度对社会融资需求予以柔性回应,实现风险控制与促进融资的双重目标。数字证券是技术驱动的金融创新所产生的新的商业模式、技术应用、业务流程或创新产品,对金融服务的供给产生重要影响。为规范数字证券的发展,实现其融资优势和现实价值,要通过对数字证券的适度审查来遏制风险,以制度变革引导金融市场趋利避害。一方面,证券监管需要对数字证券发展催生的金融模式变革及时予以制度回应,对新兴证券发行、交易模式进行有效调整和规制;另一方面,需要警惕数字证券的不当扩张,防范因规避现行法律或利用法律空白造成的套利现象。回应性规制应通过更为精细的策略,用审慎劝服与强制手段相结合的方式,全面根据数字证券发行的特定情形作出适时的调整。<sup>③</sup>目前,数字证券发行产生的动机本就是主动合规的市场反馈,更适合以温和的劝服手段进行规制。因为金融科技具有更高的传导性和更广泛的覆盖面,法律更需要积极地预防和处置金融科技发展带来的监管难题。

### (三)数字证券的规制原则

立法者的理性不足在金融监管中表现明显,目前尚无一套精确、绝对、完整的制度应对充满变数的金融风险。在数字证券迅猛发展的今天,我们既不能放任风险扩散或被动等待立法改变,也不能因为缺乏立法规定而限制创新、阻碍发展。金融监管制度需要遵循基本规制原则来实现动态调整和适时变革,以包容性和广泛涵摄性填补金融监管规则的漏洞,确保金融监管法具备开放的空间和结构,为金融监管法与外部规范的互动创设条件。<sup>④</sup>

#### 1. 风险预防原则

<sup>①</sup> 参见唐仲清:《用“伯克利观察法”考量法律》,《广西政法管理干部学院学报》2004年第5期。

<sup>②</sup> 参见卓武扬、彭景:《金融创新、道德风险与法律责任:全球金融监管体制变革的一个理论维度》,北京大学出版社2017年版,第5~6页。

<sup>③</sup> 参见[英]罗伯特·鲍德温、[英]马丁·凯夫、[英]马丁·洛奇编:《牛津规制手册》,宋华琳、李鹤、安永康等译,上海三联书店2017年版,第156页。

<sup>④</sup> 参见靳文辉:《论金融监管法的体系化建构》,《法学》2023年第4期。

当前立法活动缺乏对风险的预先认识,缺乏对风险立法的科学规划,无法从整体上预防与管理风险。风险在社会变迁中产生和发展,也要在社会发展过程中去预防和化解。法律对风险的规制是面向未来的制度设计,以现在规制未来。如果存在一个客观风险,法律可以通过设定规则加以预防和控制;如果风险已经造成了危害后果,法律可以通过归责制度确认责任归属与责任分配。通过以上两种情况的法律规制,将法律对风险的态度在社会中明示,可以为社会公众提供确定性预测。<sup>①</sup> 区块链正在深刻重塑社会信任机制和经济活动方式,区块链治理的政府责任又从根本上影响区块链技术与产业的动向。对此,政府既要防止单纯推动区块链产业发展而忽视风险防范,又须避免因片面追求风险防范而阻止区块链技术及应用的发展与突破。<sup>②</sup>

从社会公共利益的角度出发,法律需要积极介入具有较高传导性和覆盖面的金融科技技术风险,对其进行预防和处置。造成技术滥用的深层次原因是社会制度跟不上技术发展,缺少有效的技术规则制约机制。金融科技技术风险的法律治理,不仅应关注金融科技的静态技术,还应关注其动态应用;不仅是惩罚思维下通过法律责任的结果控制,而且是预防思维下通过行为约束的过程控制。<sup>③</sup> 完善的制度供给是以数字证券为代表的金融制度创新发展的基础和保障。这既要求数字证券突破法律对交易模式的限制,以实现融资过程的合法合规,通过立法为技术应用顺利开展提供可能性;也要求通过立法确立合理有效的监管规则,防范和化解金融科技应用中的各类风险。

