

虛擬資產與證券監管

——從Howey測試到現代三層次監管框架

鄭婷嫻*

壹、前言

自比特幣於2008年問世以來，虛擬資產（Virtual Assets）已迅速演變為全球資本市場不可忽視的一環。虛擬資產的多樣性與技術創新特性一再挑戰既有法律架構，尤以證券監管為甚。美國證券交易管理委員會（Securities And Exchange Commission, SEC）這幾年依照《1933年聯邦證券法》（Securities Act of 1933）下的Howey測試判定特定虛擬資產是否構成「投資契約」（Investment Contract），從而納入「證券」監管的範疇。

然而，美國法院對Howey測試的適用並不一致，國家對虛擬資產的政策動搖則可能影響其預測性，尤其在近期SEC撤回對虛擬資產業者的訴訟，更凸顯現行法制在面對虛擬資產時，對於新型態交易方式、技術層面的侷限與爭議。本文擬先說明當前虛擬資產依其實質功能性與市場經濟性作分類後，接著檢視

在Howey測試要件下，虛擬資產是否能構成證券。以SEC近期相關執法案例為觀察對象，並研析我國現行法律對虛擬資產的監理態度轉變，特別是今（2025）年主管機關預告擬定《虛擬資產服務法》，將有機會成為我國第一部虛擬資產專法。最後，本文試著提出以基礎層、行為層與系統層之三層次監管框架，回應虛擬資產的當前法制監管挑戰。

貳、虛擬資產分類與監管原則

一、各法域與國際組織分類簡介

根據國際防制洗錢金融行動工作組織（Financial Action Task Force on Money Laundering, FATF）定義，虛擬資產係指「數位形式代表價值，能以數位方式進行交易或轉移，並可用作支付或投資用途」¹。如FATF於2018年正式採用並解釋虛擬資產平台及交易業務事業（Virtual Asset Service Provider,

* 本文作者係國立中央大學產業經濟研究所副教授兼任所長，美國印第安那大學布魯明頓校區摩利爾法學院法學博士（S.J.D.）。本文承蒙兩位匿名審查人指導，僅此致謝，惟文責全由作者自負。本文為作者執行國科會專題研究計畫（NSTC 113-2410-H-008-043-MY2）的部分研究成果。

註1：FATF, *Updated Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers* 21 (Oct. 2021), available at <https://www.fatf-gafi.org/content/dam/fatf-gafi/guidance/Updated-Guidance-VA-VASP.pdf> (last visited Jun. 10, 2025). “Virtual asset” as a digital representation of value that can be digitally traded or transferred and can be used for payment or investment purposes.

VASP)，2019年指引將VASP與傳統銀行機構一起納入監管對象，並對它們執行類似銀行的監控，並說明VASP要受到國際上貨幣轉帳規則（Travel Rule）的約束，規定VASP對客戶身分須盡到KYC（Know Your Customer, KYC）要求，虛擬資產轉讓、虛擬資產保管以及發行人發行或出售虛擬資產相關的金融服務等，皆需要受到監管²。2021年FATF發布更新虛擬資產指引，再次確立VASP定義及服務範圍、各個司法制度應落實轉帳規則等，更新指引中更涵蓋市場上有關DeFi（Decentralized Finance, DeFi）及非同質化代幣（Non-Fungible Token, NFT）定義、範圍以及監理面向³。該定義強調虛擬資產非屬任何主權政府所發行之貨幣或金融資產，然具備經濟可交換性，已引發監管機構對其法律地位之檢討。

FATF因應科技變革持續補充與虛擬資產在金融服務之定義，以及提供更完整的洗錢防制規範，作為虛擬資產洗錢防制與資恐風險的法制框架與監管措施，2023年6月的報告

是第四次更新對VASP防制洗錢資恐的監管應用⁴。2024年6月FATF持續更新對虛擬資產與VASP在金融服務應用標準的報告⁵。FATF意識到虛擬資產及相關活動需要透「跨司法管轄的層級監管架構」國際合作才可能進行有效監管，否則各國有不同監管標準，只會讓虛擬資產交易活動移動到監管較寬鬆的國家。

2018年瑞士金融市場監理局（Financial Market Supervisory Authority, FINMA）曾將虛擬資產表彰之權利區分為三大類，但不排除存在混合形式⁶：

- （一）支付型虛擬資產（Payment Tokens）：如比特幣（Bitcoin），其功能為交換媒介，並不代表對發行人之權利。
- （二）功能型虛擬資產（Utility Tokens）：賦予持有人於特定平台中獲得服務之權利，如文件幣Filecoin。
- （三）證券型虛擬資產（Security Tokens）：其特性類似於傳統證券，通常代表對發行人利潤或資產之權利，如DAO

註2：FATF, *Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers* 11-13 (2019). 2019年FATF指引第10項建議，FATF成員國應對虛擬資產與虛擬資產服務提供者採取適當的防制洗錢與資恐防制相關措施，要求虛擬資產業者對客戶應盡到盡職調查（Customer Due Diligence）程序評估虛擬資產客戶的身分、關係、交易審查與監控等；第15項建議，FATF成員國應要求虛擬資產服務提供者在其設立地註冊或取得執照，形式可包括以公司或其他法人型態進行工商登記，或取得稅籍號碼等。

註3：FATF, *Updated Guidance: A Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers* 4 (2021).

註4：FATF, *Virtual Assets: Targeted Update on Implementation of the FATF Standards on Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers* (2023).

註5：FATF, *Targeted Update on Implementation of the FATF Standards on Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers* (2024).

