

美國加密資產（虛擬貨幣）法制概要

李儀坤

一、前言

美國迄目前為止，有關加密資產（Crypto assets，即虛擬貨幣 Virtual currency）的定位與法律規範，聯邦金融監理機關的證管會（SEC, Securities and Exchange Commission）、商品期貨交易委員會（CFTC, Commodity Futures Trading Commission）觀點分歧。原則上，SEC 認為首度代幣發行（ICO, Initial Coin Offering）時出售的代幣（Token，虛擬貨幣，即債權憑證），依 1933 年證券法規定，視為「有價證券（Securities）」。CFTC 則認為加密資產（虛擬貨幣）依據商品交易所法規定，視為商品（Commodity）。加密資產的衍生性商品業者視為商品期貨交易業者，接受 CFTC 監理。由此可見，SEC 對於 ICO 時出售的加密資產視為「有價證券」，與 CFTC 將加密資產視為「商品」的觀點歧異。

至於加密資產現貨（Spot），則視為資金移轉業（Money Transmitter），將加密資產視為資金移轉（包括支付、匯款等）工具，由各州金融監理當局進行監理。然而，紐約州與懷俄明州另行訂定加密資產法，對於加密資產交易所嚴加管理。而類似德克薩斯州無須資金移轉業執照，放任監理。美國 50 個州，對於加密資產因而形成，監理嚴格、寬鬆，以及放任的差別監理態度。財政部轄下的金融犯罪執法局（FinCEN, Financial Crimes Enforcement Network），亦將加密資產定位為資金移轉（匯款）工具。

面對美國上述加密資產定位分歧，金融監理不一，加密資產法制未立狀況下，隨著跨國交易的盛行，加密資產交易所如何完備公司治理，落實投資人保護，防杜監理套利等問題浮現，亟待解決。因此，2011 年依據陶德法由聯邦金融監理機關，共同組成金融穩定監督委員會（FSOC, Financial Stability

* 李儀坤現任台灣經濟研究院金融顧問。

Oversight Council)，遵循 2022 年拜登總統數位化發展指令，於 2022 年 10 月就強化加密資產現貨市場，以及穩定貨幣相關監理提出立法建言。並就加密資產各部會統合監理架構，與國際進行協議等積極研議，提供國會訂定專法中。

有鑑於美國對於加密資產現行特別是未來加密資產的定位方向，立法統一監理架構，勢將對全球造成一定程度的影響，不容忽視。因此，本文擬就美國加密資產包括 ICO、衍生性商品，特別是現貨市場，聯邦、各州、議會，現行的定位以及未來的立法方向擇要列示之，俾供參酌。

二、美國分散式加密資產定位現況

美國由於政治體制獨具特色，金融監理體制亦因而疊床架屋。影響所及，即出現同一金融商品，各個聯邦與各州金融監理機關法律定位不同，金融業者因而難以適從，身陷法律風險之中。

近年來逐漸普及的加密資產，隨著金融商品結構的創新與多樣化，加密資產的法律定位目前即已呈現分散式，擬擇要列示如次：

(一)聯邦金融監理機關

1.證券交易委員會（SEC）

SEC 於 2017 年首度將 Slock.it 以 ICO 方式籌資所發行 DAO 代幣（Token），銷售予投資人取得以太幣投資的行為認為符合 1946 年最高法院 Howey 判斷，屬「投資契約」為「證券」發行，適用 1933 年證券法由 SEC 規範。SEC 當即依法提起訴訟。

具體而言，迄目前為止，SEC 僅將 ICO 所發行的代幣（Token），在符合 Howey Test 要件者視為「有價證券」，依據 1933 年證券法接受 SEC 監理。

2.商品期貨交易委員會（CFTC）

CFTC 於 2015 年 9 月依據商品交易所法(Commodity Exchange Act)，將加密資產（虛擬貨幣）定義為「商品」（Commodity）。同時，加密資產的衍生性交易的市場參與者即視同衍生性商品交易業者，接受 CFTC 監理。