## 2. 实质监管原则

实质监管原则要求在对新生事物进行监管时,必须对其本质有准确的把握。若只关注创新假象,会导致监管被动且低效。实质监管原则要求根据业务实质内容来判断监管对象、确认监管范围、采取监管措施,通过解构业务内部法律关系来判断行为效力和主体权益。<sup>④</sup> 实质监管原则包含识别功能与补充监管功能,对创新业务的识别是监管的前置程序,性质确认有助于将其纳入已有的较为完善的监管框架之中。因此,实质监管原则能够实现证券法律监管制度完整性和开放性的有效平衡。金融科技是技术创新与金融业务的高度融合,本质上是科技手段和技术方案用于创新和改进相应的金融交易模式和金融服务方式。对金融科技所形成的创新金融产品或业务模式,监管部门需要按照“实质重于形式”的原则,准确把握数字证券的业务实质,通过对比传统证券产品明确其法律属性,从而将其纳入对应的制度框架。部分数字证券上的票据权利没有实质创新,其融资过程与结构并没有发生改变,虽然区块链的应用拓展了渠道、提升了效率,但是未能替代传统证券的基本功能和运作规律,也未能改变其内在风险属性。这类数字证券仅是传统证券在技术层面的优化升级。另一些数字证券虽然在结构上与传统证券相似,但因功能优化以及适用范围的变化,将其视作新种类证券发行更为合适。与此同时,实质监管的识别功能还在于将以数字证券名义从事的“新瓶装旧酒”的伪创新行为纳入监管,避免以技术创新的名义逃避监管。实质监管能够及时弥补已有证券监管的真空地带,阻断数字证券风险的无度扩张。当然,实质监管要求在识别、定型的基础上厘清数字证券风险的生成来源、传导路径和信用风险,关注

<sup>①</sup> 参见何跃军:《风险社会立法机制研究》,中国社会科学出版社2013年版,第80页。

<sup>②</sup> 参见苏宇:《区块链治理的政府责任》,《法商研究》2020年第4期。

<sup>③</sup> 参见袁康:《金融科技的技术风险及其法律治理》,《法学评论》2021年第1期。

<sup>④</sup> 参见邢坤:《金融实质监管原则探析》,《现代管理科学》2019年第3期。

数字证券中区块链技术应用的成熟度、安全性、稳定性和风险性等,根据风险变化完善数字证券的技术规范与合规要求,建立技术风险控制体系。

#### 四、数字证券法律规制的展开路径

与传统的股票公开发行流程相比,数字证券发行在融资对象范围、机构参与程度、投资风险等方面均呈现较大区别,需要运用不同的监管策略予以应对。在此,笔者并不打算对数字证券的法律规制方案进行事无巨细的描述,而是拟重点阐述为适应其结构特征与风险范围作出相应调整的法律规制内容,在将其纳入证券监管的同时保留技术的价值特性。根据规制基本理论,任何规制策略都需要具备4个要素,即规制对象、规制者、规制命令和规制结果,<sup>①</sup>数字证券发行的法律规制体系也需要按照这4个要素来安排。(1)数字证券监管须在传统证券监管的规制体系下进行,这是由数字监管的基本法律性质所决定的,也是其法律规制的适宜路径。将数字证券纳入传统证券规制框架,仍须坚持以中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)为中心的规制体系,仅须从规制对象、规制方法等方面进行适应性改造,而无须另增实体。(2)数字证券在规制对象上显现出较大的变化,根据数字证券链上参与主体的特征,明确以平台为中心的多元规制对象,实现“执法者—平台—发行人/投资者”的多层规制结构。(3)对数字证券最有效的规制手段仍然是市场准入与信息披露,但数字证券发行对象的范围以及信息披露的要求需要调试。(4)数字证券作为市场化创新金融工具,须重点关注其中可能出现的欺诈结果,除行政处罚之外,更强调从刑事责任与行政处罚的协同治理视角,探讨其他规制方法的功效以及三者之间的配合与调整,实现宽严相济的治理效果。

##### (一)将数字证券纳入证券监管范围

证券法律制度的核心在于宏观上通过一系列规则设置构建违约预防制度,避免微观的民事违约责任发生,从而实现金融风险的预防与控制。<sup>②</sup>数字证券法律规制体系在证券规制逻辑下进行,在证券法调整框架之下作出相应修正,仍是预防与控制风险的最佳路径。目前,我国证券监管常呈现运动式治理特征,在法律规范上适应力稍显不足。证券法中“证券”的定义呈现零散化特征,定义的规范依据模糊,对创新金融产品关注不够,囊括社会中新型金融标的的解释力不足,导致在现行法层面数字证券无法被纳入证券监管范围。虽然有部门文件提及金融投资工具,但多数与监管职权归属相关,缺乏对证券属性的明确界定。许多国家对证券的定义都采用功能标准,通过设定证券的基本属性与功能标准将实践中某种权利证书加以对照认定。这样的证券定义能够更加灵活地应对金融创新所产生的金融衍生产品,从而将其纳入证券监管。<sup>③</sup>例如,美国证券交易委员会通过豪威测试判断加密资产发行是否符合证券资格;<sup>④</sup>英国金融行为监管局

