

國立臺灣大學法律學院法律學系

碩士論文

Department of Law

College of Law

National Taiwan University

Master's Thesis

比特幣之特性與金融監管定性問題

**The Characteristics and the Legal Status of Financial
Regulations on Bitcoin**

姜鎧翔

Teng-Hsiang Chiang

指導教授：林仁光 博士

Advisor: Jen-Guang Lin, S.J.D.

中華民國 113 年 6 月

June 2024



國立臺灣大學碩士學位論文
口試委員會審定書

比特幣之特性與金融監管定性問題

The Characteristics and the Legal Status of
Financial Regulations on Bitcoin

本論文係姜鎧翔君（R10A21108）在國立臺灣大學法律學系
完成之碩士學位論文，於民國112年7月21日承下列考試委員審查
通過及口試及格，特此證明

指導教授：

林 仁 光

口試委員：

王 志 誠

蔡 英 欣

林 仁 光

中文摘要



比特幣旋風自 2008 年問世後迅速席捲全球，有人將它用作如同紙鈔般之支付工具來購買物品及日常所需；有人則將它作為投資工具，希望在虛擬通貨市場上有所獲益；甚至有人看中其避險性質，運用多樣化投資組合來做資產配置。這些比特幣之實際應用即為貼近人們的日常生活，也確實創造出更多的選擇及便利。然而虛擬通貨世界終究有其神秘的一面，從背後的技術再到發明者之思維，某些特性著實吸引了犯罪者的注意也悄悄成為犯罪工具並提高不法誘因。

本文將從虛擬通貨之技術及實際應用進行分析，並將焦點集中在比特幣於現實世界中所扮演之角色，以及現今社會中人們如何利用及濫用它，透過我國及外國法上目前遇到之案例進行介紹，從投資人保護之視角出發探討如何解釋現行法規，以有效規制相關不正行為。本文將重點置於金融法規定性問題之討論，期望可以針對以下三個問題進行回應：第一，比特幣是否為「有價證券」；第二，比特幣是否為「商品」；第三，比特幣是否為「款項、資金」；再者，除了將比特幣透過現行法規做出定性外，更會深入分析各種定性後之實際意義及可能受到之管制措施，如此或許可減少我國主管機關及法院於認事用法時之疑惑及障礙。

最後，為力求定性分析之完整性，本文也將介紹外國法制對此問題之看法，事實上比特幣的特性已造成各國監管上之困擾，各國監管單位紛紛表態比特幣之定性及監管立場，除了作為有價證券、商品、款項及資金之探討外，是否能從外國法之定性上提供我國不同面向之思維，以作為日後立法論之素材。

關鍵詞：比特幣、虛擬通貨、金融監管、投資人保護、監管定性

ABSTRACT



The bitcoin has become a sensation since its introduction in 2008, receiving much attention worldwide. Some people use it as a payment tool like money to buy items and daily needs; some people use it as an investment tool, hoping to benefit from the virtual currency market; Some people even take a fancy to its hedging capabilities and diversify investment portfolios for asset allocation. The practical application of the bitcoin is to be close to people's daily life, and indeed to bring us more choices and convenience. However, the world of virtual currency has its mysterious side after all. From the technology behind to the intention of the inventor, some features really attract the attention of criminals and quietly become criminal tools and increase illegal incentives.

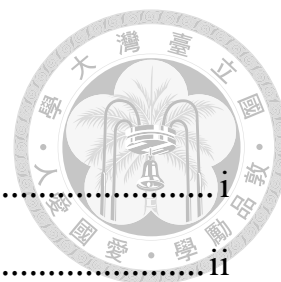
This thesis analyzes the technology and practical application of the virtual currency, focusing on the role of Bitcoin in the real world, and how people use and abuse it in the society, by introducing some current cases in Taiwan and other countries. From the perspective of investor protection, discusses how to interpret regulations to effectively regulate related misconduct and abusive market practice. This thesis aims to situate bitcoin within existing laws and regulations, focusing on the discussion of financial law regulatory issues, and eventually hoping to respond to the following three questions: first, whether bitcoin is a "security"; second, whether bitcoin is a "commodity"; third, whether bitcoin is a "deposit or fund" under *The Banking Act of The Republic of China*. Moreover, in addition to making the issue much clearer, this thesis will also conduct an in-depth analysis of the actual significance of various characterizations and possible measures for regulations, so that it may be possible to reduce confusions and obstacles.

Finally, in order to strive for the integrity of the bitcoin's legal status, this thesis will also introduce the views of foreign legal doctrines on this issue. In fact, the characteristics

of Bitcoin have caused regulatory issues in other countries. In addition to discussing whether the bitcoin is a security, a commodity, or a deposit/ fund, whether it can also situate within different regulations and definitions. It is anticipated that we can gain some different aspects and insights by learning comparative law, and clarify the direction for future regulations.

KEYWORDS: *bitcoin, virtual currency, financial regulation, investor protection, legal status on regulations*

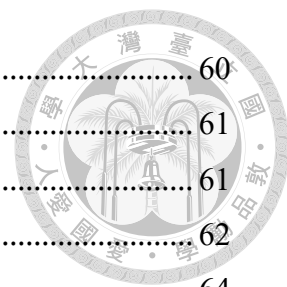
目次



中文摘要	i
ABSTRACT	ii
第一章 緒論	1
第一節 研究動機	1
第二節 研究範圍與方法	2
第三節 研究架構	4
第四節 現有研究檢索與彙整	4
第二章 虛擬通貨之技術、應用及不正使用	13
第一節 虛擬通貨之意涵	14
第二節 虛擬通貨之設計架構	17
第一項 封閉性虛擬通貨架構	17
第二項 單向流通性虛擬通貨架構	17
第三項 雙向流通性虛擬通貨架構	17
第三節 虛擬通貨之分類	18
第一項 瑞士 FINMA：依表彰權利內容	18
第一款 支付型代幣（Payment tokens）	18
第二款 功能型代幣（Utility tokens）	19
第三款 資產型代幣（Asset tokens）	19
第四款 綜合分析	19
第二項 英國 FCA：依受規範之情形	20
第一款 證券型代幣（Security tokens）	20
第二款 電子錢幣型代幣（e-money tokens）	21
第三款 不受監管型代幣（unregulated tokens）	21
第四款 綜合分析	21
第三項 美國 SEC：個案判斷，從嚴監管	22
第一款 資產型代幣——以 The DAO 案為例	22
第二款 功能型代幣——以 Munchee 案為例	24
第三款 支付型代幣——以比特幣、以太幣為例	25
第四項 我國金管會	25



第四節 比特幣之技術與應用	26
第一項 雙向流通性虛擬通貨架構	26
第二項 去中心化的點對點虛擬通貨	26
第三項 區塊鏈技術的應用	27
第四項 比特幣之取得方式	27
第一款 挖礦 (mining)	27
第二款 自交易平台購入	28
第三款 以商品或勞務換取比特幣	28
第五節 比特幣之追訴困境	28
第一項 比特幣為可轉換之虛擬通貨	29
第二項 去中心化的點對點虛擬通貨	30
第三項 高度跨國性	31
第四項 匿名性—無法與真實人格產生連結	31
第六節 比特幣之使用模式	33
第一項 作為支付工具	33
第二項 作為投資工具	34
第三項 作為避險工具 (hedging capabilities)	35
第七節 比特幣之不正使用	36
第一項 從事地下非法活動	36
第二項 作為詐騙標的	37
第三項 作為吸金工具	37
第四項 作為洗錢工具	38
第三章 比特幣是否為「有價證券」	42
第一節 有價證券之定義	42
第一項 我國證券交易法第 6 條	42
第二項 美國 1934 證券交易法 Section 3(a)(10)	44
第三項 本文見解：實質認定有價證券	49
第二節 比特幣是否為有價證券	53
第一項 美國法之判斷標準	53
第一款 美國 SEC 立場	53
第二款 美國 The DAO 事件	55
第三款 學說上對於比特幣是否為有價證券之探討	56



第二項 我國主管機關之見解	60
第三節 其他虛擬通貨成為有價證券之可能性	61
第一項 運用 ICO 籌資	61
第二項 正式針對 STO 作規範	62
第三項 STO 發行人限制	64
第四項 我國法制評析	65
第四節 本文評析	66
第四章 比特幣是否為「商品」	69
第一節 商品的意義與規範實益	70
第一項 有價證券與商品期貨之管轄權	71
第二項 現貨市場與期貨市場連動性	73
第二節 美國法觀點	75
第一項 美國 CFTC 監管權限	75
第二項 CEA 適用範圍與爭議案例	78
第一款 CEA 下的「商品」定義	78
第二款 有價證券期貨是否為商品 (security future)	79
第三款 美國實務案例	80
第一目 CFTC v. McDonnell 案	80
第二目 CFTC v. My Big Coin 案	81
第三目 美國法立場	83
第四款 比特幣為商品?	83
第三項 比特幣作為「商品」所受到之規範	85
第一款 CFTC 對於比特幣之監管立場	85
第二款 CEA 的反操縱與反詐欺規定	86
第三款 CEA 之內線交易可罰性爭論	87
第四項 小結	88
第三節 我國法之觀察與分析	89
第一項 我國期貨交易法規範	89
第一款 期貨交易之定義	90
第二款 比特幣是否為期交法之「貨幣」	91
第一目 比特幣為貨幣?	91
第二目 比特幣為法定貨幣?	93



第三目 本文評析	95
第三款 比特幣是否為期交法之「有價證券」	95
第四款 比特幣是否為期交法之「商品」或「其他利益」	96
第二項 期貨交易法之規範模式	97
第一款 操縱市場	97
第二款 內線交易	97
第三款 詐欺等不正行為	99
第四款 法律效果	99
第三項 小結	99
第三節 本文評析	100
第五章 比特幣是否為「款項、資金」	102
第一節 銀行法的「款項」或「資金」	102
第一項 銀行法規定及適用範圍	102
第二項 第 29 條、第 29 條之 1 與第 125 條之適用關係	103
第二節 我國實務見解	104
第一項 臺灣高等法院 107 年度金上訴字第 83 號判決	104
第一款 案例事實	105
第二款 法院判決	105
第二項 臺灣高等法院 109 年度金上訴字第 59 號判決	107
第一款 案例事實	107
第二款 法院判決	108
第三項 最高法院 110 年度台上字第 3277 號判決	110
第一款 案例事實	110
第二款 法院判決	111
第三節 學說見解	112
第一項 肯定比特幣為「款項」、「資金」	112
第二項 否定比特幣為「款項」、「資金」	113
第四節 本文評析	114
第一項 否定比特幣成為「款項」、「資金」	114
第二項 比特幣之定位及影響	115
第一款 虛擬通貨交易平台業者可能不構成電子支付業	115
第二款 虛擬通貨交易平台業者亦可能不適用銀行法	116



第六章 其他定性.....	117
第一節 貨幣之替代品 (a substitute for real currency)	117
第一項 美國財政部金融犯罪執法局之觀點	117
第二項 於美國法上之定性實益	117
第三項 本文評析	118
第二節 資產 (Property)	119
第一項 資產的意義及定性實益	119
第二項 比特幣應屬資產	120
第三項 比特幣作為資產則會成為課稅對象	121
第四項 本文評析	122
第三節 法律上之金錢 (money)	122
第一項 歐盟觀點	122
第二項 美國法院見解：U.S. v. Ulbricht 案	123
第三項 本文評析	124
第四節 金融工具 (Financial Instrument)	125
第一項 金融工具之定義與分類	125
第一款 現金工具	125
第二款 衍生性金融商品	125
第三款 商品	126
第二項 比特幣是否為金融工具	126
第三項 比特幣若屬金融工具，會受到之管制—以歐盟法為例	127
第一款 公開說明書規則 (Regulation (EU) 2017/1129)	127
第二款 透明度指令 (Directive (EU) 2013/50/EU)	128
第三款 金融工具市場指令及金融工具市場規則 (Regulation (EU) No 600/2014)	128
第四款 證券集中保管規則 (Regulation (EU) No 909/2014)	129
第五款 結算最終性指令 (Directive 98/26/EC)	129
第六款 另類投資基金經理指令 (Directive 2011/61/EU)	129
第七款 反洗錢指令 (Directive (EU) 2018/843)	129
第四項 本文評析	130
第五節 虛擬通貨與洗錢防制法制	131
第一項 我國之法制發展歷程	131

第一款 洗錢防制法	131
第二款 法規命令及行政規則	132
第二項 我國現行法之監管架構	134
第一款 我國規範管制過程	134
第二款 虛擬通貨之定義仍未清楚	135
第三款 我國主管機關實則未明確	136
第四款 虛擬通貨事業的地理範圍	137
第三項 國際上針對虛擬通貨洗錢防制之標準	138
第一款 FATF 介紹	139
第一目 組織簡介	139
第二目 與虛擬通貨相關之建議與指引概覽	139
第三目 對於虛擬通貨洗錢防制之進程	140
第四項 法制評析與政策建議	146
第七章 結論	148
參考文獻	151





第一章 緒論

第一節 研究動機

西元 2008 年全球陷入前所未有的金融海嘯（financial crisis）危機當中，此一風波重創世界各大銀行、金融機構；然而新創公司於此際看準時機進入金融市場，其打著讓金融服務變得更具效率且低成本的大旗、降低消費者使用金融服務的門檻等優勢，透過有別於傳統銀行徵信、放貸作業流程之繁瑣縝密，成功將客群外延至多數消費者，而這也是金融科技（FinTech）一詞蔚為風行的起源。在金融科技浪潮下，區塊鏈（blockchain）技術的發明，即是金融創新的一種形式，讓使用者得以實施去中心化的交易，不必再依賴無形的信賴基礎或第三方權威機構。而區塊鏈技術最知名的應用即為——比特幣。

用比特幣（bitcoin）購買咖啡，透過超商比特幣 ATM 購買、兌換、移轉比特幣，又或者如同投資股票般在虛擬通貨交易平台買賣比特幣，似乎已成為人們習以為常的日常活動，比特幣帶給人們生活更多的選擇及便利；然而水可載舟，亦可覆舟，這些年來從外國的 Mt.GOX 事件¹、絲路案件²、違法吸金案件，再到近期的 FTX 破產事件³，在在顯示尚在發展中的比特幣等虛擬通貨，隱藏著不少危機。有些人掌握比特幣背後之技術缺失而從事犯罪行為，有些人則是為求自身獲利而在比特幣之市場上進行操縱詐欺等不正行為，使自己獲利無數，後者實則是本文所欲探討之議題。由於比特幣可輕易在虛擬通貨平台上購買，近年來吸引不少投資者湧入；然而虛擬通貨市場如同股票、債券市場般，會有相似之詐欺、操縱市場等問題，進

¹ 王詩韻（02/13/2014），〈交易平台連遭駭 比特幣暴跌〉，《自由時報》，<https://ec.ltn.com.tw/article/paper/753918>（最後瀏覽日：06/15/2023）。

² 譚悠文（10/04/2013），〈美查封絲路逮主嫌 「比特幣」暴跌〉，《中國時報》，<https://www.chinatimes.com/newspapers/20131004000875-260510?chdtv>（最後瀏覽日：06/15/2023）。

³ 陳美君（01/01/2023），〈「受害者破百萬人、損失金額逾數十億美元…」 虛擬資產交易所 FTX 破產啟示錄 到底哪裡出了錯？〉，《經濟日報》，<https://money.udn.com/money/story/5613/6880260>（最後瀏覽日：06/15/2023）。



而可能有相關投資人保護法制之適用。本文意識到此問題後，閱讀我國金融主管機關金融監督管理委員會（下稱「金管會」）之新聞稿及聲明，以及爬梳我國實務判決，確實發現曾有透過比特幣進行詐欺、操縱市場等案例。於此勾起筆者欲釐清問題之動機，想了解若在我國遇到相應之問題，主管機關如何以對，以及現行法下該如何解釋之定性問題，同時也透過查找外國文獻希冀對此議題有更深之理解。股票市場上面臨到的問題，在虛擬通貨市場更是層出不窮，在自由市場運作下，投資人之保護及市場秩序之維護至關重要。金管會自從被指定為虛擬通貨平台之主管機關後⁴，其所為之監管面向亦多聚焦在：客戶和平台資產分離、商品上下架審查、及投資人保護等三大面向⁵，而本文所探討之焦點即是從「投資人保護」之面向切入，透過比特幣之定性而對應相關金融法規之監管議題，正可呼應近來虛擬通貨蓬勃發展下所產生之投資人保護問題。

比特幣等虛擬通貨在現今社會似乎扮演著舉足輕重的地位，從發行之初即搏得諸多版面，原先是用以解決繁雜之交易流程，欲突破時空藩籬並開創嶄新一頁；然而當其中之特性已被人們清楚掌握，並運用其缺點為不正使用，此時政府應如何予以回應，以及法律制度應如何調整，儼然成為不得不面對之問題。因此本文意識到問題之嚴重性及迫切性，欲專注在現行證券交易法、期貨交易法、銀行法及其他法規，從解釋論出發視應如何「定性」比特幣，再針對現行法不足之處以外國法為借鏡而為修法之建議，希望此成果得以做為我國主管機關未來修法時參考之依據，並提供有建設性之資訊。

第二節 研究範圍與方法

本文以比特幣之金融監管及定性為研究標的及主要之研究範圍，並剖析金融

⁴ 金融監督管理委員會新聞稿（03/30/2023），〈金管會擔任具金融投資或支付性質之虛擬資產平台主管機關之推動規劃〉，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202303300001&dtale=News（最後瀏覽日：06/07/2023）

⁵ 王孟倫（03/20/2023），〈虛擬貨幣由金管會主責 黃天牧：將與業者討論自律規範〉，《自由時報》，<https://ec.ltn.com.tw/article/breakingnews/4245010>（最後瀏覽日：06/27/2023）。



科技創新下現有法規如何因應及詮釋，專注聚焦在我國及外國法例之現有規範，採取比較法學與文獻整理之方式，希冀對於此議題做全面性理解。縱使市場上已流通著成千上萬種虛擬通貨；然而比特幣於市場上仍是運用最廣泛及交易金額最龐大者，且其與其他虛擬通貨有極大之本質差異，這也是本文欲限縮討論比特幣之原因之一。雖然在技術層面會提及相關之虛擬通貨，但本文無意深入探討其在我國法制上之定性，以避免討論過於發散而失焦，故採取專注討論比特幣並以此為研究範圍之劃定。有鑑於此類技術萌芽於 2000 年後，許多法規在制定之初並未律及科技革新所帶來之技術突破，已將人類帶到新的宇宙世界觀，舊有制度應如何適當的解釋又或者如何修正，乃是迫切且棘手之問題。本文將以現行金融法規中相關規定為探討核心，視比特幣是否可「定性」為證券交易法下之「有價證券」；期貨交易法之「商品」；以及銀行法下之「款項、資金」等，進而觸發各該法規之監管要求。此外，本文同時亦會觸及民事法及刑事法領域等部分問題，目的即係為對於虛擬通貨之監管做出最正確之回應。

於研究範圍中，首先介紹虛擬通貨為何物及淺談背後技術之應用，並說明其是如何被使用於現今社會中；更甚者，其不正使用之情形及風險，是否及如何透過法律加以規範。談到規範議題，需先清楚了解我國現有法規是否足以應對，此同時會涉及比特幣金融監管上之最大困境——如何定性，理由是比特幣之特性至今仍難以明確掌握，有需詳細釐清之必要。定性的意義毋寧是為了在現有的分類下將之納入適當範疇加以規範；然而法律解釋中有其侷限，若現行法規確實有漏洞待填補時，設計一套新的制度更顯不可或缺。於此，本文亦會將國際上所提出之看法詳細介紹，並為修法建議。須說明者，本文探討範圍並不包含比特幣背後深層之技術層面以及程式運作，較多著重在實際應用所遇到之難題及修法方向。

研究方法則透過法學資料庫中搜尋相關判決、決議以彙整實務運作狀況與瓶頸；同時亦將詳細介紹國內專書論著、期刊論文、研討會意見、立法資料、時事新

聞等。於外國法，多以美國法及歐盟法規以及政府公報或權威機構發布之指引為骨幹，當中亦包含研究專書論文、期刊文章、立法資料、法院判決等。



第三節 研究架構

本文分為六大章。第一章為緒論，旨於帶領讀者鳥瞰本研究之研究重點與論述脈絡；第二章將以「虛擬通貨之技術、應用及不正使用」為楔子，點出其潛在之風險及對社會運作之影響。第三章開始則進入本文之焦點，亦即如何「定性」比特幣。本章將從我國證券交易法出發，視比特幣是否會該當「有價證券」，進而須符合證券交易法第 22 條申報生效要求，以及其他證券詐欺、操縱市場以及內線交易等規定，以落實投資人之保護。第四章進一步針對期貨交易法下之「商品」進行詳細說明，並探討比特幣是否構成商品而受我國期貨交易法規範。由於比特幣不只在現貨市場上蓬勃發展，在期貨市場上亦出現不少新興金融商品，我國期貨交易法是否足以因應，儼然成為待解決之問題。第五章則以銀行法做為討論基礎，若比特幣可定性成銀行法第 29 條之 1 所稱之「款項、資金」，則現今常見之比特幣詐騙問題，即會受到銀行法之管制。本章將藉由幾則我國實務判決與學說上之不同看法，詳細探討比特幣在銀行法下定性之問題。本文之三到五章乃係透過解釋論之方式，於現行金融法規中釐清比特幣之定性，專注在投資人之保護此一面向。然而須注意者為，在文獻上除了前述三種定性問題外，還有許多種不同之看法，本文將整理於第六章，並說明其定性實益以及在我國法下會有如何影響。第七章將綜合我國現行制度之問題和外國法之發現，試著得出「最適監管之方法」並為修法建議。最後再以總結及參考資料做為本研究之結尾。

第四節 現有研究檢索與彙整

比特幣等虛擬通貨議題在文獻上早已有諸多精彩且詳細之討論，尤其在 2014-2018 年間，意識到比特幣的旋風已勢不可擋，相關文獻期刊、論文著作多有觸及



此議題，然而由於比特幣可討論範圍極度廣泛且分散，因此本文希冀透過了解學術前輩迄今之研究成果，並對於此問題給予更清晰、明確之視角。本文以「比特幣」、「虛擬貨幣」及「虛擬通貨」為關鍵字，再針對內容是否與主題相關進行篩選，排除虛擬貨幣之投資問題、背後複雜之程式設計，以及稅法爭議，目的係為避免討論失焦，而無法切中議題之核心。本文研究之重點在於比特幣之金融法規中定性之法律議題，聚焦在證券交易法、期貨交易法、銀行法等法典為探討，於月旦知識庫共搜得 53 篇文獻；同時，於臺灣碩博士論文知識加值系統搜得 8 篇與此相關之碩士學位論文，文獻列表如下。本文之研究將立基於此些著作上，進行分析、歸納，並試圖理出清楚之問題意識及討論脈絡。

本文的討論主要立基並且延伸於以下幾篇文獻，包括：楊岳平教授為文探討之《論虛擬通貨之法律定性——以民事法與金融法為中心》，文中以虛擬通貨於民事法之定性做為開端進行討論，透過實務與學說上對於虛擬通貨性質之不同觀點進行分析，最後歸納出作者對於虛擬通貨之民事法定性見解。文中亦有極大篇幅在處理虛擬通貨在金融法規下的定性，主要探討虛擬通貨是否為「有價證券」與「款項、資金」。本文立基在此金融法之定性討論，更進一步針對比特幣進行詳盡分析，從我國證券交易法及銀行法相關規定進行說明，並參酌國內外文獻及司法實務判決，以得出比特幣在此些金融法規上之定性結論與實益。

郭戎晉教授所撰寫之《加密資產浪潮下期貨交易主管機關之監管角色與課題》，文中主要探討美國法上對於虛擬通貨之監管態度與政策目標，從虛擬通貨之架構及分類談起，再透過美國法上數個實務案例作為立論基礎，從此些個案中彙整其主管機關之角色及功能，以及對於虛擬通貨之期貨監管給予清楚之分析，最後則是將視野聚焦於我國法進行分析比較。本文在第四章討論比特幣與期貨交易法制時，亦會以比較法之方式先從美國法觀點談起，並且將重點置於比特幣是否會構成我國期貨交易法之適用對象，並進一步釐清其可罰性及相關爭議問題。

本文除了探討比特幣是否為有價證券、商品、資金或款項等定性問題外，也透過外國法之文獻蒐集，視是否還有定性為其他法律性質並受相關規範之可能性，此部分主要參考宋皇志教授及吳婕華律師撰寫之《虛擬貨幣之法律性質與監理規範》，以及蔡英欣教授撰文探討之《試論虛擬貨幣之監理與法律定位——以日本法為中心》。兩篇文獻針對虛擬通貨定性帶出許多不同法制及面向之思考，本文將透過文章中所提及之外國法定性，試著從我國法相關規範進行比較，希望可以完整地呈現比特幣於金融法規下之監管可能性及需求。

以下是本文在進行探討比特幣之定性時所作之文獻回顧，從數篇論文、期刊文獻中釐清問題意識，並確立討論焦點，表 1 將相關論文之探討以圖表方式進行整理，以快速掌握既有之探討，並有助於劃定本文之研究範圍。

表 1 臺灣碩博士論文列表（以時間先後排序）

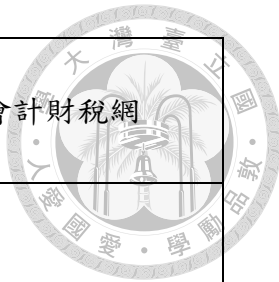
論文名稱	作者	發表時間	畢業學校
網路虛擬貨幣法律問題研究——以比特幣為中心	高俊杰	2016.01	東吳大學法學院法律學系 碩士在職專班
去中心化虛擬貨幣之法律 監督管理制度之研析—— 以比特幣之研究為中心	黃鈺傑	2016.07	東海大學法律學研究所
論新興洗錢犯罪手段之實 證研究——以比特幣之虛 擬貨幣為研究中心	蘇文杰	2016.07	國立交通大學科技法律研 究所碩士在職專班
比特幣洗錢防制之研究	劉嘉宇	2018.06	逢甲大學財經法律研究所
論比特幣法律規範之定性	黃靖崴	2018.06	東吳大學法學院法律學系 碩士班
金融科技發展與相關洗錢	范嘉珊	2018.07	國立高雄第一科技大學科



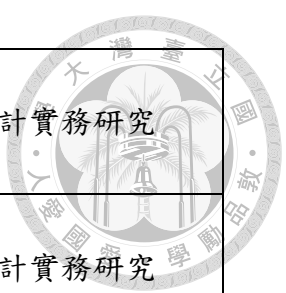
防制規範研究——以虛擬 貨幣比特幣為中心			技法律研究所
從憲法上財產權保障論比 特幣之法律定性	吳美慧	2019.06	中國文化大學法學院法律 學系碩士班
虛擬貨幣法律問題之探討 ——以比特幣為中心	施博升	2019.07	南臺科技大學財經法律研 究所

表 2 期刊文章列表（時間先後排序）

文章名稱	作者	發表時間	刊登出處
虛擬貨幣於電子商務之發 展及其法律上之衝擊：以 比特幣為討論中心	宋俊賢； 林安邦； 董澤平	2014.06	電子商務研究
方興未艾之區塊鏈專利	宋皇志	2017.07	月旦法學雜誌
區塊鏈運用對金融監理之 啟示與挑戰	臧正運	2017.08	月旦法學雜誌
創新金融科技與洗錢防制 趨勢	吳盈德	2017.08	月旦法學雜誌
會發亮的不一定都是金子 ——Fintech 發展的光與影	李智仁	2017.11	月旦會計實務研究
比特幣有機會成為新經濟 時代的主流貨幣之一嗎？	楊佳侑	2018.01	經濟前瞻
比特幣法律上之定性—— 以各國立場、法規為借鏡	江宇程	2018.01	司法新聲
從區塊鏈融資論眾募規範 趨勢	臧正運； 曾宛如； 方嘉麟	2018.02	月旦法學雜誌



金融監理沙盒在台灣即將正式啟動（上）	陳揚仁	2018.03	月旦會計財稅網
美國 ULC 公布統一虛擬貨幣事業監管規範建議，提供各州虛擬貨幣管制立法架構參考	李姿瑩	2018.05	科技法律透析
首次密碼代幣發行（ICO）的金融監理	陳哲斌	2018.05	月旦法學雜誌
金融科技之發展與展望	楊瑞芬	2018.06	月旦會計實務研究
試論虛擬貨幣之監理與法律定位——以日本法為中心	蔡英欣	2018.10	管理評論
首次代幣發行與證券監理法制——以臺灣證券交易法下「證券」的定義為中心	楊岳平	2018.11	月旦財經法雜誌
區塊鏈技術應用於我國公司治理法制之研究	鄭婷嫻	2019.01	東吳法律學報
ICO 與功能型代幣的法律分析探討與制度建議	林雁琳； 鄒萬承	2019.01	月旦會計實務研究
洗錢防制法制之研究——以區塊鏈及加密數位貨幣為中心	徐珮菱	2019.05	月旦法學雜誌
證券型代幣公開發行（Security Token Offering, STO）於我國與國外之發展	吳穎昌	2019.06	月旦會計財稅網



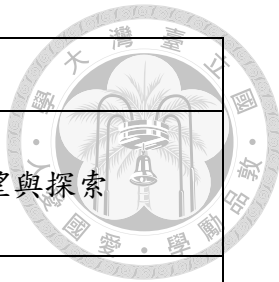
歐盟金融監理的最新脈動 與加密資產	黎家興	2019.06	月旦會計實務研究
會計師防制洗錢暨打擊資 恐申報實務	魏至潔	2019.06	月旦會計實務研究
區塊鏈時代下的證券監管 思維挑戰：評金管會最新 證券型虛擬通貨監管方案	楊岳平	2019.11	臺大法學論叢
論比特幣與比特幣之債	陳榮傳	2019.12	軍法專刊
首次代幣發行的美麗新世 界？我國證券型代幣之規 範架構評釋	黃朝琮	2020.03	交大法學評論
初探區塊鏈之不可竄改特 性、匿名性所衍生的法律 問題	呂嘉穎	2020.03	交大法學評論
建構證券型虛擬通貨的交 割法制——以無實體證券的 集中保管要求為中心	楊岳平	2020.03	財產法暨經濟法
約定貨幣：問比特幣為何 物？	陳榮傳	2020.03	月旦民商法雜誌
論密碼資產的興起與金融 監理機關之職能變革	臧正運	2020.06	月旦法學雜誌
論虛擬通貨之法律定性—— 以民事法與金融法為中心	楊岳平	2020.06	月旦法學雜誌
國際洗錢防制與打擊資恐 趨勢與發展講座實錄	蔡佩玲	2020.12	實務研討



從比特幣談收受存款之標的	戴銘昇	2021.01	台灣法學雜誌
論證券型虛擬通貨引進後證券法規應用與監理機制調適	鄭婷嫻	2021.01	臺灣財經法學論叢
虛擬貨幣之法律性質與監理規範	宋皇志； 吳婕華	2021.03	臺北大學法學論叢
美國區塊鏈與智能契約技術立法之發展與重要問題	郭戎晉	2021.03	月旦法學雜誌
淺談 OCC 友善加密貨幣的監理取向與啟示	蔡毓華	2021.04	科技法律透析
虛擬貨幣交易所的 KYC 義務	吳俊志	2021.05	月旦會計財稅網
探究虛擬貨幣及去中心化金融的發展演變	李顯儀	2021.05	貨幣觀測與信用評等
ICO 監理的三道難題與可能之解決方案	江朝聖	2021.05	月旦會計實務研究
虛擬通貨平台之反洗錢規範	吳俊志	2021.07	財稅法令半月刊
論去中心化金融與智慧合約的金融監理——以去中心化借貸為中心	楊岳平	2021.09	月旦法學雜誌
加密資產浪潮下期貨交易主管機關之監管角色與課題	郭戎晉	2021.12	期貨學術與實務交流研討會



加密貨幣的政治與經濟： 比特幣、以太坊、穩定 幣、臉書幣將如何改變全 球金融系統	李菊糖	2022.01	全球政治評論
虛擬貨幣之監理	劉韋廷	2022.01	月旦法學教室
以比特幣吸「睛」的刑法 管制——兼評臺灣高等法院 107 年度金上訴字第 83 號 判決	李聖傑	2022.02	月旦法學教室
從 FATF 規範論虛擬資產 防制洗錢之監理	許永欽	2022.04	月旦律評
虛擬資產之性質及投資風 險——以美國證券管理委員 會起訴瑞波公司（Ripple Labs）案為例	王志誠； 賴建宇	2022.04	月旦律評
虛擬貨幣與洗錢防制——未 知之金流世界交易規則	蔡佩玲	2022.05	月旦法學雜誌
臺灣就具證券性質之虛擬 通貨發行規範的經濟分析	李依珊	2022.09	財產法暨經濟法
虛擬通貨的洗錢防制監管 疆域與國際標準——評我國 「虛擬通貨平台及交易業 務事業防制洗錢及打擊資 恐辦法」	楊岳平	2022.09	法律扶助與社會
比特幣貨幣性質概念之再	廖崇宏	2022.10	月旦財稅實務釋評



商權			
區域資安威脅—區塊鏈資 安與安全防護管理	林宜隆	2022.10	展望與探索
金融科技對金融市場、證 券規範及公司治理之衝擊 與影響	曾宛如	2023.01	月旦法學雜誌
虛擬通貨與銀行法之「款 項」或「資金」——評最 高法院 110 年度台上字第 3277 號刑事判決	楊岳平	2023.04	裁判時報
虛擬通貨監管的比較法發 展與我國監管架構芻議	楊岳平	2023.04	月旦法學雜誌

第二章 虛擬通貨之技術、應用及不正使用



2008 年全球陷入前所未有的金融海嘯危機當中，此一風波重創世界各大銀行、金融機構；然而新創公司於此際看準時機進入金融市場，其打著讓金融服務變得更具效率且低成本的大旗、降低消費者使用金融服務的門檻⁶等優勢，透過有別於傳統銀行徵信、放貸作業流程之繁瑣縝密，成功將客群外延至多數消費者，而這也是金融科技一詞蔚為風行的起源。在金融科技浪潮下，區塊鏈技術的發明，即是金融創新的一種形式，讓使用者得以實施去中心化的交易，不必再依賴無形的信賴基礎或第三方權威機構⁷。區塊鏈技術由公鏈（public blockchain）此種開放不特定多數人加入驗證節點的模式，以及私鏈（private blockchain）或聯盟鏈（consortium blockchain）此種限定特定人始可成為驗證節點的模式打造而成，而私鏈之去中心化程度則較低⁸。

區塊鏈技術最知名的應用即為——比特幣，比特幣在 2008 年問世，其是由化名為中本聰的作者於網站上發表一篇名為「比特幣，一個點對點的數位現金系統（Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System）」之論文⁹而開始獲得關注。比特幣之特色在於系統底層架構採用區塊鏈技術，區塊鏈的特質即為去中心化與不可竄改性，所有區塊鏈成員的交易紀錄都將被儲存於眾多節點內¹⁰；此外，比特幣也有著絕對匿名性，使用者不須透過身分認證，只需使用比特幣地址以及特定產生的密

⁶ 例如 P2P Lending 即是透過網路提供借款人與貸與人平台以利借貸行為，如此一來金錢的流動就不需要透過傳統的銀行機構，網路就能夠成為交易行為的仲介。

⁷ 邱唯婷（2019），〈台北外匯市場發展基金會委託計畫——金融科技(Fintech)之應用與影響：以區塊鏈為例〉，<https://www.tpefx.com.tw/uploads/download/tw/The%20application%20and%20influence%20of%20Fintech%20-%20block%20key.pdf>（最後瀏覽日：04/22/2022）。

⁸ MICHEL RAUCHS ET AL., DISTRIBUTED LEDGER TECHNOLOGY SYSTEMS: A CONCEPTUAL FRAMEWORK, 61 (2018).

⁹ Satoshi Nakamoto, Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System (2008), <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>.

¹⁰ 廖世偉（10/16/2019），〈「去中心化」的好，犯罪集團也知道：如何防止比特幣交易成為反洗錢漏洞？〉，《The News Lens 關鍵評論》，<https://www.thenewslens.com/article/125556>（最後瀏覽日：04/22/2022）。

碼即可，此點正可確保交易人的身份不被曝光以及交易紀錄不被發現。

比特幣問世以來，除了想取代傳統貨幣成為交換媒介，而成為一種支付工具外，其意欲在交易中消滅銀行等中介機構之介入，減少交易成本並回到人與人間最初之交易模式，如此之運作實則與吾人所熟知之銀行大不相同。

傳統之銀行以及新興虛擬通貨體系間之差異，主要可體現於中心化程度之不同，前者透過「銀行」此一法人來從事相關業務；後者則是透過程式設計、分散式帳本技術等，使「每個人」都可來管理每個人，於此最主要會凸顯二者之間責難易度差別。除了組成方式影響究責問題外，銀行與虛擬通貨系統上針對「交易媒介」亦有所不同。銀行以新台幣、美金等國幣為支付及收受；而虛擬通貨平台則是以不同虛擬通貨為交易媒介。

然而比特幣匿名、去中心化之特點也讓許多非法份子得以乘虛而入，諸如在我國就曾有行為人以比特幣作為洗錢工具¹¹，南韓虛擬通貨交易所 Coinrail 也曾慘遭駭客入侵¹²，甚至美國有人透過建立暗網「絲路 (silk road)」¹³以比特幣作為交易媒介，藉以掩蓋非法行為之買賣相對人及金流。

金融科技給人們帶來創新，卻也同時凸顯法律及監管風險，其可謂扮演雙面刃之角色。本文欲透過比特幣之特性以及在法律上之定位分析，爬梳我國現存法規及函釋見解，並以外國法相關規定及監管模式為基石，檢討我國目前相關規範之問題，期能提出最合適的監管模式，以平衡創新發展與法律監管。

第一節 虛擬通貨之意涵

虛擬通貨——此名詞所指涉之觀念究為何物，以及其與虛擬貨幣、虛擬資產、加

¹¹ 相關實務案例可見：臺灣高等法院 107 年度金上重訴字第 2 號刑事判決。

¹² 吳東文(06/11/2018)〈你的虛擬貨幣安全嗎？南韓駭客入侵比特幣價格狂瀉〉，《台灣英文新聞》，<https://www.taiwannews.com.tw/ch/news/3454042>（最後瀏覽日：04/22/2022）。

¹³ Laurie Segall, *Silk Road's IRS Ulbricht Sentenced to Life*, CNN (May 29, 2015), <http://money.cnn.com/2015/05/29/technology/silk-road-ross-ulbricht-prison-sentence/index.html>



密貨幣、數位貨幣、密碼資產等等用語之關聯性為何，於本文開展討論前應有清楚說明之必要。理由係吾人聯想到比特幣時，經常會浮出以上數種名詞，翻閱文獻時更可能因為不同用語而感到困惑。本文參考國際貨幣組織（International Monetary Fund, IMF）於 2016 年所提出之研究報告¹⁴歸納出以下脈絡：用語最廣泛者為「數位貨幣」(digital currency)，其係指透過數位型態以表彰價值之物(digitally represents value)，落入此範圍者再視其是否為私人所開發發行並以自己的計價單位計價(issued by private developers and denominated in their own unit of account)而區分為虛擬貨幣(virtual currency)或非虛擬貨幣，前者不以法定貨幣計價，並有自己的計價單位¹⁵，後者則仍以法定貨幣為計價。成為虛擬貨幣後，再依其是否使用密碼學技術可再分為加密貨幣(cryptocurrency，或稱為密碼貨幣)與非加密貨幣，加密貨幣使用分散式帳本技術(distributed ledger technology, DLT)與密碼學(cryptography)，非加密貨幣則未使用此類技術。從上述分析可知，目前市場上活躍運行之比特幣、以太幣(Ethereum)、瑞波幣(Ripple)、萊特幣(Litecoin)等，皆屬於前開定義下之加密貨幣。然而加密貨幣常被誤會成具有貨幣性質，國際上近來則偏好以密碼資產(crypto-assets)以取代加密貨幣或密碼貨幣等容易混淆之用語¹⁶。

至於我國文獻上用語仍相當歧異，所幸金管會與中央銀行對此已達成共識，於 2018 年 8 月 9 日行政院召開跨部會會議時，時任金管會主委顧立雄即表示：目前與央行的共識是將「虛擬貨幣」統稱「虛擬通貨」¹⁷。我國法典中，亦能在洗錢防制法找到相同用語¹⁸，其後金管會於 2019 年 7 月所發布之函釋亦指出：「所稱具證

¹⁴ DONG HE ET AL., VIRTUAL CURRENCIES AND BEYOND: INITIAL CONSIDERATIONS (IMF Staff Discussion Note, SDN/16/03, 2016), 7-8.

¹⁵ *Id.* at 7.

¹⁶ FIN. STABILITY BD., CRYPTO-ASSET MARKETS POTENTIAL CHANNELS FOR FUTURE FINANCIAL STABILITY IMPLICATIONS 17 (2018); Yves Mersch, *Virtual currencies ante portas*, EUROPEAN CENTRAL BANK (May 14, 2018), <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180514.en.html>

¹⁷ 魏喬怡、彭禎伶 (08/11/2018)，〈金管會與央行達成正名共識 虛擬通貨 屬行實名制〉，《工商時報》，<https://readers.ctee.com.tw/cm/20180811/a09aa9/915580/share>（最後瀏覽日：05/24/2022）。

¹⁸ 2018 年 11 月立法院修法新增之洗錢防制法第 5 條第 2 項「辦理融資性租賃、虛擬通貨平台及交易業務之事業，適用本法關於金融機構之規定」。

券性質之虛擬通貨，係指運用密碼學及分散式帳本技術或其他類似技術，表彰得以數位方式儲存、交換或移轉之價值...¹⁹」。此外，行政院針對洗錢防制法相關規定亦做出函釋表示：「虛擬通貨指運用密碼學及分散式帳本技術或其他類似技術，表彰得以數位方式儲存、交換或移轉之價值，且用於支付或投資目的者」²⁰。上開二函釋之說法，所重視者毋寧係將運用分散式帳本技術與密碼學等應用，恰好可與國際通用之密碼資產一詞遙相呼應²¹。至此，筆者為配合我國官方統一用語，使用「虛擬通貨」稱呼比特幣背後之技術，而此概念可大致對應至「密碼資產」。

尤須說明者，目前文獻上對於虛擬通貨之定義相當分歧，有論者認為若從虛擬貨幣的起源與本質做觀察，虛擬通貨或許可以定義為在網際網路社群中支付單位的統稱；所謂「網際網路社群」是指建構在與網際網路之下的「網際空間」或是「虛擬社會」，此空間或社會的成員份子在其中所流通之「貨幣」，應視為在該特定空間所創造出來，其一般被限定為只能於該特定空間內所使用，所以稱為「虛擬」貨幣²²。歐洲央行則指出「虛擬通貨是一種不被規範，並由開發者發行與管控，且在特定虛擬社群成員中接受和使用的數位貨幣，該定義會隨著未來基本特性的改變而作調整」²³。美國法上則由於雙軌銀行監理（dual banking system），因此聯邦法與各州法時常有不同規定與定義，此制度性問題也曾被呼籲，由於不同步規範已對消費者造成損害，因此有必要提供開發者與消費者清楚及統一之指導（clear and uniform guidance）²⁴。不可諱言的，虛擬通貨時常因為設計架構、使用場域及方式之不同，對於法規監管會有不同程度之需求，在著手制度設計前，吾人應先釐清虛

¹⁹ 金融監督管理委員會(108)金管證發字第 1080321164 號函。

²⁰ 行政院院臺法字第 1100167722 號令：「(二) 虛擬通貨指運用密碼學及分散式帳本技術或其他類似技術，表彰得以數位方式儲存、交換或移轉之價值，且用於支付或投資目的者。但不包括數位型式之新臺幣、外國貨幣及大陸地區、香港或澳門發行之貨幣、有價證券及其他依法令發行之金融資產。」

²¹ 楊岳平 (2020)，〈論虛擬通貨之法律定性——以民事法與金融法為中心〉，《月旦法學雜誌》，301 期，頁 44。

²² 劉韋廷 (2022)，〈虛擬貨幣之監理〉，《月旦法學教室》，231 期，頁 68。

²³ European Central Bank, *Virtual Currency Schemes*, at 13-16 (Oct, 2012)

²⁴ Anisha Reddy, *Coinsensus: The Need for Uniform National Virtual Currency Regulations*, 123 DICKINSON L. REV. 251 (2018).

擬通貨的基本分類與架構，方能深入討論。



第二節 虛擬通貨之設計架構

本文參考歐洲央行 2012 年虛擬通貨架構報告 (Virtual currency schemes)，將虛擬通貨分為下列三種類型：

第一項 封閉性虛擬通貨架構

所謂封閉性虛擬通貨架構是指設計上與真實經濟環境無連結，也被稱作「遊戲內架構」(“in-game only” schemes)。使用者於該虛擬社會中取得一個虛擬角色，再依據其表現賺取虛擬通貨。此種類型常出現於線上遊戲中，玩家透過遊戲進行獲取虛擬通貨或寶物，而設計者並無發明兌換為現實世界財貨之機制，縱使諸多玩家透過交易而取得帳號，但也無法改變該虛擬通貨僅限於該遊戲社群中使用此一封閉性概念。

第二項 單向流通性虛擬通貨架構

單向流通性虛擬通貨架構指得直接以現實世界貨幣兌換該虛擬通貨，並且具有固定匯率，但經兌換後不得再換回真實貨幣。該架構允許使用者以虛擬通貨購買虛擬社會或現實社會中之商品或服務。有論者以通訊軟體 LINE 發行代幣為例，使用者得於軟體依照指定任務取得該代幣，亦可透過現實世界中之貨幣直接購買，該代幣用以購買該通訊軟體內之貼圖或主題等等，而不得將該代幣直接向發行主體兌換回法幣²⁵。

第三項 雙向流通性虛擬通貨架構

²⁵ 江宇程 (2018)，〈比特幣法律上之定性：以各國立場、法規為借鏡〉，《司法新聲》，125 期，頁 13。

至於雙向流通性虛擬通貨架構則是用戶可以根據其真實貨幣的匯率買賣虛擬通貨。虛擬通貨在與現實世界的互操作性（interoperability）方面類似於任何其他可兌換貨幣，此架構允許使用者購買虛擬或真實世界之商品或服務。



第三節 虛擬通貨之分類

ICO 通常係指一群人或一個實體，在未受政府監管的平臺，藉由向不特定對象發行在區塊鏈上流通之代幣等方式，以募集投資人所擁有的虛擬通貨（如比特幣、以太幣或其他流通性較高的虛擬通貨），而投資人則取得該代幣所表彰或可得行使權利的一種融資活動²⁶。

以現況而言，目前國際上沒有公認的 ICO 及其產生代幣之分類。以下所提及之瑞士金融市場監督管理局（Swiss Financial Markets Supervisory Authority, FINMA）於 2018 年 2 月 16 日發布有關 ICO 法規架構的指引²⁷以及英國金融行為監理局（Financial Conduct Authority, FCA）²⁸之分類方式，皆是建立在自己的基本經濟功能以及不同應用面向之分析。

第一項 瑞士 FINMA：依表彰權利內容

第一款 支付型代幣（Payment tokens）

此與密碼資產同義（synonymous with cryptocurrencies），可作為購買商品、服務的支付手段，亦可作為金錢、價值轉移的手段；然而持有人對虛擬通貨發行人無具體請求權。最常見的比特幣、以太幣及瑞波幣即被歸類為此種類型。鑑於支付型代幣被設計為一種支付手段，其功能與傳統證券不同，FINMA 現階段暫時不會將

²⁶ 臧正運、曾宛如、方嘉麟（2018），〈從區塊鏈融資論眾募規範趨勢〉，《月旦法學雜誌》，273 期，頁 88-89。

²⁷ SWISS FIN. MKT. SUPERVISORY AUTH., GUIDELINES FOR ENQUIRIES REGARDING THE REGULATORY FRAMEWORK FOR INITIAL COIN OFFERINGS (ICOs) (FEB. 16, 2018) [hereinafter “FINMA GUIDELINE”].