CFTC 對於加密資產的法律定位，使得比特幣期貨於 2017 年 12 月起，得以在芝加哥期權交易所（CBOE, Chicago Board Options Exchange）以及芝加哥商品交易所（CME, Chicago Mercantile Exchange）上市。CFTC 對於加密資產的法律定位看似嚴峻，實際則為加密資產衍生性商品，得以在衍生性商品交易所上市。

3. 金融犯罪執法局（FinCEN）

於 1990 年 4 月 25 日設立，為財政部轄下行局，負責收集與分析金融可疑交易訊息，用以防制美國及國外洗錢與打擊資助恐怖主義（AML/CFT, Anti-Money Laundering and Countering the Financing of Terrorism）以及金融犯罪交易。FinCEN 依據銀行秘密保護法（BSA, The Bank Secrecy Act），公布加密資產規範指針。將加密資產視為匯款工具。因此，加密資產交易所視為匯款業者，包括 ATM 以及 ICO，均需申請 FinCEN 執照，接受 FinCEN 監理。

（二）各州金融監理機關與法律定位

加密資產現貨（Spot）市場的交易所則由各州金融當局監理。迄目前為止，美國 50 個州及華盛頓特區，於 2000 年由統一州法委員會（National Conference of Commissioners on Uniform State Laws）訂定統一貨幣服務法（UMSA, Uniform Money Service Act），提供各州修正資金移轉法（Money Transmitter Law）之用。依法業者於取得執照後，可以辦理匯兌以及各種支付業務。同時資金移轉業同時取得美國財政部金融犯罪執法局（FinCEN）登記後，即可兼營成為加密資產交易所，辦理加密資產買賣相關業務。

此外，紐約州及懷俄明州在資金移轉法之外，另行訂定加密資產法，加密資產業者必須在取得加密資產執照後，始得辦理加密資產買賣、交換相關業務。迄今，美國 50 州對於加密資產業者的監理態度，可以分為「友善（Friendly）」、「嚴苛（Hostile）」、「曖昧（Murky）」、「放任（No opinion）」四種。

（三）跨部會金融監理機關與國會立法方針

有鑑於美國聯邦政府如 SEC、CFTC、FinCEN，以及州政府金融監理機關，對於加密資產的法律定位不明，監理分歧，導致投資人保護難以落

實，業者外移，有礙創新，難與國際他國競爭。因此，拜登總統乃於 2022 年 3 月發布數位資產發展指令（Presidential Decree to Ensure Responsible Development of Digital Assets），要求跨部會組成的金融穩定監督委員會（FSOC），就加密貨幣統一監理架構提出建言，敦促國會立法，徹底解決。

2022 年 10 月 3 日金融穩定監督委員會，已就作為數位資產重點項目之一的加密資產現貨市場以及穩定貨幣的強化完成報告，提交議會敦促立法之中。

綜上所述可知，美國目前有關加密資產的法律定位，SEC 認為 ICO 所發行的代幣（Token 為加密資產時）為有價證券。CFTC 則將加密資產視為商品，以利加密資產衍生性商品在商品交易所上市，有助加密資產活絡化。至於州當局，除紐約州、懷俄明州外，加密資產業者多比照資金移轉業寬鬆監理。FinCEN 亦將加密資產定位為資金移轉工具，重視洗錢恐攻防制。有鑑於美國加密資產監理套利有待改善，因此，在拜登總統指令下，金融穩定監督委員會研討統一美國加密資產法制，避免監理套利。

三、SEC 的定位與法律規範

前節已述，美國加密資產相關監理定位，特別是法律規範，呈現疊床架屋，各行其政的事權難分狀況。本節首就 SEC 對於加密資產的定位及法律規範擇要列述之。

(一) SEC 未行定位，鼓勵創新

2009 年 1 月 3 日比特幣在美國誕生初始，一般多視為匯款或支付工具。2011 年 4 月價格突破 1 美元，2013 年上升至 1,100 美元，2017 年突破 2 萬美元，2021 年 5 月達到歷史新高的 65,000 美元，2022 年 11 月跌至 7,000 美元，2023 年初又上漲至 27,000 美元左右。展望未來，甚有部份專家認為，比特幣價格可望上漲至 20 萬美元，甚至於有百萬美元之說。美國 SEC 面對比特幣的價格變動，當初以其整體的市場價格仍甚有限而未予以重視。並且認為，比特幣（以及其他加密資產）善用區塊鏈技術，有助於金融科技的創新與應用，提升金融各業營運效率。SEC 因而秉持鼓勵且不干預態

