

Deloitte.

HKbitEX  
香港数字资产交易所



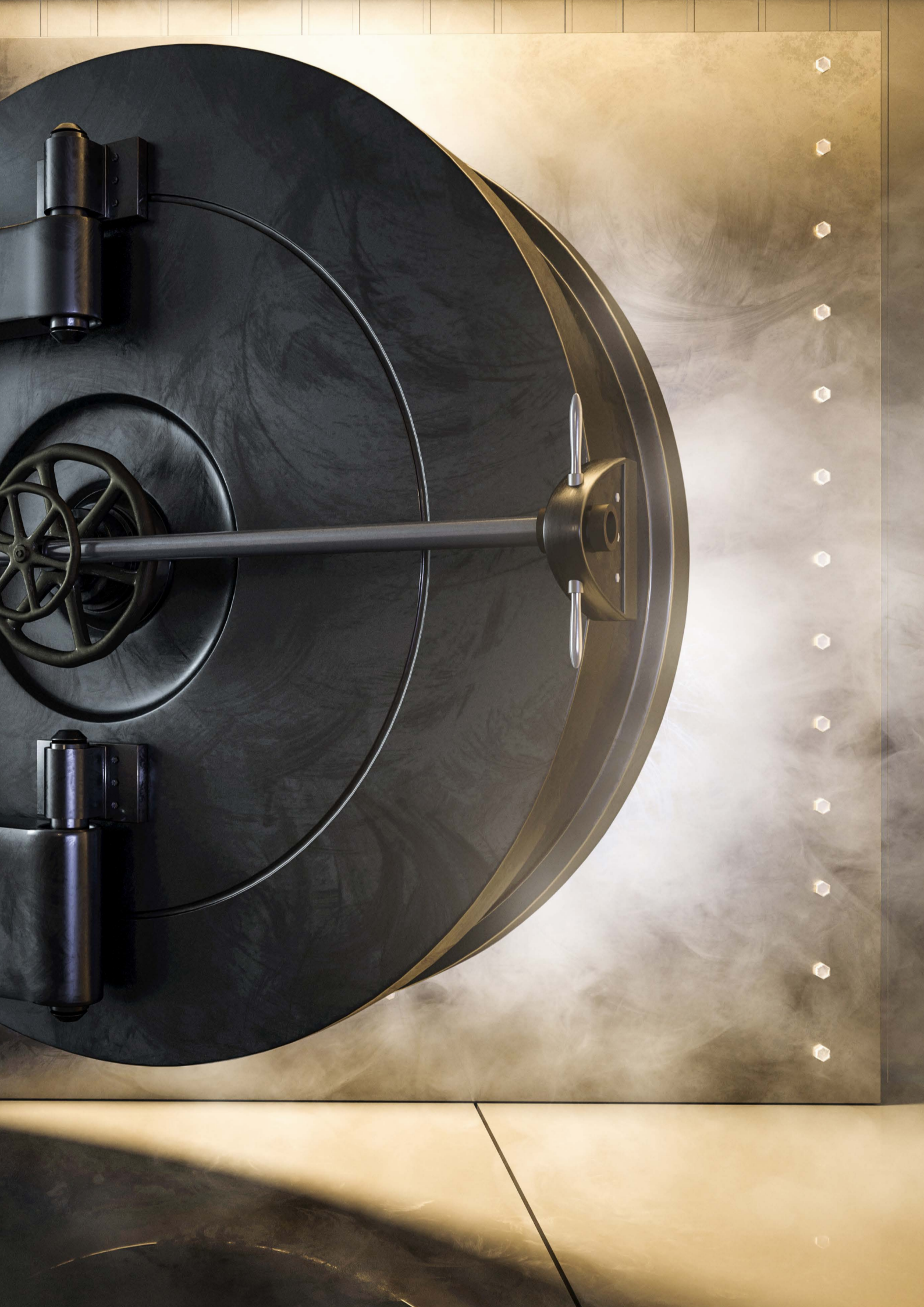
Asian Institute of  
International Financial Law  
The University of Hong Kong



STO白皮书第2章：  
STO的优势

因我不同  
成就不凡

始于1845





# 目录

引言	1
传统融资渠道面临的问题	3
STO的技术优势	10
总结	11
致谢	12
联系人	14

# 引言

代币化是否是证券的下一个发展方向？前美国证券交易委员会（SEC）主席Jay Clayton持肯定意见。他对比了以实物股份证书进行交易到如今电子化交易的巨大飞跃，并说道：

“……如今谈起交易，全部都是电子交易。我们的交易所也已实现电子化。对于你的每一笔交易，如果你打电话给经纪人，说想买一支股票，交易就通过电子方式运用算法执行完成。现在的情况与20年前大不相同，以前是发行实物股份证书，现在则为电子化交易。股票很有可能全部走向代币化。”<sup>1</sup>