<sup>①</sup> 参见[英]罗伯特·鲍德温、[英]马丁·凯夫、[英]马丁·洛奇编:《牛津规制手册》,宋华琳、李鹤、安永康等译,上海三联书店2017年版,第165页。

<sup>②</sup> 参见陈醇:《论金融法中的违约预防制度》,《环球法律评论》2019年第2期。

<sup>③</sup> 参见姚海放:《论证券概念的扩大及对金融监管的意义》,《政治与法律》2012年第8期。

<sup>④</sup> See Securities and Exchange Commission, Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets, <https://www.sec.gov/about/divisions—offices/division—corporation—finance/framework—investment—contract—analysis—digital—assets>, 2024-12-09.

发布的《加密货币资产指南》将数字证券认定为与“股票、债券等传统金融工具相同或类似”的资产,可作为可转让证券在资本市场上交易,适用《欧盟金融工具市场指令》规定。<sup>①</sup>美、英等国因其证券认定的形式灵活,故能够较为快速且规范地将数字证券发行等金融创新行为纳入监管,以规范数字证券的发行行为。而我国对证券的概念采取列举的方式,内涵较窄,无法直接通过解释对数字证券的属性进行法律确认。

首先,数字证券应纳入证券法调整范围,或以暂行办法的方式纳入证券监管范畴。2019年《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)修订时,未能回应互联网金融证券的范围和监管变化,对解决数字证券等新型资产无直接帮助。在法律、监管政策不明朗的条件下,即使数字证券实质上属于证券,也缺乏足够的法律规则支持。因此,证券法上的证券概念应有所扩大,如此方可论证数字证券的证券属性,为目前种类繁多的创新产品提供兜底性监管,在促进资本形成和保护投资者之间形成平衡,为企业提供合法融资的渠道,并为数字证券相关业态的规范提供正式的法律依据。<sup>②</sup>未来《证券法》修改时,应当回应投资性众筹、智能投顾和区块链结算在内的数字经济需求,促进数字经济更好地发展。<sup>③</sup>在此之前,或可参照依循存托凭证等金融产品的合规化路径,暂由中国证监会出台暂行管理办法,将与数字证券相关的创新融资产品纳入我国证券监管体系。

其次,数字证券应适用豁免发行路径。实践中,在将非上市企业以及中小微企业、科技创新企业在以太坊等区块链平台上发行数字证券的行为纳入证券法调整后,数字证券发行路径的选择需要始终把握小额融资的根本目标,以建设多层次融资市场为指引。纵观允许数字证券发行且发展较好的国家,其证券监管往往更具有开放性和包容性,更能适应数字证券等新兴金融科技的发展。除美国可以直接提供多种发行豁免路径选择之外,其他国家通常针对区块链技术应用出台了相应法案。因此,结合我国数字证券对标中小企业融资需求改善的融资价值目标,参考域外制度经验,采取发行豁免是数字证券实现其优势的最佳路径。发行豁免制度既可以通过对发行人数量限制的私募发行豁免,也可以是对发行总额度限制的小额发行豁免制度,两种豁免制度为有不同融资需求的中小企业提供更多选择方案。数字证券发行可以结合既有的私募发行豁免制度,同时辅以小金额发行豁免制度,根据自身特征规则框架设立并完善具体规则。通过设计具体豁免制度发挥区块链技术优势,在不减损监管要求的同时降低信息披露以及注册成本,改善以往在融资效率和融资安全之间二选一的局面,既放宽了中小微企业进入市场的门槛,也兼顾了投资者保护要求和信息披露要求。

最后,在不完全的去中心化语义下,传统金融监管机构当然应当成为数字证券发行的链上参与者。但若没有金融监管部门的批准或认可,金融机构的创新活动将举步维艰。<sup>④</sup>在中心化和去中心化这两个极端之间,各种区块链系统可以根据特定需求设置不同的非中心化程度,以寻求

<sup>①</sup> See Financial Conduct Authority, Guidance on Cryptoassets Feedback and Final Guidance to CP 19/3, July 2019, <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps19-22.pdf>, 2024-12-09.

