



吳尚燉

金融產業服務 執業會計師
資誠聯合會計師事務所
sam.wu@pwc.com



李裕勳

金融產業服務 合夥律師
普華商務法律事務所
yu-hsun.li@pwc.com



數位資產的監管 如何兼顧金融穩定與創新

- 吳尚燉 / 資誠聯合會計師事務所金融產業服務執業會計師
- 李裕勳 / 普華商務法律事務所金融產業服務合夥律師

以分散式帳本技術為基礎的加密貨幣 / 資產及 NFT，在 2022 年呈現發展多元且變化多端的狀態。以比特幣為例，在 2022 年間，單顆比特幣的價格變化—最高達新台幣 120 萬，最低僅有新台幣 51 萬—即可體現該狀態。據市場觀察，目前不同的產業都希望運用分散式帳本技術發展新的商業模式，並透過該等技術提升相關附加價值，具體案例包括：NBA 推出 NBA Top Shot，將過去實體卡牌收藏轉化為數位化的影像 NFT；阿妹演唱門票透過 NFT 型式發售，除了增添紀念性，亦可在未來透過空投機制增強粉絲的粘著度，較過往單純販賣門票具備更多彈性及延伸效益。在金融交易應用方面，VISA 已與虛擬貨幣交易所合作（如 Crypto.com），讓持卡者能以持有之虛擬貨幣交割刷卡之消費金額；美國也有服務商將不動產代幣化，並銷售給全球投資人，再

定期以美元穩定幣之型式將租金轉帳予投資人之分散化 (Decentralized) 錢包；美國穩定幣發行商 Circle 亦發行 USDC，建立加密貨幣 / 資產版美元支付之生態圈。上述之應用都著眼於加密貨幣 / 資產交易快速及點對點跨境支付的能力，嘗試增加加密貨幣 / 資產的應用場景。

另一方面，加密貨幣 / 資產及 NFT 雖然持續蓬勃發展，但市場上也產生不同的風險及事件，包括日前有關以演算法作為穩定機制的之美元穩定幣 UST 價格崩盤、多家加密貨幣 / 資產交易所倒閉、舞弊、詐騙或客戶資產遭管理不善等事件頻傳，原本分散式帳本技術強調的不可竄改及分散化等特性，係以信任為基礎，但上述風險事件的發生，反而使得客戶對於加密貨幣 / 資產及 NFT 的信任感動搖。此類風險及事件產生的原因，可歸納如下：

一、法令遵循觀念待提升：涉及金融或類金融交易的虛擬通貨服務業者 (VASP)，絕大多數並非傳統金融業者，亦不了解金融交易相關規範。此類業者雖有很多創新的技術及想法，但並不熟悉金融業高度法令遵循的框架，因此較容易衍生相關爭議。以前述 UST 價格崩盤事件為例，該事件在於以演算法作為穩定機制的穩定幣，背後抵質押之資產是其他不具穩定性的虛擬貨幣，而非像 USDC 以實際美元作為抵押；當背後抵押的虛擬貨幣幣價與預期的美金價格脫鉤時，原本預期價格穩定的穩定幣即變得不穩定，導致以該幣種進行交易或投資的虛擬貨幣持有者遭受龐大損失。針對此爭議，部

分國家開始要求穩定幣發行商需要像金融業一樣要符合最低資本適足、保證穩定幣持有者短時間內保證贖回機制確保流動性、及要求會計師定期對保管美金帳戶進行查核工作，以保障穩定幣持有者的權益，降低市場風險。

二、投資人教育及保護待強化：對於發展中之新興技術，不同之交易安排，或是使用不同的加密貨幣 / 資產進行交易，其涉及的相關風險差異可能非常巨大，對於該種技術或交易不熟悉的投資人，對於所投資的商品內容及背後的風險可能不甚理解，導致該等投資人僅憑過往經驗或錯誤觀念做不適當的決策。以前述不動產代幣化的交易模式為例，這種將不動產碎片化的投資模式（即將特定不動產切割成小單位銷售給全球投資人，再利用智能合約將租金以美金穩定幣定期支付給投資人），雖然將具有強烈地域性格的不動產交易 / 投資帶來全球市場跨境銷售的想像，但也提高境外投資人對於此類交易或投資所涉不動產進行盡職調查的難度；若在背後連結的不動產非屬真實或本於該不動產的租賃安排並不存在，即可能衍生爭議。有鑒於此，部分國家已著手針對複雜型之加密貨幣 / 資產投資進行規範，並要求只能銷售給專業投資人，以便區隔風險，此即為將傳統金融業保護投資人之觀念帶入加密貨幣 / 資產投資的具體實例。

三、風險管理觀念待更新：如前所述，分散式帳本技術的重要特點之一在於分散化，故 VASP 為因應分散化的特性，針對某些交易採

取完全顛覆過去的交易方式。以分散化金融 (DeFi) 為例，分散化交易所 (如 Uniswap) 因為不會出現傳統集中化金融的造市商，故發展出自動造市商的交易機制，而若擬對此進行監管，用傳統的方式應該無法達成。再者，分散化的數位錢包，在防制洗錢的工作也是 FATF 提出其中一項較為困難的項目，主因在 Peer to Peer 帳戶持有者都不是實名制；但考量區塊鏈上的交易資料原則上均是公開透明，故 VASP AML 服務商也開始發展以鏈上分析的方式執行防制洗錢相關工作。