下文摘自我们于2020年10月15日发布的报告《证券型代币发行：金融市场演进的下一阶段？》，报告中列举了市场参与者所面临的传统融资渠道痛点，并阐述了证券型代币发行（STOs）如何解决其中一些问题。我们也将说明STOs如何减少传统融资方式的结构弊端。

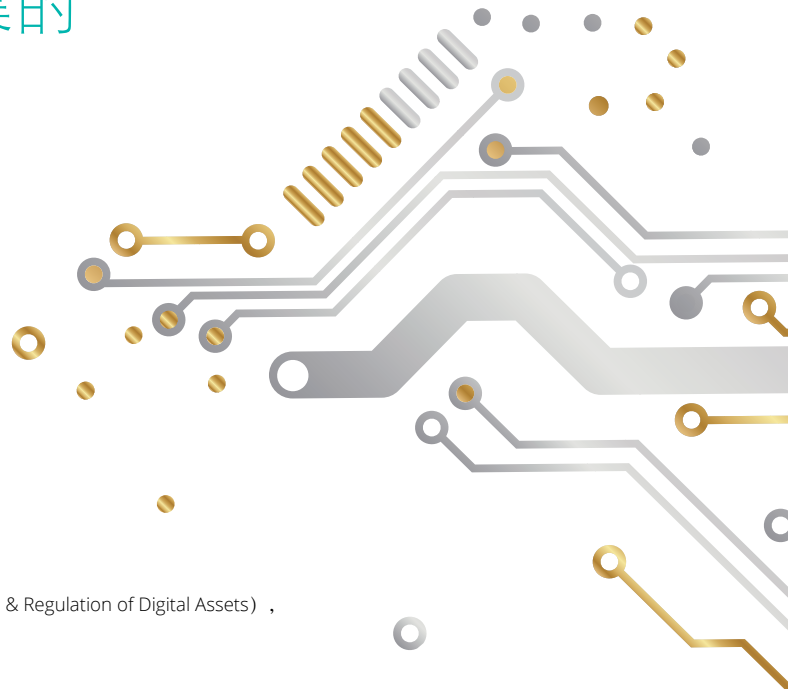
为此，我们广泛咨询了香港市场的潜在证券型代币发行商、投资人和中介商，了解了他们对于香港STO市场发展的看法，并对所收到的反馈进行了分析总结（见本文）。本文中所指“受访者”为香港数字资产交易所（HKBitEX）所发布市场调查问卷的受访者。

## 全球STO市场

全球市场上通过STOs募集的资金规模总计已超过3.6亿美元。<sup>2</sup>

<sup>1</sup> 网络研讨会“数字资产的创新与监管”（Two Sides of the American Coin: Innovation & Regulation of Digital Assets），数字商会，2020年10月1日

<sup>2</sup> [www.stomarket.com](http://www.stomarket.com)（2020年12月11日）





AD-58457-DJ-JK

# 传统融资渠道面临的问题

## 融资成本高昂

传统融资渠道对特定类型的公司最为有效，例如成熟行业中的大公司以及新近的技术企业和生物科技公司。这些渠道所依赖的金融基础设施已有数十年历史，非常陈旧，与之配套的支付和结算系统等效率低下，增加了融资相关成本。此外，尽管20国集团（G20）对受益所有权的透明度要求达成了共识，但登记公司只记录了证券名义持有人的相关信息，因此确定实益持有人仍要耗费大量时间。

融资本身成本很高，只有当公司达到一定规模后才具有成本效益。再者，虽然发行商有义务更新提供给投资人的信息，但由于投资人无法随时了解实时信息、数据可能过时以及提供实时更新的成本昂贵，因此总是存在滞后性。例如，某些债务融资工具的汇款报告和部分企业行为（如股息分配）至少需30天才能提供给投资人。这种弊端在私人市场尤为显著，因为当前系统涉及诸多交易方，从而导致流程繁琐、重复及缺乏透明性。