²⁸ FIN. CONDUCT AUTH., GUIDANCE ON CRYPTOASSETS FEEDBACK AND FINAL GUIDANCE TO CP 19/3 (Policy Statement PS19/22) (July. 2019) [hereinafter “FCA GUIDANCE”].

支付型代幣視為證券²⁹。



第二款 功能型代幣 (Utility tokens)

持有人可取得表彰區塊鏈上特定數位應用程式或服務使用權之代幣³⁰。以沃田實業所推出之咖啡幣為例，消費者可以藉由咖啡幣來兌換該公司所推出的精品咖啡豆等商品。功能型代幣僅可於較限定之範圍內支付特定商品或服務，性質上較類似電子禮券³¹。至於此類代幣是否會成為瑞士法上之證券，FINMA 則認為要視個案而定，倘虛擬通貨發行時即表彰數位使用某應用程式或服務的權利且僅具有此功能，則不會構成有價證券；但若虛擬通貨於發行時尚有其他投資目的，則仍構成有價證券³²。上開說法極易使功能性代幣成為有價證券而受到監管，蓋若要符合唯一目的是提供該功能、且於發行時即具有該功能的情形，市面上的多數功能型代幣恐難符合此要件³³。

第三款 資產型代幣 (Asset tokens)

此為表彰某種資產之代幣，例如對發行人的債權或股權。資產代幣承諾未來公司收益或未來資本流入享有分配權。因此，就其經濟功能而言，這些代幣類似於股票、債券或衍生性金融商品。此外其他實體資產能夠在區塊鏈上交易的代幣也屬於這一類。

第四款 綜合分析

須留意者為，上述分類並非相互排斥 (are not mutually exclusive)，例如某虛擬通貨可兼具功能型與資產型，而構成「混合型虛擬通貨 (hybrid tokens)」。例如某

²⁹ FINMA GUIDELINE, *supra* note 27, at 3-4.

³⁰ FINMA GUIDELINE, *supra* note 27, at 3.

³¹ 楊岳平 (2019)，〈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〉，《台大法學論叢》，48 卷特刊，頁 1295。

³² FINMA GUIDELINE, *supra* note 27, at 4.

³³ 楊岳平 (2018)，〈首次代幣發行與證券監理法制——以臺灣證券交易法下「證券」的定義為中心〉，《月旦財經法雜誌》，43 期，頁 148。

代幣使持有人一方面可換取特定服務貨商品，但於持有期間另可享受某種利潤分配請求權。在這些情況下，代幣會被同時視為證券和支付手段³⁴。



代幣是否為證券：FINMA 根據「金融市場基礎建設法 (Financial Market Infrastructure Act, FMIA)」對「證券」的定義，瑞士法下的有價證券係指適於大量標準化交易的標準化實體或無實體證券 (certificated or uncertificated securities)、衍生性金融商品與中介證券，也就是說可以相同架構與價格公開銷售並對超過二十人進行募集、且不是為特定相對人所創建之證券³⁵。

第二項 英國 FCA：依受規範之情形

FCA 最初的諮詢文件³⁶是採擇英國密碼資產專案報告 (UK Cryptoasset Taskforce Report, CATF)³⁷之分類方式，將虛擬通貨分為交換型代幣 (Exchange tokens)、證券型代幣 (Security tokens)、功能型代幣 (Utility tokens)；然而最終版的政策聲明則為了更準確並反映虛擬通貨市場的發展，修改上述分類方式以便市場參與者可更清楚明瞭，分類方式說明如下：

第一款 證券型代幣 (Security tokens)

此類別與諮詢文件沒有太大差異，指的是那些提供類似於英國「監管行為指令下特定投資 (specified investments as set out in the RAO)」³⁸之代幣，不包括電子錢幣。我們現在已經從證券型代幣的定義中刪除了電子錢幣，將其創建一個單獨的類別，但其仍在監管範圍內³⁹。

³⁴ FINMA GUIDELINE, *supra* note 27, at 3.

³⁵ FINMA GUIDELINE, *supra* note 27, at 4.

³⁶ FIN. CONDUCT AUTH., GUIDANCE ON CRYPTOASSETS (Consultation Paper CP19/3*) (Jan. 2019).

³⁷ 此專案小組係由英國 FCA 與英國財政部、英格蘭銀行於 2018 年 3 月共同組成。

³⁸ The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001, Part III (U.K.) 其中特定投資包括：存款、保險契約、股份、債權憑證、政府公債、投資憑證、選擇權、期貨、靈骨塔計畫投資契約、集體投資計畫方案等。

³⁹ FCA GUIDANCE, *supra* note 28, ¶ 2.25.



第二款 電子錢幣型代幣 (e-money tokens)

該類型是指任何符合電子錢幣定義⁴⁰的代幣。這些代幣受電子錢幣條例 (The Electronic Money Regulations 2011, EMR) 約束，先前乃被劃歸於「功能性代幣」。公司必須確保他們擁有許可權限並遵守相關規則和法規，且此類代幣會落入 FCA 監管範圍。以穩定幣 (Stablecoins) 為例，儘管它們可能有共同的目的，但每個代幣背後之結構和排列方式卻大不相同，不適合任何單一的分類。因此，並非每個穩定幣都符合電子錢幣或證券型代幣的定義⁴¹。

第三款 不受監管型代幣 (unregulated tokens)

此類別是指任何不符合「電子錢幣」定義或 RAO 下其他「特定投資」相同權利的代幣。這包括功能型代幣和交換型代幣 (如：比特幣)。這些代幣可以是中心化發行或去中心化發行，可以在一個或多個網絡和生態系統中給予當前或預期的商品或服務，或被用來作為交換媒介。它們可以是完全可轉讓的，也可以是有限的可轉讓性。最重要的是這些代幣不在監管範圍內。

第四款 綜合分析

英國 FCA 最終版政策聲明新增了「電子錢幣」代幣類別，清楚地說明代幣在何時會受到監管，例如 FCA 之聲明中，至少可得知：任何不是證券型或電子錢幣型的代幣都是不受監管的。只是市場參與者仍應注意當代幣被用於促進受監管的支付時 (facilitate regulated payments) 可能會受到監管⁴²。

從 CATF 的分類方式到 FCA 最終版政策聲明中，吾人可知悉若干「功能型代幣」可能構成英國法下的電子錢幣而受相應監管；反面而言，若不構成電子錢幣，

⁴⁰ 電子錢幣係指以電子方式儲存之錢幣價值，可被電子錢幣發行者以外之使用者接受，並用於支付或交易，且不限於特定機構間方能使用，或僅能取得有限之商品或服務。詳細可參考：The Electronic Money Regulations 2011.

⁴¹ FCA GUIDANCE, *supra* note 28, ¶ 3.12.

⁴² *Id.*

則有可能落入「不受監管型代幣」之範疇⁴³，此部分需藉由相關權責機關於個案中作判斷，理解上可與瑞士法相對應。因此英國 FCA 所創設之「電子錢幣型」於分類學上顯得更有實益。



第三項 美國 SEC：個案判斷，從嚴監管

美國自 2017 年起對虛擬通貨展開一系列證券監管，尤其是在美國證券交易委員會（Securities and Exchange Commission, SEC）於 2017 年 7 月作成眾所皆知的 The DAO 報告⁴⁴，報告中回歸美國 1933 年證券法下對有價證券的定義，特別是運用「投資契約」（investment contract）的概念⁴⁵於個案中判斷系爭代幣是否構成有價證券。

第一款 資產型代幣——以 The DAO 案為例

美國 SEC 曾於「The DAO」事件⁴⁶之調查報告揭示，應以美國最高法院所創設之有價證券判斷標準來認定虛擬代幣是否為美國證券法所監管之有價證券⁴⁷。The DAO 為一去中心化自治組織（Decentralized Autonomous Organization, DAO），DAO 是利用公共區塊鏈以太坊技術為基底打造之智能合約平臺組織，由 Slock.it 公司發行，依據該公司的首席技術長 Christoph Jentzsch 撰寫與發布的白皮書，透過智能合約，參與 DAO 的個人都能對組織治理與合約表示意見並參與決策，藉此 DAO 用以實現組織治理和決策的自動化，進一步地，DAO 參與者可以對 DAO 所資助的項目或企業的自動化公司章程、治理規則進行決策⁴⁸。

⁴³ *Id.* at 14.

⁴⁴ SEC, *Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO*, Release No.81207 (July 25, 2017).

⁴⁵ Securities Act of 1933, Sec. 2(a)(1), 15 U.S.C. §77b(a)(1).

⁴⁶ The DAO (the Decentralized Autonomous Organization) 是一個利用公共區塊鏈 Ethereum（以太坊）技術，來打造智能合約平臺的網路組織。在 2016 年 6 月 17 日時遭到駭客入侵，盜走了約 370 萬個以太幣。

⁴⁷ SEC, *supra* note 44, at 11.

⁴⁸ SEC, *supra* note 44, at 4.

依據美國證券法之規範，「投資契約」應包含於有價證券之定義中⁴⁹。在 *S.E.C. v. W.J. Howey Co.* 案⁵⁰，法院創立了投資契約之判斷標準，此判準也成為著名「Howey Test」⁵¹。法院判決指出：投資契約乃對共同事業進行金錢投資對企業獲利之分潤具有合理期待，且該獲利與否乃繫諸於他人的創業或經營努力。故依據虛擬通貨個案分析，只要通過 Howey Test 即會被認定為具有價證券性質而受到主管機關監管。

於本案中，首先，The DAO 投資人有投資金錢（此金錢不以現金為限⁵²），The DAO 投資人支付以太幣來換取 DAO Token 已構成價值給付，足以構成投資金錢。其次，The DAO 投資人存在合理的獲利期待，蓋相關白皮書及文宣已表明 The DAO 為營利組織，且代幣持有人有權參與分配該組織資助項目的未來獲益。最後，上述預期獲利繫諸於他人的創業或經營努力，蓋依文件所揭示，投資人應能合理預期在 The DAO 啟動後，將由 Slock.it 公司、公司之共同創辦人以及管理者承擔主要經營責任，縱使投資人就投資項目的選擇有表決權；惟該表決權之決定空間有限，與上述經營者的權限有很大差距⁵³。綜上分析，SEC 認定 DAO Token 構成有價證券。

最後報告認定 DAO Token 該當於證券法上之「有價證券」，則在美國從事 DAO Token 之發行與買賣都必須符合美國證券法相關規定，包括須向 SEC 申請登記（除非符合豁免之要件），此一登記之要求乃為保護投資人，透過證券之登記要求發行人揭露投資之重要資訊，使投資人得以在資訊充分揭露之情形下作成投資決定⁵⁴。

此為美國 SEC 首次明確認定具分潤機制的虛擬通貨構成有價證券，此後美國 SEC 亦陸續認定其他「資產型代幣」構成投資契約⁵⁵。

⁴⁹ SEC, *supra* note 44, at 11.

⁵⁰ *S.E.C. v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946).

⁵¹ *Id.* at 301.

⁵² *See International Broth. of Teamsters, Chauffeurs, Warehousemen and Helpers of America v. Daniel*, 439 U.S. 551, 560 (1979).

⁵³ SEC, *supra* note 44, at 11-16.

⁵⁴ SEC, *supra* note 44, at 10.

⁵⁵ 楊岳平，前揭註 31，頁 1313。

第二款 功能型代幣—以 Munchee 案⁵⁶為例

Munchee 是一家加州公司，它創建了一個 Munchee app，供民眾對餐廳進行評價。在 2017 年 Munchee 提供及出售 MUN Token，並在區塊鏈或分散式帳本上發行。Munchee 透過發行 MUN Token 籌集了約 1500 萬美元資金，以便改進其現有應用程式並招募用戶使用 MUN Token 購買廣告、撰寫評論、出售食品 and 進行其他交易。關於此次發行，Munchee 並在其白皮書及社群網站上說道：MUN Token 會由於公司的努力而增值，並表示 MUN Token 將可在次級市場上交易。

美國 SEC 指出該案的 MUN Token 雖無分潤機制，但在發行與宣傳文件中均強調該幣於次級市場有交易與升值的潛力，若參照美國法向來肯認 Howey Test 下之「對企業獲利之期待」包括將增值之標的轉售獲利之期待⁵⁷，則本案發行人於宣傳文件中所揭示之內容，實已致投資人產生獲取利潤的預期；縱使 MUN Token 本身並沒有向投資者承諾任何股息或其他定期付款（did not promise investors any dividend or other periodic payment）——亦即分潤機制，仍可認定 MUN Token 構成投資契約⁵⁸。

尤須注意者，該項交易是否涉及證券並不取決於自我標示（does not turn on labelling），而是需要評估「交易背後的經濟現實（the economic realities underlying a transaction）」。⁵⁹例如 Munchee 將此次 ICO 描述為「功能型代幣」，亦不影響其構成證券一事⁵⁹。

Munchee 案確認了「功能型代幣」亦可構成證券，但若投資人購買只作為消費使用（consumption only）則不會構成證券⁶⁰。然而仍須注意該案留有以下問題，倘功能型代幣發行人不宣傳代幣的升值與交易功能，而僅宣傳其使用或消費功能，是

⁵⁶ Munchee Inc., Securities Act of 1933 Release No. 10445 (Dec. 11, 2017).

⁵⁷ See, e.g., United Housing Foundation, Inc. v. Forman, 421 U.S. 837, 852 (1975).

⁵⁸ Munchee Inc., *supra* note 56, at 8-9.

⁵⁹ Munchee Inc., *supra* note 56, at 9.

⁶⁰ United Housing Foundation, Inc. v. Forman, *supra* note 57, at 853.

否亦構成證券⁶¹？



第三款 支付型代幣—以比特幣、以太幣為例

美國 SEC 傾向不將支付型代幣例如比特幣或以太幣認定為有價證券。美國 SEC 的官員 William Hinman 於 2018 年 6 月時，亦在公開演講中表明，比特幣因為去中心化的特性，因此不存在中央管理機構的努力⁶²，故比特幣及以太幣實難通過 Howey Test 下「獲利與否乃繫諸於他人的創業或經營努力」之檢驗，蓋比特幣出資人並無可據以仰賴之發行人或第三人之努力以期待獲取利潤；反之，如果有一個中心的第三方（centralized third party），以及期望獲得回報的購買者，那麼它很可能是一種證券。比特幣於投資契約四項要件中，第二項以及第四項要件的檢驗下似乎是難以通過的，比特幣雖具有投資性質，無數人利用比特幣為投資以賺取利潤，然觀察有價證券之定義，比特幣難以該當於抽象概念之「投資契約」⁶³。至於以太幣，其固然曾啟動 ICO 吸引出資人出資，但目前以太坊的運作亦高度去中心化，故將其納管為有價證券並要求其揭露其資訊意義有限⁶⁴。

第四項 我國金管會

首應說明者，自從瑞士 FINMA 於 2018 年 2 月開始依照所發行代幣之目的及所表彰權利之不同，而將密碼資產籌資大別為支付型、功能型及資產型後，各國的分類方式或用語容有差異，但國際上的主流論述多從之⁶⁵。我國金管會大致認同上述 FINMA 之分類方式，2018 年 5 月底金管會時任主委顧立雄於受訪時指出：「ICO 可分為三大類，一是應用型，若群眾募資不涉及證券業務，金管會本來就是開放態

⁶¹ 楊岳平，前揭註 33，頁 145-146。

⁶² See William Hinman, *Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic)*, U.S. SEC. & EXCH. COMM'N (June 14, 2018), <https://www.sec.gov/news/speech/speech-hinman-061418>

⁶³ 黃靖崴（2018），〈論比特幣法律規範之定性〉，頁 76，東吳大學法學院法律研究所碩士論文。

⁶⁴ William Hinman, *supra* note 62.

⁶⁵ 臧正運（2020），〈論密碼資產的興起與金融監理機關之職能變革〉，《月旦法學雜誌》，301 期，頁 77。

度；二為證券型，若變成證券化商品，就屬特許行業，納入證券交易法管理範圍，必須經過允准；第三是支付型，若涉及跨境支付，不只是金管會，央行也必須介入審查⁶⁶」。此三大分類顯然受到 FINMA 的影響，但主委並說明為何採此見解，以及此見解之出處為何。



第四節 比特幣之技術與應用

說明完虛擬通貨之技術及分類後，本節將近一步介紹比特幣之技術及在日常生活中的實際運用，從比特幣之架構出發，再談到如何取得比特幣，希望能建構出清楚圖像，以利將此些基本架構套用至監管問題作思考。

第一項 雙向流通性虛擬通貨架構

比特幣是否可納入上開三種類型中，首應辨明者為，比特幣不限於在虛擬社會中使用。在美國，比特幣可於消費市場購買食物⁶⁷、家電、支付運費給美食外送員；此外，目前已有交易平台可將比特幣兌換為真實貨幣，例如：Binance、Coinbase Pro、FTX 等。由上可知，比特幣並非如線上遊戲虛寶、代幣般只能於虛擬環境使用，其與法定貨幣的相互兌換性、互操作性，可將之歸納入「雙向流通性虛擬通貨架構」，此類型之特色在於比特幣與真實貨幣之連結與流動性，故對於經濟環境或金融市場之影響，遠勝於其他兩類虛擬通貨。正因如此，此種類型之虛擬通貨更有受監管之必要性。

第二項 去中心化的點對點虛擬通貨

「虛擬」有別於實體，每一枚比特幣都完全是以電子的形式產生。它不像美元

⁶⁶ 中央社（05/30/2018），〈ICO 三種類控管金管會：採個案管理〉，<https://www.nownews.com/news/2762871>（最後瀏覽日：06/02/2022）。

⁶⁷ *Bitcoin virtual currency can now be used to pay for pizza*, BBC (Feb 12, 2013), <https://www.bbc.com/news/technology-21427505>

或台幣可以實握在手裡。「去中心化」意味者沒有監管的單一機構，有別於具發行權或特定營運者所發行之中心化虛擬通貨，比特幣為去中心化之虛擬通貨；至於「點對點（Peer to Peer）」技術之虛擬通貨，則是利用創設受信賴之支付機制，令其中之使用者可直接支付款項予他使用者，排除傳統金融機構介入⁶⁸。綜上所述，此類去中心化之虛擬通貨因不由政府或機構發行，故不受任何監管亦無法操控發行數量，完全倚賴市場需求決定價值，幣值易大幅波動⁶⁹。

第三項 區塊鏈技術的應用

區塊鏈技術也是一種分散式帳本的概念，採用加密演算法將前後帳本資訊鏈結起來，如比特幣中工作量證明（proof-of-work）的哈希（hash）值，串接前後的帳本與工作表單；在帳本與工作表單經驗證後，所有參與者都能得到一個副本，故鏈結的區塊鏈除了更難變更，也能回溯並確保整條帳本的正確性⁷⁰。由此可知，區塊鏈的特色在於不可竄改性，變動帳本上的節點並非輕易之事，且點對點傳輸與去中心化的特性，也降低中心機構被攻擊與複雜行政程序的成本⁷¹。

第四項 比特幣之取得方式

第一款 挖礦（mining）

由於使用比特幣的交易需透過網路上機器驗證始能生效，因此需透過網路使用者互相競爭利用電腦軟、硬體去計算認證每筆交易的節點是否與下個節點嵌合，此種行為亦被稱作「驗算」。驗算成功與否常取決於電腦之性能與計算速度，而最先算出答案者，會獲取一定數量比特幣以作為獎勵。正因為計算與驗證過程猶如礦

⁶⁸ Paul Slattery, *Square Pegs in a Round Hole: SEC Regulation of Online Peer-to-Peer Lending and the CFPB Alternative*, 30 YALE J. ON REG. 233 (2013).

⁶⁹ 王志誠、何雨柔（2020），〈論虛擬貨幣之發展與監理趨勢〉，《財稅研究》，49卷3期，頁84。

⁷⁰ 羅鈺珊（2017），〈分散式帳本與區塊鏈的應用現況與挑戰〉，《經濟前瞻》，173期，頁80。

⁷¹ 羅鈺珊，同前註，頁80。

工「挖礦」般具有不確定性，因此從事該行為者又被稱為「礦工」。



第二款 自交易平台購入

在超商購買比特幣⁷²、比特幣 ATM 等詞為近幾年熱門話題；比特幣之取得管道也日漸多元，以比特幣 ATM 為例，於台灣街頭偶而可看到此些機器設備，相較於我們所熟知之銀行 ATM；若用這類機器購買虛擬通貨，大多需要事先註冊一個用來放置虛擬通貨的線上錢包，然後刷過自己錢包地址條碼，機器才會開始運作，進而為虛擬通貨之交易。須注意者，此並非意味著可直接在超商或直接從 ATM 獲得比特幣，購買比特幣仍只有透過交易所或交易平台買入，而在台灣較有名之交易平台為幣託 BitoEX 及 MaiCoin 集團，比特幣如同股票般可在市場上取得，具有一定投資性及投機性，於此即須確保投資人之公平，避免有操縱市場、詐欺等不正行為發生。

第三款 以商品或勞務換取比特幣⁷³

第三種獲取比特幣之方式則是使用者可透過商品或服務的銷售來換取比特幣，就像商家從買家那裡接受比特幣來銷售他的產品一樣。在商業交易的過程中，金錢就是貨物易手的媒介，並可用以衡量價值以之作為交易對價之基礎。現今社會，比特幣似乎已具有上開金錢之性質，理由是已有許多商家願意接受比特幣支付，例如網購平台亞馬遜（Amazon.com）、連鎖咖啡店星巴克（Starbucks）；除作為消費對價外，更有企業以比特幣支付員工薪資⁷⁴。綜上，比特幣目前已被廣泛利用，以商品或勞務換取比特幣可以說是一種新的商業趨勢。

第五節 比特幣之追訴困境

⁷² 陳碧芬（03/31/2021），〈便利商店買比特幣 全家、小 7 各有最愛〉，《工商時報》
<https://ctee.com.tw/livenews/aj/ctee/A83205002021033117200848>（最後瀏覽日：04/23/2022）。

⁷³ 黃靖歲，前揭註 63，頁 30。

⁷⁴ 黃靖歲，前揭註 63，頁 70。



犯罪者可能會使用虛擬通貨下述特性所吸引，因為與傳統貨幣交易相比，虛擬通貨交易據稱具有更大的隱私優勢和更少的監管。因此本節所介紹之比特幣優勢，某程度來說則成為執法單位之追訴困境，以下詳述之。

第一項 比特幣為可轉換之虛擬通貨

參考歐洲央行 2012 年虛擬通貨架構報告⁷⁵，虛擬通貨可分為下列三種類型：

(1) 封閉性虛擬通貨架構，又稱為「不可轉換之虛擬通貨、遊戲內架構（“in-game only” schemes）」，設計上與真實經濟環境無連結，此種類型常出現於線上遊戲中，玩家透過遊戲進行獲取虛擬通貨或寶物，而設計者並無發明兌換為現實世界財貨之機制⁷⁶。(2) 單向流通性虛擬通貨架構：得直接以現實世界貨幣兌換該虛擬通貨，並且具有固定匯率，但經兌換後不得再換回真實貨幣。(3) 雙向流通性虛擬通貨架構：又稱為「可轉換、開放式之虛擬通貨」，用戶可以根據其真實貨幣的匯率買賣虛擬通貨。虛擬通貨在與現實世界的互操作性方面類似於任何其他可兌換貨幣，此架構允許使用者購買虛擬或真實世界之商品或服務。

比特幣即屬於雙向流通性虛擬通貨⁷⁷，其與法定貨幣的相互兌換性、互操作性特色，在於比特幣與真實貨幣之連結與流動性，正因如此，此種類型之虛擬通貨更有受監管之必要性。此外，在犯罪分子利用前階段犯罪行為所取得之贓款，可輕易地透過在虛擬通貨交易平台購買比特幣，將原本持有之法定貨幣兌換成虛擬通貨，進而躲避追緝。又或者，犯罪分子亦可透過詐騙而得之比特幣，於交易平台出售以製造金流斷點，增加偵查障礙。現今國際間針對洗錢之看法已從洗錢行為係前置犯

⁷⁵ European Central Bank, *supra* note 23, at 13-16 (Oct, 2012).

⁷⁶ 應注意者係：即使根據管理方設定的條款，此類貨幣僅得在特定虛擬環境內進行正式轉讓而且不具可轉換性，但是仍可能在地下交易場域出現提供將「不可轉換的」虛擬通貨兌換成法定貨幣或另一個虛擬通貨之情形。

⁷⁷ 相關例子為：林登幣（Linden Dollars, L\$），用戶可以在名為「第二人生」的虛擬世界平台，創建化身以定義自己的虛擬角色。第二人生擁有自己的經濟體系，用戶可以在其中相互買賣商品和服務。為此，他們可以在貨幣交易市場以確定的匯率用美元和其他貨幣購買林登幣；同樣地，用戶亦可以出售他們的林登幣以換取美元。

罪之後階段處理贓物之行為，轉而認定為擾亂金融秩序⁷⁸，比特幣之誕生更是助長並惡化經濟環境或金融市場的因子。



第二項 去中心化的點對點虛擬通貨

雙向流通之虛擬通貨又可細分為：集中式和去中心化⁷⁹。集中式虛擬通貨具備單一的管理機關—亦即控制該系統的第三方，由其發行貨幣、建立其使用規則。可轉換的虛擬通貨之匯率可能是浮動式（floating）或掛鉤式（pegged）⁸⁰，目前絕大部份的虛擬通貨支付交易都使用集中式的虛擬通貨。例如：E-gold（已停業）、魔獸世界金幣以及前已述及之林登幣。另一方面，去中心化虛擬通貨則是分散式（distributed）、來源開放、有一套數學公式的對等式網絡虛擬通貨，並無中央管理機構亦無中央監督。常見的萊特幣、瑞波幣，以及本文所討論之比特幣接式運用該等技術所發行。

「去中心化」意味者沒有監管的單一機構，有別於具發行權或特定營運者所發行之中心化虛擬通貨；至於「點對點」技術之虛擬通貨，則是利用創設受信賴之支付機制以排除傳統金融機構介入。而針對洗錢一事，則因為去中心化及點對點之交易特性，沒有中立之第三方如銀行或信用卡公司介於其中，可由此類中間者先行透過驗證交易程序作為把關。因此，FATF 指出由於 P2P 交易僅於獨立個體（individuals）間進行，在沒有使用任何交易平台或義務實體參與下進行資金轉移，使得洗錢與資恐問題恐無法受到管制，而 FATF 近來屢次提醒各國應關注 P2P 交易之規模，以評估此類交易模式之洗錢與資恐風險及未來處理方式⁸¹。

⁷⁸ 高靖奇（2018），〈跨境洗錢防制法之研究——以金融機構為中心〉，頁 129，東吳大學法學院法律研究所碩士論文。

⁷⁹ FATF, GUIDANCE FOR A RISK-BASED APPROACH TO VIRTUAL CURRENCIES, at 27 (2015).

⁸⁰ 浮動式匯率意旨匯率由虛擬通貨的市場供需決定，而掛鉤式匯率則是由管理方根據法定貨幣或另一個真實世界的價值儲存設定一個固定價值。

⁸¹ FATF, UPDATED GUIDANCE FOR A RISK-BASED APPROACH TO VIRTUAL ASSETS AND VIRTUAL ASSET SERVICE PROVIDERS, at 18-19 (2021).



第三項 高度跨國性

比特幣當初發行之原因之一，即係為突破主權貨幣相互轉換間之匯率問題，試圖建造一個全新的世界，使位於世界各角落之用戶可更便利進行交易。比特幣讓資金快速安全地轉移，而以較低廉手續費甚至是無須額外費用，目前正挑戰著傳統信用卡公司；此外，可規避匯率的比特幣亦可能有利於現有的線上支付系統。虛擬通貨亦可協助進行小額付款，因此可讓企業將透過網際網路銷售的非常低成本商品或服務貨幣化，譬如一次性的遊戲或音樂下載。實務上，目前這些品項無法以適當的低單位成本銷售，主要係因傳統信用卡及扣款卡交易成本較高所致。隨著全新虛擬通貨商品與服務之發展，為非銀行用戶或無銀行帳戶之顧客提供服務時，虛擬通貨亦可能有助於跨國匯款、以及以其他方式支援普惠金融（financial inclusion）⁸²。

有鑑於虛擬通貨的全球性、跨國性，FATF 同樣警告道：這將會提高潛在的洗錢防制、打擊資助恐怖主義風險。虛擬通貨系統可透過網際網路存取，且可用於進行跨國支付與資金轉帳。其採用複雜的基礎架構進行資金轉帳或執行支付交易之過程，通常涵蓋位於數個國家的數個實體。此等服務的區隔，代表了洗錢防制、打擊資助恐怖主義遵循與監督、執行的責任劃分，亦即監管疆域可能並不明確。此外，用戶與交易記錄可能被位於不同管轄地區之不同實體持有，使得執法機關與主管機關難以取得這些記錄⁸³。這種無國界性質，不須以任何轄區作為基點，即可輕易將不法金流轉出國界，致使洗錢及資恐風險大大提升⁸⁴。

第四項 匿名性—無法與真實人格產生連結

比特幣能夠以高度匿名的方式在使用者間進行數位交易，且可兌換成美元、歐

⁸² FATF, *supra* note 79, at 31.

⁸³ FATF, *supra* note 79, at 32.

⁸⁴ 周知儀（2022），〈虛擬資產之洗錢防制與監理—以虛擬貨幣為中心〉，頁 22，東吳大學法學院法律研究所碩士論文。



元以及其他法定貨幣或虛擬通貨。所有人都可以從網路下載用於發送、收取與儲存比特幣以及監控比特幣交易的免費開放來源軟體。使用者亦可透過比特幣交易平台或線上錢包服務，取得功能類似帳戶的比特幣位址。交易可在共享的分散式帳本取得、並可以比特幣位址辨識。然而比特幣位址為字母與數字組成的字串與個人無法產生系統性連結。因此，比特幣據稱可達「擬真匿名 (pseudo-anonymous)」⁸⁵。在這種匿名世界中，由於真實身分可以被隱藏在一串數字與字母的保護傘下，對於犯罪分子而言簡直提供了極強的避風港。若是以傳統的銀行轉帳，可能會因為金額過大而無法轉出，或者須事前申報⁸⁶，甚至會課予金融機構一定之義務以辨明資金用途等。銀行可透過中介機構之角色履行其法定義務並加以把關，且經手之金流都可將帳號對應至特定人格，在透明性高的要求下，確實會降低並打消犯罪念頭。

談到比特幣之匿名性，需先說明其所使用之兩大技術：匿名器 (anonymiser)⁸⁷與混合器 (mixer)，前者係為掩蓋比特幣交易的來源並促進協助使用者匿名而設計的工具與服務；後者則是一種可隱匿區塊鏈一連串交易的匿名器，方式則是透過連結同一比特幣位址的所有交易，並以讓人看起來是從不同位址送出的方式一起發送。混合器或轉向器會透過一個複雜、半隨機的連串虛擬交易傳送交易，讓使用者非常難以將特定虛擬通貨位址與特定交易產生連結。混合器服務係指自使用者收取指示，以將資金寄送至特定比特幣位址。混合器服務接著會將此交易與其他使用者交易「混合 (comingle)」，因此讓人無法清楚瞭解使用者要將資金傳送給誰⁸⁸。

目前文獻探討中，有認為可透過「監督機器學習 (supervised machine learning)」此方式，揭示比特幣區塊鏈匿名性及透過資料蒐集以推演出個帳號之行為，有助於

⁸⁵ FATF, *supra* note 79, at 28.

⁸⁶ 現行洗錢防制法第 9 條第 1 項：「金融機構及指定之非金融事業或人員對於達一定金額以上之通貨交易，除本法另有規定外，應向法務部調查局申報。」；此外在舊法時期亦有授權行政機關訂定《金融機構對達一定金額以上通貨交易及疑似洗錢交易申報辦法》此一行政命令，規定新台幣 50 萬元以上之通貨交易，須完成一定之辦理程序。

⁸⁷ 特別是透過洋蔥路由器 (Tor Browser) 等方式更無追蹤可能。

⁸⁸ FATF, *supra* note 79, at 28.

提升監控能力及並減低負面社會影響⁸⁹，更有認為可透過將比特幣位址聚集 (cluster) 在一起，並將這些數據蒐集、分類及識別，最終即可能與現實世界的身分做聯繫⁹⁰。而在實務上，目前市面上也有許多數據追蹤服務，如美國的 Chainalysis 公司及英國的 Elliptic 公司，他們所研發的軟體提供檢測和調查虛擬通貨中的違規行為和洗錢行為，可以幫助公部門有效偵查犯罪⁹¹以及提供私部門可在高安全、低風險環境下進行相關虛擬通貨交易⁹²。

比特幣的匿名性風險高於傳統非現金支付方法，加上去中心化使得並無任何中介機構把關，利用此手段以進行犯罪行為誘因大增，各國皆設法加以杜絕。如此的匿名性讓區塊鏈在監督交易並找出可疑活動方面的實用性受到限制，並且對執法單位追蹤去中心化且可轉換之虛擬通貨（如：比特幣）進行的非法行為面臨重大挑戰。

第六節 比特幣之使用模式

第一項 作為支付工具

購買物品時，除了用現金支付外，在信用卡及電子支付系統興盛的年代，紙鈔、錢幣被使用的頻率大幅下滑，取而代之的是電子化的作業系統。比特幣也有著相類似的支付功能，比如說一位買家擁有比特幣錢包，只要賣家也有接受比特幣支付，網絡上的用戶就可以用比特幣來進行交易。而此筆交易的背後正是透過比特幣兩

⁸⁹ Mikkel Harlev, Haohua Sun Yin, et al, *Breaking bad: De-anonymising entity types on the bitcoin blockchain using supervised machine learning*. PROCEEDINGS OF THE 51ST HAWAII INTERNATIONAL CONFERENCE ON SYSTEM SCIENCES. 3497, 3497-98(2018).

⁹⁰ 相關探討可參考：Fergal Reid, Martin Harrigan, *An analysis of anonymity in the bitcoin system*. SECURITY AND PRIVACY IN SOCIAL NETWORKS. SPRINGER, NEW YORK, NY, 197-223 (2013). Ralph Gross, and Alessandro Acquisti, *Information revelation and privacy in online social networks*. PROCEEDINGS OF THE 2005 ACM WORKSHOP ON PRIVACY IN THE ELECTRONIC SOCIETY. 71-80 (2005).

⁹¹ 例如 Chainalysis 公司的客戶包括美國聯邦調查局、緝毒局、國稅局之刑事調查局以及英國國家刑事局。

⁹² 例如 elliptic 公司就與許多大型虛擬通貨交易平台如 coinbase、revolut 等進行合作，以增進此些交易所之法遵義務即減少洗錢事件發生。

項基本技術支撐著：其一是透過公私鑰密碼學（public-private key cryptography）來儲存和消費；其二是加密的交易及驗證程序⁹³。與傳統支付模式相比較，比特幣欠缺中央治理結構，這對其系統運作有幾個影響。首先，比特幣沒有規定金融機構、支付處理商或其他中介機構有義務驗證用戶身份或觀察帳戶資料以及進行禁運國家交叉比對，這也導致從事非法交易或洗錢案例層出不窮。其次，比特幣的支付場域並不禁止銷售特定物品；然而信用卡網絡通常不允許在銷售地點進行各種非法交易並受制於當地政府之相關規定⁹⁴。最後，比特幣支付是不可逆的，因為該協議無法為付款人提供撤銷或錯誤之購買，至於信用卡支付則有提供此種功能⁹⁵。

第二項 作為投資工具

依據金融監督管理委員會統計，國內 8 家較具規模交易所 2019 年之資產總額為新臺幣 10 億元，營業收入為新臺幣 1.7 億元⁹⁶；根據 CoinMarketCap 的統計，截至 2022 年 12 月 1 日止，全球虛擬通貨的市值規模已達新台幣 26 兆元，而比特幣占比約 38.3%⁹⁷，可見比特幣乃現今虛擬通貨市場中最活躍之交易客體。比特幣並非實體物品，看不見也摸不著的特性，背後所表彰之價值不像買賣公司股票一樣，有公司損益表、資產負債表或其他財務指標能分析；去中心化的特性，也有別於傳統貨幣由中央銀行或政府支持發行，可藉由貨幣政策來調節對應當下的整體經濟環境。投資比特幣風險極高，理由係其價格波動性（volatility）較劇烈，比特幣價格從 2009 年成立時的零價值上漲到 2013 年底的 1100 美元左右。2014 年底，其價格則降至 250 美元左右，但此後又開始上漲，如此巨大的價格變動的市場波動情形在傳統貨幣身上並不常見。鑑於這樣的結果，更有論者認為可以推測金融市場中

⁹³ Rainer Böhm, et al. *Bitcoin: Economics, technology, and governance*. 29.2 JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES.213, 216 (2015).

⁹⁴ Mark MacCarthy, *What payment intermediaries are doing about online liability and why it matters*. 25BERKELEY TECH. LJ.1037, 1038 (2010).

⁹⁵ Rainer Böhm, et al, *supra* note 93, at 219.

⁹⁶ 行政院洗錢防制辦公室，2021 年國家洗錢資恐及資武擴風險評估報告，頁 47。

⁹⁷ CoinMarketCap, *Today's Cryptocurrency Prices by Market Cap*, <https://coinmarketcap.com/> (last visited: 2022/12/01).

對比特幣的需求可能包含相當大的投機成分⁹⁸。若細究比特幣的價格變化，可以發現其價值大致取決於：市場的供需關係、與其他虛擬通貨的競爭、比特幣之稀缺性、法規的進展與規範。總的來說，比特幣價格容易出現投機泡沫 (speculative bubbles)，理由是比特幣的基本價值為零，這不但是學術界和大眾對比特幣長期生存能力的擔憂，從總體經濟學角度觀察，更意味著其欠缺決定價格形成的基礎⁹⁹。

正因為虛擬通貨的交易價格波動劇烈，具有一定的投資性與投機性，交易人承擔著不容小覷的價格波動風險。特別是由於虛擬通貨多半欠缺明確的內在價值 (inherent value)，故其價格形成欠缺基礎價值作為基準，其價值僅倚賴市場上的供給與需求支撐，對於投資人而言其市場價格就會變成投資時重要的判斷依據。但不可諱言地，正因為比特幣具有高度波動性、難以預測性，因此成為許多投資者愛好之場域，此際若有操縱市場價格或隱匿資訊之情事，勢必會對市場造成動盪，而使投資人之保護問題浮出檯面。故比特幣此種投資性實則牽動著相關法制之監理，當中又以證券交易法為核心。

第三項 作為避險工具 (hedging capabilities)

許多人喜歡將比特幣與黃金進行比較，因為它們有許多相似之處。比特幣同黃金般主要價值是由供給需求量而得出，且供應不受政府控制，此外二者的價格波動性都很高，總供應量亦是有限的 (finite)。由於黃金對股票、債券和美元具有眾所周知的對沖能力，而比特幣也可能表現出類似的相關性¹⁰⁰。再者，比特幣也可能與黃金一樣被廣泛視為避險資產，因為當負面衝擊影響市場時，價值往往會上漲。甚至有論者認為比特幣可以被稱為數位黃金 (digital gold)¹⁰¹。黃金在金融市場上，

⁹⁸ Kevin Dowd, *New private monies: a bit-part player?* 174 INSTITUTE OF ECONOMIC AFFAIRS MONOGRAPHS, HOBART PAPER, at 46. (2014).

⁹⁹ Eng-Tuck Cheah, and John Fry, *Speculative bubbles in Bitcoin markets? An empirical investigation into the fundamental value of Bitcoin.* 130 ECONOMICS LETTERS. 32, 35 (2015).

¹⁰⁰ Anne Haubo Dyhrberg, *Hedging capabilities of bitcoin. Is it the virtual gold?*, 16 FINANCE RESEARCH LETTERS. 139, 140 (2016).

¹⁰¹ Popper, Nathaniel. *Digital gold: The untold story of Bitcoin.* Penguin UK, 2015.

確實有不少投資者將比特幣作為一種避險工具，看好它可作為消除或最小化市場風險此一特色，以其作為投資組合之資產配置。



比特幣此種特性也使其在期貨交易市場中佔有一席之地，期貨市場中近來出現不少以比特幣為標的之金融商品¹⁰²，相對於現貨交易，期貨讓投資人有更多的投資組合可以運用，亦可運用對沖市場的能力作為避險工具，這些性質也使投資人願意在期貨市場中投入資金以控管風險。若有不肖人士利用詐欺或操縱市場等手法不當影響比特幣期貨交易市場價格，我國期貨交易法是否足以因應，則成為眾人所關注之議題，本文亦會於第四章進行詳細分析。

第七節 比特幣之不正使用

第一項 從事地下非法活動

由於比特幣可作為支付工具之一，加上匿名性、快速性、難以追蹤等特性，故以比特幣作為交易對價，不但使金流難以追緝，更使非法活動猖獗，有礙整體社會發展。再者，因交易過程無需第三方介入，亦成為販毒集團隱匿金流新興交易工具¹⁰³。在台灣曾有嫌犯以比特幣在國外網站訂購大麻種子，租用豪宅在地下室種植、加工，再以通訊軟體聯繫買家銷售¹⁰⁴。法務部調查局報告指出以比特幣從國外網站購買大麻種子，應是要避免警方追查金流，且數據統計以虛擬通貨，尤其是比特幣支付毒品交易遭判決之案件數成長速度倍增，與近年民眾開始使用虛擬通貨作為各項支付工具之風氣有關，值得執法單位關注¹⁰⁵。國外亦有不少案例透過虛擬通貨購買毒品、武器、從事性交易。非法暗網（dark net）在外國已成為地下交易最盛

¹⁰² 世界上最大的衍生性金融產品交易所——芝加哥商業交易所（CME），於 2017 年推出比特幣期貨合約，其後又有 ProShares 的比特幣策略期貨 ETF（BITO）等商品。

¹⁰³ 法務部調查局，毒品交易虛擬金流偵查新模式——以本局與荷蘭警方合作偵查個案為例，107 年毒品犯罪防制工作年報，頁 88。

¹⁰⁴ 盧金足（03/10/2018），〈比特幣網購種子 租豪宅種大麻〉，《中國時報》<https://www.chinatimes.com/newspapers/20180310000616-260503?chdtv>（最後瀏覽日：12/05/2022）。

¹⁰⁵ 法務部調查局，前揭註 103，頁 94。

行的場域，且就算有諸多遭警方查緝之先例，然而執法速度終究比不上網站架設速度。以最大暗網 AlphaBay 為例，AlphaBay 在 2017 年曾被查緝並關閉網站，當時有 35 萬件以上拍賣品，確實是史上最大的暗網市場，相隔不久後，AlphaBay 捲土重來，雖然離巔峰時期的交易額還有段距離，然而據區塊鏈分析公司 Chainalysis 估計，當時每日的成交額達兩百萬美金¹⁰⁶，由此可見地下非法活動可觀之交易額，確實有嚴加執法並控管之必要，新興支付提供人們不用面對面交易的便利，然而所衍生之監管漏洞問題，反而助長犯罪誘因。

第二項 作為詐騙標的

近年來時有以虛擬通貨作為投資或買賣標的進行詐騙之行為，常見情形係詐騙集團透過宣稱可販售虛擬通貨，或辦理虛擬通貨說明會進行詐騙、吸金致使害人受騙上當而匯入款項。此類案件在社群軟體蓬勃發展的今日，透過網路進行詐騙案例更是層出不窮，以聳動吸睛的標題從事吸金誑騙行為，宣稱透過投資比特幣可獲得高投資酬等手段，也被詐騙集團做為誘騙話術¹⁰⁷，若從司法院法學資料檢索網站查詢可發現，於 2015 年後案例不斷增加，甚至於 2020 年達到高峰，經檢視，迅速增加之案件來源主要與近年虛擬通貨虛偽買賣、侵占、投資糾紛有關。此類案件為目前數量最多之案件類型，占國內虛擬通貨犯罪案件總數之最大宗¹⁰⁸。

第三項 作為吸金工具

以比特幣做為招攬投資之吸金行為在我國亦屬常見。法院曾有案例為：行為人利用網路社群平台臉書社團、LINE 群組，以及創建網站，向公眾號召加入「比特

¹⁰⁶ Andy Greenberg, *AlphaBay Is Taking Over the Dark Web—Again*, WIRED (Jun 6, 2022), <https://www.wired.com/story/alphabay-dark-web-market-ranking/>

¹⁰⁷ 戴志揚 (06/21/2022)，〈交友軟體誘投資比特幣得手上億 雄警從下到上連根拔逮 24 名詐團成員〉，《中時新聞網》，<https://www.chinatimes.com/realtimenews/20220621004813-260402?chdtv> (最後瀏覽日：12/05/2022)。

¹⁰⁸ 林繼恆、楊岳平、李鎰如 (2021)，〈新興金融科技遭濫用於犯罪之研究〉，《刑事政策與犯罪防治研究專刊》，30 期，頁 186。

幣互助進而分紅」之活動，並宣稱參加投資僅需透過網路操作將比特幣置入行為人之虛擬通貨帳戶後，再將投資者的應載資料填載於行為人所準備的表格，便會依照參加先後順序獲得投資利益，其獲利規則為：「一輪次投資者投入每滿 3 枚或以上之比特幣，前一輪次投資者即可依所投入之 1 枚比特幣，獲得 2.5 倍的比特幣」。投資者投入 1 枚比特幣時，平台管理人（即行為人）各可分得比特幣 0.16 枚、0.11 枚、0.05 枚等¹⁰⁹。

嚴格說起來，整個投入比特幣過程，僅有行為人利用平台經營，可穩賺不賠而獲得鉅額比特幣抽佣，這樣的結構其實就是拿取後期投資人的錢來作為早期投資人之獲利，但當投資人越來越多時，平台之運作則會陷於入不敷出，此即為典型之金字塔式騙局，或俗稱之老鼠會。此種手段除了會涉及刑法詐欺罪之外，更重要者係會觸碰到銀行法相關規定。主要癥結點在於：比特幣是否為銀行法第 29 條、第 29 條之 1 所規定「款項」或「資金」，進而會影響是否該當銀行法第 125 條第 1 項前段之非法經營銀行業務罪，此將在第五章做討論。

第四項 作為洗錢工具

相較於傳統金融帳戶之顯名特質與透明交易動向，比特幣去中心化與非實名制的特性使其交易軌跡相對不易追蹤。犯罪分子實施詐騙、竊盜等財產犯罪行為後，再將不法所得透過兌換為虛擬通貨、或是轉入非實名制之虛擬通貨錢包來形成金流斷點，不但使執法單位增加執法成本，亦使犯罪分子可輕易洗淨所得之贓款，悄悄地流入金融系統，有害防制洗錢體系之健全，動搖整體金融秩序。在技術飛快發展的年代，犯罪分子認識到虛擬通貨之特性，利用進步之技術來提高他們的犯罪手法。犯罪分子可輕易地更改 IP 位址（IP Spoofing）或使用其他人頭帳戶來混淆其數位身份，從本質上使他們的活動無法追蹤¹¹⁰，某程度也算是金融創新下的受益者。

¹⁰⁹ 臺灣高等法院 107 年度金上訴字第 83 號刑事判決，目前繫屬於最高法院。

¹¹⁰ Danton Bryans, *Bitcoin and Money Laundering: Mining for an Effective Solution*, 89IND. L.J. 441,441



全球洗錢防制的國際標準制定組織—防制洗錢金融行動工作組織（Financial Action Task Force, FATF）將洗錢行為（money laundering）以三階段進行描述，（1）處置（placement）：犯罪分子向金融系統注入不正當資金，將是不法所得放入金融系統的第一步，可能手段為透過將大量現金分成不那麼顯眼的小額現金，然後直接存入銀行帳戶，或透過購買貨幣工具來混淆¹¹¹。（2）分層（layering）：洗錢者將贓款轉換，使其遠離非法來源，經過多層次的處分、移轉，使其離源頭越遠越好。洗錢者進行一系列的資金轉移，可能透過購買和銷售投資工具來轉移，或者只是藉由全球不同銀行的多數帳戶進行資金轉入，因此交易的可溯性成為了設計監控措施時很重要的一環¹¹²。（3）整合（integration）：資金重新進入合法金融系統。洗錢者可能會選擇將資金投資於房地產、奢侈品資產或商業風險投資¹¹³。以洗錢角度來看，客戶可能在不同時機進行資金的整合，例如錢包 A 的地址接收多筆虛擬通貨間（crypto-to-crypto）的「幣幣交易」，再一次性接收的虛擬通貨並發送至 B 錢包地址，由 B 錢包地址持有者將虛擬通貨換回法幣，此行為又稱為「法幣交易」¹¹⁴。

如果無法將個別用戶之身分綁定到比特幣位址，執法實體將很難追蹤洗錢資金的注入、分層和重新進入。犯罪分子直接將比特幣兌換成其他貨幣、通過無數不同的比特幣位址進行混淆轉移以及與其他用戶進行實物交易的能力進一步阻礙了反洗錢工作。從本質上而論，比特幣和類似的虛擬通貨可以讓洗錢者比以往任何時候都更快、更便宜、更謹慎地轉移非法資金¹¹⁵。以下將透過幾則國內外案例觀察並了解比特幣是如何被用作為洗錢工具。

（一）美國案例

(2014).