<sup>②</sup> 参见邢会强:《我国〈证券法〉上证券概念的扩大及其边界》,《中国法学》2019年第1期。

<sup>③</sup> 参见邢会强:《数字经济视角下的新〈证券法〉——修订解读、实施支撑与未来展望》,《浙江工商大学学报》2020年第4期。

<sup>④</sup> 参见李安:《资本市场中金融创新的法律困局及其突围》,载强力主编:《长安金融法学研究》(第8卷),法律出版社2017年版,第160~173页。

最优平衡。让各个区块链系统之间协作起来,成为当前区块链研究和应用的关键。对数字证券来说,在目前对区块链技术的了解比较有限的情况下,采用联盟链可实现中心化与去中心化之间的平衡,将中介机构和监管机构作为节点纳入区块链,使其作为信息发布的公证人,将某些信息披露规则或强制性要求写入链上,实现技术辅助合规并对技术规则进行监管,更有利于数字证券发行的整体性监管。数字证券发行的未来发展方向是区块链技术支持下的多中心或弱中心改革,在不完全颠覆传统金融的结构和运作方式的前提下,将资源优势型、垄断型的中心转化为开放式平台,在弱化传统中心的同时保证信用管理的良好运作。

### (二)确立以平台为中心的多元规制对象

数字证券目前最适宜的路径是适度弱中心化或多中心化,将监管部门、投资者以及其他中介服务机构设置为证券区块链节点,使中介机构继续履行信义义务,对投资者适当性进行管理,监管者重点关注中介机构等特定账户,便能穿透监管、掌握证券市场交易动态。不过,与传统证券规制侧重于对发行人信息的披露相比,数字证券的规制重心逐步转移到数字证券发行平台、交易平台、发行人等共同决策的利益相关方。<sup>①</sup> 不论数字证券的技术特征或产品结构有多复杂,其本质最终还是回归发行人(包括发行平台或提供发行服务的技术公司)、交易平台以及投资者的三方结构。这是证券发行的最本质特征,金融科技的发展使得三者之间的权责发生变化,但不会改变三者之间的基础法律关系。因此,对于技术引入所导致的新的风险监管问题,仍然需要从传统的监管理念予以回应。对发行人而言,发行平台可以辅助发行人披露信息,透明度的提升是技术带来的优势,但是信息从线下到线上的过程仍然需要提供发行服务的中介机构参与,通过强制性信息披露来缓解融资者与投资者之间的信息不对称问题,从而降低中小企业融资风险。对投资者而言,则需要对其通过资格限制和投资限额来降低数字证券发行的系统性风险。

其中,对数字证券平台的监管与平台的自我监管是最重要的变革。在规制理论中,政府对企业的风险管理,尤其是对平台企业这种大规模企业的风险管理,存在一种“精巧规制”的模式——元规制。元规制是监管者对被规制的对象保持一种“适度的距离”的监管模式,通过对被规制组织设置适宜的体系和监管机制,同时采取必要的措施来实现风险管理。<sup>②</sup> 从行政处罚的数量和效率来看,中国证监会对整个证券市场的监管显得力有不逮,尤其是在数字经济时代金融产品结构复杂、非法集资行为层出不穷的背景之下。<sup>③</sup> 元规制模式可以通过对数字证券平台的责任设置和评估要求,委托平台承担一定的证券交易职能,减轻监管机构的监管压力。当然,赋予平台权力的前提是对其进行严格审核,通过资格许可统一平台的准入规则和运营规范,明确平台的主体地位,并清晰界定平台在审查、信息披露等方面的职能要求。最终,通过对平台施以审查责任和信息披露义务要求,逐步实现权力下放和多层次监管的目标。

### (三)完善市场准入与信息披露规则

证券发行必须满足重要信息披露、基本审查流程、投资者资格限制等投资者保护要求。数字

<sup>①</sup> 参见许多奇:《从监管走向治理——数字货币规制的全球格局与实践共识》,《法律科学》(西北政法大學學報)2021年第2期。

<sup>②</sup> 参见[英]罗伯特·鲍德温、[英]马丁·凯夫、[英]马丁·洛奇编:《牛津规制手册》,宋华琳、李鹤、安永康等译,上海三联书店2017年版,第150~157页。