度。因此未予定位，促進創新。

迄 2010 年代下半，比特幣興起投機風潮，比特幣（虛擬貨幣，Virtual Coin，現稱加密資產）以外，其他諸以太幣、瑞波幣等加密資產（山寨幣，Altcoins）快速研發普及。同時，加密資產買賣、交換、融資、證券化等運用多樣化、複雜化。導致加密資產市價總額超過 3 兆美元，金額快速膨脹，投資人也超過數千萬人。嗣以詐騙案件頻傳，駭客入侵亦時有所聞，業者惡性倒閉，投資人血本無歸，金融秩序堪慮。

⇒SEC 原則上將 ICO 發行代幣定位為有價證券

SEC 有鑑於企業以 ICO 發行代幣（Token）類似股票上市的型態籌資，其發行的加密資產（Token，債權憑證或代幣）絕大多數與 1946 年最高法院判定為「投資契約（為 1933 年證券法所定義的證券）」通稱 Howey Test，即應責成業者依證券法取得執照，接受 SEC 監理。因此，2017 年 7 月，SEC 認為 Slock.it 於 2016 年 6 月透過 ICO，發行代幣 The DAO，投資人以太幣為對價，購入 The DAO，Slock.it 將取得以太幣進行計劃性投資，以營利為目的近似證券發行。乃以 The DAO 符合 Howey Test 規定 4 要件為由，擬依證券法以及公司未依 1940 年投資公司法（Investment Company Act）辦理登記違法營運等提起訴訟。嗣以 Slock.it 提出異議，SEC 研討後，以 The DAO 並未完全符合 Howey Test 4 要件為由放棄提訴。然而，SEC 此舉，旨在提示相關業者，必須審慎營運，以免觸法。

2018 年 11 月 SEC 公開聲明，將 ICO 以發行代幣，籌集加密資產的行為，認為形同首次公開募股（IPO, Initial Public Offering），原則上將代幣視為證券，納入 SEC 監理。

其後，SEC 即積極對於 ICO 代幣發行公司提起訴訟。其中以 SEC 於 2020 年將 Ripple 出售 XRP 代幣，以其未經註冊即行出售違反證券法為由向法院提起訴訟。2022 年 11 月新罕布什爾（New Hampshire）州聯邦法院判定 SEC 勝訴。此後，美國 ICO 所發行的代幣只要 SEC 認為符合 Howey Test 4 要件，即為 1933 年證券法所定義的證券，逐漸成形。SEC 自從 2018 年以來，將 ICO 發行的代幣視為證券，並在地方或聯邦法院判決支持下，SEC 乃於 2021 年進一步擬將加密資產現貨（Spot），亦視為證券納管。倘若實

現，則加密資產交易所必須依法向 SEC 申請執照納管。同時，加密資產必須在證券交易所上市。如此一來，加密資產業者（交易所）成本大增，功能盡失，市場衝擊若何，值得研討。

（三）加密資產定位反轉影響深遠

美國 LBRY 自 2016 年迄 2021 年間，透過 ICO 方式銷售 LBC 代幣。嗣 SEC 以 LBC 代幣的交易具體內容屬投資契約性質，視為證券。乃於 2022 年 11 月 7 日向新罕布什爾地方法院提出簡易型程序訴訟，要求法院發出停止 LBC 代幣銷售禁止令，並經法院同意。