¹¹¹ How is money laundered? Financial Action Task Force, <http://www.fatf-gafi.org/pages/faq/moneylaundering>. (last visited Dec 5, 2022).

¹¹² *Id.*

¹¹³ *Id.*

¹¹⁴ *Id.*

¹¹⁵ Danton Bryans, *Supra* note 110, at 447.



美國曾有一對夫妻 Ilya Lichtenstein 及 Heather Morgan，當年在駭客入侵交易平台 Bitfinex 啟動兩千多筆未授權交易，搬走約 7100 萬美元的比特幣後，兩人涉嫌共同從該平台竊取 119,754 枚比特幣並進行洗錢行為，這些未經授權的交易將被盜的比特幣發送到 Ilya 控制的數字錢包中¹¹⁶。在過去五年中，大約 25,000 枚被盜比特幣存入各種虛擬貨通貨交易所和暗網市場的帳戶，然後提取資金，通過打斷資金流來混淆交易的軌跡；此外二人還將比特幣轉換為其他形式的虛擬通貨，包括匿名增強型虛擬通貨 (anonymity-enhanced virtual currency, AEC)，經過一系列「跳鏈 (chain hopping)」等複雜程序後，最終部分被盜資金被存入夫妻倆控制的金融帳戶¹¹⁷。美國司法部 (Department of Justice, DOJ) 更指出：執法單位已有能力透過區塊鏈追蹤資金，絕不允許虛擬通貨成為洗錢的避風港或金融系統的灰色地帶¹¹⁸。

(二) 我國案例

2017 年 6 月，新竹市警方直搗桃園洗錢中心，發現詐騙集團涉嫌將贓款拿來購買比特幣，再透過層層交易將贓款洗回台灣。詐騙集團先以網路聊天軟體，取得中國民眾大頭照等個資，並以積欠電話費等詐騙手段，威脅被害人付款，再將所有贓款拿來購買比特幣，將比特幣兌換為人民幣，最後經地下匯兌將贓款洗回台灣¹¹⁹。

亦有男子以專門協助「假公安」詐騙集團將騙得的贓款，轉入虛擬通貨錢包，購買比特幣、泰達幣、以太幣等虛擬通貨，再於虛擬通貨交易所兌現為新台幣加以洗錢。警方調查，該集團成立俗稱「平台水」的電信詐欺水房，使用電腦及手機透過網路操作中國人頭帳戶，由配合的第一層詐欺水房將中國被害人贓款轉至控制

¹¹⁶ Katie Benner (Feb 8, 2022), *Justice Dept. Seizes \$3.6 Billion in Bitcoin and Arrests Married Couple*, the new York times, <https://www.nytimes.com/2022/02/08/us/politics/ilya-lichtenstein-heather-morgan-bitcoin-laundering.html> (last visited: Dec. 8, 2022).

¹¹⁷ *Id.*

¹¹⁸ Department of Justice, *Two Arrested for Alleged Conspiracy to Launder \$4.5 Billion in Stolen Cryptocurrency* (Feb 8, 2022), <https://www.justice.gov/opa/pr/two-arrested-alleged-conspiracy-launder-45-billion-stolen-cryptocurrency> (last visited: Dec. 8, 2022).

¹¹⁹ 王駿杰 (06/30/2017)，〈破比特幣洗錢中心 上億贓款被漂白〉，<https://news.ltn.com.tw/news/society/paper/1114873> (最後瀏覽日：12/08/2022)。

下的中國人頭帳戶，再將贓款轉至虛擬通貨錢包，換成比特幣等各種虛擬通貨。隨後，該集團將視上游詐欺水房的需求，可能直接交付虛擬通貨，或者再將虛擬通貨轉成新台幣，以場外交易方式，將詐欺贓款交付給上游詐欺水房¹²⁰。



¹²⁰ 邱俊福（07/02/2020），〈協助「假公安」詐騙集團洗錢 刑事局查獲詐欺水房〉，
<https://news.ltn.com.tw/news/Kaohsiung/breakingnews/3215759>（最後瀏覽日：12/08/2022）。

第三章 比特幣是否為「有價證券」



在分析完比特幣之性質、應用及潛在風險後，不難發現此種新興金融商品之出現對於現行法律體系造成不小衝擊，在現行法規架構下是否足以將比特幣納入管制，有賴吾人在既有之法律條文中加以詮釋之功力，唯有正確之認事用法，方可確保司法實務裁判之公正、正確性，也才有辦法使虛擬通貨市場上之交易人受到應有之保護。本文從第三章到第六章將從比特幣最可能觸及之三大金融相關法規出發，分析現行條文能否包攝比特幣於其中，進而有相關規定之適用。透過清楚且明確之定性才可確保法規之實效性及使司法者於法律適用上更為精確。

比特幣自 2008 年問世以來，金融監管一直是問題聚焦之核心，由於它的發展及適用範圍在各地皆有差異，因此各國也祭出不同之政策及法規回應。本文欲透過回歸比特幣本質上之定性，透過現有制度之釐清，試圖將比特幣納入並作比較；然而在分析各種可能情況時，也應注意其相異之處以及是否會產生扞格，而產生監管過寬或過嚴之危機。本章將從比特幣是否為有價證券一事切入進行討論，並比較其他虛擬通貨之特性及定性上之差異。

第一節 有價證券之定義

本節欲透過我國法與美國法之比較分析，確立有價證券之定義後，再回應「比特幣是否為有價證券」此一定性難題。同樣作為規範證券市場之依據，兩國之證券交易法制是否相同？適用範圍及保護對象為何？詳述如下。

第一項 我國證券交易法第 6 條

我國證券交易法（下稱「證交法」）乃是針對有價證券募集、發行、買賣之監督與管理之法令，規範意旨上係為「發展國民經濟，並保障投資」¹²¹。在適用本法

¹²¹ 我國證券交易法第 1 條。

規之前，需先清楚了解何謂「有價證券」，我國法之定義及判斷標準為何，先確立有價證券範圍後，方可進一步討論其應遵守之相關規定。



而在有價證券之定義上，證交法第 6 條明文：「本法所稱有價證券，指政府債券、公司股票、公司債券及經主管機關核定之其他有價證券（第一項）。新股認購權利證書、新股權利證書及前項各種有價證券之價款繳納憑證或表明其權利之證書，視為有價證券（第二項）。前二項規定之有價證券，未印製表示其權利之實體有價證券者，亦視為有價證券（第三項）。」由本條規定可見，我國法之有價證券定義乃採取「限定列舉，概括授權」之立法模式，尤其第一項後段所指稱之「經主管機關核定之其他有價證券」，正是立法者授權主管機關可因應不同時空背景下，迅速增訂函釋以補充法律，避免法規適用上出現緩不濟急之缺失。然而此種概括授權之方式，並非賦予主管機關從有價證券本質與定義去補充其範圍，而是須經主管機關核定為填補，反面解釋若未經主管機關核定即不屬於證券交法所規定之有價證券，自不屬於證券交易法所規範¹²²。以下則詳述目前主管機關所核定之其他有價證券類型。

透過證交法第 6 條相關行政函釋之檢索，歸納整理後可知主管機關目前已核定之有價證券為下列七種，若已被主管機關肯認具「有價證券」之身分，則會開啟一連串證交法上之法遵及監管規定。本文將主管機關所核定之類型列舉如下：

（一）外在臺募集資金赴外投資所訂立投資契約¹²³。

（二）證券投資信託事業為募集證券投資信託基金所發行之受益憑證¹²⁴。

（三）非由標的證券發行公司所發行之認購（售）權證¹²⁵。

¹²² 郭土木（2018），〈證券交易法有關經主管機關核定之有價證券其範圍與爭議－兼評最高法院 105 年台抗字第 925 號刑事確定裁定〉，《軍法專刊》，64 卷 3 期，頁 46。

¹²³ 原財政部證券管理委員會(76)臺財證（二）字第 6934 號函。

¹²⁴ 原財政部證券管理委員會(77)臺財證（三）字第 09030 號函。

¹²⁵ 財政部(86)臺財證（五）第 03037 號函；原財政部證券暨期貨管理委員會(86)臺財證（五）字第



(四) 規範公司所發行之公司債券分割後之息票¹²⁶。

(五) 期貨信託事業為募集期貨信託基金所發行之受益憑證¹²⁷。

(六) 證券商發行之指數投資證券¹²⁸。

(七) 具證券性質之虛擬通貨¹²⁹。

我國證交法之有價證券範圍係採列舉規定及由主管機關核定之方式，未經列舉及核定者即不會落入證交法規範之範疇，主管機關得因應社會變遷、科技進步，以及新型金融商品之推出及使用後，綜合所有情況而決定是否將其定性為有價證券。此種立法方式是否妥適、主管機關可否適時做出核定決定，皆是影響金融市場秩序健全與否的關鍵因素。

第二項 美國 1934 證券交易法 Section 3(a)(10)

在美國，有關證券的定義主要是由其 1933 年證券法（Securities Act of 1933）Section 2（1）與 1934 年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）所規範。其中 1934 年證券交易法 Section 3(a)(10)¹³⁰：「本法所稱證券，除上下文義（context）另有他指外¹³¹，係指票券、股票、庫藏股、有價證券期貨、債券、信用債券；任何

03245 號。

¹²⁶ 金管會(94)金管證一字第 0940000539 號函。

¹²⁷ 金管會(96)金管證七字第 0960038704 號函。

¹²⁸ 金管會(107)金管證券字第 10703209866 號函。

¹²⁹ 金管會，前揭註 19。

¹³⁰ 15 U.S.C § 78c(a): When used in this chapter, unless the context otherwise requires—(10)The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement or in any oil, gas, or other mineral royalty or lease, any collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or in general, any instrument commonly known as a “security”; or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing; but shall not include currency or any note, draft, bill of exchange, or banker’s acceptance which has a maturity at the time of issuance of not exceeding nine months, exclusive of days of grace, or any renewal thereof the maturity of which is likewise limited.

¹³¹ 學者有謂：除參考前後條文之文義外，亦包括涉及爭議之相關事實，如「證券」之內容、目的



利潤分享或石油、天然氣、礦產的採取權或租賃權的股權憑證(certificate of interest)或參與協議(profit-sharing agreement);任何擔保信託憑證、發起設立前之憑證或認購、可轉讓股份、投資契約(investment contract)、表決權信託憑證、存託憑證;任何股票、存託憑證、證券之集合或指數(包括其上的利益或價值)之買權、賣權、跨式選擇權、選擇權、優先權;或任何於全國性證券交易所關外國貨幣之買權、賣權、跨式選擇權、選擇權或優先權;或一般而言,普遍被認知為『證券』之任何文書;或前述各種證券之任何股權或參與憑證、臨時或暫時的憑證、繳納憑證、選擇權、認購權或購買權;但不包括貨幣或任何票券、匯票、國外匯票或銀行承兌匯票,凡到期日不超過九個月者,但寬限期或任何到期間受限之延展期則不計算在內」。

美國法對於有價證券之定義可謂相當寬泛,條文中明文列舉者即達 20 種以上,若再加上意義廣泛之文字,諸如投資契約、一般而言普遍被認知為「證券」等內容,應可認為美國法下所認定之有價證券較我國為廣,且司法者可於個案中自行涵攝判斷以決定是否該當條文中之有價證券。美國法雖然是判例法為主的國家,但對於證券之規範,則係採立法方式加以處理以求明確¹³²。與我國相比較後,美國雖少了主管機關核定權限的立法模式,然搭配司法者寬泛之實質解釋權限,在有價證券之認定上實則更具彈性,且美國聯邦最高法院在諸多案件中也一再強調:「在探索本法『證券』一詞的意義及範圍時,為求實質應摒棄形式,並應著重於經濟實質¹³³」。以下則舉美國法上曾出現過之爭議案例,透過比較與分析來觀察美國實務對於有價證券之觀點及立場究竟為何。

一、Joiner 案¹³⁴

等事實背景,另有法律對投資人加以保障時,則被列為「證券」之可能性即大減。參閱:余雪明(1996),〈認識證券交易法(二)有價證券之概念〉,《月旦法學雜誌》,16期,頁85。

¹³² 戴銘昇(2006),〈美國證券法規上「證券」之重要判斷原則〉,《證券暨期貨月刊》,24卷12期,頁28。

¹³³ SEC v. W.J. Howey Co., *supra* note 133, at 298; Tcherepnin v. Knight, 389 U.S. 332,335-336 (1967).

¹³⁴ SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp., 320 U.S. 344 (1943).



Joiner 案乃是在著名的 *Howey* 案公布之三年前所做成，也是時常被下級審法院引用之案例之一，其重要性不言而喻。本件的案例事實大致為 Joiner 公司以石油租約的出售協議 (sell assignments of oil leases)，附帶銷售人同意負責鑽取的條件為內容，向大眾出售契約並進行募資。Joiner 公司為德州某塊 3000 英畝土地上石油和天然氣租約的所有者，其欲在該地進行一項鑽井工程並已與鑽井業者簽訂契約；然而 Joiner 公司沒有足夠的資金來支付鑽井費用，但它預計將通過出售或轉讓該土地之租約以獲得必要的資金，故其透過郵寄方式向大眾發出欲出售或轉讓租約的郵件。本件的爭議即在於 Joiner 公司所潛在投資者所簽訂之出售協議，是否為美國法上之「證券」或「投資契約」。

在該案件中，地方法院及巡迴上訴法院雖認定有石油及天然氣租約的出賣及轉讓行為存在，但若認為此類銷售和轉讓土地權益屬於證券銷售，將使該法案之適用大大超出立法者的預期範圍，且因為被告提供的租約及轉讓行為係依據德州法所為，故認為這些轉讓行為並不屬於 1933 年證券法 Section 2(1) 的「證券」或「投資契約」。對此最高法院則持不同見解，其強調「經濟上實質測試 (economic realities test)」才是判斷一項標的或協議是否為證券之關鍵要素。這項測試的核心是要法院摒棄形式判斷的方式，轉向實質認定標準。例如在 Joiner 案中應該是藉由要約之條件、分銷計畫 (the plan of distribution) 及公開說明書中提供之經濟上誘因 (economic inducement) 來判斷文書的性質為何¹³⁵。Joiner 案中更說明：像是同類解釋規則 (*ejusdein generis*)¹³⁶、明示其一 (*expressio unius*) 等其他規範化之論點 (canonized arguments) 對於如何解釋或認定證券並無助益；透過立法目的之探求及解釋這些目的背後之規則才應該是吾人所需之元素¹³⁷，尤其在針對一些新穎、不常見或不規

¹³⁵ Joiner, 320 U.S. at 352-53; 相同概念亦可參見 *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*, *supra* note 57, 847-51 (economic realities test requires court to disregard instrument's form and to scrutinize instrument's substance).

¹³⁶ 亦即「例示事項之後的概括規定，僅包括與例示事項相同性質之事物」。

¹³⁷ Joiner, 320 U.S. at 350.

則的約定內容或協議，會與傳統常見之證券理解有所出入。



本件最高法院採取實質解釋原則確實有助於解釋立法意旨；實質解釋原則透過探求立法意旨（dominating general purpose）、依據上下文或背景事實來解讀法條文字、或於特定的案例中，在文義允許的範圍內解釋法條文字。在 Joiner 案中，法院闡釋一項重要觀點：「基於本案事實，無爭議地，可以得出被告不是僅提供純粹的租賃權（naked leasehold right）。如果被告郵寄的要約中刪去了探勘油井的計劃及承諾之經濟上誘因，它將是全然不同的問題¹³⁸」。也就是說投資人之所以願意出資很大一部分是受到對於未來經濟上誘因的吸引，土地交易本身毋寧僅是附帶因素而非本件交易中主要之考量因素。

二、Howey 案¹³⁹

Howey 案，Howey 及其關係企業 Howey-in-the-Hills Service 公司設立於佛羅里達州，該公司擁有大片的柑橘園（citrus groves），希冀透過出售該些土地以利其未來發展。因此與購買者約定出售柑橘園之持分，復簽訂「經理契約」（management contract），該契約復約定由被告公司的關係企業 Howey-in-the-Hills Service 公司負責經營果園，並且行銷其所生產的柑橘，而持分買受人則可依約定分享經營利潤。該契約通常為期 10 年，且沒有契約終止權，它賦予 Howey-in-the-Hills Service 公司租賃權益和「全面且完整（full and complete）」的土地所有權，亦即對果園的種植以及農作物的收穫和銷售擁有完全的自由裁量權限。

對於本案，聯邦最高法院認為此種安排應受美國 1933 年證券法之規範，理由係其符合該法下「投資契約」之定義，故應受制於法規中登記義務的要求。法院在本案也確認了四個要素用以判斷證券法上所稱之「投資契約」是否存在。這四個關鍵要素為：（1）必須有金錢的投資（an investment of money）；（2）資金必須投資於

¹³⁸ *Joiner*, 320 U.S. at 348.

¹³⁹ *SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946).

一個共同事業 (in a common enterprise)；(3) 投資人有獲利之期待 (with an expectation of profits)；(4) 利潤之有無全然來自於他人之努力 (solely from the efforts of others)¹⁴⁰。此四項要素即為吾人所熟知之 Howey test，對於美國法上有著意義深遠的影響，甚至有學者認為關於投資契約的判決中若沒有引用 Howey 案，就如同法國人的晚餐沒有酒¹⁴¹，故本案的政要性不言而喻，本文將於下述詳細討論四要件之具體內涵及運用。

從上述 Joiner 案與 Howey 案兩個美國法上重要的指標性判例中，大致可以掌握以下重點：在 Joiner 案中，法院使用極其普遍的測試強調初始投資「風險」的性質和程度；然而在 Howey 案中，法院卻將重點轉至「獲利之期待」以及說明風險不一定是獲利期待的要素¹⁴²。

三、Forman 案

介紹本案件之用意在於說明 Howey Test 的第三要件「投資人獲利期待」之判斷標準，由於美國法院在涵攝該要件時多以 Forman 案為依歸，因此有必要加以闡釋並釐清。

Co-op City 是紐約市的一個大型中低收入住房方案。該方案由非營利性公司 United Housing Foundation (UHF) 發起和贊助。此外 UHF 成立 Riverbay 公司以擁有和經營 Co-op City。符合在 Co-op City 購買公寓的買家必須以每股 25 美元的價格購買 Riverbay 公司的 18 股股票 (stock)，方能取得其中之物件。買家購買股份的唯一目的是希望能夠入住公寓，且這些股份不能轉讓給非租戶，任何想要或被迫終止其在 Co-op City 的居住權的租戶都必須以最初的售價將這些股份賣回給 Riverbay 公司。本件爭議即在於買家購買的「股票」是否符合美國法上所定義之證

¹⁴⁰ Howey, 328 U.S. at 298-299.

¹⁴¹ Robert Hunt, *Madame El Khadem, the Ninth Circuit, and the Risk Capital Approach*. 57 OR. L. REV., 3 (1977).

¹⁴² Charles Schaefer, *Licenses--Sales of Stock--Withdrawable Capital Shares*. 19 CASE W. RES. L. REV., 1123, 1125 (1967).

券？



聯邦最高法院認為，該投資標的雖名為「股票」，但由於原告並未預期藉由「股票」之購入而獲得投資報酬，反而原告從 Riverbay 公司購買「股票」之實質目的為換取未來的居住使用空間，與進入資本市場購買股票期待投入資本之本金升值或預期未來股利分派顯不相同¹⁴³。法院強調投資人的購買動機應為獲取金融財務之利潤而為投資行為，若僅是以消費或生活目的所需者而購買者，則無法該當本要件¹⁴⁴。需補充者為，在 *Tcherepnin* 案中，法院指出投資契約的股息支付顯示投資者期望以此獲取利潤作為投資回報¹⁴⁵，這同時也是構成投資契約最本質的元素。

本案法院注重於法規範目的解釋方法，而非採用純文義解釋之方法，因此應注意者為系爭標的之經濟實質面作為審究基準，如果交易標的如同 *Forman* 案中係以便利小型財產的買賣或消費貨物、改善出賣人現金流的困難、或促進一些其他的商業或消費目的時，系爭標的就不太能構成「證券」¹⁴⁶。從而，本案法院提供兩個面向以觀察系爭標的是否滿足獲利之要件：其一為因投資行為而致投入資本升值；其二為投資人得參與因投資獲利所為之盈餘分配¹⁴⁷。

第三項 本文見解：實質認定有價證券

我國現行證券交易法第 6 條對於有價證券之界定採例示及主管機關核定之規定，主管機關核定有價證券之標的旨在使法律適用範圍明確可資遵循。相較於前述美國透過廣義的立法文字搭配實務實質認定下，顯見我國規範之不足與範圍過於狹隘等問題，為避免掛一漏萬，我國證券交易法透過第 6 條第 1 項後段之概括規定，賦予主管機關核定權限，惟概括規定並非從有價證券本質與定義去補充其範圍，

¹⁴³ *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*, *supra* note 57, at 853.

¹⁴⁴ Michael Davis, *Unregulated Investment in Certain Death: SEC v. Life Partners, Inc.*, 42 VILL. L. REV. 925, 934-35 (1997).

¹⁴⁵ *Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 332, 339 (1967).

¹⁴⁶ *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*, *supra* note 57, at 851.

¹⁴⁷ 莊永丞 (2007)，〈論保單貼現金融商品是否為證券交易法之有價證券〉，《法令月刊》，58 卷 3 期，頁 63。

而是以經主管機關核定為填補，反面解釋若未經主管機關核定即不屬於證券交法所規定之有價證券，自不屬於證券交易法所規範¹⁴⁸。此種立法模式下亟需主管機關以事前、有效率之方式決定何種標的應被納為有價證券而受相關監管，而並非期待司法者於審酌個案時才自行決定，否則有失立法美意且更可能牴觸罪刑法定原則，使人民無所適從。

我國現行法問題在於欠缺概括規定之彈性認定方式，以致於在面對金融創新之潮流下，就原不屬於法律所明定例示之有價證券事項，會因為主管機關核定時程之延宕或遲滯，而造成法律適用的空窗期。這不只對投資人保護有所不足，對於新興金融商品之引入及定性亦會造成監管不明，使發行人在法規高度不明確下承受違法之風險。由於衍生與創新之內容或範圍與有價證券相類似，之前未曾經主管機關明確界定為有價證券之標的，是否適用證券交易法加以規範，從以往案例顯示爭議不斷。在未經主管機關核定之前，難以預知何種商品將被納入有價證券的規範，必須於核定後使能知悉可罰行為之內容，因而亦有授權不明確之嫌¹⁴⁹。而有價證券的認定，對於發行系爭商品的相關人員關係重大。依證交法規定，有價證券之募集及發行，除政府債券或經主管機關核定之其他有價證券外，非向主管機關申報生效後，不得為之（證交法第 22 條第 1 項）。因此，募集發行有價證券，除非先經豁免，否則必須先向主管機關申報。違反申報義務擅自募集發行有價證券者，處五年以下有期徒刑，得科或併科新臺幣一千五百萬元以下罰金（證交法第 174 條第 2 項第 3 款）¹⁵⁰。

立法論上學者有建議將我國證券交易法第 6 條第 1 項文字略作如下修正：「本法所稱有價證券謂政府債券、公司股票、公司債及其他具有投資性質之工具」¹⁵¹，

¹⁴⁸ 郭土木，前揭註 122，頁 53。

¹⁴⁹ 賴英照（2019），〈證券交易法五十年〉，《月旦法學雜誌》，293 期，頁 19。

¹⁵⁰ 賴英照，前揭註 149，頁 17-18。

¹⁵¹ 參見「證券交易法修正草案相關問題之研究」（研究主持人：賴源河，研究委員：王仁宏、方嘉麟、余雪明、林國全、林麗香、汪渡村、邱聰智、武永生、柯芳枝、梁宇賢、劉連煜、羅怡德；委託單位：立法院財政委員會，研究單位：國立政治大學法律研究所，中華民國八十二年九月

如此方可以涵蓋目前並未受到規範的投資類型，以健全立法。學者也有認為證券交易法之主要目的在於保護投資人，因此，只要具有投資性的工具，基本上都應該受證交法規範¹⁵²。亦有學者從「必要性」為立論，「認為本條經主管機關核定之其他有價證券一語，語意似欠明確，其真意係指經政府指定之有價證券而言，亦即某種證券如其發行、買賣有依本法加以管理之『必要』者，主管機關即得依本條規定，指定該項證券為本條之有價證券，將其納入管理¹⁵³」。

美國法上證券之概念則透過 1933 年證券法 Section 2(1)與 1934 年證券交易法 Section 3(a)(10)所規範明文列舉，看似詳盡列舉、涵蓋廣泛，然而在諸多邊際案例中，仍係由法院透過判決形成。法院是司法機關，扮演客觀中立角色，不告不理之性格使其無法主動行使認定權，僅在發生爭議個案時才透過法院解釋法律並於個案進行涵攝，而法院依證券法律的規範目的，保護投資人的必要及系爭交易的經濟實質情況等因素，以為認定，這當中「投資契約」的認定更顯著述，從上文中所介紹之 *Joiner*、*Howey*、*Forman* 案中即可得出實務之立場及發展軌跡，透過比較法觀察可知我國與美國之立法及實務運作差異甚鉅。

針對美國之立法模式，文獻上亦有諸多批評：首先在定義上的混淆是美國法必須處理之問題，由於法院使用了多種測試標準（test）去判斷有價證券，且上級審與下級審觀點亦時常不一致，這將導致發行人或交易商在法遵上的成本與不確定性，理由是最高法院拒絕單純使用文義解釋（literal interpretation），而採行實質判斷法則¹⁵⁴。除此之外，法院不斷創設不同之測試標準去定義證券，其實會造成人民無所適從，且須不斷適應不同層級法院的見解歧異，人民的信賴將大受減損。以美

九日），頁 3。

¹⁵² 劉連煜（1994），〈論票券是否可能成為證券法上所規範之證券—美國聯邦最高法院 *Reves v. Ernst & Young* 乙案的檢討〉，《中興法學》，37 期，頁 159。

¹⁵³ 參見賴英照，證券交易法逐條釋義—第一冊，作者自版，1992.8 第六次印刷，頁 87。

¹⁵⁴ Robin Allen, *Continuing Confusion in the Definition of a Security: The Sale of Business Doctrine, Discretionary Trading Accounts, and Oil, Gas and Mineral Interests*, 40 WASH. & LEE L. REV. 1255, 1256-1258 (1983).

國第九巡迴法院所開創之風險資本測試標準（The Risk Capital Test）為例，此測試標準完善且拓展了 Howey Test 的範圍，受到第九巡迴法院管轄之各州法院所青睞¹⁵⁵；然而聯邦最高法院仍繼續適用 Howey Test 作為其論述依據¹⁵⁶。又如同在票券的認定上，不同的巡迴法院嘗試自己建立「測試標準」，以供確認「票券」何時足以構成證券法上之證券，一時之間相關測試標準有如雨後春筍般地出現，令人不知應以何者為是¹⁵⁷。

綜上所述，在立法體例上，美國法及我國法皆各有利弊，尚難斷言孰優孰劣。不論立法上如何定義及認定有價證券，最終都將緊扣保護投資人此立法目的。本文認為我國實務其實早有意識到證券交易法第 6 條之疏漏，而參酌學說上所提倡之實質認定方式，正確闡釋本條之核心內容¹⁵⁸。有價證券之認定方式仍應以投資人保護作為重要依歸，同時為健全法制，使法律規定更為透明，受規範者更容易預見行為的結果，我國證交法第 6 條第 1 項應可參照美國法立法方式，增加例示證券的種類，而就概括授權部分，增訂授權的目的、內容及範圍等事項¹⁵⁹，以避免該條規定違反授權明確性而有違憲之疑慮，同時也可增進法規適用之可預見性，以利金融市場之運行。

總結上開之討論後，吾人可知：（1）保障投資的「必要性」；（2）系爭標的「投資性」有無；（3）是否具有「一定流通性」；（4）有無「表彰一定之價值」，此些事

¹⁵⁵ 當然該測試亦有判斷標準不明確之批評，See e.g., James Gordon III, *Interplanetary Intelligence About Promissory Notes As Securities*, 69 TEXAS L. REV. 383, 387-389 (1990).

¹⁵⁶ Robert Hunt, *supra* note 141, at 5.

¹⁵⁷ 劉連煜，前揭註 152，頁 142-143。

¹⁵⁸ 詳細可參見最高法院 104 年度台上字第 3215 號刑事判決：證券交易法所規範之「有價證券」，原判決理由已敘明應參酌該法第六條基本定義，及針對證券交易法之證券特性，即應著重於是否有「表彰一定之價值」，而具有「投資性」與「流通性」。依卷附聖約翰補習班認購股權合約書、育新公司申購合約書、名門公司股份認購協議書、巨星公司股份認購協議書、諾貝爾公司股份認購協議書之內容，均明白約定股東之權利及轉讓等事項，契約當事人所認購股權數量、價格，該股份得以自由轉讓或繼承，以及買受人有分派紅利之權利等事項，於客觀上而言，上開合約書已然具有表彰一定財產價值之性質，且該股權、股份均得作為自由交易客體，顯然具有「投資性」、「流通性」，屬證券交易法所規範之有價證券等旨。

¹⁵⁹ 參閱劉連煜，新證券交易法實例研習，元照，增訂十五版，2018 年 9 月，39-40 頁。賴英照，前揭註 149，頁 21-22。

項才是認定某項新興金融商品是否為有價證券之重要要件，至於所使用之形式及名稱則非探討重點；反而在於投資人保護之必要性、公共利益、防止證券詐欺或其他不法情事判斷等證券交易法立法意旨思考下，考慮有無納入證交法規範的必要，才是較妥適之作法。



第二節 比特幣是否為有價證券

第一項 美國法之判斷標準

美國立法上，本欲詳盡列舉證券之種類以利判斷，然而「投資契約」之明文可謂給予司法者極大空間，運用其裁量權以針對某些「非正統之標的 (unorthodox settings)」來判斷是否符合投資契約之定義，比如將蚯蚓大量繁殖再銷售於農民之蚯蚓回購協議¹⁶⁰、招募新成員以銷售化妝品之金字塔計劃¹⁶¹等案例。本文所欲探討之比特幣其實也面臨相同問題，究竟其是否構成我國法之「有價證券」或美國法下所認定之「證券(或投資契約)」，在學說上有不少爭論。由於目前尚無相關判決出現，多是主管機關與學者間的對話，且焦點皆圍繞在「比特幣是否構成投資契約而受美國證券相關法令監管」。故本文認為在比特幣市值不斷攀升及接觸者日益增長的趨勢下，有必要釐清其是否有可能或有必要被定性為「有價證券」而進行相應之監管，並透過諸多虛擬通貨之比較及判斷，得出比特幣在證券相關法令下最適之監管模式。

第一款 美國 SEC 立場

美國 SEC 的官員 William Hinman 於 2018 年 6 月時，亦在公開演講中表明，比特幣因為去中心化的特性，因此不存在中央管理機構的努力¹⁶²，故比特幣及比特幣實難以通過 Howey Test 下「獲利與否乃繫諸於他人的創業或經營努力」之檢驗，

¹⁶⁰ Smith v. Gross, 604 F.2d 639, 641 (9th Cir. 1979).

¹⁶¹ See SEC v. Koscot Interplanetary, Inc., 497 F.2d 473, 481-82 (5th Cir. 1974).

¹⁶² William Hinman, *supra* note 62.

蓋比特幣出資人並無可據以仰賴之發行人或第三人之努力以期待獲取利潤；反之，如果有一個中心的第三方（centralized third party），以及期望獲得回報的購買者，那麼它很可能是一種證券。比特幣於投資契約四項要件中，第二項以及第四項要件的檢驗下似乎是難以通過的，比特幣雖具有投資性質，無數人利用比特幣為投資以賺取利潤，然觀察有價證券之定義，比特幣實難該當於抽象概念之「投資契約」¹⁶³。其他像是支持比特幣之律師 John Nelson 也認為比特幣並不符合 Howey Test 的任一要件，絕對不可能成為投資契約¹⁶⁴。

現任 SEC 主席 Gary Gensler 亦重申：比特幣並非證券而是 CFTC 規範下之商品，且「除了比特幣之外」的大多數虛擬通貨都屬於證券，投資大眾買賣虛擬通貨是因為他們期望從其他人的努力中獲得利潤¹⁶⁵，比特幣以外之虛擬通貨都應被定性為證券¹⁶⁶，這些說法對美國監管虛擬通貨和數位資產具有重要意義。

SEC 每次發表演論總會引起正反論戰，肯定監管者認為 SEC 本有加強監管以保護投資人免於被詐欺或受到操縱市場所拖累；而反對論者則站在擁護虛擬通貨市場之創新，認為 SEC 現階段作法過於小心謹慎，且會扼殺該領域之創新發展。亦有論者一針見血指出，SEC 除非在法院面前證明並獲得肯認，否則沒有權力監管其中任何一個虛擬通貨；再者，針對虛擬通貨是否為證券一事應該逐一地、分別地進行認定，而並非不分情形地，一次將所有虛擬通貨納管，Gensler 主席過於廣泛（overly broad），且將諸多不符合定義之虛擬通貨都定性為證券實在不當，因為在美國具有最終決定法律意義及其適用範圍者為法官而非 SEC 主席¹⁶⁷。

¹⁶³ 黃靖歲，前揭註 63，頁 76。

¹⁶⁴ Reuben Grinberg, *Bitcoin: An Innovative Alternative Digital Currency*, 4 HASTINGS SCI.& TECH. L.J. 159, 196(2012).

¹⁶⁵ See Gary Gensler, *Kennedy and Crypto*, U.S. SEC. & EXCH. <https://www.sec.gov/news/speech/gensler-sec-speaks-090822>

¹⁶⁶ Ankush Khardori, *Can Gary Gensler Survive Crypto Winter? D.C.'s top financial cop on Bankman-Fried blowback*, New York Mag. (Feb 23, 2023), <https://nymag.com/intelligencer/2023/02/gary-gensler-on-meeting-with-sbf-and-his-crypto-crackdown.html>

¹⁶⁷ Kevin Helms, *SEC Chairman Explains Why He Views All Crypto Tokens Other Than Bitcoin as Securities*, Bitcoin.com (Feb 27, 2023), <https://news.bitcoin.com/sec-chairman-explains-why-he-views-all-crypto-tokens-other-than-bitcoin-as-securities/>



第二款 美國 The DAO 事件

美國 SEC 曾於「The DAO」事件¹⁶⁸之調查報告揭示，應以美國最高法院所創設之有價證券判斷標準來認定虛擬代幣是否為美國證券交易法所監管之有價證券¹⁶⁹。The DAO 為一去中心化自治組織（Decentralized Autonomous Organization，簡稱 DAO），DAO 是利用公共區塊鏈「以太坊（Ethereum）」技術為基底打造之智能合約平臺組織，由 Slock.it 公司發行，依據該公司的首席技術長 Christoph Jentzsch 撰寫與發布的白皮書，透過智能合約，參與 DAO 的個人都能對組織治理與合約表示意見並參與決策，藉此 DAO 用以實現組織治理和決策的自動化，進一步地，DAO 參與者可以對 DAO 所資助的項目或企業的自動化公司章程、治理規則進行決策¹⁷⁰。

依據美國證券交易法之規範，「投資契約」應包含於有價證券之定義中¹⁷¹。在 *S.E.C. v. W.J. Howey Co.* 案，法院創立了投資契約之判斷標準，此判準也成為著名「Howey Test」。法院判決指出：投資契約乃對共同事業進行金錢投資對企業獲利之分潤具有合理期待，且該獲利與否乃繫諸於他人的創業或管理努力（An investment contract is an investment of money in a common enterprise with a reasonable expectation of profits to be derived from the entrepreneurial or managerial efforts of others.）。故依據虛擬通貨個案的性質，只要通過 Howey Test，即會被認定為具有價證券性質而受到主管機關監管。

SEC 於 2017 年 7 月 25 日發布了針對 The DAO 的調查報告認為依據美國聯邦證券法第 5 條規定，除有豁免註冊外，凡向公眾提供或出售證券時必須附有向 SEC 註冊所提供的充分和公平揭露（full and fair disclosure），並提供法定公開招募說明

¹⁶⁸ The DAO（the Decentralized Autonomous Organization）是一個利用公共區塊鏈 Ethereum（以太坊）技術，來打造智慧契約平臺的網路組織。在 2016 年 6 月 17 日時遭到駭客入侵，盜走了約 370 萬個以太幣（Ether）。

¹⁶⁹ SEC, *supra* note 44, at 4.

¹⁷⁰ SEC, *supra* note 44, at 4.

¹⁷¹ SEC, *supra* note 44, at 11.

書，以使未來的買方能夠做出知情的投資決策¹⁷²。最後報告認定 DAO Token 該當於證交法上之「有價證券」，則在美國從事 DAO Token 之發行與買賣都必須符合美國證券交易法相關規定，包括須向證券交易委員會申請登記（除非符合豁免之要件），此一登記之要求，乃為保護投資人，透過證券之登記，要求發行人揭露投資之重要資訊，使投資人得以在資訊充分揭露之情形下作成投資決定。

第三款 學說上對於比特幣是否為有價證券之探討

首應說明者，上述 SEC 針對 The DAO 的調查報告中，最後認定 DAO Token 該當於證交法上之「有價證券」，須受相關證券法令規定拘束，此結論是否可完全適用於其他種類之虛擬通貨誠有疑問。理由是目前市面上流通之虛擬通貨種類已達數萬種，且隨著時間此數量亦可能顯著增長，因此無法透過 SEC 針對 The DAO 個案中的結論即斷言 SEC 官方立場，最重要者無非是將各個不同種類之虛擬通貨逐一檢視，而視是否符合有價證券。再者，The DAO 乃是透過不同之區塊鏈（以太坊）所打造，其中資金池之產生更是其特殊之處，此些特性是否亦出現於比特幣，即為下文所欲討論之重點。

由於比特幣等新興虛擬通貨並未明文列舉於美國證券交易法令，於現行法下最可能適用於檢視比特幣者應為「投資契約」，理由係投資契約本質上是一個「包羅萬象的條款（catch-all provision）」，其中很多獨特的工具（instruments）或權益（interests）皆可能構成證券¹⁷³。以下即以四要件進行判斷：

一、必須有金錢的投資（an investment of money）

法院對於金錢之認定，並非透過狹隘地解讀為法定貨幣（legal tender）始該當，其廣泛地認為只要具有對價或經濟實質（economic realities），則即便非金錢亦可構

¹⁷² SEC, *supra* note 44, at 10.

¹⁷³ Benjamin Akins, Jennifer Chapman & Jason Gordon, *The Case for the Regulation of Bitcoin Mining as a Security*, 19 VA. J.L. & TECH. 669, 683(2015).

成¹⁷⁴。因此某些論者認為比特幣投資者透過電腦算力之時間（computational time）而非金錢投入故不符合此要件之論點，則明顯站不住腳。



有論者則站在目前多數的投資者並非透過挖礦而得比特幣，乃是透過現金於市場交易而換得比特幣，故當然符合此要件。亦有認為縱使是透過挖礦，在經濟實質之觀點下，挖礦者直接之金錢投資、提供之商品或服務到礦池以及其他價值交換等（the provision of goods or services to a bitcoin mining enterprise or a bitcoin mining pool, or through other exchanges of value）皆可認為已符合此要件¹⁷⁵。

二、資金必須投資於一個共同事業（in a common enterprise）

不像其他常見之投資類型由公司發行股票，投資者購買股份，而其所投資之資金流入公司，於比特幣世界中並無「比特幣公司」，而且投資者的錢並未進到任何一個實體手中，也因此並無資金池的概念（pooling of funds），而此種投資者資金匯集之現象乃是水平共通性（horizontal commonality）¹⁷⁶要件之一。水平共通性之核心在於多數投資人間彼此共受獲益與風險，其內涵包括：需有多數投資人資金的匯集、投資人間的獲利共享、投資人間的損失共擔。論者有認為若專注於投資者間利益與共的面向，或許可將此種同舟共濟現象解釋為比特幣之升值、貶值（appreciation or depreciation）均是利益與共，因為在點對點網路系統下，每筆交易對於比特幣的價值均有一定程度的影響¹⁷⁷。若從垂直共通性（vertical commonality）加以剖析，投資人的損益可以說是依賴礦工的努力和專業知識，且礦工可以主宰（dictate）整個系統的生產力，就此而言，似乎可認為符合廣義垂直共通性下，

¹⁷⁴ SEC v. W.J. Howey Co., *supra* note 50, at 298.

¹⁷⁵ SEC v. W.J. Howey Co., *supra* note 50, at 298.

¹⁷⁶ 除了水平共通性外，不同聯邦可院可能採取不同之判斷標準，例如：狹義垂直共通性（strict vertical commonality）以及廣義垂直共通性（broad vertical commonality）。See Maura Monaghan *An Uncommon State of Confusion: The Common Enterprise Element of Investment Contract Analysis*. 63FORDHAM L. REV., 2135, 2152-53 (1994).

¹⁷⁷ Tara Mandjee, *Its Legal Classification and Its Regulatory Framework*, 15 J. BUS. & SEC. L. 157, 177 (2015).

投資人獲益與發起人經營努力之關聯¹⁷⁸。



另一方面，有論者從美國法上 1989 年的 *Deckebach* 案¹⁷⁹中尋找論證依據，以水平共通性而言，比特幣投資人確實共同分享獲益、承擔損失，但投資人之成功獲利乃是獨立於發起人之努力，二者僅具有「間接影響 (indirect impact)」，因此投資比特幣並無法符合 *Howey Test* 的第二要件¹⁸⁰。再者，比特幣並無任何控制實體 (controlling entity) 或經營團體 (management group)，因此在沒有依賴任何發起人或第三方之經營努力下，似也無法滿足廣義垂直共通性之判準¹⁸¹。

三、投資人有獲利之期待 (with an expectation of profits)

針對「投資人有獲利之期待」此要件，時常並非文獻上所爭論之焦點，有時甚至不被作為討論要件之一，因此迄今較少文獻論及此。理由是比特幣之投資特性乃是吸引民眾投資之一大誘因，時至今日比特幣主要功能仍非用作支付工具，而是作為購買物品或服務等投資用途¹⁸²，購買或持有比特幣之人多是期待比特幣價值的上升可以為其帶來獲利，利用這樣的價差來獲取利潤¹⁸³。

若以前述 *Forman* 案為例，原告從 Riverbay 公司購買「股票」之實質目的為換取未來的居住使用空間，此際可認投資人的購買動機為消費或生活目的所需，而非獲取金融財務之利潤而為投資行為，則無法該當本要件。

四、利潤之有無全然來自於他人之努力 (solely from the efforts of others)

於 *Howey* 案中，法院將第四個要件設立為「利潤之有無須全然地 (solely) 來

¹⁷⁸ Tara Mandjee, *supra* note 177, at 177.