加密貨幣 / 資產的迅速崛起使其成為不可忽視的全球資產類別，與傳統金融生態圈的連結度逐漸提高，對金融穩定的影響力也持續擴大。從這些不誠信行為風險突顯出這個市場亟需一個更快速、更全面的國際監管政策與框架，以強化客戶的保護機制。在國際上，全球許多主管機關已經或即將制定數位資產的交易監管計畫。以下即以防制洗錢金融行動工作組織及美國、歐洲與日本等金融先進國家 / 地區為本，說明國際上因應新型態加密貨幣 / 資產交易的監管發展趨勢。

防制洗錢金融行動工作組織 (Financial Action Task Force , FATF)

FATF 於 2021 年 10 月針對虛擬資產和虛擬通貨服務業者更新以風險為基礎的指南，主要目的為協助各司法管轄地區主管機關制定虛擬資產活動的監管方針，並同時協助虛擬通貨服務

業瞭解和執行防制洗錢與打擊資恐 (AML / CFT) 工作之相關義務。

FATF 於 2022 年 7 月的報告指出，旅行規則 (Travel Rule) 的實施僅取得有限的進展，大多數的司法管轄區域仍尚未通過立法或開始施行監管措施。此外，FATF 亦指出違法交易中透過 Peer to Peer 交易比重超過與虛擬通貨服務業者 (VASP) 交易，顯示無實名制虛擬貨幣錢包 (Unhosted Wallet) 洗錢風險程度較高。

美國金融創新責任法案 (Responsible Financial Innovation Act , RFIA)

2022 年間，美國參議院議員提出《金融創新責任法案》(RFIA) 法案，重點包括將加密貨幣 / 資產名稱定性、引入 Ancillary Asset 資產類別、建立稅收政策及穩定幣相關規定、將 Decentralized Autonomous Organization (DAO) 納入管制、明確化政府各部門職責、及投資人保護等。

以與金融支付最直接相關的穩定幣為例，RFIA 草案要求穩定幣發行商應 (1) 維持 100% 高品質流動性資產；(2) 揭露保障資產之內容及價值；及 (3) 保證即時贖回能力。除 RFIA 法案外，FinCEN、OFAC 及 NYDFS 分別從聯邦及州層級的對於穩定幣進行監管。

歐盟加密資產市場規範 (Markets in Crypto-Assets Regulation , MiCA)

MiCA 是全球首個針對加密資產的跨司法管轄區域的監管框架，最早於 2020 年推出，主要

透過對於全球穩定幣發展的關注，以實際影響金融體系。MiCA 推進了歐盟委員會的目標，即建立一個全面性的金融監管框架，提供金融業在採用分散式帳本技術（Distributed Ledger Technology，DLT）和加密資產時能依循的指引。在穩定幣監管方面（在 MiCA 下，可能為 EMTs 或 ARTs），MiCA 要求穩定幣發行人應提供符合要求及一定額度的準備金，以保障穩定幣持有人的贖回權。

MiCA 原預計於 2022 年 11 月由歐洲議會進行批准，並於 2024 年生效，但該批准時程因故延後至 2023 年 2 月，日前又再度因語言翻譯等技術原因將歐洲議會批准時程延後至 2023 年 4 月。MiCA 正式生效的日程或將可能因此推遲。

日本《穩定幣監管法案》

日本國會已於 2022 年中通過《穩定幣監管法案》，並將在一年內生效。根據該法規定，穩定幣只能由受監管的機構發行（例如銀行、匯款公司和信託公司），且穩定幣必須與日幣或其他法定貨幣掛鉤（亦即不得使用演算法穩定其價值），並保證穩定幣持有人有權按穩定幣面額進行贖回。日本金融廳表示，於該法案通

過後，日本金融廳亦準備推出穩定幣發行人管理規範。此外，日本金融廳亦考慮於 2023 年解除國外穩定幣（例如 USDT、USDC）不得在日本境內流通的禁令，並自 2022 年底開始向各界徵提在日本解除穩定幣禁令相關提案的相關意見。

綜上所述，各國主管機關正積極的研究、定義、徵詢、推案和立法，以將加密貨幣 / 資產納入現有金融服務框架。然而加密貨幣 / 資產之發展快速並且多元，在立法及監管技術上並不容易以單一框架進行規範。此外，英國 Crypto & Digital Assets AAPG（All-Party Parliamentary Group）跨黨派機構已於 2022 年 1 月發出之 Consultation Paper 提及，對於加密貨幣 / 資產的規範範圍不宜侷限在特定分散式帳本技術（DLT），以因應未來技術演進。不論如何，加密貨幣 / 資產及 NFT 帶來的機會與風險均為現在進行式，如何在立法上取得適當平衡，並兼顧金融穩定、消費者保護及防制洗錢等傳統金融監管議題，仍有待觀察。

（原文刊載於《台灣銀行家》第 159 期，2023 年 3 月號）

© 2023 PricewaterhouseCoopers, Taiwan. All rights reserved. PwC refers to the Taiwan member firm, and may sometimes refer to the PwC network. Each member firm is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details. This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.