面對法院判決，LBRY 公司律師 John Dayton 認為判決書內容有欠明確。並提出美國長期以來，研究 Howey 判例及其後，調查證券訴訟著名的商事法律師 Lewis Cohen，檢討美國證券相關訴訟認為，所有法院均未有認為原始資產（加密資產）為證券的報告進行抗辯。最後，法院乃判決流通市場銷售的 LBC 代幣非屬證券，SEC 敗訴。

此一判決，對於 Ripple 出售的 XRP 代幣亦將判決為非屬證券，甚而對今後代幣特別是加密資產現貨本身證券的定位大為反轉，有待觀察。

綜觀本節可知，美國 SEC 對於加密資產的定位，在目前未有法律訂定狀態下。首先在 2009 年比特幣誕生迄 2010 年代初期，均採寬鬆不干預政策，以鼓勵創新，擴大加密資產規模。2010 年代中期，有鑑於 ICO 發行代幣（加密資產）籌集加密資產，形同 IPO 而且快速普及。發行業者時有詐騙行為，或者駭客入侵案件出現。同時，加密資產種類上萬，且形態多樣化，金額超過 3 兆美元。類別亦有貸放、衍生性槓桿化操作出現，風險大增。為保護投資人，維護市場公平競爭。SEC 乃基於 1946 年 Howey Test 4 大原則，將符合原則者的 ICO 代幣視為投資契約，等同證券發行，業者必須依據 1933 年證券法，1940 年投資公司法接受 SEC 監理。並開始對 ICO 發行業者提起訴訟。當時法院幾均支持 SEC。致使 ICO 的代幣視為證券成為趨勢。SEC 自 2021 年起，進而擬將加密資產現貨（Spot）視為證券，投資人稅務減輕，保護落實。然而，對於諸多加密資產業者（交易所）等則將因此面臨重大衝擊困境，身陷危機中。

熟知 2023 年初，美國新罕布什爾地方法院推翻 SEC 對代幣包括加密資產現貨視同證券的定位。仍在待判以及未來 SEC 遵循 Howey Test 原則，將代幣（包括現貨）視為證券提訴案件，勢將敗訴，加密資產業者（交易所等）暫時得以安然營運。然而，業者仍得面對 SEC 與 CFTC 對於加密資產，一則認為屬「證券」，一則認為屬「商品」，各州州法又甚參差。幸賴 2022 年 3 月 9 日拜登總統「數位資產發展指令」公布，各部會組成 FSOC，研擬報告，統一加密資產立法，徹底解決紛爭。

四、CFTC 的定位與法律規範

(一)加密資產商品化定位

CFTC 對於加密資產在沒有法源的情況下定位為「商品（Commodity）」。此一定位與 SEC 對於加密資產的定位為「證券」大相逕庭。因而引起加密資產監理權爭議，導致業者困擾。幸而 CFTC 對於加密資產態度相較於 SEC 為寬鬆。CFTC 認為，業者善用區塊鏈技術，有助於金融業、一般企業、物流甚至農業等改善營運，提升收益。因此，CFTC 宣示，善待加密資產業者，協助加密資產市場的順利成長為監理方針。

CFTC 對於加密資產雖定位為商品，然而，對於違反商品交易法（Commodity Exchange Act）的衍生性商品市場參與者，仍採嚴格制裁。例如，美國 Derivabit 網路平台，於 2014 年 3 月起至 8 月間，進行比特幣選擇交易仲介業務。CFTC 旋即於 2015 年以提供 Derivabit 平台的 Coinflip 公司，以未符商品交易法所訂要件為由加以處罰。CFTC 對於 Coinflip 處罰的理由為，加密資產為商品交易法所規定的商品。因此，加密資產的衍生性交易業者視為衍生性商品市場參與者，必須接受商品交易法的規範。

CFTC 此舉也與 SEC 差異極大，對於加密資產的定位為證券，SEC 仍係根據 1946 年 Howey 判例。而 CFTC 則以商品交易法所的商品定義較為廣泛。因此，CFTC 乃不參酌法院判例，而係依據商品交易法的定義進行研判。如此相較，CFTC 依法規範似較嚴苛，事實上 CFTC 此舉有利於加密資產業者研發加密資產多樣化商品進行營運。

