

# 研究简报

(2017 年 第 5 期 总第 36 期)

清华大学国家金融研究院

---

## 中国 ICO 监管

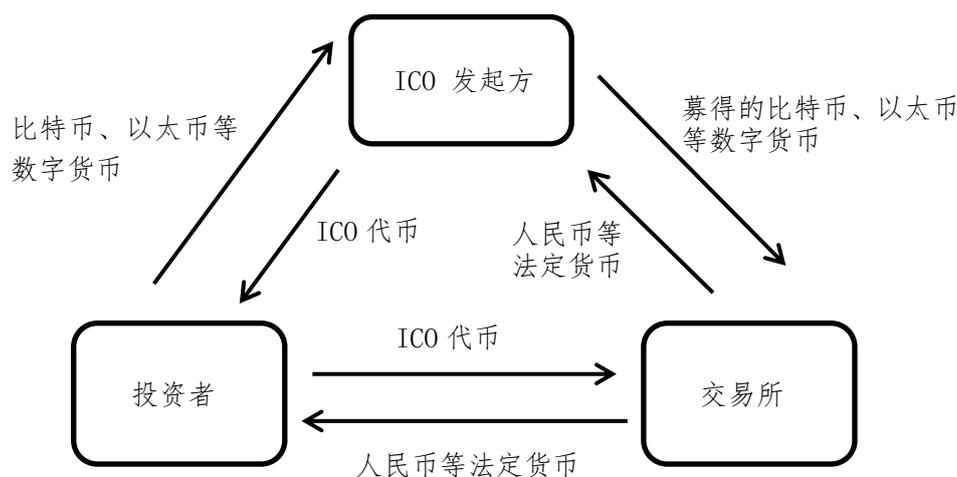
鑫苑金融科技中心

ICO 是一种为区块链项目首次发行加密虚拟代币，募集比特币、以太币等数字货币的行为。ICO 以数字货币为募集对象，融资过程可全部在线上完成，自诞生起就被广泛应用于区块链初创企业早期融资（图 1）。随区块链等金融科技相关概念的升温推广，ICO 市场在世界范围内迅速膨胀。截至 2017 年上半年，中国 ICO 市场已初具规模，募资金额达到 26 亿元人民币。在此环境下，ICO 项目质量良莠不齐、投资者非理性引发市场泡沫、不法之徒借机诈骗洗钱等隐患逐渐显露，使得 ICO 规范与监管成为了金融科技发展进程中不可回避的课题。

2017 年 9 月，中国人民银行联合七部委发布公告，全面叫停 ICO 活动。公告对 ICO 进行法律定性，称其本质为“一种未经批准非法公开融资行为”。虽然此前监管部门曾多次就 ICO 融资与代币交易做出风险提示，此次叫停政策的严格性仍超出市场预期，引起了金融科技及企业创融等领域的极大关注。

基于此次 ICO 叫停政策及后续监管, 本文从 ICO 市场环境出发, 分析了相关监管收紧的必要性和内在逻辑; 在此基础上, 对我国 ICO 监管的时间脉络及部分主要国家近期监管动态进行梳理; 最终, 对金融科技未来发展做出展望。

图 1: ICO 项目融资过程



2017 年, 我国 ICO 市场十分火爆。工信部调查数据显示, 2017 年以前, 我国 ICO 项目只有 5 个; 今年 1 月份至 4 月份为 8 个, 5 月份 9 个, 6 月份 ICO 项目数量飙升, 达到 27 个。截至今年上半年, ICO 总计融资 26 亿元, ICO 项目参与投资人数已在 10 万人以上。另据 Coindesk 统计, 目前中国参与 ICO 的人数总计达 200 万人, ICO 代币平均每周销售量从 2016 年的 1.5 个, 上升到 2017 年前四个月的 2.75 个。

随着全球范围内 ICO 市场规模不断膨胀及 ICO 违规事件的爆发, ICO 本身存在的缺陷和合规风险日益暴露。

首先, ICO 项目缺乏信息披露、资质审核、募资规模和流通方

式的明确规范。在项目发起阶段，缺少对项目资质的审查，融资企业大多处于成立初期，财务信息、企业架构较不完善，难以进行系统的估值分析；在项目发行过程中，没有监管机构、第三方评级/审计机构或法定交易平台，对融资企业的公开信息进行审核与认证；在后续运营阶段，缺少对企业履约和代币交易的必要监督。因此，技术前景和项目的投资回报周期都难以预测。正如普华永道8月初发布的《ICO 风险评估指引》指出的，ICO 的特点在于它投资于未来的项目，初期 ICO 项目本身可能只是个概念，加之区块链技术的开发和实施难度较大，ICO 项目成功与否的变数更大、风险更高。同时，此种融资方式容易被不法分子利用，成为洗钱、非法交易、逃避外汇管制的工具。