註6：FINMA publishes ICO guidelines (Feb. 16, 2018), available at <https://www.finma.ch/en/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/#:~:text=FINMA%20categorises%20tokens%20into%20three%20types%2C%20but,functions%20or%20links%20to%20other%20development%20projects.&text=%20Utility%20tokens%20are%20tokens%20which%20are,digital%20access%20to%20an%20application%20or%20service> (last visited Jun. 10, 2025).

(Decentralized Autonomous Organization, DAO) Tokens。

將虛擬資產分成上述三種分類法，仍為目前最多人理解與接納的方式，因此仍有必要簡述。

二、技術變革推進新型虛擬資產類別

各國監理機關或國際組織（如FATF、FINMA、國際證券管理機構組織International Organization of Securities Commissions, IOSCO）對其法律性質與監理主體略有不同解讀，但共識概以其「功能性」與「經濟本質」分類。FATF認為虛擬資產應建立「功能導向（Function-Based）」與「技術中立（Technology-Neutral）」的監理模式⁷。現國際虛擬資產分類則增加第四類，即穩定幣（Stablecoins）。國際清算銀行支付暨市場基礎設施委員會（The Committee on Payments and Market Infrastructures, CPMI）2023年在跨境支付中使用穩定幣安排因應之報告，首先從跨境支付的角度探討穩定幣安排的關鍵特徵；其次，報告重點介紹一系列考量和挑戰；第三，報告分析穩定幣安排如何與其他支付方式互動共存；第四，報告評估穩定幣

的使用對貨幣政策、金融穩定和央行支付功能的潛在影響⁸。報告中強調不同司法管轄區在監管框架和經濟條件方面差異的重要性。

不同司法管轄區對穩定幣的政策方針各不相同：一些司法管轄區明確表示不會接受穩定幣，因為穩定幣可能對貨幣主權、金融穩定和鑄幣稅收入造成風險；其他司法管轄區則選擇對穩定幣進行監管以應對這些風險，承認穩定幣及其底層技術可能在其司法管轄區未來的生態支付系統中發揮潛在作用⁹。

舉例來說，根據歐盟（Markets in Crypto-Assets Regulation, MiCA），若穩定幣具備價值儲存及兌付承諾，其設計符合法幣掛鉤，則可能構成電子貨幣（E-Money），並依照MiCA第43條及搭配《電子貨幣指令》（E-Money Directive）（2009/110/EC）處理¹⁰。或者，類似存款地位，如根據美國《穩定幣統一標準保障法案》（Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act, GENIUS Act）（2025年版本，亦稱S.394），本法案旨在將穩定幣整合到美國金融體系，穩定幣若符合一定條件，如用在支付或結算，在法律與功能層面應符合類似銀行存款的標準，但須與存款作區隔¹¹。因此穩定幣的出現，

註7：FATF, *Updated Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers* 13 (Oct. 2021), available at <https://www.fatf-gafi.org/content/dam/fatf-gafi/guidance/Updated-Guidance-VA-VASP.pdf> (last visited Jun. 10, 2025).

註8：CPMI, *Considerations for The Use of Stablecoin Arrangements in Cross-Border Payments* (Oct. 2023), available at <https://www.bis.org/cpmi/publ/d220.htm> (last visited Jun. 10, 2025).

註9：Id. at 2-3.

註10：MiCA Art. 43.

註11：S.394-GENIUS Act of 2025, available at <https://www.congress.gov/bill/119th-congress/senate-bill/394/text> (last visited Jun. 10, 2025).

雖稱作第四類虛擬資產，但仍可比照或放寬傳統銀行發行存款的門檻與標準，進行相同風險，相同監理。

三、美國SEC對虛擬資產的管轄主張

美國證券交易委員會（U.S. Securities and Exchange Commission, SEC）自2017年發表DAO Report以來，即積極主張其對部分虛擬資產的監理權限，認為若該等資產符合《1933年證券法》（Securities Act of 1933）及《1934年證券交易法》（Securities Exchange Act of 1934）所稱「證券」（Security）之定義，即應納入聯邦證券法之規範架構，DAO Report是SEC首次針對去中心化組織所發行之虛擬資產進行法律定性分析，並明確認定DAO Tokens構成投資契約，應屬證券法所稱之「證券」¹²。

在該報告中，SEC援引聯邦最高法院SEC v. W.J. Howey Co.一案所建立之Howey測試（Howey Test）¹³，指出DAO所募集資金係來自公眾投資人，其出資後對於利潤之期待，係依賴DAO組織者及第三方開發者之努力來實現，資金並集中於共同事業中，據此判定已構成典型之投資契約。此一見解亦延伸至SEC對首次代幣發行（Initial Coin Offering, ICO）所進行之執法行動，並構成後續數十起虛擬資產相關案件的理論基礎。

此後，SEC展開一系列針對虛擬資產發行人之執法行動，包括近期3個受到世人矚目的案例，分別為Telegram, Ripple, Coinbase案，觀察這些案件顯示出法院對SEC主張的接受程度並不一致（詳如後述第參部分）。例如，在Ripple Labs Inc.一案中，紐約南區聯邦地方法院於2023年裁定Ripple發行之XRP雖在特定銷售方式下構成投資契約，但對散戶於二級市場之交易則不構成證券發行，對SEC構成重大挫折。一方面，SEC認為Howey測試提供足夠彈性，可涵蓋新型數位資產之發行模式；但另一方面，批評者則認為該測試過度依賴事後解釋，欠缺法律預測可能性，對於去中心化協議的發展產生寒蟬效應（Chilling Effect）¹⁴。

因此，儘管SEC在過去數年間積極運用其權限將虛擬資產納入現行監理體系，但隨著法院對Howey測試適用之多樣解釋與市場實踐之演變，SEC權限主張的邊界仍具高度爭議性，亦凸顯出現行監理框架面臨虛擬資產新型態之制度適應問題。

參、Howey測試及近期美國判決實務

一、SEC v. Telegram Grp. Inc.：對SAFT模式的法律審查與投資契約之認定

在SEC v. Telegram Group Inc.一案中（下稱

註12：SEC, *Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO*, Exchange Act Release No. 81207 (Jul. 25, 2017), available at <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf> (last visited Jun. 10, 2025).