¹⁷⁹ *Deckebach v. La Vida Charters, Inc.*, 867 F.2d 278.

¹⁸⁰ Justin Henning, *The Howey Test: Are Crypto-Assets Investment Contracts?*, 27 U. MIAMI BUS. L. REV. 51, 66 (2018).

¹⁸¹ *Id.*, at 67.

¹⁸² Paul Farmer Jr., *Speculative Tech: The Bitcoin Legal Quagmire & the Need for Legal Innovation*, 9 J. BUS. & TECH. L. 85, 102 (2014).

¹⁸³ Misha Tsukerman, *The Block is Hot: A Survey of the State of Bitcoin Regulation and Suggestions for the Future*, 30 BERKELEY TECH. L.J. 1127, 1155 (2015).

自他人之努力」¹⁸⁴，若獲利之努力是來自於投資人則就無法構成投資契約。然而經過美國實務數年之發展，此要件已被摒棄並取代¹⁸⁵，即便投資人有挹注些許努力，只要仍是由其他人佔不可否認地關鍵性（undeniably significant ones）地位，並且該重要管理上之努力（essential managerial efforts）會影響事業之成敗，則仍符合此要件¹⁸⁶。如此解釋方可擴大對公眾之保護，也符合美國最高法院對於有價證券定義及 Howey Test 要件應採彈性而非固定標準之看法（its standard was a flexible, not static, principle）¹⁸⁷。

在比特幣運作模式中，有論者認為比特幣較不可能滿足此要件，因為比特幣之獲益可能無須透過任何外界之影響力或管理上之努力¹⁸⁸。再者，只要比特幣從出賣人移轉到買受人手中，出賣人即無法再對該比特幣有任何影響力，此些原因即可能使比特幣無法滿足 Howey Test 的第四要件。相反立場者則說道：比特幣的價值來自於礦工的努力，比特幣本身並無內在價值，礦工維持比特幣的運作順利則為比特幣投資人獲利之依據¹⁸⁹；對於礦池（mining pool）中的大多數參與者來說，他們從礦池中獲得的投資回報多半與他們個人的努力無關，反而是透過發起人結合工作方面的努力與將其他礦池參與者的投入而驅動利潤的產生¹⁹⁰。並且比特幣之投資人相似於其他股票投資人，皆是在等待比特幣價值之上升，過程中即是期待可透過他人之努力而獲利¹⁹¹。

除此之外，仍有爭議的是：礦工的努力似乎先於投資行為，是否因此不符合第四要件？在 SEC v. Mutual Benefits Corp. 案，法院認為經營管理行為可以是先於投資之出現（could be done prior to the investment），法院不同意以交易時點作為經營

¹⁸⁴ SEC v. W.J. Howey Co., *supra* note 50, at 301.

¹⁸⁵ SEC v. Glenn W. Turner Enterprises Inc., 474 F.2d at 482.

¹⁸⁶ Hocking v. Dubois, 885 F.2d 1449, 1455 (9th Cir. 1989).

¹⁸⁷ SEC v. Edwards, 540 U.S. 389, 391 (2004).

¹⁸⁸ Andrew Norry (MARCH 24, 2023), *How to Make Money with Bitcoin: 10 Ways to Earn Cryptocurrency*, BLOCKONOMI.com, <https://blockonomi.com/how-to-make-money-bitcoin/>

¹⁸⁹ Paul Farmer Jr., *supra* note 182, at 102.

¹⁹⁰ Benjamin Akins, Jennifer Chapman & Jason Gordon, *supra* note 173, at 703.

¹⁹¹ Justin Henning, *supra* note 180, at 70.

努力的區分界線，且秉持著廣泛解釋證券法規之精神，認為判定 Howey Test 審查標準是否符合時，也應該一併考量到整體交易過程前後之行為¹⁹²。在比特幣運作中，投資人在投資後仍高度仰賴礦工之管理努力，應可該當本要件。然而仍有論者自始對礦工之身分抱持懷疑態度，認為礦工好比於農夫，其努力之投入類似於農夫購買工具和設備以增加產值（they are more analogous to a farmer that merely buys tools and equipment to increase output），因此並不符合投資契約中「全然努力（sole efforts）」之要件¹⁹³。

第二項 我國主管機關之見解

至於比特幣是否該當於我國法之有價證券，主管機關並無給予明確立場，僅於新聞稿中強調：「虛擬資產如為證券交易法第 6 條規定之有價證券認為而符合證券交易法第 6 條第 1 項之經主管機關核定之其他有價證券，未依證券交易法相關規定在國內對非特定人從事募集、發行或提供買賣、交易等服務，則可能涉有違反證券交易法規定，而應負相關刑事責任¹⁹⁴」。金管會僅說明個案中「若」有虛擬資產構成有價證券之情形，則應遵守相關法令規定以免觸法，於此並無對比特幣是否為有價證券一事給予明確看法。

即便金管會未直接給予比特幣明確定性，然其曾發布函釋說明「具證券性質之虛擬通貨（Security Token Offering, STO）為證券交易法所稱之有價證券」，詳細文字可見 2019 年 7 月 3 日發布之金管證發字第 1080321164 號函釋見解：「一、依據證券交易法第 6 條第 1 項規定，核定具證券性質之虛擬通貨為證券交易法所稱之有價證券。二、所稱具證券性質之虛擬通貨，係指運用密碼學及分散式帳本技術或其他類似技術，表彰得以數位方式儲存、交換或移轉之價值，且具流通性及下列投

¹⁹² SEC v. Mutual Benefits Corp., 408 F.3d 737, 743 (11th Cir. 2005).

¹⁹³ Tara Mandjee, *supra* note 177, at 177.

¹⁹⁴ 金管會新聞稿（07/03/2019），金管會提醒社會大眾有關虛擬資產之相關風險，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&datasern_o=202007060002&dtable=News（最後瀏覽日：04/25/2022）。

資性質者：(一) 出資人出資。(二) 出資於一共同事業或計畫。(三) 出資人有獲取利潤之期待。(四) 利潤主要取決於發行人或第三人之努力」¹⁹⁵。因此即便比特幣究否為有價證券一事無法透過金管會函釋歸納出脈絡，然而若比特幣構成 STO 則就可能成為有價證券，進而受到證券交易法之規範。而上開函釋之要件大致援用美國法上 Howey Test 之標準，因此在判斷比特幣是否為 STO 時即須詳細探討 Howey Test 四要件。

第三節 其他虛擬通貨成為有價證券之可能性

本部分將聚焦討論我國首次代幣發行(ICO)以及證券型代幣(STO)之發展，二者皆是向投資者發行虛擬通貨(或稱「代幣」)以便籌措資金；然而在向大眾籌資的同時就需思考證交法揭示之保護投資人之立法目的¹⁹⁶。目前市場上共有超過 19,000 種虛擬通貨能夠在線上平台交易¹⁹⁷，每種虛擬通貨背後的技術及功能皆有不同，故需先將數量繁多之代幣加以分類，再檢視何種代幣會落入我國證券監管範疇，以下詳論之。

在我國的部分，金管會與央行早於 2013 年 12 月便關注到比特幣興起的問題，並共同發布報告，指出比特幣因非大眾普遍接受的交易媒介，且價值不穩定，不具備真正的通貨特性，並非貨幣，充其量僅為「高度投機之數位虛擬商品」，持有者務須注意相關風險¹⁹⁸。

第一項 運用 ICO 籌資

隨著 ICO 成為國際新創產業所盛行的籌資工具，金管會於 2017 年 12 月發布

¹⁹⁵ 金管會，前揭註 19。

¹⁹⁶ 證券交易法第 1 條：為發展國民經濟，並保障投資，特制定本法。

¹⁹⁷ CoinMarketCap, All Cryptocurrencies, <https://coinmarketcap.com/all/views/all> (last visited Jun. 2, 2022).

¹⁹⁸ 中央銀行、金融監督管理委員會新聞稿(12/30/2013)，〈比特幣並非貨幣，接受者務請注意風險承擔問題〉，<https://www.cbc.gov.tw/tw/mp-1.html> (最後瀏覽日：06/03/2022)。

新聞稿，除了重申比特幣等虛擬通貨為高度投機之虛擬商品外，也強調 ICO 係企業透過發行數位權益、數位資產或數位虛擬貨幣等「虛擬商品」，銷售予投資人的募集資金行為，這個概念來自於證券市場的 IPO。且由於態樣繁多，不同個案差異很大，目前美國、新加坡及香港之主管機關就 ICO 乃採個案認定方式管理。因此該 ICO 行為是否屬我國證券交易法所規範之有價證券，仍須視個案認定¹⁹⁹。

此後，金管會於隔年 6 月，針對 ICO 募資活動再次發出新聞稿，內容除重聲 ICO 所發行之虛擬商品是否屬有價證券須視個案情況認定外，若確屬有價證券，而發行人未經金管會同意即在國內對非特定人為公開招募，可能會涉及違反證券交易法第 22 條第 1 項規定，而有同法第 174 條第 2 項刑事責任²⁰⁰。

隨後在同年立法院的全體委員會議中通過一項臨時提案，為利新創產業發展，立法院貴請金管會在 2019 年 6 月底前，針對涉及有價證券性質之 ICO 發行，研議相關監理規範²⁰¹。

第二項 正式針對 STO 作規範

承接上述，金管會乃於 2019 年 6 月 27 日針對 STO 提出相關規範，其發布新聞稿指出：鑒於「證券型代幣」具有投資性及流動性，視為有價證券，應納入證券交易法規管。經查各國對於 STO 之發行均要求依現行證券法規辦理，未另訂專法規範，部分國家並鼓勵透過金融監理沙盒進行實驗。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

¹⁹⁹ 金管會新聞稿（12/19/2017），〈金管會再次提醒社會大眾投資比特幣等虛擬商品的風險〉，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201712190002&aplistdn=ou=news,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dttable=News（最後瀏覽日：06/03/2022）。

²⁰⁰ 金管會新聞稿（06/22/2018），〈金管會提醒社會大眾有關 ICO 的風險〉，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201806220002&aplistdn=ou=news,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dttable=News（最後瀏覽日：06/03/2022）。

²⁰¹ 立法院第 9 屆第 6 會期財政委員會第 6 次全體委員會議議事錄，<https://www.ly.gov.tw/Pages/Detail.aspx?nodeid=21006&pid=176367>（最後瀏覽日：06/03/2022）。

管理，募資金額以新臺幣（下同）3,000 萬元為界，在該金額以下者，豁免其應依證交法第 22 條第 1 項之申報義務；而在該金額以上者，則須申請金融科技創新實驗。其次，金管會也針對 STO 的發行人資格條件、募資對象、發行流程、買賣規範以及交易平台業者之資格條件訂出初步的管理原則，並授權財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（下稱「櫃買中心」）制定針對發行、買賣方式及限制暨平台業者之管理規範²⁰²。

在具體內容方面，金管會於 2019 年 7 月 3 日發布函令：「一、依據證券交易法第 6 條第 1 項規定，核定具證券性質之虛擬通貨為證券交易法所稱之有價證券。二、所稱具證券性質之虛擬通貨，係指運用密碼學及分散式帳本技術或其他類似技術，表彰得以數位方式儲存、交換或移轉之價值，且具流通性及下列投資性質者：（一）出資人出資。（二）出資於一共同事業或計畫。（三）出資人有獲取利潤之期待。（四）利潤主要取決於發行人或第三人之努力」²⁰³。

證券型虛擬通貨之範圍，學者有認可區分為廣義與狹義二者。廣義的證券型虛擬通貨包含任何足以構成我國證交法第 6 條所指的有價證券，包括股票型、債券型、基金型、金融資產證券化受益證券型、不動產證券化受益證券型等；至於金管會 2019 年 7 月核定的「具有證券性質的虛擬通貨」係屬狹義的證券型虛擬通貨，由其引入美國 Howey Test 可知其僅包含投資契約型虛擬通貨，故上述股票型、債券型等虛擬通貨，並非因金管會 2019 年 7 月核定函而構成有價證券，而係因其本質上屬股票或債券等傳統類型有價證券，故應受證交法規範²⁰⁴。

櫃買中心隨後於 2020 年 1 月 20 日公告訂定《財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心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「管理辦法」）、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心申請發行具證券性質之虛擬通貨於證

²⁰² 金管會新聞稿，前揭註 200。

²⁰³ 金管會，前揭註 19。

²⁰⁴ 楊岳平，前揭註 21，頁 62。

券商營業處所買賣之公開說明書應行記載事項準則（下稱「應行記載事項準則」）等規範，至此我國 STO 的法制可謂進入具體完備的階段。



須注意者為，金管會 2019 年 7 月之函釋與後來所增定之管理辦法，二者內涵並不相同，蓋根據管理辦法第 25 條規定，上述核定所欲納管與開放之虛擬通貨，限於以不具有股東權益之得參與分享發行人經營利益「分潤型代幣」及定有發行期間且到期還本並得分享發行人配發之利息之「債務型代幣」。至於表彰類似股票權利義務內容之「股權型代幣」，暫不在此次規劃納管開放的範圍內，而僅能回歸適用公司法與證交法之規定²⁰⁵。

第三項 STO 發行人限制

我國主管機關金融監督管理委員會（下稱「金管會」）曾發布新聞稿表示：STO 有發行資格之限制：「資格條件：依我國公司法組織，且非屬上市、上櫃及興櫃之股份有限公司²⁰⁶」。隨後於財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心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第 3 條第 2 款明揭：「發行人：指依我國公司法組織之股份有限公司，但不含上市、上櫃及興櫃公司」。

發行人受限於公司主體，且不含上市、上櫃及興櫃公司，因現行上市櫃及興櫃公司募資管道已屬暢通。查公司若無意於上市、上櫃及興櫃者，理由不外乎產業未具規模化、本身資金充沛、不欲遵循上市櫃繁複的行政作業或申報作業等，然而檢視該辦法對於發行人的發行義務近似於上市櫃公司，除製作公開說明書外，尚須提

²⁰⁵ 金管會（04/12/2019），〈研商 STO 監理規範討論題綱，報告事項二〉，金融監督管理委員會主辦，臺北。

²⁰⁶ 金管會新聞稿（06/27/2019），〈金管會對「證券型代幣發行（Security Token Offering, STO）相關規範」之說明〉，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&dtable=News（最後瀏覽日：06/01/2022）。

供三種類型的專家意見²⁰⁷，時間成本與金錢成本皆增加²⁰⁸。



第四項 我國法制評析

從金管會發布之函釋以及其後所公布之管理辦法，引發的最大疑慮在於其核定範圍是否包含「不具分潤機制的功能型代幣」。管理辦法已規定本次核定所涵蓋者僅包括債務型與分潤型代幣，故不具分潤機制的功能型代幣似不因本次核定而構成有價證券。惟自函釋文字以觀，功能型代幣亦可能符合流通性與投資性的要件，特別如同美國法上有諸多功能型代幣的認購者並非基於消費目的而認購，反係期待於次級市場轉售代幣以獲取利潤，概念上亦可能符合 Howey Test 之四要件，而符合美國法制上之證券定義。對應回我國法，此種代幣目前角色不清、定位不明，是否受監管仍有討論空間。此外，學者亦指出對於虛擬通貨是否構成有價證券一事，現行證交法第 6 條所採「有限列舉，概括授權」之架構恐怕難以因應納發展快速之虛擬通貨市場，因此應將符合 Howey Test 四要件之各種形式的投資契約核定為證交法上之有價證券，將其納入證交法予以規範，不應以發行人是否採用區塊鏈技術而有所不同，避免差別待遇下造成發行人為規避監管而棄用區塊鏈技術改用一般技術發行的扭曲現象²⁰⁹。

就監理模式而言，ICO 項目通常處於開發的早期階段，這導致所涉及的財務和實施方面存在許多不確定性²¹⁰。此種創新籌資模式，投資人可直接進入平台參與交易，無須透過證券商，因平台具備多種角色，各國主管機關也開始觀察面對新興科技或募資方式，現有的監理架構或機制是否應進行調整，並藉由監理科技²¹¹落實

²⁰⁷ 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心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第 26 條。

²⁰⁸ 鄭婷嫻 (2021)，〈論證券型虛擬通貨引進後證券法規應用與監理機制調適〉，《臺灣財經法學論叢》，48 卷 1 期，頁 170。

²⁰⁹ 參照：楊岳平，前揭註 31，頁 1305；楊岳平，前揭註 33，頁 149-152；郭大維 (2021)，〈證券型虛擬通貨是否為證券交易法上之有價證券〉，《月旦法學教室》，229 期，頁 29。

²¹⁰ FINMA, FINMA GUIDANCE 04/2017: REGULATORY TREATMENT OF INITIAL COIN OFFERINGS, at 3 (Sept. 29, 2017).

²¹¹ 有關監理科技的相關說明，參見臧正運 (2018)，〈試論金融監理科技的分析框架與發展圖像〉，

科技化監理²¹²。



第四節 本文評析

金管會認為虛擬通貨並非貨幣²¹³，然其是否可能成為有價證券，則須視個案而定。上開函釋應可認為金管會之見解實係將「具證券性質」的虛擬通貨定性為有價證券，如此一來即符合我國證券交易法第6條之文義，而會受到證券交易法規範。然而是否具證券性質仍須分別以觀，金管會於本函釋並無直接針對虛擬通貨本身進行定性，只先將代幣類型分為「分潤型（參與發行人經營利益分享）」、「債務型（分享固定利息）」或「股權型（表彰類似股票權利義務內容）」，而各自納管。

至於虛擬通貨是否應定性為有價證券此一爭議，有論者認為倘因此一概認為虛擬通貨係有價證券而須與原有之金融監督管理規範接軌，恐反將過多地限制了虛擬通貨的發展²¹⁴。且金管會主委黃天牧亦表示：「針對新興事物，監理機關不會跑在最前面，一定是觀察後找出適合的監理模式」²¹⁵。

美國 SEC 的官員 William Hinman 於 2018 年 6 月時，亦在公開演講中表明，比特幣因為去中心化的特性，因此不存在中央管理機構的努力²¹⁶，故比特幣及以太幣實難以通過 Howey Test 的第四項要件；反之，如果有一個中心的第三方（centralized third party），以及期望獲得回報的購買者，那麼它很可能是一種證券。比特

《管理評論》，37 卷 4 期，頁 19-35；臧正運（2019），〈台灣發展監理科技之芻議〉，《存款保險資訊季刊》，32 卷 4 期，頁 50-77。

²¹² 李宜雯、黃曉盈、周玉娟（2019），〈我國對證券型代幣發行、交易及平臺監理之規劃方向〉，《證券暨期貨月刊》，37 卷 11 期，頁 15。

²¹³ 中央銀行、金融監督管理委員會新聞稿（2013），〈比特幣並非貨幣，接受者務請注意風險承擔問題〉，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=201312300002&aplistdn=ou=news,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&toolsflag=Y&dttable=Newsfsc,c=tw&dttable=News（最後瀏覽日：04/25/2022）。

²¹⁴ 鄭婷嫻，前揭註 208，頁 156。

²¹⁵ 紀佳妘（04/13/2022），〈加密貨幣主管機關是誰？金管會、央行這樣說〉，《經濟日報》，https://money.udn.com/money/story/5613/6235905?from=edn_related_storybottom（最後瀏覽日：04/25/2022）。

²¹⁶ See Bob Pisani, *Bitcoin and ether are not securities, but some initial coin offerings may be*, SEC official says, CNBC (Jun. 14, 2018), available at <https://www.cnbc.com/2018/06/14/bitcoin-and-ethereum-are-not-securities-but-some-cryptocurrencies-may-be-sec-official-says.html> (last visited May. 3, 2022).



幣於投資契約四項要件中，第二項以及第四項要件的檢驗下似乎是難以通過的，比特幣雖具有投資性質，無數人利用比特幣為投資以賺取利潤，然觀察有價證券之定義，比特幣實難該當於抽象概念之「投資契約」²¹⁷。

此外，美國法之 The DAO 事件只能說明其係首次將投資契約之 Howey Test 納入虛擬代幣或虛擬通貨領域作思考，但目前虛擬通貨之數量及種類繁多，各個皆有自己的特性，且若從技術層面分析 DAO Token 與比特幣屬性亦可知二者係完全不同之運作模式，不具相似性而無法借鏡思考。

具體來說，The DAO 這個去中心化自治組織，透過吸引投資人將資金投入資產池 (pool)，再透過智能合約、區塊鏈技術做管理，雖無具體之組織形式，但仍無礙合致「出資人出資於一共同計畫」之要件；再加上 Slock.it 公司及其創始人提供的宣傳素材中告知投資人 DAO 是一個營利性實體，其目標是資助項目以換取投資回報，DAO Token 持有人可以分享資助項目的潛在利潤，包括分紅、其他定期給付或是投資所增加之價值。因此，SEC 合理地認為至少部分投資人會受到投資 DAO 及其項目的利潤前景的激勵，即構成「投資於一共同事業並對於該事業之獲利具有合理之期待」。SEC 報告亦指出，由於 DAO 的運作高度仰賴其發起者 Slock.it 以及一群策劃人 (Curators) 的專業與監督，雖然持有 DAO Token 的投資人能對組織或投資項目進行表決，但實際上投資人所擁有的權限相當有限。因此，投資人購買代幣時是抱著「想透過其他人管理而獲利」的期待，而非投資人自身的努力²¹⁸。

然而以上之分析結論，完全無法套用至比特幣之運作架構。比特幣的持續生產（通過挖礦）是比特幣區塊鏈架構的一個基本特徵，但礦工本身是否為比特幣「發行人」或充當發行人之代理人仍有討論空間²¹⁹。此外，比特幣的購買者不會將他們的資產集中在一個共同企業中，此點即與 The DAO 事件的「資產池」存在著極大

²¹⁷ 黃靖歲，前揭註 63，頁 76。

²¹⁸ SEC, *supra* note 44, 11-14.

²¹⁹ Jeffrey E. Alberts & Bertrand Fry, *Is Bitcoin a Security*, 21 B.U. J. SCI. & TECH. L.1,5 (2015).

差異。由於比特幣的去中心化性質，不存在產生、銷售或控制比特幣的通用實體（common entity）。比特幣購買者的付款將支付給產出比特幣的礦工或通過市場交易而獲得比特幣之現正持有人。然而比特幣去中心化之特色，並未見有複數投資人資金聚集（pooling of assets）之情形，儘管有可能出現某一比特幣持有人將其手中比特幣出售給不同買家，但該比特幣持有人並未「有意」將複數投資人之資金聚集，於此即無法通過 Howey Test 第二個要件中之水平共通測試（horizontal commonality test）²²⁰。

綜上所述，比特幣並非我國證交法第 6 條第 1 項列舉之證券類型，亦非同條第 2、3 項之擬制證券種類，主管機關核定之有價證券中亦未有針對比特幣之相關函釋。然而參照比較法投資契約之觀點，似可透過廣義、實質之判斷有價證券種類，以達到保護投資人目的。惟按照上開討論過程，可知比特幣並不符合美國法上投資契約之要件，故不會構成有價證券，可避免相關證券登記作業，此部分可減省一定勞力及費用，也可避免不知何人負有登記義務之窘境。正如同美國學者 Robert 觀點：如果一項工具（instrument）、利息（interest）或交易（transaction）不是「證券」，它就不會落入聯邦和各州證券法的規範，對於發行者來說就可免除遵守無數條文或規定，特別是無處不在 Rule 10b-5²²¹。

²²⁰ Jeffrey E. Alberts & Bertrand Fry, *supra* note 219, at 17.

²²¹ Robert Hunt, *supra* note 141, at 4.

第四章 比特幣是否為「商品」



比特幣若被定性為「有價證券」，則可適用證券交易法之規範，對於相關內線交易、操縱市場等不正行為予以制裁，此可謂對於現貨市場投資人之保護。然而近年來以比特幣為基礎所設計出新興之衍生性金融商品，例如比特幣期權、掉期和槓桿零售商品等，對市場注入不少新話題也吸引諸多投資人購買；然而背後所隱藏之監管危機也逐漸顯現。以美國法為例，美國商品期貨交易委員會（The Commodity Futures Trading Commission, CFTC）早在 2014 年即對外宣布：商品會落入 CFTC 的監管範圍，而虛擬通貨正被包含其中（commodities underlie the agency's jurisdiction, had located virtual currencies within it）²²²。除了確立對虛擬通貨期貨交易市場之監管權限外，CFTC 也對於許多違法行為採取嚴厲制裁措施，例如：對未登記之比特幣選擇權交易平台祭出裁罰²²³、對比特幣衍生商品交易平台未為防免虛假交易（wash trading）及約定撮合成交（pre-arranged trade）之義務違反達成和解²²⁴。此外，CFTC 亦曾指控 Bitfinex 公司提供非法場外融資且未註冊期貨相關牌照，命令其支付 7.5 萬美元罰款²²⁵，於 2023 年針對 FTX 交易所及其創辦人 Samuel Bankman-Fried 的不實陳述亦採取相應之執法活動²²⁶。

美國法上 CFTC 對虛擬通貨相關違法行為採取緊迫盯人方式，為的就是確保期貨市場之公平性、透明性，嚴厲懲治與積極執法乃是 CFTC 對於新興金融商品之態度，從 2014 年以降已開出不少罰單，也時常聯合其他部門追訴犯罪，展現執法決心。至於我國法上，虛擬通貨有無構成期貨交易法第 3 條第 1 項商品期貨之

²²² The Commodity Futures Trading Commission: Effective Enforcement and the Future of Derivatives Regulation: Hearing Before the Comm. on Agric., Nutrition and Forestry, 113th Cong. 55 (2014) (testimony of Timothy Massad, Chairman, CFTC) [hereinafter Massad Testimony].

²²³ CFTC, In re Coinflip, Inc. et al., CFTC Docket No. 15-29 (Sept. 17, 2015).

²²⁴ CFTC, *CFTC Settles with TeraExchange LLC for Failing to Enforce Prohibitions on Wash Trading and Prearranged Trading in Bitcoin Swap*, <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/7240-15>

²²⁵ In the Matter of: BFXNA INC. d/b/a BITFINEX, CFTC Docket No. 16-19, 2016 WL 3137612, at 8 (June 2, 2016).

²²⁶ CFTC v. SFB et al., Complaint, Case 1:22-cv-10503 (S.D.N.Y., Dec. 13, 2022).

「商品」的可能，進而適用期貨交易法相關投資人保護之規定，國內文獻探討甚少，但此問題對投資人之權益維護至關重要，本文認為有釐清之必要。



本節之內容，筆者爬梳相關國內外文獻，以美國法規定及案例輔以虛擬通貨概念應用與伴隨生的監管課題，進而觀察並比較美國 CFTC 與我國針對此一議題所採取的監管立場及執法概況，期望補足我國目前對此爭議探討之缺乏。

第一節 商品的意義與規範實益

曾有報導指出虛假交易問題早已被視為幣圈的公開秘密²²⁷，而更有研究進一步表明，從事虛擬通貨交易的去中心化交易所時常出現操縱行為與異常交易模式，逾三成加密貨幣交易活動存有虛假交易之嫌（more than 30% of all traded tokens have been subject to wash trading activity）²²⁸。由於美國 SEC 迄今鮮少將市場上可見的虛擬通貨應用項目認定為受其管轄的證券²²⁹，因此其他法規是否可提供虛擬通貨交易人保護變得格外重要。美國監管實務上，比特幣等虛擬通貨是否為「商品」一事，成為諸多學說所聚焦之處，除此之外期貨交易主管機關 CFTC 所採取的監管立場及相關執法措施更影響虛擬通貨平台及交易人之關注。

要言之，虛擬通貨是否構成我國期貨交易法第 3 條第 1 項商品期貨之「商品」或符合美國商品交易法第 1a 條第 9 款商品之定義²³⁰，為吾人首應先行處理之問題，若確實可透過解釋論方式，使其受到相關法令監管，則須進一步視該些舊有法規之規範模式是否與新興金融商品的特性有顯不相容、相互扞格之情形。再者對於期貨交易相關法規是否僅可針對期貨市場進行規範，又或者可涵蓋至現貨市場，此些問

²²⁷ Camila Russo & Benjamin Robertson, *Crypto's Open Secret: Multibillion-Dollar Volume Is Suspect*, Bloomberg (Sept. 26, 2018), available at <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-0927/crypto-s-open-secret-its-multibillion-dollar-volume-is-suspect> (last visited Jun. 12, 2023).

²²⁸ Friedhelm Victor & Andrea Marie Weintraud, *Detecting and Quantifying Wash Trading on Decentralized Cryptocurrency Exchanges*, Computer Science, Economics Proceedings of the Web Conference 2021 (2021).

²²⁹ 郭戎晉(2021)〈加密資產浪潮下期貨交易主管機關之監管角色與課題〉，《台灣 2021 New Futures 期貨學術與實務交流研討會論文集》，頁 608。

²³⁰ 7 U.S. Code § 1a(9).



題皆會因比特幣等虛擬通貨是否被定性為「商品」而有顯著影響。本節著重比較證券交易法制與期貨交易法制之規範差異，並以二法制作為核心，視如何方能建構完善之虛擬通貨交易人保護法制。

第一項 有價證券與商品期貨之管轄權

美國對虛擬通貨的監管日益迫切，而美國 SEC 與 CFTC 對虛擬通貨監管權的爭奪也開始明顯，兩個部門都想拿下這個資本量巨大的市場監管權，以提升自己的影響力與話語權。SEC 主席 Gary Gensler 早已數度發表全面監管虛擬通貨市場之決心，並指出大部分虛擬通貨都具有證券性質，意圖拿下大部虛擬通貨監管權。CFTC 主席 Rostin Behnam 則表示，由 CFTC 主導的監管模式能對虛擬通貨領域產生重大影響，並認為「如果能夠妥善監管比特幣，這個領域有可能會實現成長。一個受 CFTC 監管的虛擬通貨市場，比特幣的價格也許會翻倍」²³¹。

針對比特幣期貨，CFTC 早已在官網上警示：「比特幣期貨契約為標準化契約（standardized agreement），買賣雙方約定在未來的特定時間以特定價格交易特定數量之比特幣。而在美國由於比特幣為商品，因此關於商品期貨之交易就會受到 CFTC 監管」²³²。在某些特定情形，SEC 會針對違反證券相關法令之行為採取行動，例如：販售未登記之代幣或以有價證券為基礎的交換契約（sales of “tokens” or security-based swaps without registration），而 CFTC 也會針對該些虛擬通貨違反商品交易相關法規部分進行制裁。如此即可看出二部門之權限乃是分立，而沒有任何一個監管機關可以在虛擬通貨領域取得優先地位（taking precedence）²³³。

²³¹ 亞洲週刊（10/10/2016），〈爭奪密幣監管大權 美兩大監管部門互鬥〉，<https://www.yzzk.com/article/de-tails/%E7%89%B9%E7%A8%BF/202241/1665027684057/%E7%88%AD%E5%A5%AA%E5%AF%86%E5%B9%A3%E7%9B%A3%E7%AE%A1%E5%A4%A7%E6%AC%8A%E3%80%80%E7%BE%8E%E5%85%A9%E5%A4%A7%E7%9B%A3%E7%AE%A1%E9%83%A8%E9%96%80%E4%BA%92%E9%AC%A5>（最後瀏覽日：06/15/2023）。

²³² CFTC, *CFTC/SEC Investor Alert: Funds Trading in Bitcoin Futures*, https://www.cftc.gov/LearnAndProtect/AdvisoriesAndArticles/fraudadv_funds_trading_in_bitcoin_futures.html

²³³ David Lucking & Vinod Aravind, *Cryptocurrency as a commodity: The CFTC's Regulatory Framework*.

美國 SEC 主席 Gary Gensler 所言：除少數虛擬通貨例如比特幣外，大多數虛擬通貨基本均屬有價證券。有論者認為 SEC 雖然將市場上最活躍的比特幣、以太幣排除在有價證券定義外，然而若此些非證券型虛擬通貨被作為 ETF 等基金組合之投資部位，仍可能受到 SEC 監管，因此不能斷言比特幣全然不受 SEC 所管轄²³⁴。

在我國法上也會面臨相同問題，針對比特幣等虛擬通貨是否會受到證券交易法或期貨交易法規範，目前較為清楚之看法為我國金管會 2019 年 7 月所發布函釋內容，結論而言只要非證券性質虛擬通貨即不會被定性為有價證券並受到證交法監管，而該號函釋透過美國法上投資契約之要件進行個案判斷，因此需先將個案中發行人所發行之代幣或虛擬通貨以 Howey Test 要件檢驗並定性後，方可確立是否為有價證券而適用相關法規範。吾人可進一步思考的是：若想擴大對投資人之保護，似乎可如同美國 SEC 之見解，將諸多不具有分潤性質的功能型虛擬通貨及支付型虛擬通貨認定為投資契約，如此即可符合金管會函釋所稱之「證券型虛擬通貨」，進而可據以開展交易人保護法制。

除具證券性質之虛擬通貨適用證券交易法而由金管會監理外，其他虛擬通貨交易之業務管理權責應如何歸屬，得否適用外匯、虛擬商品（加密資產）或金融服務相關管（監）理法規，仍有待釐清²³⁵。而在我國期貨交易法部分，是否可針對比特幣進行規範，則需先定性比特幣是否構成期貨交易法第 3 條之商品、有價證券或其他利益等，本文將在本章第三節析論之。

最後也最須注意者，在比特幣定性認定上，切忌將定性解為排他互斥之概念，CFTC 委員 Dawn Stump 在 2021 年 8 月即公開表示現階段各界對於虛擬通貨的認知並不精確且過度簡化（grossly inaccurate oversimplification），證券/商品二分法概

GLOBAL LEGAL INSIGHTS, at 6 (2019).

²³⁴ Todd W. Beauchamp, Stephen P. Wink, Simon Hawkins, Yvette D. Valdez & Stuart Davis, *Crypto-asset trading platforms: A regulatory trip around the world*, GLOBAL LEGAL INSIGHTS, at 12 (2019).

²³⁵ 彭文暉（02/22/2022），〈虛擬通貨之交易監管問題探討〉，立法院議題研析，<https://www.ly.gov.tw/Pages/Detail.aspx?nodeid=6590&pid=217315>（最後瀏覽日：2023/06/15）。

念並不正確，亦即除了可能受到 SEC 監管或 CFTC 監管外，也可能受到聯合監管之可能 (jointly by both)²³⁶。在美國，虛擬通貨市場和相關活動受到諸多聯邦和州層級的監管。在聯邦層面，SEC 關注虛擬通貨是否是「有價證券」；CFTC 在乎該虛擬通貨是否成為「商品」之可能性，而財政部的金融犯罪執法網絡 (Treasury Department's Financial Crimes Enforcement Network, FinCEN) 則監管某些構成「可轉換虛擬通貨」的活動。是以，一個虛擬通貨可能同時 (simultaneously) 受到上述多個監管機構管制、規範，並且還可能受到許多州層級規範的約束²³⁷。

第二項 現貨市場與期貨市場連動性

廣泛而言，商品市場可大致區分為現貨市場及衍生性商品市場 (derivatives markets)，現貨市場是對公眾開放的金融市場，市場參與者可以在當日或立即 (on the spot) 進行某商品交易。而現貨交易 (spot transactions) 在美國聯邦最高法院之看法下又可理解為「預期在短期內會完成商品交易的協議 (agreements for purchase and sale of commodities that anticipate near-term delivery)」²³⁸。商品或金融工具的當前價格稱為現貨價格，此乃立即出售或購買的價格，買家和賣家通過公布他們的買賣訂單來創建現貨價格，在流動性強的市場中，現貨價格可能每秒都會發生變化，這也正是投資者所重視之特性。

衍生性商品市場，或稱廣義的期貨市場，當事人則是針對商品未來的價格進行對賭 (bets)，針對該些對賭內容進行約定之契約則稱為衍生性商品契約 (derivative contracts)，因為他們的價值乃是衍生自雙方預期的價值或行為²³⁹。而期貨契約 (futures contracts) 則是當事人對於商品在未來某時點事先約定固定之數量、品質、

²³⁶ Down D. Stump, Digital Assets: Clarifying CFTC Regulatory Authority & the Fallacy of the Question, "Is it a Commodity or a Security?" (2021), https://www.cftc.gov/media/6306/DigitalAssetsAuthorityInfographic_CommStump082321/download (last visited Jun. 12, 2023).

²³⁷ Todd W. Beauchamp, *et al.*, *supra* note 234, at 12.

²³⁸ Dunn v. CFTC, 519 U.S. 465, 472 (1997).

²³⁹ Colleen M. Baker, *Regulating the Invisible: The Case of Over-the-Counter Derivatives*, 85 NOTRE DAME L. REV. 1287, 1299 (2010).

價值的契約，期貨契約正是透過標準化、可轉讓（transferrable）等特性促進這些交易於流動市場的發展²⁴⁰。期貨市場的參與者，商人時常將期貨市場作為保險的場域，以避免商品在未來會受到不可預期之波動所影響；對農場主人（rancher）而言亦提供相同之保險、避險功能；然而對投機者（speculator）而言，商品的交易意味著他有機會從他對市場的看法中獲利²⁴¹。

CFTC 曾針對委員會規則（Commission Regulation）第 40.2 條²⁴²及第 40.3 條²⁴³，給予監管上的指示，表明虛擬通貨市場及其上之金融商品交易由於發展較新、成長快速，故相較於其他金融市場，虛擬通貨所涉的現貨市場交易資訊之獲取相對困難，然而現貨市場交易資訊極為重要，因為虛擬通貨現貨市場操縱行為（manipulation）將對其衍生性商品市場產生不利影響²⁴⁴。是以 CFTC 在監管報告中也指出，對於大型交易者²⁴⁵課予報告義務（large trader reporting）應有助於判斷參與虛擬通貨市場操縱活動的交易人，此外 CFTC 亦建議交易所將虛擬通貨衍生性商品契約的大型交易者報告門檻設為「5 個比特幣或其他等價之加密貨幣」，以提高針對現貨市場之資訊掌握，以促進對期貨市場之監督工作²⁴⁶。由此可見 CFTC 致力於取得現貨市場之資訊，因為若可在現貨市場追蹤到虛擬通貨價格之欺騙（spoofing）或操縱情形，則可快速反應²⁴⁷。

現貨市場價格和期貨價格之間的連結（link）意味著現貨市場的操縱可能導致期貨市場的超額收益（outsized gains）²⁴⁸。從操縱者角度觀之，誰可以控制現貨商

²⁴⁰ Salomon Forex, Inc. v. Tauber, 8 F.3d 966, 971 (4th Cir. 1993).

²⁴¹ Andrew Verstein, *Insider Trading in Commodities Markets*, 102 VA. L. REV. 447, 455 (2016).

²⁴² 17 CFR § 40.2 - Listing products for trading by certification.

²⁴³ 17 CFR § 40.3 - Voluntary submission of new products for Commission review and approval.

²⁴⁴ CFTC Staff Advisory No. 18-14 (2018), at 4-5.

²⁴⁵ 17 CFR § 17 & CFTC Regulation 15.03(b)規定：符合門檻要求的結算會員（clearing members）、期貨商（Futures Commission Merchants, FCM）和外國經紀商，負有逐日向 CFTC 提交報告之義務。

²⁴⁶ CFTC Staff Advisory No. 18-14, *supra* note 244, at 5.

²⁴⁷ David Lucking & Vinod Aravind, *supra* note 233, at 6.

²⁴⁸ Lynn A. Stout, *Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis*, 1 HARV. BUS. L. REV. 1, 28 (2011).

品價格，誰就可以控制期貨（who controls a commodity in the present controls the commodity's future），並可將對期貨的不確定性轉化成確定之事²⁴⁹。正因為現貨市場與期貨市場之連動性，對於現貨市場反操縱之規制權力早已為人們所了解，並認為其為有效監管期貨市場必備的補充工具²⁵⁰。針對虛擬通貨，CFTC 不僅擁有明確的法律權力，而且現在也可針對詐欺和操縱現貨市場等行為進行監管²⁵¹。

第二節 美國法觀點

美國法對於虛擬通貨之議題，並未透過訂定虛擬通貨專法方式為監管，反而是諸多金融監管機關爭相爭取監管權限，此部分又以 SEC 與 CFTC 為主軸。爬梳近年來之相關文件、公開資料及實務見解，大略可以描繪出美國法下之監管輪廓，並非由單一金融監管機關取得虛擬通貨之專屬執法權限，反而是在碎裂監管模式下，創造出由不同機關對於證券市場、期貨市場各自進行監管，而其中又可能出現監管權力重疊之現象。彼此間究竟是如何之互動方式，是否仍會有監管不足之漏洞產生，則為本節研究重點。

第一項 美國 CFTC 監管權限

CFTC 作為美國政府的獨立監管機構，握有相當程度之規範權限（regulatory authority）與執法權限（enforcement authority），其主要職能是負責監管商品期貨、期權和金融期貨、期權市場，保護市場參與者和公眾不受與商品和金融期貨、期權有關的詐騙、市場操縱和濫用等活動的侵害，以保障市場的健全性（sound），並避免系統性風險²⁵²。美國的聯邦法體系下，針對商品之規範傳統上特別重視期貨而非

²⁴⁹ *Id.*, at 137.

²⁵⁰ James M. Blakemore, *New Things Under the Sun: How the CFTC is Using Virtual Currencies to Expand Its Jurisdiction*, 73 ARK. L. REV. 205, 220 (2020).

²⁵¹ CFTC, *CFTC Backgrounder on Oversight of and Approach to Virtual Currency Futures Markets*, CFTC, 4 (Jan. 4, 2018), https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/backgrounder_virtualcurrency01.pdf

²⁵² Mission & Responsibilities, U.S. COMMODITY FUTURES TRADING COMM'N, <https://www.cftc.gov/About/AboutTheCommission> (last visited Jun. 12, 2023).

現貨市場，尤其在操縱期貨市場及其對於現貨市場可能產生的潛在影響²⁵³。

美國期貨交易相關法規發展，需追溯至 1920 年代，二十世紀初，農民和商品交易商懷疑期貨市場大宗商品價格下跌是源自於炒作和操縱等其他市場弊病²⁵⁴，立法者為回應此隱憂，便於 1921 年訂定期貨貿易法（Future Trading Act of 1921）及 1922 年的糧食期貨法（Grain Futures Act of 1922）。1930 年代經濟危機使美國政府體認金融市場規則的建立，不能僅依靠市場自發力量，開始介入與監管期貨市場，並逐步建立管理制度與完整的期貨交易法律體系，其中最為重要的舉措便是 1936 年所制定之商品交易法（Commodity Exchange Act）²⁵⁵。考量期貨交易市場的多樣化和複雜化，為落實監管工作，美國國會於 1974 年通過商品期貨交易委員會法（Commodity Futures Trading Commission Act）並正式成立「商品期貨交易委員會」（CFTC），此後數年聯邦法規經歷了數次重大修訂，主要乃在 CFTC 針對衍生性商品交易的監管權限究應擴大或限制等問題²⁵⁶。而 2000 年制定的商品期貨現代化法案（Commodity Futures Modernization Act, CFMA）進一步強化了作為期貨交易主管機關的 CFTC 之權限。

到了 2008 年世界金融危機，美國人開始對衍生性金融商品（derivatives）有了初步認識，理由是店頭市場掉期契約（over the counter swaps）²⁵⁷加速並且加劇危機的發生，而當時卻是監管空窗期，這也促成之後 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010（Dodd-Frank Act）的立法²⁵⁸。

²⁵³ James M. Blakemore, *supra* note 250, at 220 (2020).

²⁵⁴ John H. Stassen, *The Commodity Exchange Act in Perspective: A Short and Not-So-Reverent History of Futures Trading Legislation in the United States*, 39 WASH. & LEE L. REV. 825, 829 (1982).

²⁵⁵ 郭戎晉，前揭註 229，頁 601。

²⁵⁶ Lynn A. Stout, *supra* note 248, 17-18 (2011).

²⁵⁷ 在店頭市場交易的衍生性商品（OTC derivatives）是由買賣雙方個別協商的契約，其標準化的程度有限，雙方透過協商決定契約的數量、條件、履約日、連結的有價證券、期間等。店頭市場可以解決集中市場交易的衍生性金融商品交易成本較高，且未必能夠符合市場參與者的需求的問題，然而同時，由於店頭市場的產品本身及規格未達標準化，也可能會有流動性（liquidity）不足的問題。詳細說明請參見：臺灣證券交易所（2012），衍生自有價證券之金融商品是否應納入證券交易法第 157 條之一禁止內線交易規範之標的及相關民事損害賠償之計算，9 頁。

²⁵⁸ Massad Testimony, *supra* note 222.



CFTC 主要監管權限為期貨及衍生性金融商品，然而 CFTC 對於商品現貨市場亦有起訴操縱行為之權限，CFTC 廣泛的執法權限又以 Dodd-Frank Act 之授權最為顯著²⁵⁹。有鑑於在店頭市場交易的衍生性金融商品日漸普遍，且由於缺乏管控，造成相當大的系統性風險，Dodd-Frank Act 除了透過立法降低證明度（lowered the evidentiary burden）之要求後，也在第 761（a）（2）條，修改美國證券交易法第 3（a）（10）關於有價證券之定義，將「以有價證券為基礎的交換（security-based swaps）」納入有價證券之定義中²⁶⁰。隨後 CFTC 也在委員會規則中將操縱行為要件擴張，及於「與跨州貿易中任何商品的銷售契約有關的詐欺行為（fraud in connection with a "contract of sale of any commodity in interstate commerce."）」²⁶¹。自此似可得知 CFTC 對於期貨市場、現貨市場皆有權力監管，雖然聯邦商品法規重視期貨契約及其他衍生性金融商品，但 CFTC 其實一向樂於對現貨市場之操縱行為發動執法權限，而 2010 年之 Dodd-Frank Act 更是擴展 CFTC 對現貨市場之監管權力，及於反詐欺及反操縱（anti-fraud authority and expanded anti-manipulation authority）²⁶²。

CFTC 也時常聯合其他部門追訴犯罪，以維護期貨市場之秩序，最有名者為 BitMEX 案。BitMEX 為虛擬通貨衍生性商品之交易平台，其向美國投資者提供諸多虛擬通貨衍生品的槓桿交易服務，而 BitMEX 因未註冊為商品期貨交易商（futures commission merchant，FCM）且充當某些交易的交易對手（counterparty），同時其亦未能完全遵守反洗錢和 KYC，故有違反 CEA 及美國銀行保密法之虞。2020 年 10 月，CFTC、美國聯邦調查局和美國司法部聯合起訴 BitMEX 及其高階主管。最終，BitMEX 與 CFTC 與 FinCEN 達成和解協議，同意支付民事罰款且須實施相關法遵措施，以確保其交易平台符合 CFTC 監管標準²⁶³。

²⁵⁹ James M. Blakemore, *supra* note 250, at 210 (2020).