(二)加密資產衍生性商品上市活絡化

基於上述 CFTC 的定位，使得比特幣期貨得以於 2017 年 12 月，在 CBOE（芝加哥期權交易所）以及 CME（芝加哥商品交易所）上市，然而，當時 JP 摩根大通、花旗集團以比特幣的價格變動太大，清算有關的作業風險巨大。因而對於比特幣交易存疑。面對此一困境，美國 CFTC 乃透過自行認證程序（self-certified process），對於比特幣期貨在 CBOE 及 CME 上市是否具有自律規範功能進行驗證後，賦予市場參與者適量的裁量權，促進業者得以健全發展。

(三)加密資產與店頭衍生性商品交易

CFTC 依據 2010 年陶德法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）規定，除商品期貨以外，相關利率、外匯、商品、廣泛證券指數（Broad-based Security Index）等資產的交換（Swap）亦在監理範圍。包括利率交換、外匯交換、遠期外匯、商品交換、氣候交換、部分 CDS 等。同時，加密資產的店頭衍生性交易的市場參與者必須向 CFTC 辦理登記。

2017 年 7 月加密資產店頭衍生性交易的市場參與者 Ledger X（其後更名為 FTX US Derivatives，2022 年 FTX 崩盤後仍然存在）率先在 CFTC 登記，進入市場從事加密資產店頭衍生性商品交易。其他公司亦隨之跟進，顯見 CFTC 將加密資產定位為商品，以便加密資產衍生性商品得以從事店頭衍生性商品交易的良苦用心。

依據上述可知，CFTC 將加密資產定位為商品，卻從寬監理，出發點乃基於有助於加密資產衍生性商品在交易所上市，鼓勵創新，增加業者營運多樣化及提升收益空間。至於加密資產現貨如比特幣、以太幣雖定位為商品，原則上並未強制業者依商品交易法辦理登記，加以監理。僅針對衍生性商品部分，鼓勵業者登記營運。長久以來，加密資產的監理權，CFTC 與 SEC 爭論不休。然而相對 SEC 而言，CFTC 對於加密資產業者，態度最為友善，惟自美國 FTX 在 2022 年 11 月申請破產登記，負債 700 億美元，10 萬投資人權益受損。除 SEC 外，CFTC 監理趨嚴，今年 3 月首度 CFTC 對幣安（Binance）提赴訴訟，監理態度反轉值得重視。

五、金融犯罪執法局與加密資產之定位

(一)沿革

美國金融犯罪執法局（FinCEN, Financial Crimes Enforcement Network）於 1990 年 4 月 25 日設立，為財政部轄下行局，負責收集與分析金融可疑交易資訊訊息，用以防制美國及國外洗錢與打擊資助恐怖主義（AML/CFT, Anti-Money Laundering and Combating the Financing of Terrorism）以及金融犯罪交易。

2015 年國際防制洗錢金融行動工作組織（FATF, Financial Action Task Force on Money Laundering），要求各國落實加密資產立法規範。美國 FinCEN 當即依據銀行秘密保護法（BSA, The Bank Secrecy Act），公布加密資產規範指針。將加密資產視為匯款工具。因此，加密資產交易所視為匯款業者，包括 ICO，均需申請 FinCEN 執照，接受 FinCEN 監理。

(二)FinCEN 監理案例

FinCEN 上列指針數度修正，然而至 2015 年公布以來，加密資產業者（交易所等）進行營業（包括 ICO）時，在取得州金融局資金移轉（Money Transfer）執照，或紐約州、懷俄明州 BitLicense，成為 Money Transfer 或加密資產業者進行加密資產營運時，仍然必須向 FinCEN 申請執照，接受 FinCEN 監理。

例如，2015 年 5 月 5 日，Ripple 公司未取得 FinCEN 登記執照進行加密資產仲介業務。FinCEN 以違反銀行秘密保護法為由，處以罰款。

2019 年 10 月 11 日，FinCEN 與 SEC、CFTC 共同發表聲明，將數位資產（包括：加密資產、虛擬資產、數位代幣、數位幣、數位通貨、加密通貨、可轉換虛擬貨幣等）、證券、商品、期貨、交換（Swap）等均須接受 FinCEN 監理。