註13：SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946).

註14：See e.g., J.W. Verret, *The SEC's Path to Killing Crypto: How the Howey Test Became a Sword*, 75 SMU L. REV. F. 1 (2022); also see Lewis Rinaudo Cohen et al., *The Ineluctable Modality of Securities Law: Why Fungible Crypto Assets Are Not Securities*, 82 OHIO ST. L.J. 1017 (2021).

Telegram案)¹⁵，SEC首次針對虛擬資產項目中常見的「簡化未來代幣協議」(Simple Agreement for Future Tokens, SAFT)進行系統性法律挑戰。Telegram於2018年以SAFT結構進行兩輪私募，共計向全球171名合格投資人募集約17億美元資金，預計於TON區塊鏈啟動後交付Gram代幣。該交易設計宣稱，在主網啟動前Gram僅為未來權利，並非立即可用之代幣，因此發行Gram代幣不構成證券行為¹⁶。

SEC卻持不同立場，主張即便使用SAFT模式，其整體安排應視為「單一計畫」下的整體交易，構成《1933年聯邦證券法》第5條所禁止之未註冊證券發行¹⁷。在2020年的初步禁制令中，紐約南區聯邦地方法院支持SEC主張，認為該交易結構整體符合Howey測試所建構的投資契約標準¹⁸。

法院指出，最初的投資人購買Gram代幣並非基於使用需求，而是出於投資意圖，預期未來主網啟動後代幣價格上升。法院特別強調兩項要件支持該等期待屬於「他人努力下之利潤」：

(一) TON區塊鏈與Telegram生態系統的依賴性：Gram代幣的功能性與價值需依賴Telegram團隊成功開發TON區塊鏈並促進其使用。法院指出，Telegram不僅在募資後持續參與開發，其營運資金

亦部分來自私募資金，顯示Telegram團隊之努力與成敗有高度關聯¹⁹。

(二) 最初購買人具轉售意圖與消費使用的缺乏：雖SAFT合約中聲稱代幣用途為未來平台服務之使用，但法院認為從投資人結構與交易安排可觀察出其購買目的為轉售圖利，而非實際「消費使用」Gram代幣。此顯示交易具有典型投資性質，構成Howey所稱之投資契約²⁰。

因此，法院裁定Telegram發行與交付Gram代幣之整體計畫構成未經註冊之證券發行，核准SEC申請初步禁制令，阻止其將Gram代幣發送至投資人帳戶。案件最終Telegram與SEC達成和解收場，Telegram停止發行Gram代幣，退還投資人約12億美元，並支付1850萬美元罰款²¹。

此案具有重要意涵：一方面，它反映出法院對SAFT模式的法律解讀趨於整體性，並且實質判斷，而非僅依合約形式加以認定；另一方面，也凸顯出SEC在監管虛擬資產時更傾向將其作為傳統金融工具之替代性投資工具，進而援引既有證券法律架構予以涵攝。

二、SEC v. Ripple Labs Inc.：銷售類型之法律區分與投資契約判斷標準

SEC自2020年起對Ripple Labs Inc.（下稱

註15：SEC v. Telegram Grp. Inc., 448 F. Supp. 3d 352 (S.D.N.Y. 2020).

註16：See Carol R. Goforth, SEC v. Telegram: A Global Message, 52 U. MEM. L. REV 199 (2021).

註17：SEC v. Telegram Grp. Inc., 448 F. Supp. 3d 352 (S.D.N.Y. 2020).

註18：Id.

註19：Id.

註20：Id.

註21：Judgment, SEC v. Telegram Grp. Inc., No. 1:19-cv-09439 (S.D.N.Y. Jun. 26, 2020), ECF No. 170, available at

Ripple) 提起訴訟，指控其自2013年起未經註冊即公開銷售虛擬資產XRP，違反《1933年聯邦證券法》第5條關於證券發行之規定²²。Ripple否認指控，並主張XRP為數位資產，不應被視為證券。2023年7月13日，紐約南區聯邦地方法院法官發布具指標意義的部分簡易判決 (Summary Judgment)，首次明確區分兩種XRP發行模式：一種是對機構投資人之直接銷售 (Institutional Sales)，另一種是於交易所進行之程式化銷售 (Programmatic Sales)，並對兩者分別適用Howey測試進行法律判斷²³。

(一) 對機構投資人之直接銷售：構成投資契約

法院認定Ripple向機構投資人直接銷售瑞波幣 (XRP) 的行為構成投資契約，因其符合Howey測試所建立的要件：投資金錢、共同事業、以及對他人努力產生利潤的合理期待。判決中指出：「根據Ripple的銷售文件、溝通紀錄及機構銷售的性質，合理的投資人會理解Ripple將使用該等資金以改善XRP市場及推動XRP分散式帳本之應用，進而提升其市場價值²⁴」。此等合理期待，依Howey所示之要件，已足以構成證券。

(二) 於交易所進行之程式化銷售：不構成證券

相對地，法院認為Ripple在虛擬資產交易平台上進行的XRP程式化銷售，因以演算法自動撮合進行，交易雙方並無直接聯繫或身份揭露，故買方並無合理依賴Ripple作為努力來源之對象。法院強調，該等買方難以證明其購入XRP時即有因他人努力而預期利潤之意圖，故不符Howey測試「對他人努力產生利潤的合理期待」之要件²⁵。