<sup>③</sup> 参见邱勋、陈月波:《股权众筹:融资模式、价值与风险监控》,《新金融》2014年第9期。

证券虽然在证券发行结构上有所变化,但是发行证券仍需遵守证券法的基本原理。<sup>①</sup> 数字证券发行的监管重心,除准入条件的设置之外,还应当以发行交易平台为主要监管对象,以信息披露为核心,对参与主体进行权责配置。

### 1. 市场准入

数字证券发行的域外监管实践表明,无论数字证券发行是作为代币还是证券被监管,数字证券发行主体都受到从业资格或业务范围的限制。进退自由、完全开放的供应链模式无法满足金融风险控制的需求,<sup>②</sup>对数字证券发行的参与者进行资格限制、信息备案管理是传统金融风险控制的经验总结。虽然有学者提出金融科技发展的监管选择应当更加倚重行为监管模式,<sup>③</sup>但是监管准入仍然是需要保留的传统风险控制手段,只是资格审查相对宽松。

首先,数字证券发行、交易平台的准入与许可是监管的最佳切入点。平台在新型互联网小额证券发行模式之中充当了不可或缺的角色,平台的权责配置和准入限制是对数字证券发行进行监管的关键。虽然不同国家的监管模式有所区别,但是在经营许可要求方面实现了相对统一,目前的监管趋势是要求数字资产从业者取得资格许可。牌照管理作为制度工具,与金融法领域较为成熟的监管架构可以进行很好的衔接,如此既能提前管控风险,又可能在行政许可实施及监督过程中持续发挥作用。同时,与禁入等惩罚性措施相结合,能够对从业者形成有力的威慑。<sup>④</sup>

其次,投资者、平台和发行人是参与数字证券发行的三方主体。不仅是数字证券的发行交易平台需要具备相应资质,投资者和融资者也需要相应资质,并由平台承担资质审查责任,以此来节约审查成本。中小企业和初创企业都大多处于发展初期阶段,其资质条件必然不如在新三板或者创业板上市的企业,具体标准设置应当涵盖企业注册资本、技术能力、风控指标等几个板块。<sup>⑤</sup> 同时,参考扶持中小企业的相关政策文件,可以通过条件设置实现从政策要求向法律的转化,筛选排除劣质企业或者防范欺诈发行融资。具体而言,发行人的资格设定主要有3种方案:(1)发行人的积极条件设置。积极条件要回归金融科技发展的政策层面,抓住“中小微企业”“实体经济”两个关键词。例如,意大利关于小微企业的认定将“企业成立不超过4年”“暂未分红”“小型科技创新企业”等作为积极条件,体现了鼓励创新、帮助创业的导向。<sup>⑥</sup> 以上做法可为我国借鉴,体现普惠金融和民生金融等政策的支持;也可以将小微实体经济企业、农业企业适当纳入政策扶持的范畴,以回应关注“三农”问题的政策导向。(2)设置消极(限制性)条件,排除不符合条件的发行人。消极条件设置主要是设置基本底线,防范欺诈发行、监管套利、“搭便车”等破坏市场环境的行为。例如,“不能是其他公司合并或分立的结果”这一限制性条件可预防大公司或者非创新企业为了“搭便车”而以合并或分立的方式组建企业,占用中小企业融资机会。也可以对发行人的经营范围变更设置期限,防止融资后变更业务范围逃避监管。(3)同时设置积极条件

<sup>①</sup> See Jay Clayton, Statement on Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings, <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/12/13/statement-on-cryptocurrencies-and-initial-coin-offerings/>, 2024-09-30.