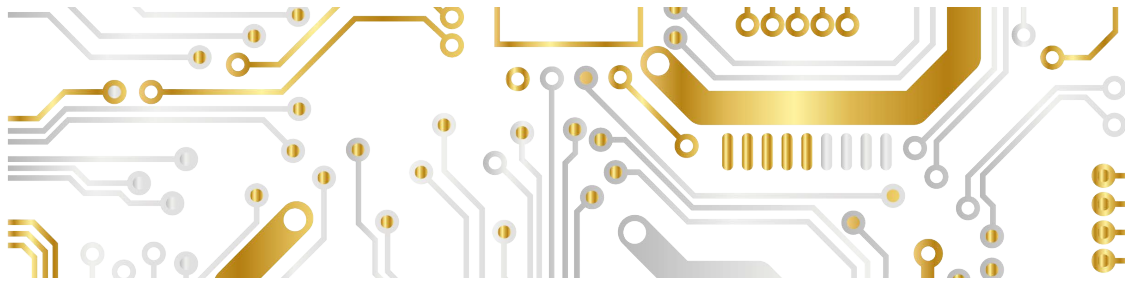
## 只面向少数传统公司

一般来说，在香港只有极少数的公司能够进入资本市场，包括：

- 相对成熟的企业；
- 传统/不受限制行业的企业；以及
- 拥有有形实物资产的企业。

因此，尚有一大部分企业无法得到融资，包括成长阶段的企业和新经济/轻资产企业。这些公司通常无法满足大型证券交易所（如香港证券交易所）的资格要求<sup>3</sup>，同时，由于经营历史较短且缺少实物抵押品，而银行也面临巴塞尔协议III日益严格的资金要求，其也难获得银行贷款。新创办的公司如果幸运，可能获得风险投资（VC）、私募股权投资（PE）及其资源网络；否则他们只能依靠自有储蓄或亲朋好友的支持。

我们香港市场调查显示受访者有兴趣通过STO投资不同资产类别，包括传统的非流动性资产、权益以及香港市场目前没有的基金。



<sup>3</sup>例如，公司若要在香港证券交易所主板上市，除其他方面要求外，还必须满足至少5,000万港币的三年总利润及至少5亿港币的市值。但是，港交所于2020年11月的市场咨询中提出将利润要求提高150%或200%的建议。

### 资产缺乏流动性、所有权难以分割

有些资产类别的所有权不易被分割或拆分，包括：

- 私人市场（包括债务和股权）
- 房地产；
- 名庄酒；
- 艺术品；以及
- 知识产权。

就其本身而言，这些资产通常不适宜通过传统资本市场实现货币化。但是，借助代币化工具，这些资产的所有权可被分割，广泛分配并交易，以较低的入市价格被带到更多潜在投资人面前。代币化带来的最大机会体现在私人市场——仅在房地产领域，私人房地产市场的规模就比公共房地产市场大32倍<sup>4</sup>。由此，资产所有人可将这些此前被认为缺乏流动性的资产货币化。

尽管受访者表示有兴趣投资于独特的产品，但他们更迫切地关注这些产品是否具有足够的流动性。大部分受访者认为在挑选虚拟资产平台时，具有足够的流动性是最重要的考虑因素，而独特产品的提供则是最不重要的考虑因素。

<sup>4</sup>对于数字化资产，私人市场为其提供了绝佳机遇 (For Digital Assets, Private Markets Offer the Greatest Opportunities) by Mike Kühnel, Thomas Olsen, John Fildes and Karl Gridl



### 案例1：St. Regis AspenCoin【资产类别：房地产】

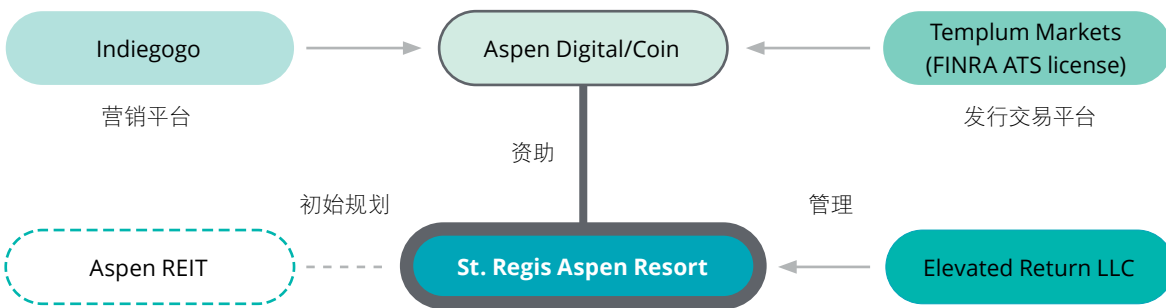
本案例研究了豪华酒店St. Regis Aspen在2018年10月共募集1,800万美元的STO项目。

#### 背景

St. Regis Aspen Resort是一家位于科罗拉州（Colorado）阿斯彭（Aspen）小镇的豪华酒店。该项目是首例代币化房地产所有权项目。

#### 流程结构

AspenCoin的基本流程结构如下所示：



资料来源：<https://medium.com/kryptal/security-token-case-analysis-aspen-coin-the-first-real-estate-security-token-offering-bbbcc52ace5>

#### 运作方式和投资人

代币化的标的资产是度假区的部分所有权，这在房地产领域尚属首例。数字化代币依照经修订的美国1933年证券法D条例的豁免规范，被分配给了投资人。对这些数字化代币的投资将获得等同于the Aspen Digital, Inc这一单项资产REIT的一股普通股所产生的相应经济利益，包括无投票权和REIT的收

产的二级交易。这些代币目前仅对专业投资人开放。Indiegogo和Templum所扮演的角色分别好比传统IPO流程中的保荐人和交易运营商。

#### 所使用的区块链技术

Templum Markets使用以太坊（Ethereum）作为 AspenCoin的主货币，但tZERO平台使用Tezos系

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_17812](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17812)