此一判決具有重大法制意義，因法院首次承認**相同虛擬資產在不同銷售方式中，可能構成或不構成證券行為**，揭示法院對投資契約形成脈絡化判斷與實質判斷的趨勢。法官Torres並明確指出：「XRP本身不是證券；構成證券的，是特定情境下的交易行為²⁶」。

至2024年10月，法院否決SEC針對該判決提出之上訴請求。2025年3月，SEC正式撤回對Ripple及其兩位高階管理人之指控，亦未進一步提起上訴²⁷。

三、SEC v. Coinbase Inc.：交易平台地位與質押服務的證券法挑戰

SEC於2023年6月對Coinbase Inc.提起訴訟，主張其作為虛擬資產交易平台，在未經註冊的情況下營運一個證券交易所、經紀商與結算機構，違反《1933年聯邦證券交易法》²⁸。

<https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2020-146> (last visited Jun. 10, 2025).

註22：SEC Press Release, *SEC Charges Ripple and Two Executives with Conducting \$1.3 Billion Unregistered Securities Offering*, Dec. 22, 2020, available at <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2020-338>.

註23：SEC v. *Ripple Labs Inc.*, No. 20-cv-10832, 2023 WL 4507900 (S.D.N.Y. Jul. 13, 2023).

註24：Id. at 5-6.

註25：Id. at 7-8.

註26：Id. at 5.

註27：Notice of Dismissal, *SEC v. Ripple Labs Inc.*, No. 20-cv-10832 (S.D.N.Y. Mar. 1, 2025).

註28：SEC Press Release, *SEC Charges Coinbase for Operating as an Unregistered Securities Exchange*,

法院具體指出，Coinbase所列交易之至少13種代幣（包括SOL、ADA、MATIC等）服務及質押服務（Staking-as-a-Service）可能構成投資契約，應受證券法規範，因此該交易平台須依法申請有價證券登記²⁹。

（一）法律爭點：代幣是否為投資契約與平台是否需註冊

本案爭點主要聚焦於兩個判斷層面：

1.代幣性質認定：SEC援引Howey測試主張，Coinbase上架之多種虛擬資產皆具投資契約特性，投資人對代幣升值之期待依賴代幣發行人與開發團隊之努力，因此應視為證券³⁰。

2.平台法律地位：若代幣構成證券，則Coinbase作為撮合該等交易行為之平台，即應依《1933年聯邦證券交易法》第5條與第15條註冊為證券交易所與經紀商。SEC指出Coinbase雖曾主動與SEC就註冊進行商談，但最終仍未取得執照，因而構成違法經營³¹。

（二）質押服務之法律爭議

SEC同時針對Coinbase提供之「質押服務」方案提出指控。該方案允許用戶將持有之虛

擬資產質押，Coinbase再將該等資產整合並參與區塊鏈驗證機制，藉此取得報酬，並依約與用戶進行分潤。SEC認為此種安排屬於投資契約，符合Howey測試要件，應依法註冊³²。

Coinbase則稱，虛擬資產與傳統證券不同，其質押服務並無共同企業或特定發行人控制，投資人獲得之報酬源自區塊鏈機制本身而非他人努力，並不構成投資契約。該公司並指出，數位資產業界與多數法律學者普遍不認為數位資產具有證券性質，Coinbase甚至呼籲SEC建立虛擬（或譯為「數位」）資產證券（Digital Asset Securities）的規則，明確哪些虛擬資產應視為證券，以及哪些可免於證券法所規範，使交易市場更明確運作³³。

（三）案件後續與SEC自行撤回訴訟

至2025年初，在雙方進行初步程序與交互聲明後，SEC於2025年2月27日發布聲明，宣布撤回對Coinbase的民事訴訟。SEC代理主席Mark T. Uyeda表示，SEC過去對虛擬資產產業之立場多仰賴司法執法途徑，未充分公開諮詢並形成明確政策，未來將以更透明方式建立虛擬資產規範³⁴。值得注意的是，SEC同時強調，此撤訴決定仍不影響SEC對其他虛擬資

Broker, and Clearing Agency (Jun. 6, 2023), available at

<https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2023-102> (last visited Jun. 10, 2025).

註29：SEC v. Coinbase, Inc., No. 1:23-cv-04738 (S.D.N.Y. Jun. 6, 2023), available at

<https://www.sec.gov/enforcement-litigation/litigation-releases/lr-25751> (last visited Jun. 10, 2025).

註30：Id.

註31：Id.

註32：Id.

註33：Coinbase Global, Inc. (Coinbase), Re: Request for Comment on Developing a Framework on Competitiveness of Digital Asset Technologies (Docket ITA-2022-0003) (Jul. 5, 2022), available at https://assets.ctfassets.net/c5bd0wqjc7v0/7ukqyV8DMYJpU30NOywfzG/f8eacdb4a26f86c035f84f3415e2e2fd/FINAL_-_Coinbase_Submission_-_Commerce_RFC_-_05_July_2022.pdf (last visited Jun. 10, 2025).

註34：Press Release, SEC, SEC Announces Dismissal of Civil Enforcement Action Against Coinbase, No.