²⁶⁰ 台灣證券交易所，前揭註 257，頁 33。

²⁶¹ 17 C.F.R. § 180.1 (2011).

²⁶² James M. Blakemore, *supra* note 250, at 211 (2020).

²⁶³ CFTC, Federal Court Orders BitMEX to Pay \$100 Million for Illegally Operating a Cryptocurrency Trading Platform and Anti-Money Laundering Violations, <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8412-21>

以上述案例為例，現階段美國聯邦機構中涉及虛擬通貨監管和執法的相關機構有 SEC、FinCEN 與 CFTC 等多個單位。由於個別機構針對數位資產存在不同的觀點與規範要求，此可能造成擬投入此一新興市場的企業在經營及法律遵循等諸多層面之困惑²⁶⁴。



第二項 CEA 適用範圍與爭議案例

CFTC 職司期貨監管，其監管權限及監管範圍之劃定大多可透過 CEA 之明文得出清楚解答；但隨著新興金融商品之出現，舊有之法規不見得來的及應付，此時就會產生法律解釋及適用上之問題。以下將從美國 CEA 所定義之「商品」出發，再舉出若干爭議案例，最後再將焦點拉回到「比特幣是否為商品」一事進行分析。

第一款 CEA 下的「商品」定義

美國 CEA 第 1a 條第 9 項是對於商品之定義性規定，本條除了有列舉代表性之小麥、棉花、米及玉米農產品、日用品外；更有概括條款：「商品是指所有對未來交付合約，為隨即或在未來處理的服務、權利以及利益（The term “commodity” means wheat, cotton, rice, corn, oats, barley,…… and all services, rights, and interests in which contracts for future delivery are presently or in the future dealt in.²⁶⁵）」。由本條規定可知，美國法上對於商品的定義應是相當廣泛²⁶⁶。

於論證上，概括條款中所揭示之商品要件，必須從期貨契約的概念來了解。所謂期貨契約，係指一種橫跨時間的交易合約，同意於未來的某一時點，以約定之價格交割指定數量的商品。然而，只有某些商品適用於期貨契約，該商品必須是（1）同類型；（2）易於標準化分級；（3）有大量的供給以及需求；（4）該商品是在自由市場中交易；（5）供需關係具有浮動性；（6）不易腐壞。因此，穀物、棉花和錫金

²⁶⁴ 郭戎晉，前揭註 229，頁 600-601。

²⁶⁵ 7 U.S. Code § 1a(9).

²⁶⁶ See, e.g., *Board of Trade of City of Chicago v. SEC*, 677 F.2d 1137, 1142 (7th Cir. 1982).

屬常作為期貨契約的標的；反之，水果、茶、鞋子因不符合上述的所有特徵而不適於作為期貨交易的標的²⁶⁷。



第二款 有價證券期貨是否為商品 (security future)

美國法上曾出現之爭議案例，為有價證券期貨究竟是有價證券，或者是期貨，又或者二者兼具，其所衍生的問題係究竟此金融商品應由何機關進行監管。在 2000 年 CFMA 制定前，美國 SEC 為有價證券之主管機關，CFTC 則為商品期貨之主管機關。依照美國 CEA 之規定，商品期貨為約定於未來給付之商品交易契約。惟當所給付之標的為有價證券時，則由於此種有價證券期貨同為證券交易法下所稱之有價證券，以及商品交易法下所稱期貨，故產生管轄權上之爭議。早期，美國 SEC 與 CFTC 皆主張其為證券期貨之主管機關，兩會之間衝突不斷²⁶⁸。美國國會於 2000 年 CFMA 中就 1934 年證券交易法第 3(a)(10)條之有價證券定義中新增有價證券期貨之項目²⁶⁹，此作法其實即可讓管轄權做出清楚劃分，理由是依照 CEA 第 2(a)(1)(A)條規定，CFTC 所專屬管轄之期貨商品不得優先或限制 SEC 或其他機關亦具有管轄權之部分²⁷⁰。此外，同法第 2(a)(1)(D)條規定，SEC 對於依照 1934 年證券交易法所定義之有價證券期貨已具有管轄權，因此可得有價證券期貨之監管權限。

有價證券期貨之監管問題在美國實務上原本爭議不斷，於 1981 年 SEC 與 CEA 兩位時任主席於 Board of Trade of the City of Chicago v. Securities and Exchange Commission 一案後，就管轄權達成共識²⁷¹，然而此爭議並未因此塵埃落定，真正清楚劃定管轄權仍是透過後來之修法明文方解決之。

²⁶⁷ Mitchell Prentis, *Digital Metal: Regulating Bitcoin as a Commodity*, 66 CASE W. RES. L. REV. 609, 630-31 (2015).

²⁶⁸ 臺灣證券交易所，前揭註 257，頁 41-42。

²⁶⁹ 15 U.S.C § 78c(a).

²⁷⁰ 7 U.S. C § 2(a)(1)(A): ...nothing contained in this section shall..., (II) restrict the Securities and Exchange Commission and such other authorities from carrying out their duties and responsibilities in accordance with such laws.

²⁷¹ 臺灣證券交易所，前揭註 257，頁 42。



第三款 美國實務案例

第一目 CFTC v. McDonnell 案²⁷²

(一) 案例事實

2018 年 1 月時 CFTC 起訴 Coin Drop Markets (CDM 公司) 和其執行長 Patrick K. McDonnell 利用經營加密貨幣期權投資顧問公司，向投資人行銷「客戶加入成為會員可獲得虛擬通貨交易及投資服務，並提供退會費用和每周高達 300% 的獲利」；然而 CDM 公司在收到投資人的會費和虛擬通貨投資後，從未提供任何諮詢服務，並接著關閉公司網站與社群媒體²⁷³。隨後客戶要求退還他們的虛擬通貨，CDM 公司加以拒絕，此事件因而遭揭發，CDM 公司也於 2018 年 1 月被 CFTC 以違反 CEA 之詐欺及操縱行為被起訴。

(二) 被告抗辯

被告 McDonnell 向法院提起駁回原告請求之聲請，其認為 CFTC 針對虛擬通貨並無管轄權，且虛擬通貨並非 CEA 定義下之商品²⁷⁴。此抗辯為諸多被告首先爭執者，理由是若 CFTC 無法針對虛擬通貨進行監管，則縱使當事人有相關詐欺或操縱行為，仍無法落入 CFTC 管轄範圍中。

(三) 法院判決

對此美國紐約東區聯邦地區法院的法官 Jack Weinstein 於 2018 年 03 月 06 日裁定，認定 CFTC 具有州際貿易中虛擬通貨有關詐欺行為之執法適格 (standing)，且虛擬通貨屬市場交易時能保有一致的品質與價值的貨品 (goods)，具有價值保存 (store of value)、金融交易 (monetary exchange) 的特質，且價格跟大宗商品一樣隨著人們的需求而有起伏變動，符合美國商品交易法對「商品」之定義，其採納

²⁷² See, *CFTC v. McDonnell*, 287 F. SUPP. 3D 213 (E.D.N.Y 2018).

²⁷³ *Id.*, at 232.

²⁷⁴ *Id.*, at 220.

CFTC 之廣泛見解，認為 CFTC 有權針對衍生性商品市場及相關現貨市場之詐欺及操縱行為進行監管²⁷⁵。



由於虛擬通貨屬於 CEA 的適用對象，再加上 CDM 公司未曾向 CFTC 作相關之登記作業，且 CFTC 可對涉及衍生商品市場與現貨市場的詐欺或操縱行為進行監管，因此本件 CFTC 與其他聯邦機構一起聲稱對虛擬通貨具有共同管轄權²⁷⁶。基於以上理由，法院同意 CFTC 對 CDM 公司和執行長 Patrick K. McDonnell 的預防性禁制令（preliminary injunction）請求，禁止其繼續參與大宗商品交易。

本案最重要之關鍵在於此為聯邦法院第一次正式肯認 CFTC 對於虛擬通貨之管轄權，並認為美國 CEA 第 1a 條 9 項商品之定義可涵蓋虛擬通貨，並且 Dodd-Frank Act 修訂後，CEA 賦予 CFTC 可針對期貨契約或衍生性商品契約以外之「洲際交易」詐欺行為，採取執法措施²⁷⁷。

第二目 CFTC v. My Big Coin 案²⁷⁸

（一）案例事實

被告數人提供了一個功能齊全的虛擬通貨銷售計劃，而發行「My Big Coin（下稱 MBC）」，被告使用虛假陳述及省略重要事實之方式（omitting material facts）去誘導投資人購買 MBC，被告除不當提及虛擬通貨價格是靠黃金支撐（backed by gold）及可被運用到任何 Mastercard 接受之場域，並且發明一項可以自動改變 MBC 價格之工具，使 MBC 的交易量產生非常活躍之假象²⁷⁹。

（二）被告抗辯

²⁷⁵ *Id.*, at 228.

²⁷⁶ *Id.*, at 223.

²⁷⁷ Zach Johnston, *Commodity Futures Trading Com'n v. McDonnell* 287 F.Supp.3d 213 (E.D.N.Y. 2018), 29 DEPAUL J. ART, TECH. & INTELL. PROP. L. 149,152 (2019).

²⁷⁸ CFTC v. My Big Coin Pay, Inc., 334 F. Supp. 3d 492 (D. Mass. 2018).

²⁷⁹ *Id.* at 492-494.

被告首先針對 CFTC 管轄權提出爭執，其認為 CFTC 無法向法院提出本案請求 (claim)，理由是 MBC 並非美國 CEA 所規定之商品²⁸⁰。其次，被告亦辯稱該法規下之「『對未來交付合約』」一詞毫無疑問地無法包含 MBC (‘contracts for future delivery’ are indisputably not ‘dealt in’ My Big Coin)」²⁸¹。最後被告認為 CEA 旨在打擊欺詐性市場操縱 (fraudulent market manipulation)，並非針對銷售吹噓 (sales puffery)，並且以立法文件及相關案件²⁸²做為證例，認為 CEA 相關範圍僅在規制欺詐性操縱，而不包含無操縱行為之詐欺 (prohibited fraudulent manipulation but not fraud without manipulation)²⁸³。

(三) 法院判決

法院認為：不管 MBC 是否為 CEA 所稱之商品，CFTC 皆可為訴訟上之主張或請求，此與管轄權問題並無關係，因為聯邦法規早已授權 CFTC 可針對相關行為採取執法行動，此即屬管轄權賦予之明文²⁸⁴。該案涉及的虛擬通貨 MBC 即無期貨市場存在，但 CFTC 仍基於比特幣期貨市場的存在，認定 MBC 為商品；法院亦支持 CFTC 的理論，認為法規是通過「類別」而不是按照「型號、等級、質量、品牌、生產商、製造商或形式」而認定商品 (on the theory that the statute defines commodities by category rather than "by type, grade, quality, brand, producer, manufacturer, or form")，以「家畜 (livestock)」為例，若市場上存在豬隻的商品期貨，即使不存在牛隻的商品期貨，牛仍因屬於家畜之類別而可成為 CEA 規範之商品，相同概念若運用到本案，則使 MBC 並無期貨商品，但相同類別 (指的是虛擬通貨) 之比特幣已有期貨商品，故 MBC 亦可被視為商品²⁸⁵。

²⁸⁰ *Id.* at 494.

²⁸¹ Defendant Randall Crater and Relief Defendants’ Memorandum in Support of their Motion to Dismiss the Amended Complaint at 5.

²⁸² CFTC v. Monex Credit Co., 311 F. Supp. 3d 1173 (C.D.Cal. 2018).

²⁸³ Defendant Randall Crater and Relief Defendants’ Memorandum in Support of their Motion to Dismiss the Amended Complaint at 14

²⁸⁴ CFTC v. My Big Coin Pay, Inc., *supra* note 278, at 495.

²⁸⁵ CFTC v. My Big Coin Pay, Inc., *supra* note 278, at 496-497.



第三目 美國法立場

CFTC 對加密貨幣的態度採取強力執法 (strong enforcement) 與不傷害 (no harm) 原則²⁸⁶。強力執法方面，CFTC 近來監管趨嚴，從上述案例介紹及執法現況即可得知；同時 CFTC 也為了秉持其所提倡之「負責任的創新」，其在官方網站提供比特幣基礎 (Bitcoin 手冊供大眾下載閱讀、還有在內部成立實驗室 Lab CFTC) 等方式跟上虛擬通貨發展的趨勢。美國對於比特幣之立場可說是軟硬兼施，保護創新之際，也針對發生的風險、危機由各監理單位處理，並設法將之納入自身規範範圍內。執法方面的落實除可保障投資人之利益，亦可展現執法單位之管制決心。

由於大多數被告都在案件進到法院前與 CFTC 達成和解，也因此 CFTC 幾乎不用證明它可以監管虛擬通貨之爭議問題。只有在案件進到法院，且被告否認虛擬通貨會被歸類為商品而受 CFTC 監管時 (例如：CFTC v. McDonnell 案以及 CFTC v. My Big Coin 案)，CFTC 才須為此進行攻防²⁸⁷。

第四款 比特幣為商品？

CFTC 雖早在 2014 年即對外宣布虛擬通貨會落入 CEA「商品」之定義並受 CFTC 監管，且此後亦多次在相關資訊及起訴書中揭示監管決心及權力²⁸⁸，從上述案例觀之，亦可得知 CFTC 積極執法之態度。然而有學者提出批評認為 CFTC 並未給予清楚之法律基礎 (legal basis)²⁸⁹。

論者有認為 CEA 第 1a 條第 9 項雖然並無列舉出虛擬通貨文字或相關子集合 (subsets)，但區塊鏈網絡必定可以落入該條項之概括條款範圍 (all other goods and articles, except onions . . . and all services, rights, and interests . . . in which contracts for

²⁸⁶ 財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會 (07/17/2019)，〈2019 美國證管會暨商品期貨交易委員會訓練課程摘要實錄〉，頁 11。

²⁸⁷ James M. Blakemore, *supra* note 250, at 210.

²⁸⁸ LABCFTC, CFTC, A CFTC Primer on Virtual Currencies 4, 8 (Oct. 17, 2017). *In re Coinflip, Inc.*, CFTC No. 15-29, 2015 WL 5535736, at 3 (Sept. 17, 2015).

²⁸⁹ Alen Kogan, *Not All Virtual Currencies Are Created Equal: Regulatory Guidance in the Aftermath of CFTC v. McDonnell*. AM. U. BUS. L. REV., 8, 199, 219 (2019).

future delivery are presently or in the future dealt in) ²⁹⁰。從性質而言，比特幣具有在期貨交易所交易商品所需的所有特徵，例如比特幣具有同質性、不易腐壞，並且容易受到標準化分級，且所有比特幣都是相同的；此外，目前仍存在大量比特幣供應，它們的需求則以不確定的方式波動，且比特幣因為沒有單一實體控制比特幣的供應或需求，故其市場不受限制²⁹¹。

也有論者提及美國案例法上諸多案例已可作為最好證例，比如在 *CFTC v. McDonnell* 案，法院認為 CFTC 有權對於在洲際交易之商品契約中相關詐欺行為採取執法行動，即便該詐欺行為並非針對虛擬通貨之期貨為之²⁹²。除此之外，若市場上目前無相關期貨契約是否會影響作為商品之認定，在 *United States v. Valencia* 案²⁹³，被告抗辯，其公司並無天然氣之期貨契約，縱使天然氣確實落入 CEA 商品之定義，但因該公司並無期貨契約，因此即便其針對天然氣相關商品有詐欺行為，仍會落在 CFTC 管轄權以外 (fell outside) ²⁹⁴。此抗辯後來被法院駁回，法院指出天然氣是同質的、可互換的 (fungible) 且自 1990 年起即在紐約商品期貨交易所做交易，因此縱使現在被告公司之天然氣未在市場交易，但並無證據顯示未來亦如此²⁹⁵。

學說早已指出比特幣和其他虛擬通貨皆應包含在定義中，並妥適正確定義為商品²⁹⁶，也有論者認為比特幣落入「指定契約交易市場」(designated contract market, DCM) 故當然會被解釋為 CEA 下之商品。種種說法雖會讓許多反對監管者 (anti-regulatory virtues) 及不信任中心化監管之提倡者不滿，然而論者亦指出虛擬通貨之現貨市場仍是高度自由發展且獨立的，CFTC 僅是防止虛擬通貨相關的詐欺等不

²⁹⁰ David E. Aron & Matthew Jones, *The CFTC's Characterization of Virtual Currencies as Commodities: Implications under the Commodity Exchange Act and CFTC Regulations*, 38 No. 5 FUTURES & DERIVATIVES L. REP. NL 1, § II-A (2018).

²⁹¹ Mitchell Prentis, *supra* note 267, at 631.

²⁹² *CFTC v. McDonnell*, *supra* note 272, at 229.

²⁹³ *United States v. Valencia*, 394 F.3d 352 (5th Cir. 2004).

²⁹⁴ *Valencia*, 2003 WL 23174749, at 4.

²⁹⁵ *Valencia*, 2003 WL 23174749 at 8.

²⁹⁶ David Lucking & Vinod Aravind, *supra* note 233, at 2.

法行為，從長遠來看，這可能會使更多人接觸虛擬通貨²⁹⁷。



第三項 比特幣作為「商品」所受到之規範

無論是 CFTC 立場、司法實務之見解，又或者學說上之討論，將比特幣定性為 CEA 下之商品似乎已成定論。是否將其定性為商品就可完全適用 CEA 所有之內容，或者會因其特殊性、獨特性而有特殊監管之需求？本文以為「定性」乃是套用現行法規之首要之事，然而定性後如何適用或解釋現行法規之概念或許更具實益，以下則詳細探討 CEA 下之相關規定。

第一款 CFTC 對於比特幣之監管立場

正如前述，比特幣作為商品之地位現在已是無可爭辯的 (indisputable)，然而在其剛問世的第一年中卻清楚地未被定性為商品²⁹⁸。主管機關之見解確實可能會隨著發展或演進而作出相應調整，因此了解主管機關之立場應是新創科技業者，或是相關投資人應時刻關切之議題。

若比特幣被歸類為「商品」，則與黃金、原油或小麥一樣，受到美國 CFTC 監管；須注意者係 CFTC 對虛擬通貨之司法管轄權僅限與虛擬通貨掛勾的期貨與虛擬通貨現貨的市場操縱和詐騙行為²⁹⁹。而 CFTC 認為即使其將虛擬通貨認定為商品，CFTC 亦未因此而成為虛擬通貨的當然監理機制，蓋 CFTC 並未直接監管現貨商品，僅在涉有基於虛擬通貨所推出的衍生性商品時，諸如於受 CFTC 監管的各個交易所上市交易的比特幣與以太幣期貨契約³⁰⁰，CFTC 始負有監管之責³⁰¹。

向 CFTC 註冊的過程既耗時又費錢，註冊通常需要一年或更長時間，而且要花

²⁹⁷ Zach Johnston, *supra* note 277, at 161.

²⁹⁸ James M. Blakemore, *supra* note 250, at 226-27 (2020).

²⁹⁹ 財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，前揭註 286，頁 11。

³⁰⁰ 例如 2017 年芝加哥選擇權交易所 (CBOE) 正式上市比特幣期貨。

³⁰¹ Down D. Stump, *supra* note 236.

費大筆資金，有時甚至是一百萬美元或更多³⁰²，如此高的法遵成本，也讓許多公司選擇遊走在法律邊緣。相關案例如：美國老牌加密貨幣交易所 Kraken，未按要求註冊為 FCM，且從事非法場外虛擬通貨交易，被 CFTC 處以 125 萬美元的民事罰款³⁰³；此事爆發後隔日，CFTC 更是大動作對 14 家實體交易公司起訴，原因是這些公司不是未註冊為 FCM，就是以帶有虛假和誤導性地宣稱，擁有 CFTC 註冊和美國國家期貨協會（National Futures Association）會員資格³⁰⁴。

第二款 CEA 的反操縱與反詐欺規定

為何 CFTC 的監管權限可以包含期貨市場與現貨市場呢？若細譯 CEA 第 6 條與第 9 條之規定，或許就可得出清楚之授權依據。

首先，CEA 第 6c 條規定：「It shall be unlawful for any person to offer to enter into, enter into, or confirm the execution of a transaction described in paragraph (2) involving the purchase or sale of any commodity “for future delivery (or any option on such a transaction or option on a commodity) or swap” if the transaction is used or may be used to—」。³⁰⁵而同條第 2 項提及：第 1 項所稱之交易包含具有沖洗賣賣、相對委託之特性者，或者虛假銷售，又或者用於導致報告、登記或記錄任何並非真實、善意的價格³⁰⁵。就法律效果而言 CEA 第 13(a)條規定，違反第 6c 條者，可能面臨 100 萬元以下罰款及 10 年以下有期徒刑之重罪³⁰⁶。

再者，CEA 第 9 條第 1 項明確規定：「It shall be unlawful for any person, directly

³⁰² John L. Douglas, *New Wine into Old Bottles: Fintech Meets the Bank Regulatory World*, 20 N.C. BANKING INST. 17, 59 (2016).

³⁰³ *CFTC Imposes A \$1.25 Million Penalty against Kraken for Offering Illegal Off-Exchange Digital Asset Trading and Failing to Register as Required*. (Sep 28, 2021), <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8433-21>

³⁰⁴ *CFTC Charges 14 Entities for Failing to Register as FCMs or Falsely Claiming to be Registered*. (Sep 29, 2021), <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8434-21>

³⁰⁵ 7 U.S.C. § 6c(a)(2): A transaction referred to in paragraph (1) is a transaction that—(A)(i)is, of the character of, or is commonly known to the trade as, a “wash sale” or “accommodation trade”; or(ii)is a fictitious sale; or(B)is used to cause any price to be reported, registered, or recorded that is not a true and bona fide price.

³⁰⁶ 7 U.S.C. § 13(a)(2).

or indirectly, to use or employ, or attempt to use or employ, “in connection with” any swap, or “a contract of sale of any commodity” in interstate commerce, or “for future delivery on” or subject to the rules of any registered entity, any manipulative or deceptive device or contrivance, in contravention of such rules and regulations....³⁰⁷ (任何人直接或間接地在州際貿易中就任何交換、買賣任何商品之契約或約定未來給付任何商品之契約，有使用或企圖使用任何操縱或欺詐之手段或方法進行，均屬非法)」。

若比較上開二條文之文字，其實可以發現立法者在第 9 條第 1 項之文字運用了 in connection with (與...有關聯之) 此種概括文字，並且搭配 a contract of sale of any commodity 此種不限定契約類型之用法，毋寧宣示了 CFTC 除可針對期貨交易進行管制外，針對所有之商品現貨交易也在其監管範圍內。

第三款 CEA 之內線交易可罰性爭論

以有價證券形式為立法之內線交易法制是否得套用到商品市場，學說上歷來爭論不休，理由是證券市場與期貨市場有極大之差異性。首先，在商品的場域中幾乎無法辦法交換內線消息，因為鮮少有重大的 (material)、非公開的 (nonpublic) 訊息；其次，商品市場參與者基於其成熟度和對沖需求，他們會理性地傾向於無限制的交易制度 (a regime of unlimited trading)³⁰⁸。最後則有觀點指出在商品市場上之參與者並無任何義務，故無法課予責任³⁰⁹。

除了制度運用之爭議外，在 CEA 之條文中，其實也未見有內線交易之明文。甚至在 2009 年金融海嘯爆發前，CFTC 對於期貨市場之內線交易管制一向以保守及消極之態度面對³¹⁰，是到了 2010 年 Dodd-Frank Act 法案提出後，才參照 SEC 過去針對內線交易禁止之「理論」，明文禁止於期貨市場利用詐欺或詐術針對重大且

³⁰⁷ 7 U.S.C. § 9(1).

³⁰⁸ CFTC, A Study of the Nature, Extent and Effects of Futures Trading by Persons Possessing Material, Nonpublic Information 54 n.10 (1984).

³⁰⁹ Andrew Verstein, *supra* note 241, at 466.

³¹⁰ Andrew Verstein, *supra* note 241, at 463-64.

未公開之消息進行交易³¹¹。然而學說上對其可罰性多抱持肯定看法，理由係：CEA 規定就文字而言固然主要以規範操縱市場與詐欺行為為主，但解釋上亦有空間及於內線交易規定，蓋美國證券交易法亦無內線交易之明文規定，而係透過解釋美國證券交易法第 10(b)條反詐欺條款與 Rule 10b-5³¹²得出，故將類似規定移植至 CEA 後亦同，可基於類似之反詐欺與反操縱規定文字導出內線交易的規範法源³¹³。

我國法關於內線交易之規範雖係參考美國法制定，然而立法者已透過立法明文方式將內線交易的規範落實於相關法規中，我國證交法第 157 條之 1 及期貨交易法第 107 條即以明文禁止相關行為。兩國法系與證券市場發展情況有所不同，我國關於內線交易法律的適用未必須完全採行美國法之規定³¹⁴，然美國證券市場發展較早，特別是許多新型金融商品或交易型態也首見於美國，故援引美國法或以之做為研究對象更可清楚了解相關規範³¹⁵。

第四項 小結

CFTC 之監管架構大致可整理成下述三點：第一，CFTC 與法院見解基本上已確立 CEA 定義之商品可涵蓋比特幣等其他虛擬通貨，未如 SEC 般僅對具有有價證券性質的虛擬通貨享有管轄權。第二，成為 CEA 定義下之商品縱使於現實上無相對應之期貨，仍不影響 CFTC 對其之管轄權。第三，CFTC 並無取得現貨市場全面監管權限，充其量僅有禁止虛擬通貨現貨市場的操縱、詐欺以及內線交易行為，其監管力度及範圍實則有限。於美國，除構成有價證券的虛擬通貨可適用證券法規下

³¹¹ Andrew Verstein, *supra* note 241, at 464-65.

³¹² 基於證券交易法第 10(b)條之授權，美國證管會制訂了 Rule 10b-5，是為「反詐欺條款」。Rule 10b-5 "It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security."

³¹³ Andrew Verstein, *Crypto Assets and Insider Trading Law's Domain*, 105 IOWA L. REV. 1, 16-17(2019).

³¹⁴ 賴英照，最新證券交易法解析，元照，頁 475，2009 年 10 月再版。

³¹⁵ 臺灣證券交易所，前揭註 257，頁 28。



的不正市場行為規範外，未構成有價證券的虛擬通貨尚可適用 CEA 下的不正市場行為相關規範³¹⁶。故美國法透過 CEA 彌補證券交易法規範過狹之問題，以完足其對虛擬通貨之監管。

第三節 我國法之觀察與分析

在我國法律規範中，於期貨交易法（下稱「期交法」）見有「商品」相關用字，若參照上述美國 CEA 及實務之觀點，似可豪不費力地將比特幣等虛擬通貨解釋納入，進而受到規範。我國期交法第 3 條第 1 項規定確實可作為討論之基礎，然而在主管機關及實務見解尚不明確之情形下，若貿然將美國法概念套用至我國法體系中，或許仍有不夠精確之感；另方面，由於我國針對比特幣之衍生性商品有日漸興盛之趨勢³¹⁷，期貨市場之交易更屬活絡，在幾個比特幣交易平台中亦有提供比特幣衍生性商品之服務³¹⁸，但我國交易平台目前均以其上架的虛擬通貨不構成期貨為理由，主張其不適用期貨交易場所規定³¹⁹，因此在是否適用期交法相關規定實則仍有諸多討論空間。

第一項 我國期貨交易法規範

我國期交法之規範意旨在於健全發展期貨市場，維護期貨交易秩序³²⁰，且期貨市場積極提供交易人避險、投機與價格發現等三個主要的功能，其對於整個金融市場的健全性扮演著非常重要的角色³²¹。於本法第 3 條第 1 項先將「期貨交易」給予

³¹⁶ 楊岳平（2023），〈虛擬通貨監管的比較法發展與我國監管架構芻議〉，《月旦法學雜誌》，335 期，頁 52。

³¹⁷ 相關討論參見：蔡英欣（2018），〈試論虛擬貨幣之監理與法律定位——以日本法為中心〉，《管理評論》，37 卷 4 期，頁 59。楊岳平（2020），〈金融科技時代下的金融監管挑戰：論虛擬通貨交易平台的監管架構〉，《國立臺灣大學法學論叢》，49 卷特刊，頁 1347 以下。

³¹⁸ 投資慧眼（11/11/2021），〈台灣如何購買比特幣？Top 虛擬貨幣交易所排名及推薦〉，<https://t.w.mittrade.com/crypto/cryptocurrency-exchange/top-cryptocurrency-exchanges-0820>（最後瀏覽日：06/08/2022）。

³¹⁹ 楊岳平，前揭註 317，頁 1348。

³²⁰ 期貨交易法第 1 條。

³²¹ 林家璋、簡兆翌（2019），〈新修正期貨交易法部分條文相關內容之淺析〉，《證券暨期貨月刊》，37 卷 3 期，頁 16。

定義性之說明，並於第 4 條明文以金管會作為主管機關³²²，並課予金管會應訂定市場監視準則之義務³²³。於此至少可看出我國與美國法之差異，後者乃將證券與期貨之監管劃分給不同機關管轄，我國則皆由金管會施予監理措施。



以下則先針對比特幣之定性問題予以回應，透過解釋分析期交法之規定，先行確定比特幣是否為本法之規範客體；若答案為肯定則需再進一步探討期交法針對期貨交易人保護之法制規定有哪些，是否可套用到比特幣等虛擬通貨之場域，以及適用範圍多廣等問題。

第一款 期貨交易之定義

我國期交法第 3 條第 1 項規定：「本法所稱期貨交易，指依國內外期貨交易所或其他期貨市場之規則或實務，從事衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益之下列契約或其組合之交易。」而本條各款規定亦提及各種契約類型，如期貨契約、選擇權契約、期貨選擇權契約、槓桿保證金契約、交換契約或其他類型契約等。

期交法於 1997 年制定至今歷經 7 次修正，其中針對第 3 條第 1 項之定義性規定於 2018 年做出修正，立法理由說明：「考量金融創新，金融商品多元化發展之趨勢，例如交換契約，其標的物可能涉及利率、匯率、股價、商品價格或信用等，其中，利率交換商品（interest rate swap）已成為全球店頭市場交易量最大之衍生性商品，亦是我國金融機構及企業管理利率風險之重要工具，為使期貨交易之定義更臻完備，參考美國、歐盟及新加坡之立法例，修正第一項序文，增列「或其組合」之文字。並且增訂第一項第五款及第六款，明定本法所稱期貨交易，包含交換契約及其他類型契約。…爰在金融創新、金融商品多元化發展之趨勢下，凡衍生自商品、

³²² 期貨交易法 2010 年修正理由提及：為配合我國金融監理架構調整，原隸屬於「財政部」之「證券暨期貨管理委員會」已於民國 93 年 7 月 1 日行政院金融監督管理委員會組織法實施後，改隸屬於「行政院金融監督管理委員會」，並更名為「證券期貨局」，基於落實我國採取一元化之跨業合併監理模式，修正本法之主管機關。

³²³ 期貨交易法第 95 條。



貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益之新型契約或其組合且具備有以保證金交易、未來期間履約，及每日結算損益（mark to market）之特性，皆屬其他類型契約之範圍」。

從修法理由說明可以觀察出立法者其實有意識到市場上新興期貨商品之出現，在金融創新、金融商品多元化發展之趨勢下，實難具體定義衍生性金融商品。金管會期望透過本次期貨交易法之修正，能健全強化國內店頭衍生性金融商品市場之監理及增進期貨市場整體風險控管之效能，進一步提升期貨業者競爭力，協助期貨市場接軌國際，永續發展³²⁴。

較可惜的是本次修法並未提及虛擬通貨相關之文字，然而隨著比特幣等虛擬通貨日漸興盛，未來相關案例應會不斷增加，若能及早給予此問題清楚回應，對於市場參與者而言應有所助益。本文以下將逐一探討比特幣有無構成現行條文中的「貨幣」、「有價證券」、「商品」或「其他利益」之可能性。

第二款 比特幣是否為期交法之「貨幣」

時至今日，當談到比特幣，大多數人仍會聯想到其為一種「加密貨幣」，加密貨幣之用語其實較為不精確且時常萌生困惑，法律上所討論之貨幣有其意義，且外國文獻早已揚棄加密貨幣之說法，而改採虛擬通貨、虛擬資產等用語，本文前已述及之，然而為避免認識上之謬誤，於此仍有再次說明之必要。而本處所討論之重點乃在於比特幣是否為期交法之「貨幣」，首應說明者為，期交法第3條第1項貨幣之明文乃是1997年即出現並援用至今，當時的時空背景下，顯然無預料到21世紀會出現各式各樣之虛擬通貨，因此在認定比特幣是否為「貨幣」實則需給予更為清楚之說明。

第一目 比特幣為貨幣？

³²⁴ 林家璋、簡兆翌，前揭註321，頁17。

在使用貨幣作為交易之前，人們所習慣之交易模式為以物易物；然而此種以一隻羊換一把石斧的交易方式，需付出較高之交易成本，因為不得不尋找一種能夠讓雙方都能夠接受的物品。因此，為了解決以物易物所面臨的缺失，因而將會選擇一個大眾廣泛接受且具有耐久性的物品來達到交易媒介（medium of exchange）、價值儲藏（store of value）、計價單位（unit of account）、以及延期支付（deferred payment）功能，換言之，貨幣即具有上述四項功能，以解決以物換物制度所帶來之不便³²⁵。

比特幣可作為「交易媒介」一事，可從本文所舉之諸多案例清楚得知，即便在我國比特幣之接受度不若歐美國家，但仍無礙於其具有此功能之認定。「價值儲藏」，是指貨幣能夠儲存購買力（purchasing power）。人們可以將所得大於支出的部分，以貨幣形式持有，等到時機成熟且有購買慾望時，才拿出來消費³²⁶。比特幣與其他貨幣一樣，價值也會隨者整體社會、經濟環境波動；除非惡性通貨膨脹（hyperinflation），否則價值波動不會妨礙價值儲存功能的實現³²⁷。至於「計價單位」，乃是指以貨幣作為「標準化」的價值單位，使得商品與勞務的價值能夠有一個一致性的衡量標準，使生產者與消費者可以做出對其最有利的生產與消費決策，並且能夠大幅減少交換比率，進而大幅降低交易成本，有助於經濟效率的提升³²⁸。一般而言，比特幣的價格通常會以美元來表彰其價值，由此可知比特幣可被視為一個獨立的計價單位³²⁹。最後關於貨幣的「延期支付」功能，係指貨幣作為債務測量標準的用途，又稱作為債務的標準³³⁰。比特幣既然有計價單位的功能，自然可得解決在以物易物交換制度下延期支付之困境，借貸雙方能夠以比特幣來達到對於「本金」以及「利息」上的共識，在有雙方互相信任對方的情況下，自然可得使用比

³²⁵ 楊岳平，前揭註 21，頁 42。

³²⁶ 黃昱程（2003），《貨幣銀行學》，修訂二版，頁 14。

³²⁷ See Artus Krohn-Grimberghe, and Christoph Sorge, *Practical aspects of the Bitcoin system*. The Computing Research Repository (CoRR) (2013), at 4.

³²⁸ 黃靖崑，前揭註 63，頁 9。

³²⁹ See Artus Krohn-Grimberghe & Sorge, *supra* note 327, at 5.

³³⁰ 黃靖崑，前揭註 63，頁 46。



幣作為共同的計價單位來成立債務關係³³¹。

於此須注意者，上開經濟學或是貨幣銀行學所稱之「貨幣」需與「法律上之貨幣」概念作適當區分；有論者認為法律上對於貨幣之定義與經濟學之定義不盡相同³³²，亦有指出虛擬通貨欠缺法律上的強制通用效力，不符貨幣要件³³³。中央銀行與金管會聯合發布新聞稿³³⁴亦明確指出：「比特幣不是貨幣：（一）比特幣非為社會大眾普遍接受之交易媒介，且其價值不穩定，難以具有記帳單位及價值儲存之功能，不具真正通貨（real currency）特性。（二）比特幣非由任何國家貨幣當局所發行，不具法償效力，亦無發行準備及兌償保證，持有者須承擔可能無法兌償或流通之風險。（三）依據中央銀行法規定，中央銀行發行之貨幣為國幣，對於國內之一切支付，方具有法償效力」。

本文認為比特幣雖符合經濟學上貨幣之定義，透過上述分析確實可知其具有貨幣之交易媒介、價值儲藏、計價單位、以及延期支付等四大功能；然而在金融法制監管上，比特幣可否作為法律上之貨幣而受到相當程度規範，方為本文聚焦討論之重點，亦即縱使在經濟學上比特幣具有貨幣特性一事深具意義；但法律上比特幣等虛擬通貨無法成為貨幣，於我國文獻探討應屬共識³³⁵。

第二目 比特幣為法定貨幣？

我國中央銀行法第 13 條規定如下：「中華民國貨幣，由本行發行之。本行發行之貨幣為國幣，對於中華民國境內之一切支付，具有法償效力。貨幣之印製及鑄造，由本行設廠專營並管理之。」由本條規定應可清楚知悉，目前我國只有新台幣才屬於國幣，比特幣之發行乃是透過去中心化技術，並無統一發行單位，且係透過電腦

³³¹ 黃靖歲，前揭註 63，頁 50。

³³² 宋皇志、吳婕華（2020），〈虛擬貨幣之法律性質與監理規範〉，《臺北大學法學論叢》，171 期，頁 151。

³³³ 蔡英欣（2018），前揭註 317，頁 63。

³³⁴ 中央銀行、金融監督管理委員會新聞稿，「比特幣並非貨幣 接受者務請注意風險承擔問題」，第 282 號新聞稿，<https://www.cbc.gov.tw/tw/mp-1.html>（最後瀏覽日：05/03/2022）。

³³⁵ 楊岳平，前揭註 21，頁 57；江宇程，前揭註 25，頁 17；蔡英欣，前揭註 317，頁 63

運算而產生，因此不符合中央銀行法第 13 條第 1 項由「中央銀行」發行之定義。再者，同條第 2 項規定，本行發行之貨幣為國幣，對於中華民國境內之一切支付，具有法償效力。可理解為：國幣未經依法公告失其法償效力之前為法償貨幣，除當事人另有約定外，債務人以法償貨幣給付，債權人如拒絕收受，應負受領遲延之責³³⁶。依此理解，目前以比特幣作為支付工具，店家原則上可以不接受，其拒絕收受亦不會陷於受領遲延。是故，比特幣雖屬於經濟學上之貨幣，但並非國幣，也無法成為法定貨幣。

美國法上，虛擬通貨亦非法定貨幣（virtual currencies are not fiat currency），蓋法定貨幣是「由政府機構發行或支持的貨幣，不與任何有形資產（例如黃金）掛鉤。」。美元作為交換媒介具有價值，是因為美國政府已經宣布它們將成為法定貨幣³³⁷。而虛擬通貨不受政府機構的支持，也不是必須接受以換取商品和服務的法定貨幣。但虛擬通貨仍可以是一種貨幣形式³³⁸。

比特幣是否可能成為一國之法定貨幣，答案是有可能的，且目前全世界已有兩個國家宣布將比特幣作為法定貨幣，分別是薩爾瓦多³³⁹以及中非共和國³⁴⁰；將比特幣作為法定貨幣可能衍生諸多疑慮³⁴¹，IMF 也對此表達關切³⁴²，然而一國基於其主權此仍可將比特幣作為法定貨幣。

³³⁶ 中華民國中央銀行網站，<https://www.cbc.gov.tw/tw/cp-704-104905-9612e-1.html>，（最後瀏覽日：04/24/2022）。

³³⁷ Carol Goforth, *The Lawyer's Cryptionary: A Resource for Talking to Clients about Cryptotransactions*, 41 CAMPBELL L. REV. 47, 83 (2019).

³³⁸ Bradford H. Buck, *The Regulation of Virtual Currencies in the United States*, 40 NE.J. LEGAL STUD. 25, 26 (2020).

³³⁹ 葉亭均 (09/07/2021)，〈薩爾瓦多今起承認比特幣為法定貨幣 首批買進 200 枚〉，《聯合新聞網》，<https://udn.com/news/story/6811/5727242>，（最後瀏覽日：05/24/2022）。

³⁴⁰ 雷鋒網 (05/01/2022)，〈中非共和國採用比特幣為法幣，人民困惑〉，《財經新報》，<https://finance.technews.tw/2022/05/01/central-african-republic-bitcoin/>，（最後瀏覽日：05/24/2022）。

³⁴¹ 愛范兒 (09/24/2021)，〈當比特幣成為法定貨幣，這個中美洲小國亂得「雞飛狗跳」〉，《科技新報》，<https://technews.tw/2021/09/24/salvador-bitcoin-chaos/>，（最後瀏覽日：05/24/2022）。

³⁴² 陳怡均 (01/22/2022)，〈IMF 呼籲薩爾瓦多取消比特幣作為法定貨幣〉，《中時新聞網》，<https://www.chinatimes.com/realtimenews/20220126002197-260410?chdtv>，（最後瀏覽日：05/24/2022）。

第三目 本文評析



縱使比特幣可透過經濟學對於貨幣之檢驗，然而本文所欲探討者乃係法律面向之監管措施，故將重點置於法律面向對於貨幣之規定。於法律層面中，國內研究文獻亦多支持中央銀行與金管會的見解，認為虛擬通貨欠缺法定通用效力故非貨幣³⁴³，本文亦認為不宜貿然將比特幣解為貨幣，理由無非是若將其作為貨幣，則發行須受到中央銀行監管，然而比特幣背後去中心化之技術，與現行中央銀行法規定有著極大的矛盾與衝突。

再者，比特幣並無特定人士負責維持或開拓其市場需求，各國主管機關加強管制更是大幅限縮虛擬通貨之市場發展³⁴⁴，導致市場需求高度不穩定，價值更是常出現跳崖式暴跌等情形³⁴⁵。如此可知，貨幣作為交易媒介之功能，乃為解決以物易物所帶來之計價困擾，而比特幣價值劇烈之變動幅度，毋寧使支付者與收受者使用意願降低，無法扮演其在貨幣市場之關鍵角色。最後，要求一國認可特定虛擬通貨為法律上的貨幣或肯認其為法定貨幣，對於一國貨幣穩定有整體系統性之影響，於此不得不嚴謹視之。至少現階段而言，本文認為應無必要將其定性為貨幣，故亦無法符合期交法第 3 條第 1 項所稱之「貨幣」。

第三款 比特幣是否為期交法之「有價證券」

有關比特幣是否構成我國證交法的有價證券，本文第三章已清楚說明，現行法下應僅有「具證券性質之虛擬通貨（STO）」為證交法所稱之有價證券，而金管會函釋乃透過 Howey Test 之要件用做判斷個案中虛擬通貨是否為 STO。經本文分析後得出之解論為「比特幣並無法滿足 Howey Test 之四要件，故並非 STO，而無法被定性成有價證券受證交法監管」。論者亦指出金管會 2019 年 7 月核定的 STO 屬

³⁴³ 楊岳平，前揭註 21，頁 57。

³⁴⁴ 楊岳平，前揭註 21，頁 58。

³⁴⁵ 柯婉琇（05/13/2022），〈比特幣狂瀉 幣安趙長鵬財富蒸發 844 億美元〉，《工商時報》，<https://ctee.com.tw/livenews/aj/chinatimes/20220513001960-260410>，（最後瀏覽日：05/24/2022）。

狹義的證券型虛擬通貨，蓋其引入 Howey Test 即可知其僅包含「投資契約型虛擬通貨」，故股票型、債券型等虛擬通貨並未非因該號函釋而構成有價證券，而係因其本質上屬股票或債券等傳統類型有價證券，從而受到證交法規範³⁴⁶。

要言之，當虛擬通貨構成具證券性質、分潤型或債務型虛擬通貨之一時，將被視為證交法所稱之有價證券，同時由該些虛擬通貨所創造之衍生性商品，也應受到期交法規範。須注意者，期交法並非直接就「有價證券本身」為規範，而是對於前揭虛擬通貨若有期交法第 3 條第 1 項所訂相關契約或其組合所進行之交易，此時則應適用期交法並符合期交法有關規範³⁴⁷。

然而比特幣並非上述所說明之各種類型虛擬通貨之一，因此並無法解釋成證交法之有價證券，故當然無法符合期交法第 3 條第 1 項之「有價證券」。

第四款 比特幣是否為期交法之「商品」或「其他利益」

我國期貨交易法並未明確規定「商品」之定義，然而從期貨交易發展歷史³⁴⁸及交易實務觀察，或可認為商品應指「大宗商品」，而其定義為：來自天然資源的實物商品，可供公眾買賣及其供應是相當同質化（fungible）。大宗商品包含許多不同的資產類別，涵蓋不同的產業，包括貴金屬、工業用或基本金屬、能源、禽畜及穀物以及其他農產品³⁴⁹。

有見解認為：在商品期貨向來是指大宗物資之前提下，應可認為不具有形外觀不必然限制對「物」的認定，且亦有司法實務見解將虛擬通貨視為具替代性的動產³⁵⁰。若虛擬通貨屬於同質化的替代物觀點可獲得廣泛支持，則包括虛擬通貨在內的

³⁴⁶ 楊岳平，前揭註 21，頁 62。

³⁴⁷ 郭戎晉，前揭註 229，頁 613-614。

³⁴⁸ 我國期貨市場始於 1971 年訂定之大宗物資國外期貨交易管理辦法，以作為大宗物資業者從事如玉米、黃豆等商品期貨交易之準據，協助相關業者管理從事相關實物交易之價格風險。關於期貨交易法之演進歷程可參照：簡兆翌（2017），〈期貨交易法第 107 條及第 112 條修正規定之淺析〉，《證券暨期貨月刊》，35 卷 2 期，頁 22。

³⁴⁹ 香港交易所（2020），全球大宗商品衍生性商品市場概覽研究報告，頁 2。

³⁵⁰ 臺灣高等法院臺南分院 108 年度抗字第 123 號民事裁定：「比特幣之性質，審酌其係為與特定

各類同質化加密資產，即存在視為期貨交易法第 3 條第 1 項標的之可能，也將促使主管機關思考應有之監管角色與規範機制³⁵¹。



亦有論者認為短期而言，金管會與司法機關宜由解釋論出發，參考美國 CFTC 的解釋方法，肯認所有虛擬通貨均屬期交法第 3 條第 1 項的「商品」或「其他利益」³⁵²，因此本文所探討之比特幣既然為虛擬通貨，則解釋上當然亦屬於此處之商品或其他利益。

本文認同前述學者之觀點，認為比特幣在無法該當期交法第 3 條第 1 項之貨幣或有價證券，但至少可將其解為「商品」或「其他利益」進而適用期交法相關投資人保護之規定，以給予市場參與者最起碼之保障。

第二項 期貨交易法之交易規範

第一款 操縱市場

我國期交法第 106 條規定：「對於期貨交易，不得意圖影響期貨交易價格而為下列行為之一：一、自行或與他人共謀，連續提高、維持或壓低期貨或其相關現貨交易價格者。二、自行或與他人共謀，提高、維持或降低期貨部位或其相關現貨之供需者。三、自行或與他人共謀，傳述或散布不實之資訊者。四、直接或間接影響期貨或其相關現貨交易價格之操縱行為者」。其中除第三款以外之各款規定，皆有明文「或其相關現貨」之文字，可見立法者有意識到除了針對期貨有操縱行為外，若針對相關之現貨市場或供需有為操縱者，基於期貨市場與現貨市場之連動性，亦可處罰之。

第二款 內線交易

政府組織發行之流通貨幣區隔，藉由比特幣本身表彰一定價值，使比特幣持有者得持以兌換等值之物或貨幣，可知比特幣為權利所依附之客體，其性質應屬物，且屬代替物」。

³⁵¹ 郭戎晉，前揭註 229，頁 610。

³⁵² 楊岳平，前揭註 316，頁 53。



我國期貨市場日漸發展，衍生性商品不斷推陳出新，期交法第 107 條內線交易禁止之規範是否適足因應此趨勢。最新一次修法於 2016 年底，本次修正乃著重在規範主體部分，一改舊法如同美國金融管制歷來規範過狹之問題，因為 CFTC 過去認為除非是期貨交易主管機關的人員涉及內線交易，否則 CFTC 拒絕在期貨市場中直接援引反詐欺的規則禁止在期貨市場的內線交易行為³⁵³。2016 年修法後大量增加了期貨市場中內線交易禁止主體的範圍，除了因其身分參與該機構相關業務之執行期貨交易所、期貨結算機構、期貨業或期貨業同業公會之相關人員，防止他們利用資訊優位而利用影響期貨市場之資訊外，其他如基於職業或控制關係獲悉消息之人、股票期貨契約或股票選擇權契約之標的證券發行公司之內部人、喪失特定身分後未滿六個月者、從特定人獲悉消息之人，乃參考我國證交法第 157 條之 1 後之修正焦點³⁵⁴。

而從條文文義觀之：「下列各款之人，直接或間接獲悉足以重大影響期貨交易價格之消息時，於該消息未公開前，或公開後十八小時內，不得自行或以他人名義買入或賣出，或使他人從事與該消息有關之期貨或其相關現貨交易行為」，似可發現，本條除針對「期貨」交易進行規範外，更包含及於「相關現貨」之內線交易行為。透過本條規範之解釋，事實上亦可產生類似美國法之規範效果，只是我國期交法與美國 CEA 規定文字容有不同，不必然足以充分規範所有虛擬通貨現貨交易行為³⁵⁵。

我國在證交法與期交法雖然都有禁止內線交易的規範，惟二者除了所規範的市場與交易標的不同外，對禁止利用未公開重大消息交易的主體也有不同；理由是期貨契約之交割價格係由市場供需決定，其價格會隨整個期貨市場狀況改變而非單一事件，反而是期貨市場的從業人員及管理市場的主管機關或行業相關人員，較

³⁵³ Andrew verstein, *supra* note 241, at 461-63.