依據上述可知，美國加密資產業者，無論取得各州的資金移轉執照、BitLicense、SEC、CFTC 執照，仍然須要取得 FinCEN 執照，始得進行營運。

六、州金融局定位

美國 50 州（包括華盛頓特區）中，除了蒙大拿州（State of Montana）以外，均訂有資金移轉業（匯款業）法（Money Transmitter Law）。然而，由於各州規範仍有歧異，因此，各州組成統一州法委員會全國聯盟（National Conference of Commissioners on Uniform State Laws），2000 年訂定統一貨幣服務法（UMSA, Uniform Money Service Act），絕大部分的州金融局均已依法修訂。UMSA 法下，各州核發資金移轉業執照業者，均可辦理：兌換、支票兌現、線上支付、線下支付以及匯款業務。

同時，各州取得資金移轉業執照的業者，亦可以兼任加密資產業（交易所），辦理加密資產買賣以及利用區塊鏈技術，從事加密資產匯款業務。惟，如前節所述，加密資產業者仍須向 FinCEN 辦理登記，接受監理。因此，加密資產如比特幣、以太幣等的現貨市場交易業者（交易所），原則上由州金融局監理，SEC 與 CFTC 均不介入。此外，美國紐約州及懷俄明州在資產移轉業法之外，尚針對加密資產訂定專法如次。

（一）紐約州 BitLicense

1. 淵源

紐約州金融局有鑑於日本 2014 加密資產交易所 Mt. Gox 宣告倒閉，導致 24,000 名投資人遭受巨額損失。因此，乃於 2015 年修正紐約州金融服務法，規定加密資產交易所（辦理加密資產匯款業務）必須向紐約州金融局申請 BitLicense，始得辦理加密資產業務。

2. BitLicense 取得要件與業務

(1)取得者要件：申請取得 BitLicense 執照者必須在資產部位、流動性、曝險、總資產負債結構合規。以往是否接受金融服務法規範、槓桿金額、流動性部位、提供商品或服務種類等。

(2)得營運業務：取得 BitLicense 執照者可以經營的業務項目包括。

- ①以匯款為目的，收受加密資產。
- ②加密資產之受託保管。
- ③接受顧客要求進行加密資產買賣。

④提供顧客相關交易服務。

⑤加密資產之支配、管理與發行。

(3)BitLicense 發行概況

迄目前為止，在紐約州取得加密資產執照業者，除了依紐約州銀行法取得信託公司執照，在紐約州從事加密資產交易業（交易所）的 itBit 以及 Gemini 信託公司以外，尚有數家 BitLicense 執照營運的加密資產交易業者，包括：

1.Circle

Circle 於 2015 年 9 月在紐約州取得 BitLicense 執照的創新（Venture）企業。該公司透過行動支付平台提供 Circle Pay 服務。並提供美國顧客，以信用卡購入比特幣服務。2016 年 12 月專注於區域鏈技術研發。2018 年 2 月宣布擬以 4 億美元，購入全球營運的加密資產交換所 Poloniex，拓展業務。

2.Ripple

Ripple 為總部設於舊金山，提供全球金融支付清算解決方案公司。2016 年 7 月向紐約州金融局取得 BitLicense。Ripple 透過與銀行間的直接交易降低成本，提供即時交易便利顧客，並活用加密資產 Ripple（XRP），成本降低。收益改善，業務推展順遂。

3.Coinbase

Coinbase 總部設於舊金山，2011 年 7 月為創新的加密資產交換業者（交易所）。2017 年 11 月顧客人數已達 1,300 萬人，業務鼎盛。Coinbase 於 2012 年 10 月開始提供比特幣買賣，旋即與 PayPal 合作，提供比特幣支付服務。2017 年 1 月取得紐約州 BitLicense 執照，開始推展機構投資人加密資產保管業務，業務鼎盛。