產案件之執法立場，亦非對Coinbase主張的實質認可，僅顯示該案之撤回屬策略性調整（或政策性）而非法律定論³⁵。

肆、我國虛擬資產專法與監理三層次之建議

一、現行法制規範與司法實務

我國現行法制對虛擬資產區分大致可分為兩大類型，證券型與非證券型，證券型虛擬資產規範在金融監督管理委員會（下稱金管會）於2019年發布函釋核定證券性質虛擬通貨（Security Token Offering, STO）為《證券交易法》（以下稱證交法）規定的有價證券，STO發行人應依證交法第22條第1項向主管機關申報生效，並遵循「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」及相關規章，始能合法發行³⁶。

然而，未向證券主管機關申報的虛擬資產，未必非證券型，監管機關仍有權依虛擬

資產個案透過美國法Howey測試要件作實質認定，即「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³⁷」。

非證券型虛擬資產已具備有洗防、資恐等規範³⁸，但若衍生其他非洗防資恐的法律爭議，僅能由有權機關或法院於個案作出解釋與適用³⁹。然而，司法實務對虛擬資產法律定性尚未統一，可能造成法預測困擾。例如，在民事法部分，有法院將比特幣定義為「物」，認為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，其性質應屬「物」，且屬替代物，應依非金錢債權之強制執行，以物之交付請求權之執行行為強制執行（依強制執行法第123條至第126條）⁴⁰。

2025-47 (Feb. 27, 2025), available at

<https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2025-47> (last visited Jun. 10, 2025).

註35：Id.

註36：金融監督管理委員會（108）金管證發字第1080321164號令。

註37：同前註。

註38：「洗錢防制法」第5條及「提供虛擬資產服務之事業或人員防制洗錢及打擊資恐辦法」（金管證發字第11303860246號）。

註39：臺灣高等法院107年度金上訴字第83號刑事判決。請參閱楊岳平（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〉，《月旦裁判時報》，130期，第46-55頁；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，第43-63頁；鄭婷嫻（2023），〈虛擬通貨與銀行法第29條之1準收受存款罪——評最高法院112年度台上字第317號刑事判決〉，《當代法律雜誌》，22期，第110-117頁；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，第62頁。

註40：臺灣高等法院臺南分院108年度抗字第123號民事裁定。

學者則認為，法院忽略比特幣在交易實務上已具有儲存價值並作為交易媒介及計價單位的特性，未探求當事人真意，確認借用人應返還取得比特幣的當時市價，逕以非金錢債權強制執行，造成執行困難⁴¹。近年，法務部行政執行署查扣犯罪所得泰達幣（Tether或稱USDT）⁴²，其為虛擬資產交易市場認定掛鉤美元價值1比1的穩定幣，執行署拍賣虛擬資產係依強制執行法第64條及第70條「對於動產之執行」之變價拍賣⁴³，而不是依非金錢債權強制執行。因此，對虛擬資產的法律定性不同，適用法規就可能有不同的結果。

在刑事法部分，法院對虛擬資產是否適用銀行法規範略有不同。早期，在臺灣高等法院107年度金上訴字第83號刑事判決，法院透過罪刑法定原則，認為虛擬資產不構成銀行法第29條之1所稱之「款項」或「資金」，理由是虛擬資產並不符合銀行法第3條第1款至第21款的規定，虛擬資產並非銀行業務，且非「貨幣」而是「虛擬商品」，因此認定不構成銀行法下的「款項」或「資金」⁴⁴。

有論者認為此判決可能使比特幣成為詐騙

工具，因比特幣無須政府承認其具有法定清償效力，如以傳統、狹義的貨幣概念否定比特幣作為銀行法第29條之1適格客體，漠視該法規範目的與落實管制，其實是忽略比特幣自存去中心化的貨幣機制，將與我國銀行法杜絕非金融機構執行業務，落實金融秩序保障的核心功能大相逕庭，如司法實務有意或無意留下空白，可能壯大以比特幣作為吸金詐騙工具⁴⁵。另有論者曾言，如以個案標的是否為銀行法得經營之業務範疇為判斷，可能造成具有類似吸收存款的業務，卻由未受監管的非銀行業者經營之監管錯置，建議應以個案標的流通程度，及業務規模達一定程度作為判斷依據，較為妥適⁴⁶。

近期，最高法院112年度台上字第317號刑事判決，則從銀行法第29條之1規定中「其他名義」做出解釋，判決理由說明，依銀行法第29條之1規定，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。條文中所指「其他名

註41：請參閱陳榮傳（2020），〈約定貨幣：問比特幣為何物〉，《月旦民商法雜誌》，67期，第26-27頁。

註42：泰達幣（Tether）由香港科技公司Tether Holdings發售。創建泰達幣（USDT）的目的是解決加密貨幣的大幅波動問題。因此，泰達幣係由法幣支持，是一種旨在跟隨美元價值的穩定幣，無法開採，
<https://hk.investing.com/crypto/tether>（最後瀏覽日期：2025年6月10日）。

註43：法務部行政執行署花蓮分署新聞稿，「超罕見標的！花蓮地檢署囑託執行署花蓮分署拍賣「虛擬貨幣」，預計4月首拍」，2023年3月13日，
<https://www.hly.moj.gov.tw/259994/260010/664767/1286046/post>（最後瀏覽日期：2025年6月10日）；法務部行政執行署台南分署新聞稿，「臺南分署首例受臺南地檢署囑託拍賣虛擬貨幣5/2拍賣泰達幣3萬1,355顆，行政執行署台南分署首拍虛擬貨幣近百萬元拍定」，2023年4月24日，
<https://www.tny.moj.gov.tw/259166/259289/259303/1307114/post>（最後瀏覽日期：2025年6月10日）。