³⁵⁴ 詳細可參照期貨交易法 2016 年修正理由。

³⁵⁵ 楊岳平，前揭註 316，頁 53。

容易掌握未公開足以影響期貨商品的重大消息，如政府政策、市場變化、鉅額交易等等消息，而其等可以先行交易獲取暴利，而期貨交易內線禁止之規範正是為了規制此種偷跑或先跑行為（front-running）³⁵⁶。



第三款 詐欺等不正行為

我國期交法第 108 條規定：「從事期貨交易，不得有對作、虛偽、詐欺、隱匿或其他足生期貨交易人或第三人誤信之行為（第一項）。前項所稱對作，指下列之行為：一、場外沖銷。二、交叉交易。三、擅為交易相對人。四、配合交易。（第二項）」。³⁵⁷若將本條文字與期交法第 106、107 條相比較，則會發現立法者似乎有意限縮本條僅規範「期貨交易」，而行為態樣則廣泛包含一切期貨交易中可能發生之不正行為。

第四款 法律效果

就法律效果而言，期交法第 112 條第 1 項規定：「違反第 106 條、第 107 條，或第 108 條第 1 項之規定者，處 3 年以上 10 以下有期徒刑，得併科新臺幣 1 千萬元以上 2 億元以下罰金」。本條規定於 2016 年與期交法第 107 條併同修正，而本條規定修法前明文法律效果為「處 7 年以下有期徒刑，得併科新臺幣 3 百萬元以下罰金」。修法後除增加法定刑以嚇阻相關犯罪外，更於修法理由提及：期貨交易之標的，諸如個股期貨、個股選擇權等，具有連結至有價證券現貨之特性，如適用期貨交易法相較於證券交易法較低之刑度，將產生法規套利之問題。故將期貨交易之內線交易刑事責任刑度，調整與證券交易法第 171 條相同³⁵⁷，以消除法規不一致之問題，應值贊同。

第三項 小結

³⁵⁶ Jerry W. Markham, 'Front-Running'--Insider Trading Under the Commodity Exchange Act, 38 CATH. U. L. REV. 69, 84-87 (1988).

³⁵⁷ 期交法第 112 條修正理由參照。

隨著我國已上市之期貨商品類別日趨多元化，特別是股票期貨及股票選擇權等商品係衍生自證券市場之股票或其他具有股權性質之有價證券，與證券市場之現貨商品具有高度關聯性³⁵⁸，期交法第 106 條與第 107 條除規範期貨交易行為外，亦明文規定現貨交易行為，故金管會與司法機關於解釋論上尚有空間憑此規定介入規範虛擬通貨現貨交易行為；相對而言，期交法第 108 條之詐欺規定僅適用於期貨交易行為，解釋上即較難延伸至虛擬通貨現貨交易行為³⁵⁹

第四節 本文評析

由於衍生性金融商品太多樣化，隨著經濟的發展與實務需求不斷推陳出新，很難具體定義衍生性金融商品，也無法以文字侷限其範圍³⁶⁰，觀察美國 CEA 與我國期交法之文字，似乎皆可透過解釋之方式包含虛擬通貨之衍生性商品。美國自 Dodd-Frank Act 修法後，積極賦予 CFTC 執法權限，以避免金融危機重蹈覆轍。我國則是自 1997 年期貨交易法制定後，透過 7 次之修法，持續回應新興商品對於法規所帶來之衝擊。

CFTC 對虛擬通貨的態度採取強力執法 (strong enforcement) 與不傷害 (no harm) 原則³⁶¹。強力執法方面，CFTC 近來監管趨嚴，從若干案例介紹及執法現況即可得知；另一方面，CFTC 也為了秉持其所提倡之「負責任的創新 (responsible innovation)」，其在官方網站提供比特幣基礎 (比特幣手冊供大眾下載閱讀、還有在內部成立實驗室 Lab CFTC) 等方式跟上虛擬通貨發展的趨勢。美國對於比特幣之立場可說是軟硬兼施，保護創新之際，也針對發生的風險、危機由各監理單位處理，並設法將之納入自身規範範圍之內。執法方面的落實除可保障投資人之利益，亦可展

³⁵⁸ 簡兆翌，前揭註 348，頁 26。

³⁵⁹ 楊岳平，前揭註 316，頁 53。

³⁶⁰ 朱德芳、陳肇鴻 (2014)，〈衍生性金融商品之內線交易禁止法律規制：以規範客體範圍與民事賠償責任為核心〉，《國立臺灣大學法學論叢》，43 卷 2 期，頁 424。

³⁶¹ 財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，前揭註 299，頁 11。

現執法單位之管制決心。



在我國法律規範中，於期交法見有「商品」相關用字，細譯美國 CEA 之內涵，應可認為比特幣等虛擬通貨可被解釋納入期貨契約之項目中，進而受到規範。若將此概念對應回我國法典中，本文認為可定性成期交法第 3 條第 1 項所稱之「商品」或「其他利益」，縱使我國期貨交易所尚無虛擬通貨期貨，但如美國 CBOE 等國外交易所皆已合法上架該些商品，則基於期交法第 3 條第 1 項之文義「國內外期貨交易所」，解釋上當然亦屬於我國期交法射程範圍。因此我國交易平台片面聲稱其上架的虛擬通貨不構成期貨，主張不適用期貨交易場所規定等抗辯³⁶²，則屬無理由。本文認為未來或許可思考透過修法方式將此一問題予以釐清，進而可針對虛擬通貨平台業者施以一定之監管，於適度保持創新之際，亦能建立究責管道。

³⁶² 楊岳平，前揭註 317，頁 1348。

第五章 比特幣是否為「款項、資金」

隨著科技日益發達與金融商品、金融科技不斷推陳出新，許多非金融機構踏入傳統銀行之業務內容而從事諸如「去中心化借貸³⁶³」之行為。另一方面言，犯罪手法也有別於傳統而來的更加新穎多變，既有法規是否得以套用至新型態犯罪手段，即成為實務及學說上所關注之焦點。

以本文所聚焦探討之虛擬通貨，不難發現此類金融科技下之產物，確實對整體法制面帶來一定衝擊，近期數位資產管理平台 Steaker 創辦人暨執行長黃偉軒，被控藉由推出固定利率投資的保本保利方案，不法吸金高達上億元，而於 2022 年底遭台北地院裁定羈押禁見³⁶⁴，使得以虛擬通貨作為吸金標的是否會該當銀行法之「款項」或「資金」一事，再次引起熱烈討論。

由於違反銀行法相關規定會構成刑事犯罪，因此在為法律解釋、涵攝定性上更需謹慎，本章將從銀行法規定開始做說明，再透過分析我國法院幾則關於虛擬通貨之判決，視其對此問題之看法為何，再輔以學說見解之觀察角度切入，相互參照比較，最後本文則會針對「比特幣是否為款項、資金」之定性問題做出回應。

第一節 銀行法的「款項」或「資金」

第一項 銀行法規定及適用範圍

我國銀行法明文規定禁止非銀行經營銀行業務。銀行法第 29 條第 1 項規定：「除法律另有規定者外，非銀行不得經營收受存款、受託經理信託資金、公眾財產

³⁶³ 即虛擬通貨的借款與貸款業務，其以自動化、去中心化及非託管的程式碼取代傳統銀行角色。去中心化借款業務係向不特定多數人收受虛擬通貨，並約定返還本金且給付高於本金的利息，甚至時常有極高之借款利率而有報酬與本金顯不相當的疑慮，此部分可能涉及銀行法等問題。參閱：WORLD ECONOMIC FORUM, DECENTRALIZED FINANCE (DEFI) POLICY-MAKER TOOLKIT: WHITE PAPER 10(JUNE 2021)。

³⁶⁴ 戴瑞瑤（12/22/2022），〈Steaker 創辦人非法吸金上億 金管會：涉及刑事責任〉，《聯合報》<https://udn.com/news/story/7239/6858445>（最後瀏覽日：06/21/2023）。



或辦理國內外匯兌業務。」同法第 29 條之 1 則是立法者鑑於社會常見有非法投資組織利用借款、收受投資、或使加入股東等各式名義，大量吸收資金，此行為往往造成投資大眾的財產損害，為避免社會投資大眾受地下金融之優厚條件吸引致投入金錢而受法所不允許之投資風險，甚而危及經濟金融秩序³⁶⁵。故而立法者於 1989 年增訂本條規定，擴大了第 29 條收受存款處罰的行為類型，增訂第 29 條之 1：「以借款、收受投資、使加入為股東或其他名義，向多數人或不特定之人收受款項或吸收資金，而約定或給付與本金顯不相當之紅利、利息、股息或其他報酬者，以收受存款論。」違反上開規定者，依銀行法第 125 條第 1 項所定非銀行不得經營收受存款業務罪，會受到刑罰之制裁。

由上述條文所揭示之規範內容，不難得知「去中心化借貸」平台業者並未領有銀行牌照，而所從事之虛擬通貨借款、放款業務極可能觸及類似銀行「收受存款」此一核心業務，而有違法之可能。實務上亦有諸多運用虛擬通貨從事相關行為者，以下即以幾則實務見解為例，說明此一問題之癥結所在。

第二項 第 29 條、第 29 條之 1 與第 125 條之適用關係

銀行法第 29 條是為「銀行專業經營原則」，於 1975 年修法後，第 125 條便已規定對違反第 29 條第 1 項之行為處以刑責；本條規定將收受存款、受託經理信託資金、公眾財產或辦理國內外匯兌業務劃定為只有銀行才可以從事，若非銀行從事上開業務則會受到銀行法第 125 條之刑事制裁。

為了處理地下投資的問題，1989 年修法時，增訂了第 29 條之 1；第 125 條雖有同步修正，惟只是提高刑責，並沒有將違反第 29 條之 1 的態樣明確增訂於第 125 條之中。學者認為應該是當時的立法者認為，第 29 條已規定「非銀行不得經營收受存款」業務，而若成立第 29 條之 1 者，其效力為「以收受存款論」，也就是將第

³⁶⁵ 參閱 1989 年銀行法第 29 條之 1 立法理由。

29 條之 1 之行為擬制為是從事收受存款業務，然而第 29 條之 1 之行為人「通常不會是銀行」，因此就會構成第 29 條第 1 項之要件「非銀行不得經營收受存款」業務，再進而以第 125 條加以處罰。總結來說，不論違反第 29 條或第 29 條之 1 違法吸金，都只有違反第 29 條，而可依據第 125 條處刑責³⁶⁶。

有趣的是銀行法於 2019 年修正第 125 條第 2 項時，於立法理由提及「近年來，違法吸金案件層出不窮，犯罪手法亦推陳出新，例如透過民間互助會違法吸金，訴求高額獲利，或者控股公司以顧問費、老鼠會拉下線，虛擬遊戲代幣、虛擬貨幣「霹克幣」、「暗黑幣」等，或以高利息（龐氏騙局）與辦講座為名，或者以保本保息、保證獲利、投資穩賺不賠等話術，推銷受益契約，吸金規模動輒數十億，對於受害人損失慘重」。雖然該立法理由於本次修法無關，但至少可以了解的是立法者已意識到我國違法吸金態樣日漸多元，不得不慎。

第二節 我國實務見解

隨著科技日益發達與金融商品、金融科技不斷推陳出新，犯罪手法也有別於傳統而更加新穎多變，既有法規是否得以套用至新型態犯罪手段，即成為實務及學說上所關注之焦點。近幾年實務上出現許多新型態吸金行為，有以比特幣為之，亦有以霹克幣等虛擬通貨作為犯罪工具。在銀行法體系下，前開所介紹之條文是否得將比特幣等虛擬通貨涵攝於其中，而將新型態之「吸金」行為加以處罰，實務見解立場為何，近期儼然成為討論之焦點。

第一項 臺灣高等法院 107 年度金上訴字第 83 號判決

在我國曾發生行為人透過網路刊登貼文，吸引投資人進行比特幣投資，並宣稱在一定的情況下，可以拿到額外比特幣之活動。如此即會涉及該行為之定性，以及

³⁶⁶ 戴銘昇（2021），〈從比特幣談收受存款之標的〉，《台灣法學雜誌》，401 期，頁 32。

所收受之客體是否該當銀行法所規定之「款項」或「資金」。



第一款 案例事實

行為人利用網路社群平台臉書社團、LINE 群組，以及創建網站，向公眾號召加入「比特幣互助進而分紅」之活動，並宣稱參加投資僅需透過網路操作將比特幣置入行為人之虛擬通貨帳戶後，再將投資者的應載資料（如名字、錢包地址、序號、置入比特幣數量）填載於行為人所準備的 GOOGLE 網路雲端表格，便會依照參加先後順序獲得投資利益，其獲利規則為：「一輪次投資者投入每滿 3 枚或以上之比特幣，前一輪次投資者即可依所投入之 1 枚比特幣，獲得 2.5 倍的比特幣」。投資者投入 1 枚比特幣時，平台管理人（即行為人）各可分得比特幣 0.16 枚、0.11 枚、0.05 枚等。

嚴格說起來，整個投入比特幣過程，僅有行為人利用平台經營，可穩賺不賠而獲得鉅額比特幣抽佣，這樣的結構其實就是拿取後期投資人的錢來作為早期投資人之獲利，但當投資人越來越多時，平台之運作則會陷於入不敷出，此即為典型之金字塔式騙局，或俗稱之老鼠會。

第二款 法院判決

檢察官起訴理由說明第 125 條第 1 項前段以同法第 29 條、第 29 條之 1 為成罪構成要件，依照第 29 條與第 29 條之 1 的規定，除了銀行以外，不得經營收受存款、受託經理信託資金、公眾財產或辦理國內外匯兌業務；而以借款、收受投資、使加入為股東或其他名義，向多數人或不特定之人收受款項或吸收資金，而約定或給付與本金顯不相當之紅利、利息、股息或其他報酬者，以收受存款論。檢察官固提出中央銀行 102 年 12 月 30 日發佈之第 282 號新聞稿為據，表示比特幣雖不是貨幣，但屬於高投機的數位「虛擬商品」等語，而銀行法第 29 條之 1 所稱之「資金」，並不僅限於貨幣，應及於具有市場經濟價值之實物、虛擬物，因該等具有市

場經濟價值之實物、虛擬物均可兌換成等值之貨幣，可視為貨幣之變形，符合廣義之資金概念³⁶⁷。



第一審法院並不採信檢察官之說法，反而認為比特幣固為具有經濟價值之虛擬商品，惟非銀行法第 29 條、第 29 條之 1 所規定「款項」或「資金」，行為人不該當銀行法第 125 條第 1 項前段之非法經營銀行業務罪。本件一審法院從文義解釋、歷史解釋、體系與目的解釋、罪刑法定原則說明道：從社會一般認知及專業定義來看，「存款」係指放入金融機構存放之款項，「款項」、「資金」則應係指可為支付工具之貨幣，也就是法律認可在銀行交易兌換之貨幣。經金管會函覆稱：比特幣並非貨幣，而係高度投機之虛擬商品等語，顯然無法存入銀行成為存款，亦無法作為銀行認可之支付工具，自不該當銀行法所定「存款」、「款項」、「資金」之要件³⁶⁸。而歷史解釋可知立法原意係要禁止「非銀行身分」之人，從事與銀行類似的收受存款業務，然比特幣並非貨幣，無法存入銀行，顯然不在該立法者當初認定「收受存款」範圍之內，是自難認比特幣為銀行法第 29 條、第 29 條之 1 規範範圍內。最後從體系與目的解釋出發，觀諸銀行法第 3 條有關銀行可經營業務之列舉規定中，並無可買賣、收受虛擬商品或比特幣之規定，而銀行目前亦不得收受、兌換比特幣³⁶⁹，亦即收受或交易比特幣並非銀行可經營之業務範圍之一。故性質屬虛擬商品之比特幣，透過上述理解並非銀行法第 29 條、第 29 條之 1 規定之「存款」、「款項」、「資金」，故檢察官起訴行為人容有違罪刑法定原則³⁷⁰。

本案第二審法院基本上贊同一審法院之結論，只是說理上認為：第一，法院參照銀行法第 122 條規定，將「款項」解為通行貨幣（包括法定通行貨幣或外國貨幣），並將「資金」定義為可供使用或運用之金錢，通常以貨幣方式表現，用來進行周轉，滿足創造社會物質財富需要的流通價值。法院並參照銀行法第 10 條規定，

³⁶⁷ 參照臺灣新北地方檢察署 105 年度偵字第 9932 號起訴書。

³⁶⁸ 參照臺灣新北地方 106 年度金訴字第 8 號判決理由參、五、(五)、1 之說明。

³⁶⁹ 金融監督管理委員會(107)金管銀法字第 10701094250 號函。

³⁷⁰ 參照臺灣新北地方 106 年度金訴字第 8 號判決理由參、五、(五)、2、3 與 4 之說明。



將「資金」解為與「款項」同義，僅係「收受」或「吸收」之被動、主動之地位不同而已。然而同時又強調銀行得吸收的「資金」雖不以通行貨幣為限，但仍應以銀行依銀行法第3條各款得辦理的業務為限。第二，法院認為比特幣類似投資工具，若干國家雖肯定比特幣具有支付功能，但我國中央銀行與金管會均否定比特幣具有貨幣性質，可見比特幣目前在我國法下並非貨幣，而僅係數位虛擬商品³⁷¹。第三，法院比特幣在銀行等金融機構間亦無強制流通性，不具有清算最終性。本件被害人購買比特幣，多係透過比特幣平台所購買，行為人雖以投資、互助為名，收受大眾投入比特幣至平台，再將被害人投入之部分比特幣以上揭方式變現牟利，實際上並未經營銀行特許業務，僅係以比特幣作為投資契約之標的，作為資本市場之金融工具，而與銀行收受存款之貨幣市場存貸行為迥異，自非銀行法所欲管制或處罰之範圍³⁷²。

第二項 臺灣高等法院 109 年度金上訴字第 59 號判決

第一款 案例事實

香港籍訴外人等來台以「氩能比特幣礦業集團」及集團所屬之裕勢公司經營管理之「MY COIN」比特幣交易平台名義，推出「氩能比特幣採礦投資案（下稱投資案）」，以該集團在冰島設有專門技術開發比特幣挖礦機系統，投資人得以新臺幣或港幣現金或匯款購買比特幣或逕以比特幣加入投資，以10枚、30枚、90枚比特幣為單位，向氩能集團之「氩能比特幣雲礦中心」租用10K、30K、90K挖礦機（以10K挖礦機每日可產生約0.06枚比特幣），並可推薦、介紹其他人加入投資，發展組織，按其所發展組織之挖礦機累積產值，作為動態獲利，投資人就其氩能帳號所產生之比特幣，亦可在氩能集團所屬「MY COIN」交易平臺買賣變現，約定給付投資人與本金顯不相當之紅利。

³⁷¹ 中央銀行、金管會，前揭註198。

³⁷² 參照臺灣高等法院107年度金上訴字第83號判決理由四、（四）、1、2、3與4之說明。

被告等基於與訴外人等人共同非法經營銀行收受存款業務之單一集合犯意聯絡，以分由訴外人等人負責在臺北市中正區喜來登飯店、大安區神旺大飯店等處召開投資說明會，講解比特幣原理及上開「氩能比特幣投資案」內容、獎金制度、投資獲利願景與「MY COIN」交易平台優點，被告等則負責邀約不特定人參加投資說明會、遊說不特定人投資，並代收部分投資人交付之投資款，後依訴外人等指示調度比特幣，提供投資人向氩能集團承租挖礦機及開立氩能帳號使用之分工方式，對外推銷「氩能比特幣投資案」，招攬不特定人投資，迄於 103 年 12 月間，被告與訴外人等招攬投資人參加投資，共計吸金將近 9000 萬元。

被告等抗辯：比特幣並非貨幣，而係虛擬商品，非銀行法所規範之業務項目或支付工具。本案投資人係以比特幣參與投資，氩能集團依投資契約約定每月給付者，亦係浮動數量之比特幣而非現金，且比特幣市場價格浮動，或有漲跌盈虧，不屬於銀行法所定顯不相當之紅利、利息、股息或其他報酬，本案非屬銀行法規範之範圍。

第二款 法院判決

（一）比特幣亦為銀行法第 29 條之 1 所定之「款項」、「資金」

投資人參加「氩能比特幣投資案」向氩能集團承租之挖礦機每日所產生之比特幣（對投資人所發放之比特幣），雖非法定通行貨幣或外國貨幣，而係虛擬商品，有金管會 107 年 5 月 15 日金管銀法字第 10701094250 號在卷可按。然違法吸金案件，以訴求高額獲利，或以虛擬遊戲代幣、虛擬貨幣等，或以高利息（龐氏騙局）與辦講座為名，或以保本保息、保證獲利、投資穩賺不賠等話術，推銷受益契約，隨吸金規模越大，影響社會金融秩序就越重大，故均為該條所欲規範處罰之對象。故此犯罪之收受「款項」或吸收「資金」，或約定「返還本金或給付相當或高於本金」，該款項、資金、本金之流動、付還，並非以實體現金幣別直接交付方式為必要，吸金犯罪手法上介入虛擬遊戲代幣、虛擬貨幣等間接資金流動模式，亦足當之

(最高法院 110 年度台上字第 3277 號判決意旨參照)³⁷³。



若干國家更認可比特幣具有支付功能，足認比特幣具有一定貨幣價值，應仍屬於銀行法第 125 條、第 29 條、第 29 條之 1 之處罰範疇。此與現今社會上各種非法吸金手法，宣稱投資人得以現金，搭配其他上線會員所提供之紅利點數、積分或股權、礦權，作為投資款項而參與投資，且投資人得將投資所獲得之點數、積分、股權、礦權或紅利等，按照一定程序予以提現套利等情，並無二致³⁷⁴。

(二) 銀行法第 29 條之 1 文義解釋

第 29 條之 1 規定，所謂約定或給付與本金顯不相當之紅利、利息、股息或其他報酬之範疇，在文義解釋上，亦不以法定通行貨幣或外國貨幣為限，各類得經交易市場呈現貨幣價值將之轉換為金錢使用或運用之實體物或權利，應均屬之³⁷⁵。

(三) 銀行法第 29 條之 1 目的解釋

當今社會經濟發展迅速，網路活動發達，且經濟形態多元，各種衍生性金融商品應運而生，投資態樣繁多，非法吸金手法所宣稱之投資標的與投資方式不斷演進、轉換，苟不探究行為人於個案中吸收資金之模式與本質，逕以投資案涉及虛擬貨幣的收受、給付，虛擬貨幣並非銀行依法得辦理之業務範圍，而認此種吸收資金之行為不受銀行法所規範，將使銀行法為嚇阻不法分子藉由琳瑯滿目、推陳出新之手段違法吸金，保護社會投資大眾之規範意旨落空。總此，被告等辯稱本案投資人係以比特幣參與投資，氩能集團依投資契約約定每月給付者，亦係浮動數量之比特幣，而非現金，非屬銀行法規範圍云云，委無可採³⁷⁶。

按違反前揭銀行法第 29 條第 1 項、第 29 條之 1 規定者，應依同法第 125 條

³⁷³ 參照臺灣高等法院 109 年度金上訴字第 59 號判決理由三、(三)之說明。

³⁷⁴ 參照臺灣高等法院 109 年度金上訴字第 59 號判決理由三、(四)之說明。

³⁷⁵ 參照臺灣高等法院 109 年度金上訴字第 59 號判決理由三、(四)之說明。

³⁷⁶ 參照臺灣高等法院 109 年度金上訴字第 59 號判決理由三、(四)之說明。

第 1 項處罰。而銀行法第 125 條之立法目的，乃以金融服務業務之運作攸關國家金融市場秩序及全體國民之權益，為安定金融市場與保護客戶及投資人權益，特以法律將銀行設定為許可行業，未得許可證照不得營業，並嚴懲地下金融行為，而銀行法第 29 條之 1「以收受存款論」之規定，屬於立法上之補充解釋，乃在禁止行為人另立名目規避銀行法第 29 條不得收受存款之禁止規定，而製造與收受存款相同之風險，是於定義銀行法第 29 條之 1 之與本金顯不相當時，自不應逸脫上開法律規範之意旨。

第三項 最高法院 110 年度台上字第 3277 號判決

本件案例雖非以比特幣而是透過註冊幣、現金幣、交易幣作為收受或吸收之投資客體，然而亦可將我國法院針對若干虛擬通貨之定性立場進行比較，期待能從不同個案中逐漸掌握實務見解之脈動。須注意者，本文案例中之註冊幣、現金幣等雖有「幣」之名，但此類標的本質上均非我國法定義之虛擬通貨，故不應將個案判決一概適用到「所有」虛擬通貨³⁷⁷。

第一款 案例事實

由外籍人士之訴外人等組成「VIP 集團」，於 2016 年 4 月間，來台設立網站及舉辦說明餐會招攬投資，對外宣傳誣稱：該集團係於 2012 年在摩納哥蒙特卡羅創立之國際博彩中介娛樂集團，在歐洲盈收已逾 20 億歐元，後來也陸續在亞洲市場擴點。被告二人於投資 VIP 集團上開投資案後，於 2016 年 6 月至 9 月間負責主導招攬全台下線投資人，並以 LINE 群組，傳銷 VIP 集團投資案之投資優惠訊息，鼓吹群組成員加碼投資，並發布聯繫 VIP 集團舉辦之說明會、國外旅遊等訊息。

本投資案分為動態積分與靜態積分，靜態積分可領 108 週，另送 40% 交易幣，

³⁷⁷ 楊岳平（2023），〈虛擬通貨與銀行法之「款項」或「資金」——評最高法院 110 年度台上字第 3277 號刑事判決〉，《裁判時報》，130 期，頁 50-51。

動態可領直推、組織對碰、代數（可領靜態收入 20 代 108 週）；以「白銀會員」之積分結構為例，靜態：70%現金錢包、20%交易幣（TP）、10%遊戲幣（GP），動態：60%現金錢包、20%交易幣（TP1）、20%註冊幣（EP）。投資配套方案並可因推薦投資人加入領取 7%至 12%不等之直推獎金點數，亦可因累積左右 2 線之下線成員而獲取投資金額較少 1 線投資金額總和 10%之對碰獎金點數，直推獎金、對碰獎金等點數中之 60%得以兌換現金，另有依其下線發展代數，領取 0.4 %至 5 %不等之領導獎金點數。

本件被告邀請投資人先以新臺幣買註冊幣（EP），再以註冊幣（EP）註冊開立會員帳戶始完成投資，並非以新臺幣直接投資；投資人成為會員後會以現金或匯款方式交付出資金，註冊幣可對沖作新單等採雙軌制多層次傳銷制度之理財投資方案，約定給付高額與本金顯不相當之紅利、獎金等報酬，誘不特定人投資獲取紅利、獎金點數，藉以非法吸收資金。

被告抗辯：本件之投資及獲利以註冊幣、現金幣、交易幣等不具經濟價值電腦虛擬點數為之，並非法定貨幣或外國貨幣，故不在銀行法禁止規定範圍。且投資人須先以新臺幣向 VIP 集團購買註冊幣，再以註冊幣開立會員帳戶，故並非以新臺幣為直接投資方式。整體而言，被告等以註冊幣、現金幣、交易幣作為收受或吸收之投資客體，不構成銀行法之款項或資金。

第二款 法院判決

銀行法第 125 條第 1 項於 2019 年 4 月 17 日之修正理由特別說明：「一、近年來，違法吸金案件層出不窮，犯罪手法亦推陳出新，例如透過民間互助會違法吸金，訴求高額獲利，或者控股公司以顧問費、老鼠會拉下線，虛擬遊戲代幣、虛擬貨幣「霹克幣」、「暗黑幣」等，或以高利息（龐氏騙局）與辦講座為名，或者以保本保息、保證獲利、投資穩賺不賠等話術，推銷受益契約，吸金規模動輒數十億，對於受害人損失慘重。……。四、……亦即，被害人所投資之本金皆應計入吸金規模，

無關事後已否或應否返還。」等語。顯見違法吸金案件，以訴求高額獲利，或以虛擬遊戲代幣、虛擬貨幣等，或以高利息（龐氏騙局）與辦講座為名，或以保本保息、保證獲利、投資穩賺不賠等話術，推銷受益契約，隨吸金規模越大，影響社會金融秩序就越重大，故均為該條所欲規範處罰之對象。故此犯罪之收受「款項」或吸收「資金」，或約定「返還本金或給付相當或高於本金」，該款項、資金、本金之流動、付還，並非以實體現金幣別直接交付方式為必要，吸金犯罪手法上介入虛擬遊戲代幣、虛擬貨幣等間接資金流動模式，亦足當之³⁷⁸。

投資者之投資模式係先以新臺幣買註冊幣，再以註冊幣註冊開立會員帳戶，始完成投資，並非以新臺幣直接投資，然投資者之成為會員確實以付現金或匯款方式交付資金，而行為人所發放之註冊幣、現金幣、交易幣，形式上固係電腦虛擬點數而非國內外法定貨幣，無論最後是否已兌換成實體國內外之法定貨幣，本均具有經濟價值，而屬國內外法定貨幣之變身。依上開說明，無論最後是否已兌換成實體國內外之法定貨幣，仍屬銀行法所稱之「款項」或「資金」，而與銀行法第 125 條第 1 項之違法經營收受存款業務罪該當³⁷⁹。

第三節 學說見解

比特幣是否為銀行法之「款項」、「資金」，我國學說討論熱烈亦有不同看法，文獻上多半對臺灣高等法院 107 年度金上訴字第 83 號判決持反對態度，學者藉由不同角度之分析，透過學理深化及補充實務見解之不足，本節以文獻回顧之方式，整理我國學說上之討論，期能更加釐清此爭議。

第一項 肯定比特幣為「款項」、「資金」

有論者並不認同臺灣高等法院 107 年度金上訴字第 83 號判決所揭示之見解，

³⁷⁸ 參照最高法院 110 年度金上訴字第 3277 號判決理由六、（一）之說明。

³⁷⁹ 參照最高法院 110 年度金上訴字第 3277 號判決理由六、（二）之說明。

認為將比特幣解釋為第 29 條之 1 的「資金」，不但沒有重大違背體系解釋的推理可能，其實反而真正正確適用並且實現增修第 29 條之 1 規範目的³⁸⁰。蓋如果確認比特幣有如同社會資金一樣經濟價值，且大規模的脫法流動可能擾動金融秩序，實在不適合排除比特幣可能為「款項」或「資金」的涵攝應用。其本身所特有之不可覆蓋特性，本來就存在不需要以政府承認其具有法定清償效力，判斷為第 29 條之 1 適格對象為必要，此時不應只是以傳統、狹義的貨幣概念，否定比特幣作為第 29 條之 1 適格客體，而漠視藉由第 29 條之 1 規範目的落實的管制可能³⁸¹。

同樣是站在反對上開高等法院之判決，學說上亦有指出依高等法院之判決結果，可能使相對低風險之吸收一般存款受銀行法之高度監管，而被認定為高風險之吸收虛擬資產存款，卻可不受銀行法管制，論述邏輯顯不合理³⁸²。

除此之外，有學者從不同面向點出上開判決矛盾之處，認為上述判決理由一方面認為法規中的「資金」非以「通行貨幣」為限，但仍以法定銀行業務為限云云，其論理邏輯非無可議之處，且並未提出金融機構不得提供比特幣相關服務與交易的直接法律依據，僅依行政機關的新聞稿或立法院的會議紀錄作為判決的依據，法規基礎薄弱³⁸³。而判決中所列主管機關函覆比特幣非貨幣、係虛擬商品的性質，與法院所認定比特幣並非在金融機構交易流通而不具有「清算最終性」，究與判斷法規中「資金」概念有何關聯性，也欠缺詳細論述³⁸⁴。

第二項 否定比特幣為「款項」、「資金」

然而文獻上亦有認同上開法院之結論；惟論述上更加細緻地認為，款項或資金

³⁸⁰ 李聖傑（2022），〈以比特幣吸「睛」的刑法管制——兼評臺灣高等法院 107 年度金上訴字第 83 號判決〉，《月旦法學教室》，232 期，頁 62。

³⁸¹ 李聖傑，前揭註 380，頁 60-62。

³⁸² 王志誠、賴建宇（2022），〈虛擬資產之性質及投資風險——以美國證券管理委員會起訴瑞波公司（Ripple Labs）案為例〉，《月旦律評》，1 期，頁 15。

³⁸³ 廖崇宏（2022），〈比特幣貨幣性質概念之再商榷〉，《月旦財稅實務釋評》，34 期，頁 22-23。

³⁸⁴ 廖崇宏，前揭註 383，頁 23。



除納入通用貨幣外，至少應於其它具流通價值的支付工具達到一定規模而具系統性風險時將其納入，以防範金融系統性風險³⁸⁵。而比特幣在我國主管機關之見解下，其並非社會大眾普遍接受之交易媒介，故於此現況應暫無將虛擬通貨納入銀行法作監管。至於如何防範上開吸金行為，論者認為此正本清源之道應係針對虛擬通貨業務另設特殊監管法制。例如紐約州與日本均已由匯兌業或支付業監管的角度，設計虛擬通貨業者特殊牌照（例如紐約州 BitLicense），加拿大也已立法要求虛擬通貨業者須作登記並呈報可疑的交易以保護使用者。於我國虛擬通貨業務達到一定市場規模時，立法者與金管會或宜參考上述立法例，為虛擬通貨業者制訂特別法規，以避免監管真空³⁸⁶。

然而上開學者近期為文表示：有鑑於薩爾瓦與中非共和國相繼於 2021 及 2022 年承認比特幣為其法償貨幣，故應認比特幣至少在此二國屬於通用貨幣，具有外國貨幣之性質，基此可構成銀行法之款項或資金³⁸⁷。此外更進一步認為表彰即期或短期貨幣債權之虛擬通貨例如有於短期內贖回特定通用貨幣設計之穩定幣，較屬銀行法之款項或資金，重點仍係依個案業務是否構成吸收存款而定³⁸⁸。

除此之外，有學者則指出銀行法上立法之疏漏，雖然以收受比特幣做為詐騙手法是銀行法第 29 條之 1 可以涵攝到的範圍，然而，連銀行也不能從事之「收受比特幣」行為，以條文扭曲其性質擬制為「以收受存款論」，實有不妥，龐氏騙局絕對不是銀行就能從事的專門業務，要解決現行法的矛盾，應將第 29 條之 1 刪除³⁸⁹。

第四節 本文評析

第一項 否定比特幣成為「款項」、「資金」

³⁸⁵ 楊岳平，前揭註 21，頁 61。

³⁸⁶ 楊岳平，前揭註 21，頁 61。

³⁸⁷ 楊岳平，前揭註 377，頁 54。

³⁸⁸ 楊岳平，前揭註 377，頁 54。

³⁸⁹ 戴銘昇，前揭註 366，頁 33。

本文初步認為實務見解之看法應屬可採，資金與款項之解釋至少應如同具有「支付工具」地位之貨幣方可成為規制對象，蓋立法者所預想者為透過銀行作為收受存款之主體可避免為社會投資大眾受地下金融之優厚條件吸引致投入金錢而受法所不允許之投資風險，甚而危及經濟金融秩序。

比特幣於我國廣泛被用作「投資工具」，然而以「支付工具」之功能觀察，比特幣於我國之支付規模不算太大，對於金融秩序之干擾程度亦應有限。中央銀行進一步認為：虛擬通貨缺乏制度性安排，不易獲得民眾普遍的信任，且由於價格波動劇烈，商家如收受其作為支付工具，需承擔價格下跌風險，進而侵蝕銷售利潤，故難以成為被廣泛使用的支付工具³⁹⁰。

更甚者，若將比特幣解釋納入現行銀行法下之款項或資金，則虛擬通貨平台業者將受到高度監管，理由係此些金融科技公司正以比特幣匯兌或吸收存款為經營運作模式，若要避免受到相關罰則，則須先取得銀行牌照，始可合法從事相關業務；然現階段而言，金融科技公司之資本額與銀行等金融機構不可同日而語，若又須受到相同規範，有扼殺金融科技創新之嫌，故本文認為銀行法第 29 條之 1 之款項、資金並不包含比特幣等虛擬通貨。

第二項 比特幣之定位及影響

第一款 虛擬通貨交易平台業者可能不構成電子支付業

交易平台提供使用者能夠在平台上使用不同的法償貨幣，或其他虛擬通貨來進行虛擬通貨買賣，並且協助使用者於交易完成後辦理法償貨幣支付或虛擬通貨移轉，此部分使用者會先將其虛擬通貨預先存放於交易平台以供未來與其他使用者間進行虛擬通貨移轉使用，而交易平台亦須如實為使用者辦理相關之支付使用

³⁹⁰ 中央銀行（2021），〈虛擬通貨近期發展及國際監管概況〉，《存款保險資訊季刊》，34 卷 2 期，頁 16-17。



之業務，與我國法下的收受儲值³⁹¹業務定義基本相符，可能涉及電子支付機構管理條例（下稱「電支條例」）下的收受儲值款項業務，而可能須取得主管機關許可牌照³⁹²。

支付平台雖有收受客戶之虛擬通貨，且客戶亦承受一定之財務風險，其行為似電支條例所欲規範之對象，然此收受之客體是否該當電支條例之「款項」容有爭論。若按照前開高等法院針對比特幣之見解推演，則虛擬通貨可能無法解為此處之「款項」，從而不該當該條例所稱之收受儲值款項之業務。

第二款 虛擬通貨交易平台業者亦可能不適用銀行法

以去中心化借貸為例，其運作模式與銀行收受存款與放款極為類似，因此可能引發去中心化借貸是否構成經營銀行業務而須適用既有銀行監理的問題³⁹³。法制上之所以對銀行業有較高度之監管要求，乃因為銀行所從事之存款業務，可使銀行自客戶方所收取之款項、資金，可以自由地運用進行放貸、投資等³⁹⁴。在如此財務風險下，為避免擠兌現象發生時，銀行無法償還客戶之存款，故設有一系列之防範措施。此際，去中心化借貸平台業者提供之服務，似亦有相同之風險。

惟此處需辨明者為，銀行與虛擬通貨平台所收受之客體有所不同，後者以虛擬通貨為主，而參照前述高等法院之見解，亦會因為收受客體不該當構成要件所明揭之款項、資金，而不受銀行法相關規範。再者，比特幣存款業者得以從事的比特幣放款或投資即相對有限，其清償不能的風險因此相對可控，暫無必要將其認定為收受存款，進而施以既有銀行監理規範³⁹⁵。

³⁹¹ 電子支付機構管理條例第3條第7款：「收受儲值款項：指接受付款方預先存放款項，並利用電子支付帳戶或儲值卡進行多用途支付使用之業務。」。

³⁹² 電子支付機構管理條例第4條第1項第2款：「電子支付機構經營之業務項目，由主管機關依下列所定範圍分別許可：二、收受儲值款項。」。

³⁹³ 楊岳平（2021），〈論去中心化金融與智慧合約的金融監理——以去中心化借貸為中心〉，《月旦法學雜誌》，316期，頁63。

³⁹⁴ 相關說明參照：楊岳平，前揭註317，頁1352以下。

³⁹⁵ 楊岳平，前揭註393，頁68。

第六章 其他定性



本文第三章至第五章詳細分析證券交易法制、期貨交易法制及銀行法制，主要偏向交易人保護法制之探討。除了上開討論外，比特幣其實仍可以其他面貌呈現，而且受到不同執法單位監管，以下即介紹外國文獻上對於比特幣之其他定性看法。

第一節 貨幣之替代品 (a substitute for real currency)

第一項 美國財政部金融犯罪執法局之觀點

於 2013 年 3 月 18 日，美國財政部的金融犯罪執法網絡 FinCEN 發布行政指南³⁹⁶，明確地將虛擬通貨定義為：「一種可以像貨幣一樣運作；但不具備『真實』貨幣的所有屬性，特別是其係不具備法定貨幣地位的一種交換媒介。」。FinCEN 使用術語「可轉換虛擬通貨」(convertible virtual currency, CVC) 來指稱比特幣、以太幣等虛擬通貨，認為虛擬通貨具有與「真實」貨幣同等價值或「類似於真實貨幣之替代品 (acts as a substitute for real currency)」。從本質上講，CVC 是可以轉換或兌換成「真實」貨幣的虛擬通貨。

第二項 於美國法上之定性實益

此定性是為了與其他監管做出統一之規範及理解，避免用字之模糊產生不必要之監管漏洞。1970 年所頒佈之銀行保密法 (Bank Secrecy Act)，旨在打擊洗錢和其他金融犯罪。BSA 要求許多金融機構對某些交易進行記錄和提交報告等申報義務。這些報告後來會被提交到 FinCEN 由其來收集和分析這些資訊，為執法機構的稽查提供支持，並為美國政策制定者們提供有關國內外的洗錢動態、趨勢和模式。

³⁹⁶ See U.S. Department of the Treasury Financial Crimes Enforcement Network, *Application of FinCEN's Regulations to Persons Administering, Exchanging, or Using Virtual Currencies*, FIN-2013-G001 (Mar. 18, 2013), available at <https://www.fincen.gov/sites/default/files/shared/FIN-2013-G001.pdf> (last visited May 4, 2022).

而隨者新興金融科技發展，美國當局意識到除了「銀行」此種傳統金融機構會涉入洗錢外，考慮到很多「非銀行金融機構」亦存在參與洗錢以及其他金融犯罪的可能，故於 1999 年補充法規，於既有規定之銀行業外，納入「其他非銀行之金融機構」以及「貨幣服務業 (money service business, MSB)」。³⁹⁷而銀行保密法中只要被定性為 MSB 則必須先向主管機關作登記，並遵守相關法令。於此背景下，如何定義 MSB 即屬重要。在該法規之下，屬於 MSB 者為：外匯交易商³⁹⁷(dealer in foreign exchange)、支票兌現者 (check casher)、貨幣轉移者 (money transmitter)。

大致來說，貨幣轉移者一般而言是指提供貨幣轉移服務的人。貨幣轉移服務 (money transmission services) 是指接受一個人的貨幣 (currency)、資金 (funds) 或其他替代貨幣之價值者 (other value that substitutes for currency)，以及以任何方式將貨幣、資金或替代貨幣的其他價值移轉到另一個地點或個人。前所指之「任何方式」包括但不限於透過金融機構³⁹⁸。其中關於替代貨幣之價值者，指的正是比特幣等虛擬通貨，亦即 FinCEN 宣布虛擬通貨雖然不會被視為 BSA 實施條例下的「貨幣」³⁹⁹，但某些虛擬通貨業務將仍是 BSA 下的貨幣轉移者而可能受相關法令之監管。

若符合 BSA 下 MSB 的定義，則須確保該公司或事業體已正確且及時地在 FinCEN 註冊；且必須實施有效的、書面的 AML 計劃 (Anti-Money Laundering program)，以滿足某些最低要求；同時更要遵守其報告和記錄保存要求。綜上可知，FinCEN 基於防制洗錢及非法用途之目的，認為比特幣此種類之可轉換虛擬通貨，應就其經濟實質面定性為「貨幣之替代品」。

第三項 本文評析

³⁹⁷ 31 C.F.R. § 1010.100(ff)(1).

³⁹⁸ 31 C.F.R. § 1010.100(ff)(5)(i)(A).

³⁹⁹ 31 C.F.R. § 1010.100(m).