此外，在缺乏市场准入规则的情况下，ICO 融资已经从最初的区块链核心技术开发逐渐变得多样，涉及金额、物联网、博彩、媒体社交等领域。很多企业盲目追逐市场热潮，将美容、交友平台、开挖金矿、投注游戏等行业不具备投资价值的劣质项目带入 ICO 市场，此类带有欺骗性质的 ICO 项目的累积无疑会加剧市场整体的风险。事实上，我国的众多 ICO 项目本身即为骗局，监管层相关人士研究了大量的 ICO 白皮书指出，“90%的 ICO 项目涉嫌故意诈骗，真正募集资金用作项目投资的 ICO 其实连 1%都不到”。质量良莠不齐的 ICO 项目无疑是悬在众多 ICO 项目投资者头上的“达摩克利斯之剑”，一旦出现融资方诈骗传销或跑路情况，便很容易引发系统性金融风险等社会问题。



从投资者角度，今年上半年中国异常火热的 ICO 融资，已经吸引了一大批非理性投资者，他们对 ICO 项目缺乏了解和专业的判断，盲目加入投资行列，做“一夜暴富”的美梦。从市场情况看，我国许多 ICO 项目喜欢通过媒体、推介会、宣讲会等途径向社会公开宣传，用比特币类比，以他们代币数量有限，价值会无限提升，越晚买越贵等作为噱头鼓动投资者尽快尽早参与投资。受这些鼓吹的诱惑，大部分的 ICO 投资者不看项目只关注名人效应，虽然知道有些项目劣质，但依然会为站台大佬买单；知道 ICO 有项目失败、团队跑路的风险，但依然乐此不彼地加入，认为自己足够侥幸，不会成为“接盘侠”。以今年发行融资的 Press One 项目为例，此项目连白皮书都不具备，仅凭借“名人效应”就在短短 4 个小时内吸引了 1.4 万名投资者参与，融资近 5 亿人民币！迄今为止，恒星币、万福币、中华币、百川币、维卡币、珍宝币、五行币等均是已经被查获和曝光的数字货币传销案。

最后，ICO 及其发行机制存在的技术安全隐患依旧不可忽视。ICO 所发行的代币是一种依托于区块链技术的虚拟货币，与传统证券或票据相比，不存在中央发行单位或记账系统，其安全性来源于加密技术与系统安全。当前区块链技术发展尚处于初期阶段，安全性有待进一步提高，一旦区块链系统遭到攻击篡改，投资者可能面临相应的财产损失。全球范围内，ICO 遭受黑客攻击的事件频发。2016 年 6 月，创造全球最高众筹纪录的众筹项目 The DAO 由于其智能合约中存在的漏洞而受到黑客攻击，造成 360 万以太币被盗，损

失超 6000 万美元。今年 7 月，提供以太币交易平台的 Coindash 在发起 ICO 的几分钟内遭到黑客攻击，篡改了以太币发送地址，盗走 740 万美元以太币。同月，Veritaseum 同样在发起 ICO 的几分钟内遭受黑客攻击，黑客成功窃取大量 VERI 令牌并将以太坊转移到两个不同的地址，几分钟内损失大约 840 万美元以太坊。

ICO 和虚拟代币作为几年来金融科技的一类新生事物，在较长一段时间内处于“无准入门槛、无行业规则、无监管机构”的状态。今年的市场乱象一方面加速了行业的衰退，另一方面也加速了政府监管的到来。

2017 年 7 月 5 日，国家互联网金融安全技术专家委员会发布《2017 上半年国内 ICO 发展情况报告》，明确指出“ICO 单个项目募集人数普遍超过 200 人，构成非法集资要件，提醒有关部门注意，避免发生群体性金融事件”。8 月 24 日，国务院法制办在其官网公布了《处置非法集资条例（征求意见稿）》，其中第 15 条第二款指出：以发行虚拟货币为名义筹集资金的行为，如果违反国家许可及相关法律法规，国家有关部门将启动行政调查。8 月 30 日，中国互联网金融协会发布《关于防范各类以 ICO 名义吸收投资相关风险的提示》，指出国内外部分机构以 ICO 名义从事融资活动涉嫌诈骗、非法集资。9 月 2 日，互联网金融风险专项整治工作领导小组办公室向各省市金融办（局）发布《关于对代币发行融资开展清理整顿工作的通知》，指出 ICO 本质上属于未经批准的非法公开融资行为，涉嫌非法集资、非法发行证券、非法发售代币，以及涉嫌金融诈骗、

传销等违法犯罪活动，严重扰乱了经济金融秩序。

9月4日，中国人民银行联合七部委发布《关于防范代币发行融资风险的公告》，将ICO定性为一种未经批准非法公开融资行为，涉嫌非法发售代币票券、非法发行证券以及非法集资、金融诈骗、传销等违法犯罪活动。至此，我国原本的火热的ICO市场被完全叫停！随后，国家互联网金融风险专项整治工作领导小组办公室也印发通知，要求相关比特币等虚拟货币交易场所制定退出方案、明确退出时间及客户资金资产处置措施等。