註44：臺灣高等法院107年度金上訴字第83號刑事判決。

註45：請參閱李聖傑，前揭註39，第51-62頁。

註46：請參閱楊岳平，前揭註39，第46-55頁；楊岳平，前揭註39，第43-63頁。

義」，「解釋上包括以投資虛擬貨幣之方式在內。雖虛擬貨幣如比特幣並非法定通貨，然在市場上既得以金錢購買，具有一定支付功能及交換價值，以之作為吸收資金之對象、工具，其影響金融秩序之程度，與使用通貨或一般資金之情形，並無不同。以此方法吸收『資金』，而約定『返還本金或給付相當或高於本金』，等同於資金之聚集、流動。故吸收資金犯罪手法上以虛擬貨幣等間接資金流動模式為之，不影響違法吸收資金犯行之成立⁴⁷」。最高法院判決理由認為虛擬資產雖非法定通貨，但具有一定支付功能及交換價值，可作為吸金之對象或工具，等同於資金的聚集與流動（間接資金流動），仍可成立違法吸金罪。

再者，最高法院113年度台上字第3851號刑事判決，本案被告以招攬投資「VR Bank虛擬資產交易平台」為由，承諾高達年利率108%的報酬，向不特定人吸收資金，違反銀行法第125條第1項非法經營銀行業務罪。最高法院對虛擬資產法定性的見解係：第一，虛擬資產可納入銀行法上的「準收受存款」規範。根據銀行法第29條之1，若以「投資比特幣、泰達幣、乙太幣等虛擬資產」為名，向不特定多數人吸收資金，並承諾返還或給付顯不相當的報酬，即構成「準收受存

款」。第二，重點在行為態樣與風險影響而非資產種類。法院強調是否屬於銀行法規範對象，關鍵不在資金投入標的是什麼（即使是虛擬資產），而在於是否具有向社會大眾吸金、承諾報酬、承擔保本風險之金融行為態樣。第三，評估「顯不相當之報酬」以社會基準為依據。若約定報酬遠高於當地一般金融機構的法定利率或存款利率，易造成民眾輕信、社會金融秩序動盪，故有刑罰介入的必要性。本案法院對於「不特定」多數人之認定，無需實際吸收眾多資金，若透過社群平台、通訊軟體、說明會等方式廣邀社會大眾參與，即構成向「不特定」對象招攬。於「經營業務」的判斷標準需具備持續性、系統性之招攬與運作行為，非偶一為之即可構成。

上述112年度最高法院台上字第317號刑事判決，從銀行法的修正理由、法條的「款項」、「資金」或「其他名義」等用詞解釋出發，認為如利用虛擬資產進行不法行為應受到銀行法高度監管規範。司法實務以此方式保護社會大眾立意良善，惟從法律解釋方法論，對於虛擬資產的定性，各個法院有採用歷史解釋，或採用文義解釋、目的解釋等，仍可能誤用，或可能不適當比附援引，顯屬誤會的援用形成更多討論空間⁴⁸。不

註47：最高法院112年度台上字第317號刑事判決。關於討論銀行法收受存款之法律學術文獻，請參閱莊永丞（2008），〈論我國銀行法29條之1之規範妥適性〉，《財經法制新時代——賴源河教授七秩華誕祝壽論文集》，第433-451頁；戴銘昇（2016），〈違法吸金案：銀行法與證券交易法之交錯／最高院105台上1371判決〉，《台灣法學雜誌》，308期，第129-133頁；楊岳平（2019），〈論違法收受存款罪的目的性限縮——評最高法院106年度台上字第3713號判決〉，《裁判時報》，90期，第46-53頁；莊永丞（2020），〈從實質構成要件之明確性檢視銀行法第29條之1之合憲性〉，《台灣法學雜誌》，391期，第1-6頁。

註48：請參閱鄭婷嫻，前揭註39，第110-117頁。

過，作者繼續觀察近期最高法院113年度台上字第3851號刑事判決，顯示我國法院開始對虛擬資產融資行為採取實質審查標準，非僅看其技術名稱，似有呼應國際對虛擬資產功能導向、技術中立的監理原則，值得肯定。

二、2025年《虛擬資產服務法》草案

（一）《虛擬資產服務法》草案簡介與簡評

金管會今（2025）年預告《虛擬資產服務法》草案（下稱專法草案）⁴⁹，若順利通過立法將成為我國第一部虛擬資產專法。重點簡述如下：

- 1.總則規範，包括立法目的、主管機關、相關用詞定義，以及虛擬資產相關之創新實驗及國際合作（專法草案第1條至第5條）。
- 2.虛擬資產服務商之許可規範，包括種類、許可要求、專營與兼營規範、組織形式、名稱使用、資本額與營業保證金，以及負責人及業務人員資格條件（專法草案第6條至第12條）。
- 3.虛擬資產服務商之共通管理規範，包括財務審慎要求、內部控制與稽核制度、作業委託他人處理、客戶保護、客戶資料保密義務、客戶資產保管、客戶法定貨幣留存、客戶資產提取、虛擬資產出借、財務申報，以及資訊公開與保存（專法草案第13條至第23條）。

- 4.個別虛擬資產服務商之特定規範，包括交換商之交換資訊公開、交易平台商之虛擬資產上下架審查、保管商之虛擬資產保管及業務委託他人處理，以及承銷商之承銷資訊公開（專法草案第24條至第28條）。
- 5.虛擬資產服務商同業公會之規範，包括虛擬資產服務商加入同業公會之義務、主管機關對同業公會之管理權與監督權，以及同業公會之處置權、宣導及教育訓練（專法草案第29條至第33條）。
- 6.穩定幣發行之許可及廢止以及穩定幣發行人之管理（專法草案第34條及第35條）。
- 7.虛擬資產交易及服務之管理與監督，包括虛擬資產詐欺與操縱之禁止、主管機關之檢查權、處分權及停業解職權，以及虛擬資產服務商之退場規範（草案第36條至第40條）。
- 8.相關罰則，包括虛擬資產詐欺或操縱罪、未經許可經營虛擬資產業務或發行穩定幣罪、違反保管客戶資產義務罪、業務文件虛偽或隱匿記載罪、非虛擬資產服務商使用類似名稱罪、行政裁罰、法人之故意過失認定，以及易服勞役規範（專法草案第41條至第48條）。