<sup>②</sup> 参见崔志伟:《区块链金融:创新、风险及其法律规制》,《东方法学》2019年第3期。

<sup>③</sup> 参见沈伟:《金融科技的去中心化和中心化的金融监管——金融创新的规制逻辑及分析维度》,《现代法学》2018年第3期。

<sup>④</sup> 参见苏宇:《数字代币监管的模式、架构与机制》,《东方法学》2021年第3期。

<sup>⑤</sup> 参见袁康:《互联网时代的证券业务创新与法律监管》,人民出版社2020年版,第173页。

<sup>⑥</sup> 参见王建雄:《股权众筹融资微观法律问题研究》,中国社会科学出版社2020年版,第56页。

和消极条件。在传统的融资发行规定中,各个地方的立法例一般都采用“定义+列举”的方式,既规定积极条件也规定消极条件,以充分发挥两者优势。

最后,投资者适当性管理是现代金融服务的基本原则和要求,也是成熟市场保护投资者权益和管控创新风险的普遍做法。我国目前已确立了投资者适当性管理制度。中国证监会2022年8月12日第二次修正的《证券期货投资者适当性管理办法》授权经营机构可以从业务资格、投资经验、资产状况、投资实力等方面对投资者进行精细化管理。面对数字证券发行的新情况,还应进一步调整和明确现有标准,实现将合适产品销售给合适的投资者,在投资者一端从源头遏制风险。实践中,通过第三方区块链技术平台发行证券的风险要高于通过交易所等合规平台,因为前者更加容易形成规模并集中风险。因此,对数字证券发行的投资者适当性控制不能完全依照传统要求,还须细化投资者的分级标准,考虑数字证券产品风险与投资者的交易目的、交易经验、财务状况的最佳匹配。<sup>①</sup>

## 2. 信息披露

所有的监管措施都可以从信息视角解构其目的:对数字证券发行参与者的准入控制,实际是为了排除带有违法目的的信息进入市场,平台审查义务的核心是保证信息的真实性,项目达成后的资金安全性风险是由于融资方使用资金的信息难以及时传递给投资者而产生的。无论是由发行人还是金融中介机构进行信息披露,抑或由交易所发布数据,信息披露长期以来都是金融市场规制的核心内容。虽然强制性信息披露的成本和适当性长期存在争议,但是总体上还是以干预程度最低的形式实现了监管收益。<sup>②</sup> 从以往互联网金融的实践来看,信息不对称风险占据核心位置。例如,股权众筹基于便利性和效率的考虑,虽然节省中介成本,但是在信息披露方面存在重大缺失。信息不对称是造成众筹融资法律风险的根源。虽然数字证券发行区别于传统股权融资的严格要求,但是由信息加工处理而构建的信任机制作为现代金融体系的重要基础,表征金融交易的价值共识在融资交易中仍是不可或缺的。虽然区块链技术的应用在信息披露方面有所改善,但是信息不对称的风险仍然存在。信息不对称会造成逆向选择成本升高、买卖报价的价差扩大,从而对市场流动性和资产价格的形成造成影响。<sup>③</sup> 因此,数字证券发行的法律规制仍然要以强制性信息披露为主要方式,以降低信息不对称带来的市场风险。

相较于传统的信息披露规则,数字证券发行的信息披露要求和责任主体发生了转变。(1)信息披露内容的转变。数字证券发行的信息披露更关注商业经营模式、技术特征等符合中小企业特征的内容,并且对信息披露的及时性关注转移至重视信息真实性。(2)信息披露主体的转变。通过发行和交易平台对发行人的监督审查职责的配置,能更好实现信息强制披露要求。(3)信息披露目标的转变。交易平台将以简单方式有效运作,不以直接促进交易为目标,旨在促进信息披露和交流。因为所有交易数据都已经可靠地记录在区块链上,交易所可以通过特定机制整合每

<sup>①</sup> 参见王锐:《互联互通机制下中国内地投资者保护问题研究——以投资者适当性管理规则为切入点》,《南方金融》2018年第7期。

<sup>②</sup> 参见[英]罗伯特·鲍德温、[英]马丁·凯夫、[英]马丁·洛奇编:《牛津规制手册》,宋华琳、李鹤、安永康等译,上海三联书店2017年版,第498页。

<sup>③</sup> 参见郇钰、高扬:《中国股票市场信息不对称测度的比较——基于证监会行政处罚案例的研究》,《证券市场导报》2018年第8期。

个链上证券的交易数据,并以特定的方式显示数据信息。<sup>①</sup>其中,最重要的改变是数字证券发行的信息披露的侧重点与传统证券不同。在我国股票市场,上市公司有严格的信息披露要求,相较于信息欺诈,股票市场更多关注信息披露的及时性及其对市场流动性和价格的影响,这是对信息更高阶的关注。而数字证券发行融资则更应关注基础的信息真实性。不同阶段的融资市场对信息关注的侧重点不同。数字证券发行与商业天使投资、风险资本投资一样,早期投资的核心问题都是要正确评估受支持初创公司的质量和潜力。在数字证券发行融资中,单个投资者的投资规模通常很小,缺乏进行适当尽职调查的动机。因此,对发行人的融资信息,应提出明确的信息披露内容要求,以此为投资者减轻调查的负担。