根據 FinCEN 的 2013 年的行政指南，獲得 CVC 以購買商品或服務的虛擬通貨用戶不是 MSB，而（1）接受和傳輸 CVC 或（2）購買或出售 CVC 的虛擬通貨交易者則會被定性為貨幣轉移者，而須遵守銀行保密法下對 MSB 的要求。此外，FinCEN 於 2019 年的行政指南更指出，一個人是否有資格成為 MSB 通常取決於該人的活動，而不是其正式的業務狀態（depends on the person's activities and not its formal business status）。儘管 2019 年行政指南描述了 BSA 對幾種常見商業模式的適用性，例如點對點交換（peer-to-peer exchangers）和某些去中心化應用程式（decentralized applications），但它並沒有解決所有歧義。亦即回答公司是否有資格成為 MSB 的門檻問題至關重要，但 FinCEN 卻很少直截了當⁴⁰⁰。

由上可知，美國財政部金融犯罪執法局對於此領域之規範仍屬模糊，而若個人或實體成為貨幣服務業，將受到銀行保密法下與銀行同等之規範，如此即會增加不少法遵成本及合規要求。將視角拉回我國法律，較適當之討論應是比特幣是否會成為銀行法第 5 條之 1 之「款項」或「資金」，而受到銀行法之規範，詳細可參照本文第五章之討論。

第二節 資產（Property）

第一項 資產的意義及定性實益

眾所周知，資產一詞非常難以界定；「資產」一詞伴隨著各式各樣的歷史和政治內涵。然而，在法律學者中，有兩種被廣泛接受界定資產的方法：一種是「一束權利（bundle of rights）」，亦即一個人對某項財產享有的獨占性支配權，由對財產的占有、使用，以及出租、出借、設定擔保、轉讓、贈與、交換等方式予以處分等「一束權利」構成，是法律承認一個人對財產享有的最充分、最完整、地位最高的

⁴⁰⁰ Torres Trade Law, *FinCEN Crypto & Ransomware Guidance: Will 2022 Bring More Changes?* JD Supra (January 26, 2022), <https://www.jdsupra.com/legalnews/fincen-crypto-ransomware-guidance-will-2556933/#sdfootnote3sym>

權利。另一種定義方式則是「排除的權利 (right to exclude)」，此說認為上述說法有所不足，因其並未指出諸多權利的哪一部分……是構成財產的必要最低限度，也就是說這個詞可能毫無意義。持該論點者認為，排除的權利是構成資產的核心，不可或缺的最高限度權利⁴⁰¹。

從上述分析，資產之定義及重點，係指具有排除他人使用干涉之特性，不能同時成立兩個以上互不相容的物權，並可自由使用、收益、處分，且所有權人對該資產有合法獨占權，由此可知，標的物若具有上述之特性，則可被視為資產⁴⁰²。

第二項 比特幣應屬資產

資產所重視之「排他性」、「自由處分權利」，於比特幣上是否得以呈現，應視所有權人對其可否自由使用、收益、處分，以及享有合法之排他獨占權。比特幣雖非屬有形資產，但擁有比特幣者可以於虛擬網路世界，透過區塊鏈網路進行交易、移轉，甚至可於比特幣交易所自由買入及賣出，於此應可認比特幣具有資產應有之自由處分權利。排他性部分則須從虛擬通貨背後之技術加以剖析，每個持有人，對於自己持有的比特幣法律上權利，乃在其擁有儲存在區塊鏈的比特幣位址。在區塊鏈網路下，分散式帳本技術將帳本開放予不特定人參與管理，故其另應用密碼學，將資產持有人的個人地址 (address) 透過密碼予以化名，有如個人名稱代換成亂數組成的使用者名稱⁴⁰³。此一使用者名稱即所謂「公開金鑰」(public key)，這個公開金鑰就像是銀行的戶頭名稱，於網路上公開發布⁴⁰⁴，礦工可於此驗算每筆交易；另外，每一公鑰尚搭配對應的「私有金鑰」(private key)，私鑰於概念上類似個人密碼，誰擁有「私鑰」誰就擁有該錢包地址中的使用權。因此，當比特幣持有人將他所擁有的比特幣地址轉移到另一個比特幣持有人的地址時，便是比特幣的移轉，即

⁴⁰¹ Blake Gilson, *Defending Your Client's Property Rights in Space: A Practical Guide for the Lunar Litigator*, 80 FORDHAM L. REV. 1367, 1373 (2011).

⁴⁰² 黃靖崑，前揭註 63，頁 64。

⁴⁰³ 楊岳平，前揭註 31，頁 1288-1289。

⁴⁰⁴ 黃靖崑，前揭註 63，頁 64。

為資產的轉移，比特幣前手將無法再對該比特幣為處分、使用收益，因此比特幣無法同時有兩個以上互不相容的物權，於此可見比特幣之排他性⁴⁰⁵



第三項 比特幣作為資產則會成為課稅對象

美國國家稅務局（The Internal Revenue Service, IRS）於 2014 年 3 月發布虛擬通貨的注意事項以及常見問題集，說明了比特幣在聯邦法層級下應屬資產而非貨幣（as property rather than currency under federal tax law）⁴⁰⁶。在州層級的立法上，也有許多州聲稱將比特幣作為資產看待，因此，比特幣的購買和銷售，以及使用比特幣進行的支付，都可能被課稅。這將包括購買商品、將比特幣兌換成法定貨幣、支付給獨立承包商或服務提供商的工資或其他款項⁴⁰⁷。

綜上所述，對投資人而言，比特幣會被視為資產，倘若價值提高，出售後需支付資本利得稅；要是價值降低，可以認列資本損失。另外，用特殊軟體解決數學問題，獲取比特幣的挖礦者，也需將比特幣價值列入總收入⁴⁰⁸。在美國自 2014 年 IRS 所發布之注意事項至今，已歷經數個繳稅年度，在美國當局嚴厲執法下，2019 年該局更是發佈新聞稿呼籲納稅人應誠實申報虛擬通貨之交易紀錄，並警告：未正確報告虛擬通貨交易所得稅後果係納稅人將在適當的情況下承擔稅款、罰款和利息。且在某些情況下，納稅人可能會受到刑事起訴⁴⁰⁹。2019 年 8 月止，IRS 已將催繳稅款之信件寄給超過 10000 名納稅人。時至今日，納稅人應無理由再以不知情而怠於申報為由作為抗辯。

⁴⁰⁵ See Misha Tsukerman, *supra* note 183 at 1133-34.

⁴⁰⁶ Internal Revenue Service, *IRS Virtual Currency Guidance : Virtual Currency is Treated as Property for U.S. Federal Tax Purposes; General Rules for Property Transactions Apply*, available at <https://www.irs.gov/uac/newsroom/irs-virtual-currency-guidance>

⁴⁰⁷ John L. Douglas, *supra* note 302, at 54.

⁴⁰⁸ 陳苓（03/26/2014），〈美國稅局：比特幣非貨幣屬財產、持有者需交稅〉，《鉅亨網新聞中心》，<https://news.cnyes.com/news/id/973902?exp=a>（最後瀏覽日：05/01/2022）。

⁴⁰⁹ Internal Revenue Service, *IRS has begun sending letters to virtual currency owners advising them to pay back taxes, file amended returns; part of agency's larger efforts*, available at <https://www.irs.gov/newsroom/irs-has-begun-sending-letters-to-virtual-currency-owners-advising-them-to-pay-back-taxes-file-amended-returns-part-of-agencys-larger-efforts>



第四項 本文評析

若將比特幣定性為資產，此將造成比特幣持有人被要求記錄每一次的交易紀錄，並且耗費大量時間、金錢成本以計算比特幣之價值變化⁴¹⁰。比特幣交易原本所節省之時間、成本、費用，於此大幅的被稀釋；且比特幣本身之資產原始價格（cost basis）很難計算，尤其是對於可能進行數十甚至數百筆交易的活躍交易者而言。部分問題則在於比特幣的公平市場價值（fair market value）在交易所之間存在很大差異。之所以存在這種差異，是因為沒有公認的通用比特幣交易平台⁴¹¹。

定性為資產並課予稅賦，此種處理方式給比特幣用戶帶來了沉重的負擔，使用者被要求記下每次購買及交易記錄，並須在比特幣價值的變化間來執行繁重的計算。更重要的是，本身已經極度複雜和不明確的報稅系統又需要消費者、企業和服務商精準計算並如實報稅，此不啻加重了資源有限的新創公司及微型企業之法遵成本，這些挑戰只會限制比特幣的成長和使用。

再者，針對金融法制之監管，將比特幣定性為「資產」較不具實益，資產一詞毋寧在民事法、稅法領域深具意義；然而回歸本文所討論之重點面向，比特幣縱使屬於資產，對最適監理規範之探尋意義頗為有限。

第三節 法律上之金錢（money）

第一項 歐盟觀點

歐洲央行報告就法律上之金錢定義為：「任何廣泛在交易中被用來交換價值的東西（money is anything that is used widely to exchange value in transactions）」⁴¹²。在這種定義之下，如同比特幣可用來交換一杯咖啡、一塊披薩，且世界各國也有諸

⁴¹⁰ 前揭註 73，頁 98。

⁴¹¹ See Paul McCullum, *Bitcoin: Property or Currency?*, 148.8 TAX NOTES, 866,868 (2015).

⁴¹² European Central Bank, *Virtual Currency Schemes—a further analysis*, at 24 (Feb, 2015).

多公司業者願意接受此種支付方式，故比特幣屬於法律上之金錢，此點應無疑義。



第二項 美國法院見解：*U.S. v. Ulbricht* 案

美國判決上著名的 *U.S. v. Ulbricht* 案，案例事實大致是 Ulbricht 透過名為「絲路」的暗網提供非法交易平台，供買賣雙方得以在絲路上完成毒品、非法槍枝、假護照、人體器官等交易，而在這過程中客戶必須在該網站使用比特幣來完成每筆買賣行為。後來 Ulbricht 被指控多項罪名，其中與本文相關者係運用比特幣從事非法交易，再將比特幣兌換回法定貨幣，此事是否構成洗錢罪？

政府指控 Ulbricht 透過設計、啟動和管理一個名為絲路的網站作為非法商品和服務的網路市場陰謀進行洗錢（money laundering conspiracies）。訴訟過程中，Ulbricht 的律師主張依據美國 IRS 的觀點，比特幣應屬資產而非貨幣（as property rather than currency under federal tax law）⁴¹³，請求法院駁回數項指控。然而，紐約南區聯邦地方法院將比特幣認定為金錢，法院所持的見解係「比特幣就是可用來洗錢的金錢」⁴¹⁴。法院駁回了被告方的論點，亦即認為使用比特幣仍構成美國洗錢防制法（Money Laundering Control Act of 1986，簡稱 MLCA）上之金融交易（financial transaction）⁴¹⁵。

法院指出，由於比特幣具有價值並可充當交換媒介，因此該當洗錢防制法中金融交易的定義。且由於比特幣可以兌換成法定貨幣，無論是美元、歐元還是其他貨幣，它們都可以成為洗錢的工具。法院所認為者毋寧係：在廣泛地審視所有的洗錢防制相關規定後，金融交易係指所有「資金（funds）」的移動，而解釋資金這個詞應當認為只要是「可以用來支付物品」的東西，都應當屬於資金，比特幣雖然並未具有實體的存在，不能放在架子上觀看或收藏在漂亮的展示櫃中，然而其以數位的形

⁴¹³ Internal Revenue Service, *IRS Virtual Currency Guidance : Virtual Currency is Treated as Property for U.S. Federal Tax Purposes; General Rules for Property Transactions Apply*, available at <https://www.irs.gov/uac/newsroom/irs-virtual-currency-guidance>

⁴¹⁴ See *U.S. v. Ulbricht*, 31 F.SUPP.3D 540, 570 (S.D. N.Y. 2014).

⁴¹⁵ See 18 U.S.C. § 1956(c)(4).

式存在，仍具有價值且可用以支付物品。事實上，洗錢法的範圍很廣，足以涵蓋在金融交易中使用比特幣（the money laundering statute is broad enough to encompass use of bitcoins in financial transactions）。經過事證調查後，絲路的賣家並未宣稱他們是免費將毒品或非法槍枝免費交給買家，且法院認為，立法者為了阻止犯罪分子將犯罪將犯罪收益「洗清（wash the proceeds）」，因此洗錢行為亦是包含將犯罪收益移轉至具有重大價值的物品。毫無疑問，如果毒品交易以現金支付，後來換成黃金，然後再轉換回現金，這將構成洗錢交易。同樣地，若人們運用比特幣進行相同活動，也會構成洗錢。因此法院認定，比特幣符合這樣的定義，故應當定性為洗錢防制中的「錢」。

美國實務上，將比特幣定性成金錢其實早有先例，在 2013 年關於涉及比特幣的龐氏騙局的法庭訴訟中，德州東區聯邦法院的地方法官 Amos Maazant 寫道，就法律而言，比特幣足以被視為金錢⁴¹⁶。

第三項 本文評析

此種說法乍聽之下或許頗有道理，然而於我國法制定性上卻無實質意義。理由係歐洲央行報告所揭示之定義過於廣泛，似將所有可用於交易之客體都賦予「金錢」之意涵；然而賦予此意義背後於我國並無相對應之法律概念，也無任何規範作用。至於美國法將之定性為金錢，或許是為了符合該國洗錢防制法相關規定，亦即透過解釋將此種以比特幣作為洗錢之行為涵攝至法典之用語當中，於此應屬法院認事用法之職權所在，也是對於法律文字之解讀。

然而，對應回我國法律體系，由於我國洗錢防制法第 5 條第 2 項已將「虛擬通貨平台」納入規範，透過立法方式直接將虛擬通貨平台與交易業務之事業納管並課

⁴¹⁶ KYT DOTSON, *Judge knocks down 'Bitcoin is not money' argument in Silk Road trial*, SiliconANGLE (Jul 10, 2014), <https://siliconangle.com/2014/07/10/judge-knocks-down-bitcoin-is-not-money-argument-in-silk-road-trial/>



予其洗錢防制義務，如此即無須處理虛擬通貨是否屬洗錢防制法下「通貨」的定性問題⁴¹⁷。由是可知，將比特幣定性為法律上金錢乙事，在我國現行法體系下並無實益，討論上無需過度著墨。

第四節 金融工具 (Financial Instrument)

第一項 金融工具之定義與分類

金融工具，又稱「金融商品」，在國際財務報告準則 (International Accounting Standards, IAS32) 定義下，金融工具是指產生一個實體的金融資產和另一個實體的金融負債或權益工具 (equity instrument) 的任何契約⁴¹⁸。其所包含之項目非常廣泛，諸如：現金工具 (cash Instrument)、衍生性金融商品 (derivative Instrument)、商品 (commodities) ... 等。在此定義下，我們所熟知的股票、證券、債券、期貨、外匯，甚至存款及借款，皆會被涵蓋於其中。

第一款 現金工具

其價值直接由市場決定。它們可以是可轉讓的證券⁴¹⁹，也可以是借方和貸方都必須就轉帳達成協議的工具，例如貸款和存款。

第二款 衍生性金融商品

衍生性金融商品之價格並非直接由市場決定，其是間接確定的，亦即此種交易的報酬率是根據其他金融標的之表現所衍生出來。它從一個或多個基礎實體 (例如資產、指數或利率) 的價值和特徵中得到價值的工具，而不是由該契約本身決定，這也是為何他被稱作「衍生性」之原因⁴²⁰。衍生性金融商品可以是交易所交易的衍

⁴¹⁷ 楊岳平，前揭註 21，頁 63。

⁴¹⁸ IAS 32 *Financial Instruments: Presentation*, <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/english/2021/issued/part-a/ias-32-financial-instruments-presentation.pdf>

⁴¹⁹ Article 4(1)(44) of MiFID II

⁴²⁰ EH TEAM, *Financial Instruments | definitions | types | Overview of Financial Instruments*, ECONOMY 125



生產品和場外衍生產品。一些較常見的衍生商品包括遠期契約、期貨、選擇權、交換，以及合成債務擔保證券和信用違約交換。

第三款 商品

商品則是指黃金、原油、小麥或棉花、以及所有對未來交付合約，為隨即或在未來處理的服務、權利以及利益等，可從美國 CEA 及我國期交法得出相應之規定，本文已在第四章作詳細說明。

第二項 比特幣是否為金融工具

從上述定義可知，金融商品幾乎無所不包、無所不含，由於比特幣具有來自市場需求和供應的價值，因此可以假設比特幣代表金融資產的所有權，是一種金融工具⁴²¹，且若從上開 IAS32 定義分析，將比特幣定性為「有價證券」或「商品」，則似乎自然會落入金融工具之範疇。本文整理了各國資料，確實發現多數國家都認為比特幣在法律上具有金融工具之地位。比如在歐盟第二版金融工具市場指令（The Markets in Financial Instruments Directive II, MiFID II）認為由於比特幣可以透過所有權的同時轉讓來取得和出售，因此比特幣是可轉讓的（transferable）。因此滿足可轉讓性標準下，比特幣可被歸類為 MiFID 含義內的可轉讓證券（transferable securities）。由於可轉讓證券是金融工具的形式，比特幣可能被歸類為 MiFID 下的金融工具。波蘭亦認為以比特幣為基礎之衍生性金融商品會被定義為金融工具⁴²²；而日本於 2016 年修訂支付服務法，承認虛擬通貨具有流通性與社會肯認之財產價值，並可由市場供需決定其價格⁴²³，故可成為支付工具，是為金融工具說之具體實

HUT (August 6, 2021), <https://www.economyhut.com/financial-instruments-definitions-types-importance-of-financial-instrument.html>

⁴²¹ Sergii Shcherbak, *How Should Bitcoin Be Regulated*, 7 EUR. J. LEGAL STUD. 41, 61 (2014).

⁴²² Pick, Leon, *Poland: Bitcoin derivatives are financial instruments, Bitcoin isn't currency*, Finance magnates (Aug 07, 2014), <https://www.financemagnates.com/cryptocurrency/news/poland-bitcoin-derivatives-are-financial-instruments-bitcoin-isnt-currency/>

⁴²³ 蔡英欣，前揭註 317，頁 55。

踐⁴²⁴；至於德國法上，虛擬通貨如比特幣已被德國財政部認可為「記帳單位」，這意味著它可以在該國用於稅收和交易目的。德國財政部在一份聲明中表示，比特幣不屬於電子貨幣或外幣，而是德國銀行業規則下的一種金融工具⁴²⁵。



我國有學者認為：將虛擬通貨視為可於市場自由流通之金融工具，於區塊鏈商業應用中做為支付工具，對於跨國交易或以智能合約自動執行之交易更有實益⁴²⁶；且由於加值型及非加值型營業稅法中課徵營業稅之標的僅有貨物與勞務，因此倘將虛擬通貨視為金融工具而非「虛擬商品」或「加密資產」，更可避免虛擬通貨與傳統貨幣間之兌換變成「物品交易」從而須課徵營業稅⁴²⁷。

第三項 比特幣若屬金融工具，會受到之管制——以歐盟法為例

倘區塊鏈代幣可被認為屬 MiFID II 之可轉讓證券，將有一系列之歐盟證券法規適用，這些法規可能包括但不限於：

第一款 公開說明書規則（Regulation (EU) 2017/1129）⁴²⁸

證券要向公眾發售或在成員國境內運營的受監管市場上交易時，必須要依本規定公佈的公開說明書的草擬、批准和銷售要求。而該規則的第 2 條第 a 點⁴²⁹也將證券的定義參照 MiFID II 第 4（1）條第（44）點，因此透過該解釋應可包含具可轉讓證券性質的比特幣。

⁴²⁴ 宋皇志、吳婕華，前揭註 332，頁 157。

⁴²⁵ Matt Clinch, *Bitcoin Recognized by Germany as 'Private Money'*, CNBC (Aug 19, 2013), <https://www.cnbc.com/id/100971898>

⁴²⁶ 宋皇志、吳婕華，前揭註 332，頁 159。

⁴²⁷ 張芷、施淑惠、廖月波（2017），〈虛擬通貨所涉之可能稅務議題〉，《會計研究月刊》，405 期，頁 74、75。

⁴²⁸ Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC.

⁴²⁹ Regulation (EU) 2017/1129, art2. (a)

第二款 透明度指令 (Directive (EU) 2013/50/EU) ⁴³⁰

本指令的目的是統一 (harmonise) 草擬、批准和銷售證券的要求。於指令第 2 條第 1 項 (a) 點同樣將可轉換證券納入規範中；指令第 3 條亦針對公開說明書之義務為詳盡說明及相關豁免規定。

第三款 金融工具市場指令及金融工具市場規則 (Regulation (EU) No 600/2014)

431

經修訂之金融工具市場指令 (MiFID II) 及金融工具市場規則 (MiFIR) 已於 2018 年 1 月 3 日正式實施。於 2014 年通過的 MiFID II 及 MiFIR 是為了修改並補足過去 2008 年發生金融海嘯時，MiFID I 無法因應金融市場快速發展與變化，監理機制仍有不足等問題。本次修正之主要目標，包括確保金融商品均在受規範之市場交易、提升金融市場透明度、限制商品投機、配合金融科技發展及加強投資人保護等，因此 MiFID II 規範內容相當廣泛⁴³²。且有鑒於金融市場的國際性與相互依存性，不難預料此立法的影響範圍會擴及至歐盟以外的其他地區。如亞太地區公司與歐盟即往來密切，不是提供歐盟金融交易相對人的服務，就是接受其服務，因此亦將受到 MiFID II 影響。是故，若亞太公司係提供歐盟客戶投資服務或是有位於歐盟的交易相對人，則應立即評估 MiFID II 對該公司營運之衝擊⁴³³。

⁴³⁰ Directive 2013/50/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2013 amending Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and Commission Directive 2007/14/EC laying down detailed rules for the implementation of certain provisions of Directive 2004/109/EC.

⁴³¹ Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012.

⁴³² 蘇詩雅 (2018)，〈歐盟金融工具市場指令修訂版 (MiFIDII) 對資產管理市場之規範內容與影響評估〉，《證券暨期貨月刊》，36 卷 2 期，頁 22。

⁴³³ 楊筑羽 (2018)，〈簡述歐盟新金融市場工具指令對亞太地區之潛在衝擊〉，《經貿法訊》，226 期，頁 1。

第四款 證券集中保管規則 (Regulation (EU) No 909/2014) ⁴³⁴

該規則第 1 條第 1 項即規定了歐盟金融工具結算的統一要求以及中央證券存管機構 (central securities depositories, CSDR) 的組織和行為規則，以促進安全、高效和順暢的結算⁴³⁵。而「結算」指證券交易的完成，其目的是通過轉移現金或證券，或兩者兼而有之，以履行交易各方的義務⁴³⁶。

第五款 結算最終性指令 (Directive 98/26/EC) ⁴³⁷

主要在於監管支付、結算、及證券交易之確認、結算與清算，以及證券保管等全套制度化之機制，以降低系統風險。

第六款 另類投資基金經理指令 (Directive 2011/61/EU) ⁴³⁸

另類投資基金管理人指令 (AIFMD) 是適用於另類投資的歐盟法規，此種投資在 2008-09 年金融危機之前基本上沒有受到控制。該指令設定了關於募集私人資本，薪酬政策，風險監控、報告以及整體問責制的標準。AIFMD 的主要目標是保護投資者，並減少另類投資基金可能給歐盟及其經濟帶來的一些系統性風險⁴³⁹。

第七款 反洗錢指令 (Directive (EU) 2018/843) ⁴⁴⁰

該指令主要是防止將歐盟金融系統被用於洗錢和資助恐怖主義，且清楚意識

⁴³⁴ Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories and amending Directives 98/26/EC and 2014/65/EU and Regulation (EU) No 236/2012.

⁴³⁵ Regulation (EU) No 909/2014, art. 1(1).

⁴³⁶ Regulation (EU) No 909/2014, art. 2(1)(15).

⁴³⁷ Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council of 19 May 1998 on settlement finality in payment and securities settlement systems.

⁴³⁸ Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010.

⁴³⁹ 黃齡玉 (2022)，〈由歐盟委員會發佈關於加密資產市場及歐盟 2019/1937 指令之立法提案及修正建議 (MICA) 談臺灣關於虛擬通貨之監管方向 (上)〉，《全國律師》，頁 67。

⁴⁴⁰ Directive (EU) 2018/843 of the European Parliament and of the Council of 30 May 2018 amending Directive (EU) 2015/849 on the prevention of the use of the financial system for the purposes of money laundering or terrorist financing, and amending Directives 2009/138/EC and 2013/36/EU.

到某些新型態科技服務已變成恐怖主義的運用趨勢，然而舊版指令仍未能將其涵蓋並做規範。因此本版指令已作適度修正，將虛擬通貨之交易所以及提供保管服務之託管錢包提供者（custodian wallet providers）納入規範範圍。



指令中開宗明義即提到：從事虛擬通貨和法定貨幣兌換服務的提供者以及託管錢包提供者，在歐盟法下並沒有義務去識別可疑活動（identify suspicious activity）。因此，恐怖組織可透過隱匿轉帳或從這些平台上一定程度的匿名性中獲益，將資金轉移到歐盟金融系統或虛擬通貨網絡中，故有必要修正並擴大指令的範圍。為了反洗錢和打擊資助恐怖主義（anti-money laundering and countering the financing of terrorism）的目的，主管當局應能夠通過有義務的實體監測虛擬通貨的使用。這種監測將提供一種平衡和相稱的方法，在替代金融和社會創業領域中保障技術進步和高度透明度。

第四項 本文評析

正由於 IAS32 對於金融工具之定義相對廣泛，透過解釋方式將比特幣納入規範中並非難事，多數國家也順應此勢，遂認為虛擬通貨在法律上具有金融工具之地位，我國諸多學者亦贊同此種定性結果⁴⁴¹。然而廣泛定義背後會出現規範流於空泛而定性較無實益等疑慮。例如在 IAS32 下有十數種項目皆屬於金融工具，比特幣究竟是否屬於其中哪一項，實有更進一步分析之必要。縱使歐盟法針對金融工具有其多樣且特殊之規範，但是否每一項指令或規則皆適合移植於比特幣，實則有再思考之空間。綜上所述，本文並不否認比特幣可成為一項金融工具；惟金融工具只能作為較初步之判斷，於法律上之監管層面，需釐清其更屬於何種項目之金融工具，如此方能制定最適合比特幣特性之規範，也才具有定性實益。

⁴⁴¹ 相關討論，參照：宋皇志、吳婕華，前揭註 332，頁 158；劉韋廷，前揭註 22，頁 73。

第五節 虛擬通貨與洗錢防制法制



於我國，針對比特幣等虛擬通貨最清楚之法規範莫過於 2018 年修正後之洗錢防制法，直接將「虛擬通貨」之文字明文於法典中，如此之立法正可解決定性上帶來之爭議，也使法規適用更加清楚、明確。尤其在訂有刑責之規範，法律明確性之要求也需相應提高，以符合罪刑法定原則。

第一項 我國之法制發展歷程

比特幣與諸多虛擬通貨皆仰賴虛擬通貨交易平台，方能促成交易。比特幣在市場中為最活躍之虛擬通貨，也常被作為洗錢之工具，為避免違法情事猖獗而有礙金融秩序，我國近年來對此議題格外重視，也逐漸追隨國際步伐而與時俱進的修正法令之不足。本文以下即先透過爬梳立法沿革，並探究背後之立法目的、立法緣由，再與國際規範相比較，一窺現行法監管是否完善。須注意者，在虛擬通貨發展上，其實並無任何法律規範，洗錢防制是虛擬通貨領域內唯一的規制，亦即洗錢防制是目前各國主管機關在虛通貨幣發展上唯一可以置喙之處，因此洗錢防制之規制儼然成為觀察的重點⁴⁴²。

第一款 洗錢防制法

為防制洗錢，打擊犯罪，健全防制洗錢體系，穩定金融秩序，促進金流之透明，強化國際合作，特制定洗錢防制法⁴⁴³。本法於 1996 年公布，為亞洲各國中最早制定之洗錢防制專法，中間歷經 8 次修正。其中於 2016 年為遵守 FATF 建議之規範，健全我國防制洗錢體系，重建金流秩序，並達到國際接軌之目的，遂大幅修正洗錢防制法，本次修正重點有四，包括增進洗錢犯罪之追訴可能性，強化金流防制措施，

⁴⁴² 蔡佩玲(2022)，〈虛擬貨幣與洗錢防制——未知之金流世界交易規則〉，《月旦法學雜誌》，324 期，頁 133。

⁴⁴³ 洗錢防制法第 1 條。

增進內稽內控，及強化洗錢防制國際合作等⁴⁴⁴。在 2018 年 11 月（現行法）增訂了第 5 條第 2 項⁴⁴⁵及第 4 項⁴⁴⁶規定，「虛擬通貨」一詞也首見於我國法律，虛擬通貨平台業者更需與金融機構適用相同規定。會引起立法者對虛擬通貨之洗錢議題之關注，不外乎是新興的洗錢手法崛起，舊有之法制無法有效規範，為明確射程範圍及減少適用爭議，方透過修法方式填補缺漏。除了實務上之需要外，更為致力遵循亞太防制洗錢組織（Asia-Pacific Group on Money Laundering，下稱「APG」）之要求。我國作為會員國，須接受 APG 會員間的相互評鑑（mutual evaluation），近年來由於我國日漸重視防制洗錢及打擊資恐問題，於 2018 年 11 月對我國展開第三輪相互評鑑，並於 2019 年 6 月 28 日正式發布初步報告，我國獲評最佳的「一般追蹤」等級。我國獲得亞太地區會員國的最佳成績，顯見我國政府及民間各界協力推動防制洗錢工作的努力與成果備受國際肯定⁴⁴⁷。然而由於「虛擬通貨」在定性上並無定論，主管機關應由誰擔任亦未明朗，因此雖然在法律層次已納入，由於主管機關未指定，且授權子法未訂定，權責機關及相關規範於 2018 年至 2020 年仍未完善⁴⁴⁸。

第二款 法規命令及行政規則

2021 年 4 月 7 日行政院正式指定金管會作為虛擬通貨事業洗錢防制的中央目的事業主管機關⁴⁴⁹，於洗錢防制法修正通過後，在 2021 年 6 月 30 日發布「虛擬通貨平台及交易業務事業防制洗錢及打擊資恐辦法（下稱「防洗辦法」）」，防洗辦

⁴⁴⁴ 行政院洗錢防制辦公室，前揭註 96，頁 8。

⁴⁴⁵ 洗錢防制法第 5 條針對金融機構進行定義，而第 2 項明定：「辦理融資性租賃、虛擬通貨平台及交易業務之事業，適用本法關於金融機構之規定。」

⁴⁴⁶ 洗錢防制法第 5 條第 4 項：「第二項辦理融資性租賃、虛擬通貨平台及交易業務事業之範圍、第三項第五款指定之非金融事業或人員，其適用之交易型態，及得不適用第九條第一項申報規定之前項各款事業或人員，由法務部會同中央目的事業主管機關報請行政院指定。」

⁴⁴⁷ 行政院洗錢防制辦公室，前揭註 96，頁 4。

⁴⁴⁸ 蔡佩玲，前揭註 442，頁 140。

⁴⁴⁹ 金管會新聞稿（06/22/2021），「虛擬通貨平台及交易業務事業防制洗錢及打擊資恐辦法」發布施行，https://www.banking.gov.tw/ch/home.jsp?id=2&parentpath=0&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202106220006&dtable=News（最後瀏覽日：2022 年 12 月 8 日）。

法為洗錢防制法及資恐防制法授權制定，而主要針對洗錢防制法第 5 條第 2 項所稱虛擬通貨平台及交易業務事業之範圍做出明確定義。針對「虛擬通貨平台及交易業務事業」內容為何，主要是依循行政院 2021 年 4 月 7 日發布之院臺法字第 1100167722 號令，指為他人從事下列活動為業者：

1. 虛擬通貨與新臺幣、外國貨幣等之交換。
2. 虛擬通貨間之交換。
3. 進行虛擬通貨之移轉。
4. 保管、管理虛擬通貨或提供相關管理工具。
5. 參與及提供虛擬通貨發行或銷售之相關金融服務。

此外亦明確表示金融機構及指定之非金融事業或人員如有從事虛擬通貨業務活動者，應分別依其所屬之中央目的事業主管機關所定洗錢防制相關規定辦理。至於虛擬通貨平台及交易業務之事業被賦予之義務主要為：

1. 確認及強化客戶（Know Your Customer, KYC）、客戶身分持續審查等。
2. 平台業者轉出時須取得、保存、提供資訊⁴⁵⁰。
3. 保存與客戶往來及交易之紀錄憑證⁴⁵¹。
4. 有關達一定金額以上通貨交易申報的規定⁴⁵²。
5. 遵循資恐防制法第 7 條第 3 項的通報方式及程序⁴⁵³。

⁴⁵⁰ 防洗辦法第 7 條第 1 項第 1 款：本事業如擔任虛擬通貨移轉之轉出方，應依下列規定辦理：一、應取得必要且正確之轉出虛擬通貨之客戶（轉出人）資訊及必要之接收虛擬通貨之客戶（接收人）資訊，且依第十條規定保存所取得之前開資訊，並應將前開資訊立即且安全地提供予擔任接收方之事業。檢察機關及司法警察機關要求立即提供時，應配合辦理。

⁴⁵¹ 防洗辦法第 10 條。

⁴⁵² 防洗辦法第 11 條。

⁴⁵³ 防洗辦法第 13 條。

6. 採取適當作為以辨識、評估及瞭解其洗錢及資恐風險⁴⁵⁴。

其中防洗辦法第 17 條規定虛擬通貨事業依法辦理洗錢防制法令遵循之聲明，金管會於 2021 年 9 月 30 日頒布函令要求虛擬通貨事業須於兩個月內完成聲明⁴⁵⁵，截至同年 11 月 30 日為止，計有 16 家業者提出洗錢防制法令遵循的聲明⁴⁵⁶。截至 2022 年 9 月 2 日止，已有 24 家虛擬通貨事業完成遵循聲明⁴⁵⁷，包括幣託(BitoEX)、亞太易安特(BitAsset Asia)等公司。

體認到洗錢的手段日趨多元，以及新興金融科技不斷創新，2022 年 1 月 28 日所發布之《第三方支付服務業防制洗錢及打擊資恐辦法》即係為呼應近來被廣泛使用之第三方支付系統。此外，其他非金融事業或人員（計有律師、會計師、公證人、地政士及不動產經紀業、記帳士暨記帳及報稅代理人及銀樓業共 6 個產業）之監理機關均已陸續完成防制洗錢及打擊資恐相關法規修訂⁴⁵⁸，使國內法規與 FATF 國際標準方向一致，並完成各業別之防制洗錢及打擊資恐監理手冊與指引手冊，讓業者和監理機關都能有所依循⁴⁵⁹。

第二項 我國現行法之監管架構

第一款 我國規範管制過程

⁴⁵⁴ 防洗辦法第 14 條。

⁴⁵⁵ 金管會(110)金管銀法字第 11002729181 號函。金管會新聞稿 (09/30/2021)，金管會提醒虛擬通貨平台及交易業務事業應辦理洗錢防制法令遵循的聲明，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202109300007&toolsflag=Y&dtale=News（最後瀏覽日：2022 年 12 月 8 日）。

⁴⁵⁶ 金管會新聞稿 (01/27/2022)，公布已完成洗錢防制法令遵循聲明的虛擬通貨平台業者名單，https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=2&parentpath=0&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202201270003&dtale=News（最後瀏覽日：2022 年 12 月 8 日）。

⁴⁵⁷ 金管會，已完成洗錢防制法令遵循聲明之虛擬通貨平台及交易業務事業名單，2022 年 9 月 2 日，[https://www.fsc.gov.tw/userfiles/file/\(111_9_2更新\)已完成洗錢防制法令遵循聲明的虛擬通貨平台業者名單.pdf](https://www.fsc.gov.tw/userfiles/file/(111_9_2更新)已完成洗錢防制法令遵循聲明的虛擬通貨平台業者名單.pdf)（最後瀏覽日：2022 年 12 月 8 日）。

⁴⁵⁸ 如：律師辦理防制洗錢及打擊資恐作業辦法（2021 年 10 月 15 日修正發布）、會計師防制洗錢及打擊資恐辦法（2020 年 12 月 24 日修正發布）、地政士及不動產經紀業防制洗錢及打擊資恐辦法（2021 年 6 月 21 日修正發布）等相關從業人員應遵循之辦法，多於 2020 年前後修訂。

⁴⁵⁹ 行政院洗錢防制辦公室，前揭註 96，頁 104。



我國對於「虛擬通貨」之規範，應以 2018 年 11 月洗錢防制法修訂前後做為切割。此時間點剛好可對應 FATF 的監管策略，從原本的保守觀望，到後來的強化監管，2018 年可謂是政策轉彎的一年。我國的規管邏輯大致貼合 FATF 標準，在 2018 年 11 月前，只有透過金融機構落實實名制規管，金管會與央行當時達成共識，要求銀行對於「虛擬通貨平台業」及「平台使用者」落實實名制，要求平台使用者要用銀行同名帳戶來購買虛擬通貨，也就是從平台加強客戶審查（enhanced due diligence），只要是法定貨幣轉到虛擬通貨這端就是要實名制，若是平台業者做不到實名制，銀行就要拒絕交易，也不再接受平台業者開立帳戶，任何可疑交易也由銀行通報⁴⁶⁰。而時間到了 2018 年 11 月 7 日，洗錢防制法修法增訂將「虛擬通貨平台及交易業務之事業」納入規範，並相應於 2021 年 7 月 1 日由洗錢防制法授權增訂《虛擬通貨平台及交易業務事業防制洗錢及打擊資恐辦法》。從我國的法規進程，陸續完成法律層次與相關授權子法之制定，可以看出我國的法規進程和 FATF 所要求的時限是相符的，此部分值得肯定，然而本文觀察相關法規後，仍認為現行制度有以下不足。

第二款 虛擬通貨之定義仍未清楚

參照防洗辦法第 2 條第 1 項第 2 款針對虛擬通貨之定義：「運用密碼學及分散式帳本技術或其他類似技術，表彰得以數位方式儲存、交換或移轉之價值，且用於支付或投資目的者。但不包括數位型式之新臺幣、外國貨幣及大陸地區、香港或澳門發行之貨幣、有價證券及其他依法令發行之金融資產」。其內容大致承襲金管會於核定證券性質虛擬通貨為有價證券時之定義⁴⁶¹。此一定義首先排除傳統應用中心化帳本技術發行與管理的數位價值；然而其限縮僅具有「支付目的或投資目的」的虛擬通貨，而非及於所有應用密碼學及分散式帳本技術等相似技術所發行與管

⁴⁶⁰ 魏喬怡、彭禎伶 (08/11/2018)，〈金管會與央行達成正名共識 虛擬通貨 屬行實名制〉，《工商時報》，<https://www.chinatimes.com/newspapers/20180811000288-260205?chdtv>（最後瀏覽日：12/08/2022）。

⁴⁶¹ 金管會，前揭註 19。

理的數位價值。但何謂「支付目的或投資目的」，現行法尚不清楚⁴⁶²。最後此一定義排除具有法定貨幣、有價證券以及其他現行法下金融資產性質的虛擬通貨，而僅限於尚未構成現行法下金融資產者。可見此一定義會隨著主管機關之立場而有所調整，以本文所探討之比特幣，其於現行法下並非法定貨幣、有價證券或金融資產，誠屬上開規定管制範疇。

第三款 我國主管機關實則未明確

若細究行政院令⁴⁶³之內容「金融機構及指定之非金融事業或人員從事第 1 項活動者，『分別』依其所屬之中央目的事業主管機關所定洗錢防制相關規定辦理。」以及後來所制定之《防洗辦法》第 2 條第 3 項規定：「洗錢防制法第五條所定金融機構及指定之非金融事業或人員從事第一項第一款各目活動者，『分別』依其所屬之中央目的事業主管機關所定洗錢防制相關規定辦理，不適用本辦法規定。」則我國「虛擬資產服務平台商」倘屬於洗錢防制法第 5 條第 1 項至第 3 項所定之金融機構或指定之非金融事業或人員（designated non-financial business and profession, DNFBP），其從事「虛擬資產服務平台商」事業，將分別由其所屬之中央目的事業主管機關管理，換句話說，如係金融機構、律師、記帳士等從事「虛擬資產服務平台商」事業，應分屬金融監督管理委員會、法務部、財政部等各行業所屬之洗錢防制中央目的事業主管機關管理⁴⁶⁴。以律師為例，其屬於「指定之非金融事業或人員」中被評比為高風險弱點之產業，時常經手並管理客戶金錢、證券或其他資產，經 FATF 認定易為洗錢犯罪者利用之服務。在虛擬通貨市場崛起後，律師亦可能涉入其中，或從事相關事業，因而有規管必要。而規範此職業之法源依據為《律師辦理防制洗錢及打擊資恐作業辦法》，本辦法諸多條文皆規定律師應向其主管機關「法

⁴⁶² 楊岳平（2022），〈虛擬通貨的洗錢防制監管疆域與國際標準—評我國「虛擬通貨平台及交易業務事業防制洗錢及打擊資恐辦法」〉，《法律扶助與社會》，9 期，頁 102。

⁴⁶³ 行政院(110)院臺法字第 1100167722 號令。

⁴⁶⁴ 蔡佩玲，前揭註 442，頁 141。

務部」申報、配合查核等⁴⁶⁵。



防洗辦法第 2 條立法理由揭示：且參酌洗錢防制法規定不同之指定之非金融事業或人員從事相同活動，仍回歸各該業別之防制洗錢規定及主管機關管理，以避免疊床架屋⁴⁶⁶。然而將不同虛擬資產服務平台商事業主體，分別由相異之主管機關管轄，恰好與 FATF 所揭示的「避免監管套利原則（regulatory arbitrage）」⁴⁶⁷背道而馳。畢竟以從事「虛擬資產服務平台商」事業行為模式觀察，其從事事業之方式與業務內容相同，倘僅因其亦同時具備金融機構、律師、記帳士或銀樓等身分，而產生由不同主管機關監管之效果，容易產生監管套利而有不公平競爭之情形。文獻上亦有觀察其他國家，如瑞典、芬蘭、墨西哥、日本、美國均由金融或財政主管機關監管，亦未見分散式管理案例。建議我國可再務實調整⁴⁶⁸。

第四款 虛擬通貨事業的地理範圍

防洗辦法第 2 條第 2 項明定：管轄之虛擬通貨平台及交易業務事業「以在國內設立登記者為限」。然而虛擬通貨事業多係透過網際網路對客戶提供虛擬通貨相關服務，故其多具有跨境性質，也多為外國公司跨國經營。然而本條規定所劃定之虛擬通貨洗錢防制監管的管轄權範圍，應如何解釋即有爭議。以「設立登記」一詞觀之，佐以公司法規定參照，可知法條在用語上有意區別「設立登記⁴⁶⁹」與「分公司登記⁴⁷⁰」，或可推知上開辦法管轄之虛擬通貨事業，僅限於本公司設立於我國之事業，而不及於外國設立之本公司但於我國設有分公司之事業。故外國虛擬通貨事

⁴⁶⁵ 律師辦理防制洗錢及打擊資恐作業辦法第 3、8、10 條等。

⁴⁶⁶ 防洗辦法第 2 條立法理由八、。

⁴⁶⁷ 避免監管套利原則其內涵包括有：(1)各國應對虛擬通貨平台及交易業務進行與金融機構相同的監督和監管，而不是非金融事業或人員級別的監督，及(2)如果非金融事業或人員參與涵蓋虛擬通貨平台及交易業務活動，應採取相當於金融機構監理水準。詳細可參考：蔡佩玲，前揭註 442，頁 137。FATF, *supra* note 81, at 75.

⁴⁶⁸ 蔡佩玲，前揭註 442，頁 141。

⁴⁶⁹ 公司法第 6 條：「公司非在中央主管機關登記後，不得成立。」。

⁴⁷⁰ 公司法第 399 條：「公司設立分公司，應於設立後十五日內，將左列事項，向主管機關申請登記」。

業對我國提供的虛擬通貨業務倘係透過於我國設立的分公司所為、而非透過於我國設立的子公司，似不致受上開辦法管轄⁴⁷¹。若參閱前已揭示之「完成洗錢防制法令遵循聲明」的 24 家業者名單，其中多家為海外註冊公司，如英屬維京群島沃亨科技有限公司、英屬維京群島商幣託科技有限公司，然仍均以台灣分公司名義提出聲明，亦有原先不做新台幣生意的跨國交易所，一樣也有主動提報，避免牴觸我國法規。其中如 WOO Network 公司，其宣稱為全球前十大虛擬資產交易平台，也已完成法遵聲明，表示願意接受防洗辦法之規範。該公司亦把技術團隊設立在我國，並提及幾十年來我國金融業受到高度監管，對於洗錢有關的資金流入持謹慎態度，金融科技的發展也十分先進⁴⁷²。

第三項 國際上針對虛擬通貨洗錢防制之標準

國際上針對洗錢議題所設立之國際組織大致有：FATF、APG、艾格蒙聯盟（The Egmont Group）等。其他如歐洲央行（European Central Bank, ECB）亦有發布相關規範架構，來呼籲虛擬通貨性質及犯罪可利用性⁴⁷³。經濟合作暨發展組織（Organisation for Economic Cooperation and Development, OECD）在近期更新的手冊亦提及虛擬通貨在洗錢過程扮演之角色⁴⁷⁴。國際證券管理機構組織（International Organization of Securities Commissions, IOSCO）也發布了與虛擬通貨交易平台相關的問題、風險和監管考慮⁴⁷⁵。近年來由於虛擬通貨市長飛快發展，吸引不少投資人進入，同時亦引起國際組織高度關注，避免創新科技背後的隱憂被眼前的利益給淹沒，因此紛紛發布相關報告促使大眾注意。本文主要針對 FATF 近年來所針對虛擬通貨發布的建議及指引作介紹，由於 FATF 所頒布的「建議」（Recommendations）

⁴⁷¹ 楊岳平，前揭註 462，頁 104。

⁴⁷² 陳碧芬（09/12/2022），〈防加密貨幣洗錢 跨國平台也要申報〉，《工商時報》<https://www.chinatimes.com/newspapers/20180811000288-260205?chdtv>（最後瀏覽日：12/08/2022）。

⁴⁷³ European Central Bank, *supra* note 412.

⁴⁷⁴ OECD, MONEY LAUNDERING AND TERRORIST FINANCING AWARENESS HANDBOOK FOR TAX EXAMINERS AND TAX AUDITORS (June, 2019).

⁴⁷⁵ IOSCO, ISSUES, RISKS AND REGULATORY CONSIDERATIONS RELATING TO CRYPTO-ASSET TRADING PLATFORMS (Feb, 2020).