9月14日，作为国内成立最早、交易量最大的虚拟货币交易平台之一的比特币中国发布公告，即日起停止新用户注册，并于9月30日停止所有交易业务。这是国内首家发布关停公告的虚拟货币交易平台。9月23日，上海相关代币融资发行平台已发行项目90%以上基本完成清退，相关比特币等虚拟货币交易平台也均提出了退出方案，并着手开展客户资金、资产清退工作。

**表 1： 上海 ICO 网站及虚拟货币交易平台清退情况**

网站名称	关停时间	提现截止时间
币安	9月28日	9月28日
比特矿	9月30日	未知
54 数字资产平台	9月29日	目前无法提现
汉币网	9月30日	9月30日
19800 网	9月30日	9月30日
ICOAGE	9月28日	9月28日
910ICO	9月21日	邮件沟通
ICORace	9月1日	9月30日
ICOFOX	9月14日	9月21日
比特宝	无法访问	未知



币盈网	已关停	9月15日
ICOrRaise	已关停	未知
IC017	已关停	未知

9月15日，北京市互联网金融风险专项整治工作领导小组办公室要求注册在北京的虚拟货币交易所，最晚于9月15日24点前发布公告，明确停止所有虚拟货币交易的最终时间，并宣布立即停止新用户注册。两家驻京交易所火币网和OKcoin在9月15日相继发布公告，宣布9月30日前通知所有用户即将停止交易，并于10月31日前，依次逐步停止所有数字资产兑人民币的交易业务。此外，目前国内的十家主要比特币交易所也均已进入清退倒计时。

表2 比特币虚拟货币交易所清退时间表

交易所名称	所属地区	公告时间	清退期限
自由意志	上海	9月14日	9月20日
比特矿	上海	9月19日	9月30日
51数字资产	上海	9月15日	9月29日
Coinnice	北京	9月15日	9月30日
海枫藤	上海	9月18日	9月30日
云币网	北京	9月15日	9月20日
链行	上海	9月21日	9月30日
中国比特币	北京	9月15日	10月31日
微比特	深圳	9月15日	9月30日
比特币交易网	北京	9月29日	9月30日

起初，全球金融监管机构面对ICO这一创新型融资模式多数保持观望。今年下半年以来，多个主要国家和地区监管均趋严。继中国第一个全面叫停ICO并终止虚拟货币交易所之后，香港、英国、美国、澳大利亚等国家或地区相继收紧ICO政策，严管ICO相关项目和参与企业，并多次向社会发布风险提示。9月29日，韩国禁止

来自该国的所有 ICO 以及基于信用的加密货币交易，成为全球第二个叫停 ICO 的国家。

面对当前信息化高速发展的时代，网络空间的开放性和互动性推动了新的金融业态的涌现，但同时也会带来业务、技术和网络三重风险的叠加。那么，作为新生事物的 ICO 从异常火爆到被监管叫停这一事件对我国金融科技如何健康发展带来哪些启示呢？

首先，监管层逐渐加强对“伪创新”金融监管。今年7月份召开的第五次全国金融工作会议提出，所有的金融业务都要纳入监管，及时有效识别和化解风险。习总书记也特别强调，“防控金融风险是当前一项主要工作任务”。大量 ICO 项目发行机构打着改革和创新的旗号搞诱惑和欺骗群众、逃避法律监管、从事非法集资活动、破坏市场秩序和社会稳定的伪创新。这些非法金融行为势必引起监管层的重视并被及时遏制，以防范市场过热可能引发的金融风险，并保证金融秩序的稳定。

需要说明的是，此次政策发布是对 ICO 融资模式的叫停，而非对区块链及数字货币等金融科技的叫停。虽然短期来看，ICO 有关行业的创新企业融资可能会有所放缓；但长远来看，此次监管收紧能及时阻止资金流向前文提到的“伪创新”项目、非法集资项目，督促投资者审慎投资，提高金融科技市场的资源配置效率。

其次，金融创新要以服务实体经济为天职，防止“脱实向虚”发展。比特币本质上就是一堆复杂算法形成的特解，而 ICO 项目发行的代币没有价值和使用价值，更没有法偿性，就是数字符号。它

们的涨跌不受任何实物资产的控制，也没有可以参照的实体，不能够反映实体经济的任何特征，做不了稳定器与晴雨表。目前来看，仅只满足了金融投机者与资本畋猎者的追利之心，几乎对实体经济没有任何意义。从虚拟货币交易所退出中国可见监管层的态度和决心，无法服务于实体经济的金融创新，势必得不到政策支持。

最后，加大金融法规和科技知识普及。大部分新入场的投资者对包裹金融科技糖衣，实则是投机甚至骗局内核的 ICO 项目风险识别不够，轻信“暴富神话”，在看不懂项目的情况下就匆忙入场。因此，一方面需要加强对投资者的资格认证和风险提示，另一方面要引导广大居民“脱虚向实”，理性投资，自觉远离非法集资、高利贷等社会毒瘤。

**报告作者：清华大学国家金融研究院鑫苑金融科技中心 寻朔、柯岩、魏行空**