簡評上述專法草案，總則（第1條至

註49：金管會新聞稿，金管會預告「虛擬資產服務法」草案，2025年3月25日，

https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202503250002&dttable=News（最後瀏覽日期：2025年6月10日）。

第5條)明確設立「主管機關」與創新實驗條款,具開放創新潛力,建議可納入技術中立原則與考慮監理沙盒(Regulatory Sandbox)制度,以強化「漸進式監理」。許可規範(第6條至第12條)已區分「專營與兼營」、「交換商、保管商、承銷商」確為法之創新制度,建議未來子法可進一步定義「重大控股人審查門檻」與「實益擁有者審查」,引進持股申報透明義務。可參考美國財政部金融犯罪執法網(Financial Crimes Enforcement Network, FinCEN)對金融服務商「Money Services Business, MSB」定義,及FATF對VASP之建議第15條。

共通管理義務(第13條至第23條)涵蓋資產保管、資本要求、資訊保存、客戶分離帳務等,未來子法可強化「冷錢包保管比例規範」與第三方定期稽核機制,保障市場透明機制。個別服務商義務(第24條至第28條)針對上下架審查、承銷程序等規定有助於市場品質提升。建議子法明文化「上市標準」審查準則,且列舉哪些服務行為模式將符

合證券型虛擬資產,避免形成實質證券遁入發行。同業公會制度(第29條至第33條)建議可增加強制公會之自治功能與準公權力行使範圍,包括仲裁、內部懲戒權,參照律師公會、會計師公會自治機制。

穩定幣管理(第34條及第35條)獨立規範穩定幣發行,此與國際監理趨勢一致。下一步應在子法明確區分電子貨幣(E-Money)型與資產連結(Asset-Referenced)型穩定幣,且納入贖回承諾、儲備資產揭露與資產評價原則等,參照國際現行穩定幣監管做法。監理與罰則(第36條至第40條)納入詐欺操縱、業者退場、刑事責任、行政罰,層次堪稱明確。建議強化與刑法背信、詐欺及證交法之連結,補充規定「違法資產凍結與追償程序」,或參照香港雙重許可及雙重處分機制,引入「主管機關可延緩制裁」或「法令遵循改善機制」,增強實務執法彈性⁵⁰。

綜合上述,本專法草案已對虛擬資產採「分類型」、「功能導向」與「業者許可制」,初步已符合FATF與IOSCO等國際組織的

註50:根據香港證券及期貨事務監察委員會(以下稱香港證監會)《證券及期貨條例》(第571章)及《打擊洗錢及恐怖分子資金籌集條例》(第615章)(《打擊洗錢條例》),香港證券及期貨條例結合反洗錢條例建立的「雙重許可制度(Dual Licensing Regime)」提供香港證監會(SFC)在虛擬資產交易平台上的雙重處分機制,平台若提供證券型與非證券型資產服務,必須同時持有《證券及期貨條例》下的持牌法團SFO加上《打擊洗錢條例》下的持牌代表(AMLO)許可,且一旦資產屬性變更,平台仍能保持合法運作,為避免中介業務空窗期,SFC規劃「單一合併申請程序」;若出現不符或延誤,SFC得停業或撤證,並依雙法規處罰(如刑罰、罰款與許可撤銷),無論平台是否位於香港境內,只要向香港用戶提供服務且涉及相關虛擬資產類別,即須符合兩類法律要求,<https://www.sfc.hk/TC/Welcome-to-the-Fintech-Contact-Point/Virtual-assets/Virtual-asset-trading-platforms-operators>(最後瀏覽日期:2025年6月10日)。

監管原則。本文建議未來可逐步與現有的洗錢防制法、證交法、電子支付機構管理條例等相關規範進行法律架構的整合，避免法規適用重複或避重就輕。同時，建議納入監理科技（RegTech）與應用程式介面（Application Program Interface, API）接軌義務（如TRM Labs、Chainalysis等監控系統）、跨境合作（如Egmont Group艾格蒙聯盟）條款。

（二）增加虛擬資產彈性監理之三層次模式

我國監理體系採功能分類模式，將虛擬資產依其性質分別納入證交法、洗錢防制法等規範。惟在實務上，虛擬資產常具多重功能，致使法律適用容易產生模糊地帶。2025年專法草案意在完善非證券型虛擬資產監管，但如何判斷為證券型虛擬資產除了適用類似Howey測試外，應考慮增加更清楚明確的檢視標準。本質上，證券型仍是最具法律監管風險，因其法律定性仍高度依賴於各司法轄區的法律架構與個案事實認定，也就容易存在不確定的監管漏洞。

虛擬資產發展迅速，傳統監理多以產品形式為中心，然在技術創新驅動下，監管架構逐漸轉向「科技中立」與「功能導向」原則。本文試著提出基礎層、行為層與系統層三層次規範架構，以兼顧監管明確性與彈性，以及產業創新空間。因此，本文建議增加三層次模式做將來輔助認定虛擬資產的分類：