#### (四)推进民刑责任与行政责任的协同治理

对数字证券的法律规制主要通过行政规制手段展开,强调行政法律规制对金融创新行为的预防治理功效。除此之外,为防范创新口号下的欺诈融资,充分保护证券投资者的期待利益,需要通过民事责任的救济功能、行政责任的预防功能以及刑事责任的惩罚功能三者协同治理实现证券法律制度的功能。尤其是数字证券发行相较于传统证券发行适度放松发行条件的背景下,更需要强调民事责任与刑事责任的配合与补强。虽然我国现有证券法律制度规则已经比较完善,但是仍然缺乏在不同规制目标要求下不同功能的责任规则配置与部门协同的实施方案。<sup>②</sup>对数字证券的法律规制,考虑到区块链的技术信任优势以及融资主体、融资对象群体的基本特征,应当相对放松行政监管的事前、事中干预,强化责任后果的追究。虽然区块链技术减少了信息被篡改的可能性,提升了信息披露效率,但是无法识别上链过程中信息的真伪。因此,区块链融资的信任机制与信息透明度优势,仅在发行人能够合规、真实披露信息的前提下才能充分发挥作用。对发行人欺诈发行的责任设置至关重要。明确欺诈发行的责任,借助刑事责任的威慑力将保证信息真实的压力内化为公司内部自我约束的动力。提高信息披露的质量需要内外监管合力:外部监管负责提供制度层面的供给,公司内部自我约束才能保证信息的真实与完整。在目前商事实践中诚信精神和企业家精神<sup>③</sup>较为匮乏的背景下,数字证券发行存在投资者适当性要求与初创企业的高风险性之间的矛盾,需要严格的刑事、民事责任机制配合行政规制手段来降低发行人的道德风险。

在我国证券法律制度架构下,民刑责任的实现效果依赖于行政责任的实现。因此,证券行政法律责任的实现具有枢纽作用,证券法律责任的一体化实现须借助中国证监会行政执法发挥效能。<sup>④</sup>数字证券发行融资的治理领域涉及行政处罚与民刑责任的交叉与配合问题。3种责任并不是择一适用的关系,在规则构建时需要充分考虑每种治理路径的效果和影响,提前设置适用的优先级,划分责任路径,形成联动的、系统化的治理方案。<sup>⑤</sup>从风险防控的角度来看,行政执法仍然是主导性的治理方式。正因缺乏对融资平台的常规监管,未能及时发现并处理违规行为,也未

<sup>①</sup> See Dafan Zhang, Security Tokens, Complying with Security Laws and Regulations Provides More than Token Rewards, 88 UMKC Law Review, 347(2019).

<sup>②</sup> 参见刘博涵:《证券法律责任制度的功能协调研究》,博士学位论文,厦门大学,2022年,第55页。

<sup>③</sup> 参见赵万一、雍晨:《论公司法对〈民法典〉的因应和超越》,《学海》2022年第3期。

<sup>④</sup> 参见王一:《我国证券法律责任实现机制研究》,《中国证券期货》2019年第4期。

<sup>⑤</sup> 参见全威巍:《互联网金融刑法规制扩大化的反思与限缩》,《河北法学》2021年第1期。

能及时进行风险预警或实施风险控制手段,才会多次发生危害社会的爆雷事件。<sup>①</sup> 数字证券的法律规制仍然要以准入标准设置与审查、信息披露的强制要求和严格实施作为基本规制手段,将预防性规制的理念融入金融创新治理。民事责任的设置则旨在通过适当性义务强化市场监管的同时兼顾对投资者权益的保护。<sup>②</sup>

在数字证券发行规制体系中,刑法的介入是为了增加对主体的威慑力,增强主体的道德责任,敦促其履行信息披露、审查等责任义务。换言之,基于目的性原则,刑事规范介入数字证券发行规制领域,对以互联网金融等为噱头的诈骗行为,以及关键信息或重大信息的误导性披露等,应当予以刑事制裁。因为这些行为旨在非法吸收并占有资金,而非单纯破坏金融秩序。即使在构建了强制信息披露制度等系列预防措施的数字证券发行市场中,立法者也不能期待具有一般理性的投资者自负其责,放任其权益被侵害。当然,刑法对行政监管的配合,应当始终保持谦抑性,理性限缩刑法介入的范围;刑法规制作为最后一道防线,只有在充分运用行政执法和民事赔偿责任均无法充分发挥治理效果时,才可以审慎地使用刑事制裁。<sup>③</sup> 例如,在已经设置准入的前提下,如果平台在经营过程中出现违规行为,仍然需要首先考虑由行政主管部门进行审查、整改,并实施行政处罚等措施。只有在这些措施实施之后,主体拒绝整改或仍然具有巨大风险且完全超出金融中介服务的范畴时,才需要刑事处罚的介入。

