

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會 填表人：張祥麟

113 年度研究報告提要表

填表日期：113 年 10 月 30 日

研 究 題 目	美國虛擬資產違法案例探討及未來監管方向之研究		
研 究 單 位 及 人 員	研究處 張祥麟	研究 時間	自 113 年 1 月 1 日 至 113 年 10 月 30 日
報 告 內 容 提 要			
壹、 研究內容重點 一、 議題重要性：自 2022 年以來，一連串虛擬資產事件，包括穩定幣 (UST) 崩跌、FTX 交易所破產，到幣安(Binance)被美國證券交易委員會(SEC)及商品期貨交易委員會(CFTC)控告，使虛擬資產監管議題受到高度重視；然而 2024 年 1 月 10 日 SEC 正式核准虛擬資產 ETF 上市，不只是虛擬資產發展的里程碑，更顯示美國監管單位對虛擬資產保持審慎卻又不得不開放的態度。因此，參酌美國對虛擬資產之定位及監管方向，要如何以現有法規監管發展迅速的虛擬資產交易，值深入探討及分析。 二、 研究主軸：本研究聚焦美國 SEC 及 CFTC（以下簡稱監管單位）針對 FTX 及幣安二家虛擬資交易平台（以下簡稱兩平台）之起訴內容及違法情形進行分析，由於兩平台案例發生時間接近，又同被監管單位起訴，藉由案例分析探討美國監管單位如何以其現行之金融監理法規，就虛擬資產交易平台發生違法情事進行監管，並了解美國監管單位對虛擬資產犯罪態樣之看法。本研究主要以 SEC 及 CFTC 對兩平台之起訴書內容，輔以國內外對兩平台之相關文獻及評論進行歸納整理，據以提供對於虛擬資產監管方向之參考。 貳、 結論與建議事項 一、 結論 (一)對美國金融監管單位而言，虛擬資產並非完全無法可管 1. SEC 證明違法業者涉及證券行為，即可依《證券法》監管之，截至 2024 年 8 月 12 日，SEC 已起訴或處罰虛擬資產業業者共 155 案。 2. CFTC 強調即使市場發展及科技創新造成監管上的落差，執法行動亦可能遭受挫折或挑戰，但 CFTC 仍會依據事實及現有法規，對虛擬資產業業者的欺詐、操縱、欺騙等行為提起訴訟，2023 年 CFTC 已提出 96 項執法行動，並開罰、追繳及要求賠償超過 43 億美元。 (二)虛擬資產投機風險難解、平台幣風險更高，穩定幣亦非低風險 1. 據我國央行意見表示，虛擬資產不具內含價值，故虛擬資產價格漲跌完全來自於市場喜好，價格波動幅度劇烈。			

2. 平台幣如本研究案中的 FTT 及 BNB，其價格除易受比特幣等主流虛擬資產影響外，更容易因平台本身營運或消息面等因素而波動，且平台幣的發行及銷毀完全由該平台業者決定，亦即業者掌握了平台幣供需，故對投資人來說，買賣平台幣要承受的價格與流動性風險較比特幣等主流虛擬資產來得更高。
3. 穩定幣雖強調以法幣資產（例如：美元、國庫券等）或其它虛擬資產作為擔保，但是溯其根源還是由虛擬資產業者所發行，所謂的擔保也是由業者所提出，全球前三大穩定幣，USDT、USDC、BUSD 在 2021 年至 2023 年間皆發生價格大跌的風險事件。

(三)監管法規未明確下的虛擬資產業者道德風險高

本研究案例分析可看到整個交易平台，甚至是跨國不同平台都是由創辦人一人決策，並且由同一批員工接受決策指令進行營運，不僅違背個別公司獨立營運的原則，且出現同一批員工同時扮演自營及經紀商、資產保管業者以及交易所的情況。在球員兼裁判的環境下，業者可輕易挪用客戶資產以為己用，以自營商及發行商的身分炒作平台幣，在交易平台設定有利自己的交易條件，嚴重危害其它投資人權益，並以沖洗交易創造虛假交易量，再對外進行不實宣傳，遂行有利於業者本身之違法行為。