1.基礎層：明確分類與法律定性

本層旨在釐清虛擬資產於法律體系中之基礎地位，並為上層監理措施提供清晰邊界。各法域逐漸建立虛擬資產法規架構。例如，歐盟MiCA、我國今（2025）年預告擬定虛擬資產專法、

日本資金結算法、香港證監會對虛擬資產交易平台和虛擬資產服務提供者的雙重發牌制度，以及美國SEC透過司法案件認定證券等。

如前述，第一種從資產類型分類方式區分：支付型、功能型、證券型及穩定幣等四大種類。對應不同監理機關與法律規範，例如證券型代幣應受證交法規範，其他虛擬資產則由虛擬資產服務法規範。若未來有穩定幣專法或是現實世界資產代幣化（Real World Assets, RWA）專法，則依照虛擬資產屬性作區別監管。如此雖有可能形成諸多法規範，但屬性相似卻本質不同，本無法做相同管理，因此隨時動態調適與制定法規才能真實對應科技變化。

第二種方式係以法律性質判斷標準：以實質優於形式（Substance over Form）為原則，援引Howey、Reves測試或當地類似測試判斷是否構成投資契約或其他金融商品。第三種方式，橋接跨法域協調機制：面對全球化虛擬資產流通，應建立相容之國際分類標準，借鑑FTAF、FINMA、IOSCO、MiCA等國際相關規定，定期更新，提升制定監理方式一致性。

2.行為層：發行與交易活動之規範

對平台發行、轉讓、質押等行為進行動態式管理規範。行為層重點在於界定與管理市場參與者之具體行為，特別是資產之發行（Issuance）與交易（Trading）活動。

重點如下：第一、資訊揭露與反詐欺

規範：發行人應提供白皮書（White Paper）、募資說明書（Prospectus）或投資風險揭露。禁止虛假廣告與操縱市場行為，強化投資人保護。第二、交易行為為監理：對交易所、場外交易（Over The Counter, OTC）平台等交易中介施加 KYC及AML義務。強化市場操縱、內線交易與洗錢防制機制，建構透明、公平交易環境。第三、中介角色識別與註冊義務：規範代幣發行顧問、投資平台、錢包服務等角色，並設立登記制或核准制。例如，2023年12月IOSCO發布對去中心化金融（Decentralized Finance, DeFi）政策建議的最終報告⁵¹，及2024年發布關於虛擬資產投資者教育的最終報告，該報告介紹部分IOSCO成員監管格局的變化，包括投資者保護措施，並提供教育材料的範例等⁵²。

3.系統層：平台治理與技術提供者責任

對虛擬資產平台治理與技術提供者（如智能合約、預言機開發者）賦予一定法規義務，如依據2022年制定的歐盟數位服務法（Digital Services Act, DSA），VASP屬於數位服務提供者，

有義務移除非非法內容、交易者審查、定期發布與風險揭露、跨境適用等⁵³，亦可同步對技術提供者採沙盒式監理，以及搭配原則性技術揭露義務。

在此層次，監理聚焦由個別行為轉向結構性與系統風險管理，針對虛擬資產交易與服務「平台」、「協議」及其背後之開發與治理機制設計相關規範。首先，對於關鍵基礎設施之識別與規範，如集中交易所（CEX）、去中心化交易平台（DEX）、穩定幣發行商（如Terra）、跨鏈橋（Bridge）等皆屬潛在系統性風險來源。因此，建議對具重要性的技術基礎設施設立風險管理與內部控制要求。

再者，建立平台治理透明度與問責制度，要求揭露治理結構、決策機制、資安政策。如DAO型平台亦應納入治理監理討論，採用「功能責任連結」（Function-Responsibility Nexus）原則，界定治理參與人（如持幣人、開發者）之法律義務。最後，逐步規劃跨境合作與科技監理沙盒：建議設立虛擬資產跨部門監理協調機制（例如金管會、數位

註51：ISOCO, *Final Report with Policy Recommendations for Decentralized Finance (DeFi)* (Dec. 2023), available at

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscopd754.pdf> (last visited Jun. 10, 2025). 該份最終報告內容如下：了解DeFi流程和結構；實現監理的共同標準；辨識和管理關鍵風險；清楚、準確和全面的資訊揭露；依據管轄區內的法律執法；跨境合作等。

註52：ISOCO, *Investor Education on Crypto-Assets* (Oct. 2024), available at

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD769.pdf> (last visited Jun. 10, 2025).

註53：See EU Digital Services Act. 請參閱廖欣儒，比較數位服務法與數位中介服務法草案，台灣人工智慧行動網，2023年11月4日，

<https://ai.ias.sinica.edu.tw/digital-services-act-eu-vs-tw/>（最後瀏覽日期：2025年6月10日）。

發展部、國家科學及技術委員會等共同參與）。對於創新平台可設置科技監理沙盒以測試風險與可能的規範模式。

4. 小結：三層次監管架構之互補性與動態調整

三層次模式具備互補性：基礎層建構明確規範邊界，行為層可約束具體交易行為，系統層則在處理潛在結構性風險與科技治理議題。如此一來，監理機關可保持動態調適能力，適時修正虛擬資產分類標準與治理責任框架，以因應技術與市場之快速變動。

伍、結論

Howey測試極具判斷證券屬性的歷史意義，然而在虛擬資產的檢視上卻顯示出諸多侷限，特別是在Ripple案中更為明顯。此際，若如預期順利，我國將會產生第一部虛擬資產專法，即《虛擬資產服務法》，但是尚有許多細部規範待授權子法完善之處。因此，有必要持續補充具體明確且彈性的監管三層次框架，俾使主管機關能隨時關注國際法制發展作出動態調整，以因應未來虛擬資產產業交易穩定、市場創新及有效監管。