## 五、结 语

“区块链+通证经济”本质上是以抽象方式表征价值,与真实的社会活动相对应,从而实现在不同的领域特别是在金融和社会领域的巨大创新。通证经济借助通证的加密数字化属性,以激励机制来改变生产关系的价值驱动经济模式,<sup>④</sup>数字证券正是区块链技术在证券金融领域的集中体现。数字证券契合国家鼓励数字经济与区块链技术发展的政策需求,法学界应当加强和深化对数字证券的研究,挖掘数字证券的价值功能,探索数字证券的实现路径与监管策略,而不能仅因为数字证券源于代币而一禁了之。数字证券目前仍是一个学理概念,但在数字经济的背景之下,具有推动和加速证券业数字化转型的重要作用。目前我国存在数字证券发行的强烈现实需求,但是模棱两可的制度环境或导致境内企业寻求境外发行的路径,或导致打着数字证券旗号的融资欺诈违法活动。数字证券应当在法律规制体系之下谋求发展。为给数字证券发行正名,数字证券发行需要明确与代币发行的界限,依靠监管部门的信用背书,回归融资手段和技术更新的双重定位来实现其价值。在此前提之下,我国未来数字证券发行的规制路径可以分两步走:首先,强调区块链技术的应用实效,将数字证券看作金融市场基础设施通过区块链技术更新,在不打破现行的证券法规制的前提下,让区块链技术真实赋能传统实体产业。其次,将数字证券作为新增的金融工具,辩证看待证券型数字资产在金融机构中的存在方式,预留数字证券在非金融机构中的创新空间,将其与股权众筹、资产证券化等方式结合,使其成为中小企业的融资工具。两

① 参见时延安:《互联网金融行为的规制与刑事惩罚》,《厦门大学学报》(哲学社会科学版)2020年第4期。

② 参见彭思远、董晓青:《金融机构违反适当性义务民事责任研究》,《天府新论》2021年第6期。

③ 参见邢星:《互联网金融商业经营模式中民刑交叉法律问题探讨》,《商业经济研究》2017年第10期。

④ 参见王沐凝、李平:《新制度经济学视域下通证经济发展探索》,《社会科学家》2020年第9期。

个层面的应用逻辑仍然是回归金融工具属性,是通过区块链技术对原有融资方式的更新和发展。不论是传统证券的数字化试点还是数字证券创新产品,都需要基于数字化特征与功能目标,重新考虑发行条件与监管方案,从而实现对数字证券的风险管控。

---

**Abstract:** The Security Token Offering is a kind of social financing practice developed by the financial market, which is a pure function of investment and financing separated from the issuance of complex tokens, actively adapt to the regulation, play the positive role of blockchain technology financing issuance. Security Tokens is a theoretical concept abstracted from the practice of Securities Token Offering. Under the concept of Security Tokens, we can deconstruct the concepts of “Securitization of digital assets” and “Tokenization of securities”. Security Tokens are related to and distinct from these two concepts, representing a dialectical relationship of intersection and development. In essence, Security Tokens is the deep integration of blockchain technology and financial market, is the application of blockchain technology in securities market. Therefore, we should be actively responded to with an inclusive and prudent approach for the development of Security Token, accurately identify the essence of digital securities business, take effective regulatory measures to prevent risks for the development of Security Tokens. Specifically, Security Tokens should be brought into the scope of the securities law adjustment law, and the rules should be adjusted under the existing securities law regulatory framework, with information disclosure and access qualifications as the main regulatory means, to supervise the multi-subject of “Investor—platform—issuer”, we can realize the overall regulation of digital securities by setting up administrative responsibility and civil and criminal responsibility.

**Key Words:** security token, Security Token Offering (STO), blockchain, securitization, collaborative governance

---

责任编辑 翟中鞠