與「指引」(Guidance)意義完全不同，前者對於所有會員皆有強制力，不配合之情形會有附帶的經濟制裁，後者則無⁴⁷⁶，此用語意義之不同意值得留意。再者，我國高度重視 APG 評鑑等級，而該評鑑制度大抵承襲 FATF 架構，因此對於我國各機關，亦有謹慎遵循之必要，並可能使監管機構在法律允許的範圍內考慮新的、替代的或量身定制的監管方法以利金融環境之健全。

第一款 FATF 介紹

第一目 組織簡介

FATF 於 1989 年 7 月由 G7 各國代表在法國召開時同意成立，總部位於法國巴黎，為世界上最重要的打擊洗錢國際組織之一，旨在發展政策以打擊洗錢及資助恐怖份子活動，並且協調各國打擊洗錢的單位。該組織制定了國際標準，防止這些非法活動及其對社會造成的危害。目前 FATF 有 39 個會員⁴⁷⁷，且有 200 多個國家和司法管轄區承諾配合實施。FATF 制定了諸多建議、指引及標準，以確保全球協調一致地應對有組織犯罪、貪汙和恐怖主義。該組織甚至幫助各國追查從事非法毒品、人口販運和其他犯罪活動及其所得之贓款。FATF 隨著洗錢技術進步，也不斷加強其標準以應對新的風險，例如隨著虛擬通貨的普及與蔓延，FATF 亦相應祭出合適的監管策略，與時俱進地作調整及改變。

第二目 與虛擬通貨相關之建議與指引概覽

一如吾人所知，FATF 相關指引為洗錢防制的重要國際標準。從 2014 年開始，FATF 開始關注比特幣等虛擬通貨之議題，在這幾年間也發布許多重要指引，其中在 2018 年修正其 FATF 建議時，引入了虛擬資產 (virtual asset, VA) 與虛擬資產服務提供者 (virtual asset service providers, VASP)⁴⁷⁸的概念，理由係包括比特幣在內

⁴⁷⁶ 蔡佩玲，前揭註 442，頁 135。

⁴⁷⁷ FATF, *FATF Members and Observers*, <https://www.fatf-gafi.org/about/membersandobservers/> (last visited: 2022/12/11).

⁴⁷⁸ 2018 年後 FATF 改以虛擬資產取代原本的虛擬通貨 (virtual currency, VC)，然而本文為求用語



之虛擬通貨，因具有成為犯罪與洗錢工具的特質，體認到科技革新可以讓錢快速移轉，確實有迫切改革之必要，以有效避免虛擬通貨交易成為反洗錢工作之缺漏。故 FATF 於其第十五項建議（new technologies）指出各國和金融機構應確定和評估可能出現新產品和新業務及其所伴隨的風險。就金融機構而言，應該採取適當的措施來管理和減輕新產品、業務實踐的技術風險。為了管理和減輕虛擬通貨帶來的風險，各國應確保虛擬通貨服務提供者受到反洗錢、打擊資助恐怖主義目的的監管，透過取得許可或註冊等方式，並遵守有效的監管系統，確保符合 FATF 要求的相關措施建議⁴⁷⁹。於 2019 年再依據上開建議內容頒布「以風險為基礎之虛擬資產指引 guidance for a risk-based approach to virtual assets and virtual asset service providers（下稱「FATF VASPs 指引」）」⁴⁸⁰，以建構虛擬通貨洗錢防制的國際標準。嗣後 FATF 並於 2020 年與 2021 年二度公告其重新審查結果，最後於 2021 年 10 月公告更新指引⁴⁸¹，本文著重探討 FATF 對虛擬通貨洗錢防制的發展，並以 FATF 2021 年更新指引的主要內容作為重要之參考。

第三目 對於虛擬通貨洗錢防制之進程

（一）保守觀察期（2014-2015 年）

比特幣在 2009 年問世後，強調去中心化、點對點、非政府發行且以運算方式透過區塊鏈技術保有其一定之發行之量與價值。由於尚在發展初期，大眾及市場皆處在觀望階段，相關法規亦未到位。或許有些新聞媒體已開始關注報導，然而由於交易量及市值不高，難以引起高度注意。跟隨著特幣之後也陸陸續續有不同之虛擬通貨出現，在 2014 年起 FATF 意識到此股風潮，已著手關切發布並更新指引，初步

一貫，仍使用虛擬通貨作為說明，以避免混淆。

⁴⁷⁹ FATF, INTERNATIONAL STANDARDS ON COMBATING MONEY LAUNDERING AND THE FINANCING OF TERRORISM & PROLOPERATION: THE FATF RECOMMENDATIONS. (2021).

⁴⁸⁰ FATF, GUIDANCE FOR A RISK-BASED APPROACH TO VIRTUAL ASSETS AND VIRTUAL ASSET SERVICE PROVIDERS. (2019).

⁴⁸¹ FATF, *supra* note 81.

可從 2014 年發布虛擬通貨研究報告⁴⁸²開始說起。此份報告內容大致說明及何謂虛擬通貨，以及說明其合法使用（Legitimate Uses）之功能，並揭示潛在之風險，雖有大致提及去中心化、匿名性所帶來之洗錢隱憂，但並未具體提出針對虛擬通貨建議的洗錢防制及打擊資恐等措施。

另外於 2015 年更新「虛擬通貨風險基礎方法指引（guidance for a risk-based approach to virtual currencies）」⁴⁸³，本次指引主要著重於虛擬通貨支付產品與服務（virtual currency payment products and services, VCPPS），例如提供虛擬通貨與法定貨幣交換的可轉換虛擬通貨交易所（convertible virtual currency exchangers），但不包括未涉及交換業務的託管錢包業者。針對 VCPPS，FATF 於本次指引中主要著眼於指出若干 VCPPS 可能構成既有 FATF 建議下的金融機構，因此須負金融機構的洗防資恐義務。例如可轉換虛擬通貨交易所提供虛擬通貨交換為法定貨幣的服務，即可能構成第十四項建議所指的金錢或價值移轉服務（money or value transfer service, MVTs），進而須符合該建議之許可或登記之要求⁴⁸⁴。此外，可轉換的 VCPPS 呈現較高風險時，應要求可轉換虛擬通貨交易所執行強化的客戶審查（customer due diligence, CDD）並鼓勵它們利用技術去採取合理的客戶身份認證措施⁴⁸⁵。本指引所提出之解決方案為：要求金融機構與 DNFBP 針對可轉換 VCPPS 利用有效率的方式在此類產品推出時即遵照客戶身份建立確認以及監督交易等規定。因為去中心化可轉換虛擬通貨在法遵以及執法方面帶來了挑戰，所以金融機構、DNFBP、開發方、投資人以及在虛擬通貨領域內的其他各方均應努力開發有助於提升遵從性的科技，解決此問題⁴⁸⁶。

另外本指引亦介紹比特幣之發展過程：從原來的 P2P 移轉系統，無中介機構存在交易其中。使用者可以取得與儲存比特幣，並自行從事交易。隨著其支付基礎

⁴⁸² FATF, VIRTUAL CURRENCIES: KEY DEFINITIONS AND POTENTIAL AML/CFT RISKS. (2014).

⁴⁸³ FATF, *supra* note 79.

⁴⁸⁴ FATF, *supra* note 79, at 10.

⁴⁸⁵ FATF, *supra* note 79, at 13.

⁴⁸⁶ FATF, *supra* note 79, at 14.

架構快速演化，有越來越多新創公司開始提供 VCPSS，協助取得、儲存與使用比特幣。隨著此些第三方中介機構的參與：錢包供應商 (wallet provider)⁴⁸⁷、虛擬通貨支付處理商 (亦稱為第三方支付匯款方)⁴⁸⁸、比特幣提款機 (又名 BTM)，上開業者之出現，使得儲存虛擬通貨以及執行去中心化虛擬通貨交易的作業變得更加輕鬆，也悄悄變動了原先去中心化的生態系統⁴⁸⁹。於此，該些中介機構似乎須扮演起一定之角色，把關洗錢防制等犯罪行為。

整體而言，於此時期 FATF 尚處於研究虛擬通貨的洗錢防制風險階段，其關注的焦點主要為具支付工具性質的虛擬通貨以及可轉換虛擬通貨交易所，採取的監管建議也主要是嘗試將既有的金融機構洗錢防制架構套用至特定的 VCPSS，而尚未將關注焦點發展至更廣泛的虛擬通貨與 VASP⁴⁹⁰。

(二) 初步納管期 (2018-2019 年)

隨著時間來到 2018 年，虛擬通貨日漸蓬勃，許多平台及交易所隨著這股風潮紛紛設立，在活躍的金融活動背後，挑動了 FATF 的監管意識。在 2018 年 10 月份，於 FATF 於 40 項建議中修訂了第 15 項建議，並將虛擬資產 (VA) 與虛擬資產服務提供者 (VASP) 二詞納入其詞彙表中，取代了 2015 年指引使用的虛擬通貨 (VC)⁴⁹¹以及虛擬通貨支付產品與服務 (virtual currency payment products and services, VCPSS)⁴⁹²，同時也闡明並要求 VASP 採行相關洗錢防制措施。

2018 年的大變革可以回溯背後推手——美國，美國早在虛擬通貨剛起步時，即

⁴⁸⁷ 錢包供應商係指提供託管錢包，以供持有、儲存或移轉比特幣或其他虛擬通貨的實體。

⁴⁸⁸ 支付處理商會提供軟體應用程式，可讓商家或其他公司於其網站或實體據點兌換虛擬通貨款項，以及以電子方式傳送虛擬通貨至商家的錢包，使交易雙方更便利。

⁴⁸⁹ FATF, *supra* note 79, at 40-44.

⁴⁹⁰ 楊岳平，前揭註 462，頁 109。

⁴⁹¹ 於此再次提醒，FATF 的用語不斷做更易，或許指涉內容稍有不同，但規範對象皆是本文討論之虛擬通貨，因此本文仍以虛擬通貨稱之，只是為彰顯 FATF 針對用詞之修正，故於此處再作說明，避免混淆。

⁴⁹² 此處的 VASP 定義較 2015 年指引更廣，除了原先的「法幣交易」、「幣幣交易」服務商外，更擴大及於無涉交易的移轉、託管、承銷等業者。然而單純收受以作為商品或服務對價的商家則不構成 VASP。更詳細的名詞介紹，可參閱：楊岳平，前揭註 462，頁 112-114。

不斷在 FATF 會議中主張需對於虛擬通貨的發展進行關注，直至 2018 年中 FATF 主席改由美國籍的 Marshall Billingslea 擔任後，在會議中經過激烈爭辯，決議踏出第一步，這個動作也可看出虛擬通貨的發展對於美元基礎發展的金流體系的影響，讓美國不得不大動作介入⁴⁹³。

隨後於 2019 年 6 月在第 15 項建議的注釋 (interpretive note) 增加了 FATF 對於虛擬通貨及 VASP 應遵循的監管標準⁴⁹⁴，該注釋要求各國應要求 VASP 取得許可或辦理註冊。此外在 2019 年的指引⁴⁹⁵中明文要求第 10 至 21 項建議均應適用於 VASP，包括為達監督或管理 VASP 可採取許可或註冊制度並搭配以下預防措施，例如客戶盡職調查、記錄保存、製作可疑交易報告以及國際合作等手段。其中對 VASP 衝擊最大的措施，即從事 VASP 之法人或自然人應遵循第 16 項建議所要求的轉帳規則 (travel rule)⁴⁹⁶，內涵大致為不同金融機構間一定金額以上的轉帳行為，協助轉出、中繼以及接收之各金融機構，必須保留並互相提供及確認轉帳人及收款人之相關資訊。FATF 運用其原則為要求各國金融機構應遵循相關資料取得義務，串聯起全世界間金融機構資訊規範，透過保留有關通過轉帳系統移轉資金的紀錄，讓所有遵循 FATF 建議國家的執法單位可透過此一規定跨法域地拼湊交易軌跡，以發現、調查和起訴洗錢和其他金融犯罪⁴⁹⁷。除此之外，為強化有關虛擬通貨事業標準之遵循，FATF 於 2019 年 6 月年會決定設立虛擬資產聯絡小組 (virtual asset contact group, VACG)，以加強與虛擬通貨產業界之互動，並檢視產業主導遵循 FATF 標準相關努力之進展。虛擬資產聯絡小組的運作方式則是以定期召開會議的方式運作，討論各國最近虛擬通貨事業監理進展與產業界發展⁴⁹⁸。此階段可以

⁴⁹³ 蔡佩玲，前揭註 442，頁 134。

⁴⁹⁴ FATF, *supra* note 480, at 4.

⁴⁹⁵ FATF, *supra* note 480.

⁴⁹⁶ 在 40 項建議中的第 16 項標題名為「電匯 (Wire transfers)」，在進行虛擬通貨轉移時，VASP 應取得必要且確實的轉出人以及接收人資訊，並將上述資訊即時與安全的取得與掌握。

⁴⁹⁷ 鄭學豐 (2021)，〈我國虛擬通貨事業辦理防制洗錢業務之研究〉，頁 44-45，國立臺灣大學進修推廣學院事業經營法務碩士在職學位學程碩士論文。

⁴⁹⁸ 劉燕玲 (2020)，〈參加防制洗錢金融行動工作組織 (FATF) 舉辦之「虛擬資產服務提供者 (VASP) 監理論壇」等會議出國報告〉，頁 8-9，<https://report.nat.gov.tw/ReportFront/ReportDetail/detail?sy>

說是 FATF 變革最重要的幾年，我國的立法亦是隨著 FATF 的步伐於 2018 年有重要進展。2019 年指引可謂是 FATF 對虛擬通貨之洗錢防制最完整立場。



(三) 強化監管期 (2020-2021 年)

FATF 於 2021 年更新了 2015 及 2019 年之指引⁴⁹⁹，提供公部門和私部門一些修訂後之方向及建議指引。這次修訂側重於六個關鍵面向。諸如：(1) 釐清 VA 和 VASP 的定義，並說明其需做廣泛的理解，並且不適用於未被 FATF 標準涵蓋的相關金融資產 (financial asset)；(2) 就 FATF 標準如何適用於穩定幣 (stablecoin) 提供指導，並闡明參與穩定幣的一系列實體可能符合 FATF 標準下的 VASP；(3) 提供額外指引針對點對點交易所帶來之洗錢風險，縱使這些交易雙方並非義務實體 (obliged entity)；(4) 提供有關 VASP 許可和註冊的最新指引；(5) 向公部門及私部門提供關於實施轉帳規則的額外指引；(6) VASP 監管者之間的資訊共享和合作原則⁵⁰⁰。

針對監管套利或多重管轄之問題，FATF 也建議各國必須清楚確立 VASP 的主管機關。如果一個國家有多個監管機構，則該國應明確界定每個監管機構的監管職權範圍。同時由於國際上交易往來頻繁，為促進及時合作，監管機構應確保外國權責機構可以隨時獲取有關其權限內之資訊。例如：透過公布相關登記及許可文件，或保存許可、註冊等實體數據庫等⁵⁰¹。

本次指引中也將 VA 的內涵更為具體化，其指出現行火紅的非同質化代幣 (non-fungible tokens, NFT) 是否為 VA 需進行個案判斷，且不應被其所使用之商業名詞或專業術語而影響。FATF 指出 NFT 通常被用作收藏品而非支付或投資工具，因此原則上並非 VA；然而若有某些 NFT 在實踐中被用於作為支付或投資目的之工具，

sId=C10900346 (最後瀏覽日：12/11/2022)。

⁴⁹⁹ FATF, *Supra* note 81.

⁵⁰⁰ FATF, *Supra* note 81, at 5-6.

⁵⁰¹ FATF, *Supra* note 81, at 103.



則可能屬於 FATF 定義下之 VA。除此之外，穩定幣的出現當然也會衍生出洗錢活動相關疑慮，FATF 指出可透過穩定匯率兌換為法定貨幣或 VA 的穩定幣，仍然有資格作為 VA。在這種情況下，關鍵問題是 VA 是否具有可交易或轉讓並用於支付或投資的內在價值，或者更確切地說，例如以數位方式儲存的銀行紀錄本身並不屬於 VA，蓋其已落入 FATF 建議的「金融資產」類別（此處為法幣所有權）。然而，值得重申的是，不符合 VA 條件的資產不應被推定為不屬於 FATF 標準的範圍，因為它們可能屬於其他類型的金融資產，例如證券、商品、衍生性金融商品或法定貨幣⁵⁰²。本指引的另一重點是 FATF 體認到 P2P 交易可能會帶來特定的洗錢及資恐風險，因為它們可能被用來規避 FATF 標準中的規範控制。在 P2P 基礎上發生 VA 轉移的情況下，沒有義務實體參與預防或減輕 ML/TF 風險。雖然 P2P 交易也被用於合法活動，但不法行為者可以利用 P2P 交易中缺乏義務中介來掩蓋犯罪所得，因為沒有義務實體執行 FATF 標準的核心功能，例如客戶盡職調查（CDD）和提交可疑交易報告（suspicious transaction reports, STR）。P2P 交易若與其他信息源結合使用時，其在公共帳本上的可見性可於財務分析和執法調查⁵⁰³。

至於 VASP 的部分，2021 年指引未更動其原先之定義，但提到了「去中心化金融（Decentralized Finance, Defi）」的問題，一樣未脫離去中心化的核心概念的 DeFi，相對於傳統中心化的金融服務（CeFi），Defi 是寫在區塊鏈上的金融服務系統，在這套系統上所有的買家、賣家、甚至貸方、借款人，都能進行點對點、不受中心監管的金融活動⁵⁰⁴。FATF 指出 DeFi 應用程序（即軟體本身）不是 FATF 標準下的 VASP，因為該標準不適用於底層軟體或技術。然而在 DeFi 運作中具有控制或足夠影響力的創建者、所有者、運營商或其他人，即使這些角色及參與看起來像是去中心化的運作，仍會因為他們正在提供或積極促進 VASP 服務而涵蓋進 VASP 的

⁵⁰² FATF, *supra* note 81, at 23.

⁵⁰³ FATF, *supra* note 81, at 18.

⁵⁰⁴ 李莉糖（2022），〈加密貨幣的政治與經濟：比特幣、以太坊、穩定幣、臉書幣將如何改變全球金融系統〉，《全球政治評論》，77 期，頁 133。

定義當中⁵⁰⁵。



(四) 小結

針對監管對象之問題，透過上述分析後可了解 VA 及 VASP 的範圍；然而須注意者，FATF 所揭示之標準也有意識到技術中立（technology neutral）的問題⁵⁰⁶，因此 FATF 不尋求監管 VA 或 VASP 活動基礎背後的「技術」⁵⁰⁷；反而是希冀監管此類技術背後的自然人或法人，這些自然人或法人才是作為企業進行上述活動的開端⁵⁰⁸。從本指引的角度來看，VASP 與傳統金融機構（financial institution, FI）之間的主要區別在於有無第 10 項和第 16 項建議轉帳規則的應用，因此司法管轄區可能希望應用提供更全面的監管和監督範圍的定義⁵⁰⁹。

FATF 因應著國際上科技變化與趨勢脈動，同步地修正及更新指引內容，其態度從原先被動消極轉向主動積極監管，致力於洗錢防制、維護金融秩序之態度可資贊同。除此之外，本文所稱之虛擬通貨（FATF 定義下的 VA）一詞應屬於流動的且非固定的，它可能隨著技術變遷而納入更多種新興產物，也可能須進行個案認定背後之技術與架構，非可一概而論。因此在監管疆域面向，吾人應抱持開放的態度，避免被自身的想像或限縮觀點所束縛。FATF 提供之指引正可作為我國未來監管之典範。

第四項 法制評析與政策建議

隨著實體貨幣的制裁越來越多，對於各大經濟體的衝擊越來越大，當貨幣遭遇瓶頸時，讓比特幣等虛擬通貨可藉由網際網路、科技技術發展而快速崛起並撼動金

⁵⁰⁵ FATF, *Supra* note 81, at 27.

⁵⁰⁶ 技術中立乃是一項原則，意指科學技術或者工具的發明者或銷售者，無法控制科技或工具的使用者如何運用或操控該項科技工具，所以他們也不應為後續之不正使用來負責。因此若將視野放到監管規範架構，則可理解為相關管制應在技術價值和法律價值之間做出適當之評價，一概納入管制並非最佳解方。

⁵⁰⁷ 其所指的是建構 VASP 的軟體工程師，或在販賣 VASP 應用程式的商人。

⁵⁰⁸ FATF, *supra* note 81, at 32-33.

⁵⁰⁹ FATF, *supra* note 81, at 25.

融體系，隨著交易量日趨增長，金流的移動也產生信賴基礎，在此情境下，被壓制的金流快速轉換到另一個無政府監管的世界。如果能夠體認到金流對於世界社會的影響有多大，就可以理解虛擬通貨的發展會帶來何種巨大甚至是不可想見的衝擊⁵¹⁰。監管的步伐一向都是稍晚於科技之發展、議題之萌生，然而適時的加以檢討改進以因應，是吾人一直須警惕之事，以 FATF 為例，近年來每 12 個月都會發布回顧⁵¹¹，以便重新檢視並定期更新 VA 對洗錢防制帶來的挑戰，或許可作為我國效仿之對象，透過與時俱進的法律修正，方可對於迎面而來的監管衝擊一一突破。

⁵¹⁰ 蔡佩玲，前揭註 442，頁 133。

⁵¹¹ FATF, 12-MONTH REVIEW OF THE REVISED FATF STANDARDS ON VIRTUAL ASSETS AND VIRTUAL ASSET SERVICE PROVIDERS (2020). FATF, SECOND 12-MONTH REVIEW OF THE REVISED FATF STANDARDS ON VIRTUAL ASSETS AND VIRTUAL ASSET SERVICE PROVIDERS (2021).

第七章 結論



比特幣所帶來之挑戰乃在於其設計架構會對傳統之監理模式帶來衝擊，透過分散式帳本技術消除了向來之中心化機構，此即會產生由誰來監理之問題。除此之外，政策制定者往往須在消費者保護以及新興金融科技產業之創新維護之間求取平衡，各機關監管上之複雜以及衝突於此可見一斑，此種結果對金融科技產業會增加諸多不確定性，企業之運作會面臨未知之風險，人民之行為亦會受到影響。現階段透過機關間之協調，有利於新興金融科技運作，將既有法規套入新興產品規範，或許也有一定之迫切需求及時效考量。然而隨著比特幣之發展，長遠來說勢必須將現行零散之規範加以統合，以降低法遵成本。本文亦贊同學者所提出之監管架構，建議我國可考慮參考歐盟虛擬資產市場規則草案（The Markets in Crypto-Assets Regulation, MiCA 草案）⁵¹²的立法模式，針對所有虛擬通貨設置一般性、全面性的特別規範擴大對於虛擬通貨之監管。採此立法模式的優點在於可避免個案定性虛擬通貨之需要，確保所有虛擬通貨發行受有最低限度的規範⁵¹³。然而在修法完成前，「定性」虛擬通貨仍屬至關重要之議題。

比特幣問世以來，顛覆了傳統金融法制之想像，也因此在實際運作而要探究其法律性質時，一定會面臨此類新興金融科技產物與傳統概念的定性衝突。但這也正是我們在觀察其特色以及特殊性之後，有必要重新檢視及反思之契機。了解監管單位如何看待虛擬通貨之前，必須先理解他們的監管目標為何，政府內部的不同部會都有各自的政策導向，而世界各國或司法管轄區都有不同的金融及經濟體制。以美國為例，SEC、CFTC 各自針對現貨市場、期貨市場進行監管，我國除金管會會介入虛擬通貨之議題外，法務部針對洗錢防制議題近年更是投入不少心力；而財政部則針對課稅問題進行研究。整體而言，政府部門希望達成的目標可能包括：金融穩

⁵¹² Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937.

⁵¹³ 楊岳平，前揭註 316，頁 48-50。

定、投資人保護、商業發展、犯罪追訴及科技創新。



本文所探討之焦點在於投資人保護面向之監管措施，主要爬梳我國及外國文獻之見解，藉由彙整資料及比較國內外法制後整理而成。目的是尋求在現行法上解釋論之定性問題，於我國金融法領域較有定性實益者，不外乎是比特幣並非中央銀行法下的「貨幣」，且從目前比特幣之規模以觀，所涉及之系統性風險仍不高，故暫可不構成銀行法下的「款項或資金」；至於現行法制及主管機關所發布之相關函釋見解，應可認為比特幣亦不該當證交法下之「有價證券」。相應於現貨市場，比特幣在美國法上被定性為「商品」而受到該國商品交易法之規範，回到我國現有法體制，應有必要思考比特幣相關之衍生性金融商品於期貨市場之運用，是否須納入我國期貨交易法第3條第1項所稱之「商品」或「其他利益」作適度規範，如此亦可有限度地連結管制現貨市場。

本文第六章以下則是在分析完我國法制上幾個定性問題後，接著以外國法角度出發，欲透過不同法制背景下之定性思維以了解比特幣在世界上的其他定性可能。比如說「資產」所對應到者較偏向民事法之財產權內涵，以及在稅法領域是否可作為課稅對象。至於「法律上之金錢」及「貨幣之替代品」則在美國法上方具探討實益，理由係其所重視之洗錢防制面向，我國已透過修法方式納入現行洗錢防制法，以減少定性所造成之困擾。至於學者有參考歐盟法而介紹「金融工具」之說法，本文認為此種廣泛定性於我國只能作為一種描述方式，對應回我國既有法律體系並無相近之概念，故此說較不可採。

最後須強調者，本文所介紹之各種定性說法，並非互斥之概念。蓋比特幣在用途上除可作為支付工具、投資工具、亦可成為商品作交易，多種用途背後所蘊含者乃係監管重疊之可能性。比如在美國，碎裂型監管為其特色，聯邦法之間以及聯邦法與州法之間時常出現競爭關係，比特幣的監管更是如此。本文所介紹之 SEC、IRS、CFTC、FinCEN 即會針對其所管轄者作出定性並規範，不同的監理部門會依

據自行政政策的優先性，而有不同之先後以及優先監理措施，目的即是盡量站在現有的立法框架下使比特幣可得納入其監管範圍內⁵¹⁴。於我國亦會面臨相同問題，只要比特幣相關適用會觸及自身監管範疇，中央銀行、金管會、國稅局等機關即必須適度作出回應。

本文期許透過「定性」之方式釐清比特幣在現有規範體系下之監管模式，尤其在證交法、期交法及銀行法皆會有刑事責任問題，對於法律明確性之要求也相應提高，除了需擔保人民之預見及信賴外，再來就是面臨到罪刑法定原則之檢驗，此種衝突在本文第五章探討比特幣是否為款項、資金時尤其明顯。因此透過本文之定性分析，現階段至少可提供司法者於適用法律時有更嚴謹之依據，也可加強投資人之保護，以即時處理虛擬通貨龐大監管議題下之一大困境。

⁵¹⁴ 黃靖崑，前揭註 63，頁 87。

參考文獻



一、中文文獻(按筆劃排列)

(一) 專書論著

黃昱程 (2003),《貨幣銀行學》,修訂二版,華泰。

劉連煜 (2018),《新證券交易法實例研習》,增訂十五版,元照。

賴英照 (1922),《證券交易法逐條釋義—第一冊》,作者自版。

賴英照 (2009),《最新證券交易法解析》,元照。

(二) 期刊論文

中央銀行 (2021),〈虛擬通貨近期發展及國際監管概況〉,《存款保險資訊季刊》, 34 卷 2 期,頁 14-25。

王志誠、何雨柔 (2020),〈論虛擬貨幣之發展與監理趨勢〉,《財稅研究》,49 卷 3 期,頁 80-108。

王志誠、賴建宇 (2022),〈虛擬資產之性質及投資風險—以美國證券管理委員會起訴瑞波公司 (Ripple Labs) 案為例〉,《月旦律評》,1 期,頁 7-21。

朱德芳、陳肇鴻 (2014),〈衍生性金融商品之內線交易禁止法律規制：以規範客體範圍與民事賠償責任為核心〉,《國立臺灣大學法學論叢》,43 卷 2 期,頁 419-487。

江宇程 (2018),〈比特幣法律上之定性：以各國立場、法規為借鏡〉,《司法新聲》, 125 期,頁 12-32。

余雪明 (1996),〈認識證券交易法 (二) 有價證券之概念〉,《月旦法學雜誌》,16



期，頁 83-86。

宋皇志、吳婕華(2020)，〈虛擬貨幣之法律性質與監理規範〉，《臺北大學法學論叢》，171 期，頁 133-211。

李莉糖(2022)，〈加密貨幣的政治與經濟：比特幣、以太坊、穩定幣、臉書幣將如何改變全球金融系統〉，《全球政治評論》，77 期，頁 129-136。

李宜雯、黃曉盈、周玉娟(2019)，〈我國對證券型代幣發行、交易及平臺監理之規劃方向〉，《證券暨期貨月刊》，37 卷 11 期，頁 5-15。

李聖傑(2022)，〈以比特幣吸「晴」的刑法管制——兼評臺灣高等法院 107 年度金上訴字第 83 號判決〉，《月旦法學教室》，232 期，頁 51-62。

林家璋、簡兆翌(2019)，〈新修正期貨交易法部分條文相關內容之淺析〉，《證券暨期貨月刊》，37 卷 3 期，頁 5-17。

林繼恆、楊岳平、李鎧如(2021)，〈新興金融科技遭濫用於犯罪之研究〉，《刑事政策與犯罪防治研究專刊》，30 期，頁 141-202。

張芷、施淑惠、廖月波(2017)，〈虛擬通貨所涉之可能稅務議題〉，《會計研究月刊》，405 期，頁 72-76。

郭土木(2018)，〈證券交易法有關經主管機關核定之有價證券其範圍與爭議——兼評最高法院 105 年台抗字第 925 號刑事確定裁定〉，《軍法專刊》，64 卷 3 期，頁 43-60。

郭大維(2021)，〈證券型虛擬通貨是否為證券交易法上之有價證券〉，《月旦法學教室》，229 期，頁 27-30。

郭戎晉(2021)，〈加密資產浪潮下期貨交易主管機關之監管角色與課題〉，《台灣 2021 New Futures 期貨學術與實務交流研討會論文集》，頁 593-619。

楊岳平(2018),〈首次代幣發行與證券監理法制——以臺灣證券交易法下「證券」的定義為中心〉,《月旦財經法雜誌》,43期,頁135-164。

楊岳平(2019),〈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〉,《台大法學論叢》,48卷特刊,頁1279-1374。

楊岳平(2020),〈金融科技時代下的金融監管挑戰:論虛擬通貨交易平台的監管架構〉,《國立臺灣大學法學論叢》,49卷特刊,頁1309-1396。

楊岳平(2020),〈論虛擬通貨之法律定性:以民事法與金融法為中心〉,《月旦法學雜誌》,301期,頁43-63。

楊岳平(2021),〈論去中心化金融與智慧合約的金融監理——以去中心化借貸為中心〉,《月旦法學雜誌》,316期,頁53-72。

楊岳平(2022),〈虛擬通貨的洗錢防制監管疆域與國際標準——評我國「虛擬通貨平台及交易業務事業防制洗錢及打擊資恐辦法」〉,《法律扶助與社會》,9期,頁93-140。

楊岳平(2023),〈虛擬通貨監管的比較法發展與我國監管架構芻議〉,《月旦法學雜誌》,335期,頁39-63。

楊岳平(2023),〈虛擬通貨與銀行法之「款項」或「資金」——評最高法院110年度台上字第3277號刑事判決〉,《裁判時報》,130期,頁46-55。

楊筑羽(2018),〈簡述歐盟新金融市場工具指令對亞太地區之潛在衝擊〉,《經貿法訊》,226期,頁1-6。

廖崇宏(2022),〈比特幣貨幣性質概念之再商榷〉,《月旦財稅實務釋評》,34期,頁21-29。

臧正運(2018),〈試論金融監理科技的分析框架與發展圖像〉,《管理評論》,37卷



4 期，頁 19-35。

臧正運 (2019)，〈台灣發展監理科技之芻議〉，《存款保險資訊季刊》，32 卷 4 期，頁 50-77。

臧正運 (2020)，〈論密碼資產的興起與金融監理機關之職能變革〉，《月旦法學雜誌》，301 期，頁 64-85。

臧正運、曾宛如、方嘉麟 (2018)，〈從區塊鏈融資論眾募規範趨勢〉，《月旦法學雜誌》，273 期，頁 72-105。

劉韋廷 (2022)，〈虛擬貨幣之監理〉，《月旦法學教室》，231 期，頁 67-83。

劉連煜 (1994)，〈論票券是否可能成為證券法上所規範之證券—美國聯邦最高法院 *Reves v. Ernst & Young* 乙案的檢討〉，《中興法學》，37 期，頁 139-159。

蔡佩玲 (2022)，〈虛擬貨幣與洗錢防制——未知之金流世界交易規則〉，《月旦法學雜誌》，324 期，頁 132-142。

蔡英欣 (2018)，〈試論虛擬貨幣之監理與法律定位—以日本法為中心〉，《管理評論》，37 卷 4 期，頁 53-67。

鄭婷嫻 (2021)，〈論證券型虛擬通貨引進後證券法規應用與監理機制調適〉，《臺灣財經法學論叢》，48 卷 1 期，頁 149-190。

賴英照 (2019)，〈證券交易法五十年〉，《月旦法學雜誌》，293 期，頁 5-26。

戴銘昇 (2006)，〈美國證券法規上「證券」之重要判斷原則〉，《證券暨期貨月刊》，24 卷 12 期，頁 25-46。

戴銘昇 (2021)，〈從比特幣談收受存款之標的〉，《台灣法學雜誌》，401 期，頁 29-33。



簡兆翌(2017),〈期貨交易法第107條及第112條修正規定之淺析〉,《證券暨期貨月刊》,35卷2期,頁20-31。

羅鈺珊(2017),〈分散式帳本與區塊鏈的應用現況與挑戰〉,《經濟前瞻》,173期,頁79-84。

蘇詩雅(2018),〈歐盟金融工具市場指令修訂版(MiFID II)對資產管理市場之規範內容與影響評估〉,《證券暨期貨月刊》,36卷2期,頁22-31。

(三) 學位論文

周知儀(2022),《虛擬資產之洗錢防制與監理—以虛擬貨幣為中心》,東吳大學法學院法律研究所碩士論文,臺北。

高靖奇(2018),《跨境洗錢防制法之研究:以金融機構為中心》,東吳大學法學院法律研究所碩士論文,臺北。

黃靖崴(2018),《論比特幣法律規範之定性》,東吳大學法學院法律研究所碩士論文,臺北。

鄭學豐(2021),《我國虛擬通貨事業辦理防制洗錢業務之研究》,國立臺灣大學進修推廣學院事業經營法務碩士在職學位學程碩士論文,臺北。

(四) 計畫報告

行政院洗錢防制辦公室,2021 國家洗錢資恐及資武擴風險評估報告。

法務部調查局,毒品交易虛擬金流偵查新模式—以本局與荷蘭警方合作偵查個案為例,107 年毒品犯罪防制工作年報。

政大法律研究所,證券交易法修正草案相關問題之研究。

香港交易所,全球大宗商品衍生性商品市場概覽研究報告。

臺灣證券交易所期末報告，衍生自有價證券之金融商品是否應納入證券交易法第157條之一禁止內線交易規範之標的及相關民事損害賠償之計算。



二、英文文獻(按字母順序排列)

(一) 專書論著

Dowd, K. (2014). *New private monies: a bit-part player?* 174 INSTITUTE OF ECONOMIC AFFAIRS MONOGRA-PHS, HOBART PAPER.

Popper, N. (2015). *Digital gold: The untold story of Bitcoin*. PENGUIN UK.

(二) 期刊文獻

Akins, B., Chapman, J. L., & Gordon, J. (2015). *The Case for the Regulation of Bitcoin Mining as a Security*, 19 VA. J.L. & TECH. 669-715.

Alberts, J. E. & Fry, B. (2015). *Is Bitcoin a Security*, 21 B.U. J. SCI. & TECH. L.1-21.

Allen, R.J. (1983). *Continuing Confusion in the Definition of a Security: The Sale of Business Doctrine, Discretionary Trading Accounts, and Oil, Gas and Mineral Interests*, 40 Wash. & Lee L. Rev. 1255-1283.

Aron, D. E. & Jones, M. (2018). *The CFTC's Characterization of Virtual Currencies as Commodities: Implications under the Commodity Exchange Act and CFTC Regulations*, 38 No. 5 FUTURES & DERIVATIVES L. REP. NL 1.

Baker, C. M. (2010). *Regulating the Invisible: The Case of Over-the-Counter Derivatives*. 85 NOTRE DAME L. REV. 1287-1378.

Beauchamp, T. W., Wink, S. P., Hawkins, S., Valdez, Y. D. & Davis, S. (2019). *Cryptoasset trading platforms: A regulatory trip around the world*, GLOBAL LEGAL IN SIGHTS, at 9-22.

Blakemore, J. M. (2020). *New Things Under the Sun: How the CFTC is Using Virtual Currencies to Expand Its Jurisdiction*. 73 ARK. L. REV. 205-261.

Böhme, R., Christin, N., Edelman, B., & Moore, T. (2015). *Bitcoin: Economics, technology, and governance*. 29.2 JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES. 213-238.

Bryans, D. (2014). *Bitcoin and Money Laundering: Mining for an Effective Solution*. 89 IND. L.J. 441-472.

Buck, B. H. (2020). The Regulation of Virtual Currencies in the United States, 40 NE.J. LEGAL STUD. 25-44.

Cheah, E., & Fry, J. (2015). *Speculative bubbles in Bitcoin markets? An empirical investigation into the fundamental value of Bitcoin*. 130 ECONOMICS LETTERS. 32-36.

Davis, M. R. (1997). *Unregulated Investment in Certain Death: SEC v. Life Partners, Inc.*, 42 VILL. L. REV. 925-968.

Douglas, J. L. (2016). *New Wine into Old Bottles: Fintech Meets the Bank Regulatory World*. 20 N.C. BANKING INST. 17-65.

Dyrberg, A. H. (2016). *Hedging capabilities of bitcoin. Is it the virtual gold?*. 16 FINANCE RESEARCH LETTERS. 139-144.

European Central Bank (2012), *Virtual Currency Schemes*. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemesen.pdf>

European Central Bank. (2015). *Virtual Currency Schemes—a further analysis*

Farmer Jr., F. R. (2014). *Speculative Tech: The Bitcoin Legal Quagmire & the Need for Legal Innovation*, 9 J. BUS. & TECH. L. 85-106.

Financial Action Task Force on Money Laundering. (2014). *Virtual Currencies: Key Definitions and Potential AML/CFT Risks*.

Financial Action Task Force on Money Laundering. (2015). *Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Currencies*.

Financial Action Task Force on Money Laundering. (2019). *Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers*.

Financial Action Task Force on Money Laundering. (2021). *International Standards on*

Combating Money Laundering and the Financing of Terrorism & Proliferation.



Financial Conduct Authority. (2019). *Guidance on Cryptoassets* (Consultation Paper CP19/3*).

Financial Conduct Authority. (2019). *Guidance on Cryptoassets: Feedback and Final Guidance to CP 19/3* (Policy Statement PS19/22).

Financial Stability Board. (2018). *Crypto-Asset Markets: Potential Channels for Future Financial Stability Implications*.

Gilson, B. (2011). *Defending Your Client's Property Rights in Space: A Practical Guide for the Lunar Litigator*, 80 FORDHAM L. REV. 1367-1405.

Goforth, C. (2019). *The Lawyer's Cryptionary: A Resource for Talking to Clients about Cryptotransactions*. 41 CAMPBELL L. REV. 47-122.

Gordon III, J. D. (1990). *Interplanetary Intelligence About Promissory Notes As Securities*, 69 TEXAS L. REV. 383-404.

Grinberg, R. (2012). *Bitcoin: An Innovative Alternative Digital Currency*, 4 HASTINGS SCI.& TECH. L.J. 159-208.

Gross, R., & Acquisti, A. (2005). *Information revelation and privacy in online social networks*. PROCEEDINGS OF THE 2005 ACM WORKSHOP ON PRIVACY IN THE ELECTRONIC SOCIETY. 71-80.

Harlev, M. A., & Yin, H. S., Langenheldt, K. L., Mukkamala, R. R., & Vatrappu, R. (2018). *Breaking bad: De-anonymising entity types on the bitcoin blockchain using supervised machine learning*. PROCEEDINGS OF THE 51ST HAWAII INTERNATIONAL CONFERENCE ON SYSTEM SCIENCES. 3497-3506.

He, D., Habermeier, K., Leckow, R., Haksar, V., Almeida, Y., Kashima, M., ...Verdugo-Yepes, C. (2016). *Virtual Currencies and Beyond: Initial Considerations* (IMF Staff Discussion Note, SDN/16/03)

Henning, J. (2018). *The Howey Test: Are Crypto-Assets Investment Contracts?* 27 U. MIAMI BUS. L. REV. 51-74.

Hunt, R. S. (1977). *Madame El Khadem, the Ninth Circuit, and the Risk Capital Approach.* 57 OR. L. REV. 3-30.

International Organization of Securities Commissions. (2020). Issues, Risks and Regulatory Considerations Relating to Crypto-Asset Trading Platforms. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD649.pdf>

Johnston, Z. (2019). *Commodity Futures Trading Com'n v. McDonnell* 287 F.Supp.3d 213 (E.D.N.Y. 2018). 29 DEPAUL J. ART, TECH. & INTELL. PROP. L. 149-161.

Kogan, A. (2019). *Not All Virtual Currencies Are Created Equal: Regulatory Guidance in the Aftermath of CFTC v. McDonnell.* 8 AM. U. BUS. L. REV. 199-244.

Krohn-Grimberghe, A. & Sorge, C. (2013). *Practical aspects of the Bitcoin system.* The Computing Research Repository (CoRR). 1-9.

Lucking, D. & Aravind, V. (2019). *Cryptocurrency as a commodity: The CFTC's Regulatory Framework.* GLOBAL LEGAL INSIGHTS, 1-8.

MacCarthy, M. (2010). *What payment intermediaries are doing about online liability and why it matters.* 25BERKELEY TECH. LJ.1037-1120.

Mandjee, T. (2015). *Its Legal Classification and Its Regulatory Framework.* 15 J. BUS. & SEC. L. 157-218.

Markham, J. W. (1988). *'Front-Running'--Insider Trading Under the Commodity Exchange Act,* 38 CATH. U. L. REV. 69-127.

McCullum, P. N. (2015). *Bitcoin: Property or Currency?.* 148.8 TAX NOTES, 866-873.

Monaghan, M. K. (1994). *An Uncommon State of Confusion: The Common Enterprise Element of Investment Contract Analysis.* 63 FORDHAM L. REV. 2135-2175.

Organisation for Economic Cooperation and Development. (2019). *Money Laundering and Terrorist Financing Awareness Handbook for Tax Examiners and Tax Auditors.* <https://www.oecd.org/ctp/exchange-of-tax-information/money-laundering-awareness-handbook.htm>

Prentis, M. (2015). *Digital Metal: Regulating Bitcoin as a Commodity*, 66 CASE W. RES. L. REV. 609-638.

Rauchs, M., Glidden, A., Gordon, B., Pieters, G., Recanatini, M., Rostand, F., Vagneur K., & Zhang, B. (2018). *Distributed Ledger Technology Systems: A Conceptual Framework*.

Reddy, A. (2018). *Coinsensus: The Need for Uniform National Virtual Currency Regulations*. 123 DICKINSON L. REV. 251-280.

Reid, F., & Harrigan, M. (2013). *An analysis of anonymity in the bitcoin system*. SECURITY AND PRIVACY IN SOCIAL NETWORKS. SPRINGER, NEW YORK, NY, 197-223.

Schaefer, C. R. (1967). *Licenses--Sales of Stock--Withdrawable Capital Shares*. 19 CASE W. RES. L. REV., 1123-1129.

Shcherbak, S. (2014). *How Should Bitcoin Be Regulated*. 7 EUR. J. LEGAL STUD. 41-83.

Slattery, P. (2013). *Square Pegs in a Round Hole: SEC Regulation of Online Peer-to-Peer Lending and the CFPB Alternative*, 30 YALE J. ON REG. 233-275.

Stassen, J. H. (1982). *The Commodity Exchange Act in Perspective: A Short and Not-So-Reverent History of Futures Trading Legislation in the United States*, 39 WASH. & LEE L. REV. 825-843.

Stout, L.A. (2011). *Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis*. 1 HARV. BUS. L. REV. 1-38.

Swiss Financial Market Supervisory Authority. (2017). *FINMA Guidance 04/2017 Regulatory treatment of initial coin offerings*
<https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>

Swiss Financial Market Supervisory Authority. (2018). *Guidelines for Enquiries Regarding the Regulatory Framework for Initial Coin Offerings (ICOs)*.

Tsukerman, M. (2015). *The Block is Hot: A Survey of the State of Bitcoin Regulation and Suggestions for the Future*, 30 BERKELEY TECH. L.J. 1127-1170.

U.S. Securities and Exchange Commission. (2017). *Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO* (Release No. 81207).

Verstein, A. (2016). *Insider Trading in Commodities Markets*. 102 VA. L. REV. 447-500.

Verstein, A. (2019). *Crypto Assets and Insider Trading Law's Domain*. 105 IOWA L. REV. 1-59.

(三) 其他

Department of Justice. Two Arrested for Alleged Conspiracy to Launder \$4.5 Billion in Stolen Cryptocurrency. <https://www.justice.gov/opa/pr/two-arrested-alleged-conspiracy-launder-45-billion-stolen-cryptocurrency>

Financial Action Task Force. How is money laundered? <http://www.fatf-gafi.org/pages/faq/moneylaundering>.

Hinman, W. (2018). *Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary* (Plastic)

Internal Revenue Service, *IRS has begun sending letters to virtual currency owners advising them to pay back taxes, file amended returns; part of agency's larger efforts*, <https://www.irs.gov/newsroom/irs-has-begun-sending-letters-to-virtual-currency-owners-advising-them-to-pay-back-taxes-file-amended-returns-part-of-agencys-larger-efforts>

Nakamoto, S. (2008). *Bitcoin A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, available at <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>

Rauchs, M., Glidden, A., Gordon, B., Pieters, G., Recanatini, M., Rostand, F., Vagneur K., & Zhang, B. (2018). *Distributed Ledger Technology Systems: A Conceptual Framework*.

United States Securities and Exchange Commission, *Kennedy and Crypto* <https://www.sec.gov/news/speech/gensler-sec-speaks-090822>

World Economic Forum, *Decentralized Finance (DeFi) Policy-Maker Toolkit: White Paper*. <https://www.weforum.org/whitepapers/decentralized-finance-defi-policy-maker-toolkit/>