二、建議

(一)虛擬資產監管法規的必要性

1. 定義明確，有效監管：

受限於法規不明確，美國執法官員須先耗費大量人力及時間蒐集證據並證明業者涉及證券或應註冊之行為，不只曠日廢時亦造成外界質疑監管單位認定標準不一的問題，故無論虛擬資產歸屬於證券、商品或是其它金融交易工具，應給予明確的定義與監管架構，當不法行為發生時方可即時制止以發揮監管效力。未來待美國 FIT21 草案經參議院通過及總統發布後，CFTC 及 SEC 即可以此為法源制定虛擬資產相關法規及規則。

2. 資產交易、平台營運與資產保管分離：

虛擬資產應以投資人保護的角度出發，將資產交易、平台營運、資產保管等功能作明確區分及分業管理，美國 FIT21 草案業已針對此一問題，於法案中明訂，未來無論是歸屬 CFTC 管轄之商品類虛擬資產，抑或歸屬 SEC 管轄之證券類虛擬資產，其業者皆須依經紀—自營、交易所等分業註冊，並於法條中明訂交易系統不得保管投資人之金錢及資產。

(二)預防虛擬資產引發系統性風險

1. 嚴格規範虛擬資產與金融商品結合的交易工具：

為預防系統性風險發生，首先，未來對於虛擬資產連結的金融商品發行應以主流虛擬資產為主，例如比特幣 ETF，避免業者發行平台幣，以及連結平台業者發行之虛擬資產金融商品，防止因業者倒閉或是主流虛擬資產波動，造成平台幣的價格與流動性風險影響金融商品交易；其次，加強規範機構法人投資虛擬資產連結金融商品的金額上限，以及虛擬資產企業發行之股票或債

券，避免虛擬資產金融商品價格風險影響整體投資組合，損及全體投資人權益，亦可避免因未來再發生類似 FTX 倒閉事件，造成金融市場系統性風險。

2. 建構以保護投資人為出發點的資訊安全要求：

(1) 資安認證如 ISO27001 及營運持續管理 ISO22301 應為虛擬資產業者基本要求；

(2) 可參考香港 2023 年發布《適用於虛擬資產交易平台營運者的指引》，嚴格規範網路安全，包括專責人員管理監督，以及明確定義平台的充足性、可靠性、安全性、容量、系統備份與緊急應變措施，亦規範客戶補償措施。

3. 預防去中心化交易變成中心化金融風險：

大型交易平台出現後，眾多去中心化投資人在平台上參與買賣、借貸，這些平台業者反而利用網路科技變成「另類」的大型中心化金融巨頭，在監管不足的情況下，即出現業者浮濫發行平台幣、操控平台幣價格及過度槓桿等問題。另一方面，虛擬資產和法幣間以及不同虛擬資產間在平台中產生連結，若某一虛擬資產出現價格大幅下跌時，造成其它虛擬資產及平台幣連鎖反應，恐將進而造成「另類」中心化金融危機。

(三)國際間監管合作有其必要性

虛擬資產交易已突破主權及地域限制，單一國家的監管規範所能發揮的效用亦將受限，在去中心化交易環境下，若無國際監管合作，犯罪行為所取得之虛擬資產一旦離開國家監管範圍，將難以進行追索及查緝。

1. 杜拜 VARA 監管制度核心優勢即是擁有 120 多項跨越不同司法管轄區的雙邊協議。

2. 美國 FIT21 草案中亦有明確條文規定，為促進有效及一致的虛擬資產全球監管，授權 CFTC 及 SEC 與各國監管單位協調討論，以便針對虛擬資產建立共同的國際規範。

3. 國際證券管理機構組織(IOSCO)2023 年 12 月亦發布「去中心化金融政策建議報告」，針對新的風險、註冊/授權資訊分享、監管及執法協助等項目，鼓勵國際間就去中心化金融監管建立合作與資訊分享的一致性規範。

(四)投資人教育及資訊公開

1. 有鑑於虛擬資產涉及區塊鏈、分散式帳簿等複雜概念，為免投資人因不了解而被詐騙或造成嚴重損失，對投資人施予正確且清楚的虛擬資產教育至為重要，以美國為例，在 SEC 網站中已設立虛擬資產專區，提供包括文字及影音素材，教育投資人有關虛擬資產投資風險、常見詐騙方式、SEC 執法行動等各方面知識，以及虛擬資產上市公司資訊揭露及停止交易訊息。

2. SEC 下成立「創新與金融科技辦公室」，負責協調監管單位與新興金融科技發展間的問題，藉以了解金融產業目前最新發展情況，並對外發布正確且及時的虛擬資產產業動態，有助外界知悉注意。