4.bitflyer

Bitflyer 總部設在東京，為日本大型加密資產交易業者（交易所），顧客約 1 百萬人，每月交易額超過 5 兆日圓（1.1 兆台幣）。2017 年 bitflyer 取得紐約州 BitLicense 執照，以舊金山為據點，在美國辦理比特幣交易業務。同時也在日本提供比特幣、以太坊經典（Ethereum Classic）、Bitcoin Cash、Monacoin、Lisk 等多樣化的加密資產交易。

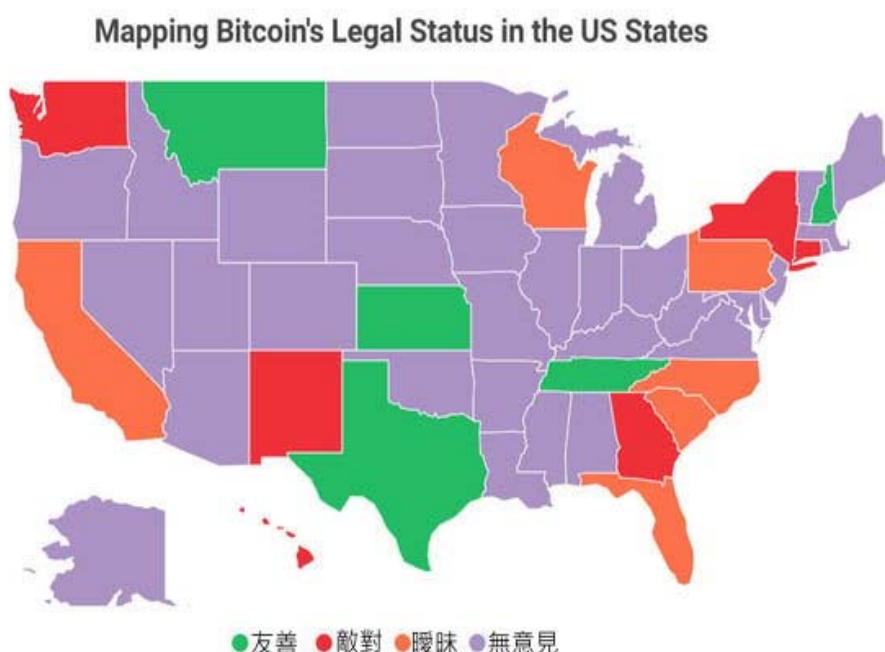
(二)懷俄明州數位資產法

懷俄明州於 2019 年通過數位資產法（Digital assets-existing law），依據新法，除了得以設立數位資產銀行，便利銀行兼營加密資產業務，如交易、交換、保管或以特定投資信託方式參與外。例如，美國依據懷俄明州數位資產法，首先設立數位資產銀行 Kraken。實際上，該銀行性質上為加密資產交易者（交易所），目前暫時稱其為 Kraken Financial。

具體而言，Kraken Financial 為特殊目的受託機構（SPDI, Special Purpose Depository Institution），受託管理加密資產。並且提供顧客便利加密資產與法定貨幣兌換系統。目前用戶以紐約以外的美國居民為限。一般認為，懷俄明州此舉意義重大。

(三)其他各州相關定位

美國除了紐約州、懷俄明州訂有加密資產專法以外，其他各州仍然依據資金移轉業法，准許資金移轉業（Money Transmitter）兼營加密資產業務。然而，依據 Coinwriting 調查公司 2021 年報告顯示，在未訂定加密資產專法前，各州金融當局對於州內加密資產業者監理態度，可分為「友善」、「敵對」、「曖昧」、「無意見」4 種，如圖 1 所示。



資料來源：Coinwriting.com.

圖 1 顯示，各州對於加密資產業者監理態度不一，可分類如次：

- 1.友善（friendly）：無須取得資金移轉（Money Transmitter）業執照，即可從事加密資產交易業務，包括：德州、堪薩斯、田納西、新罕布夏、蒙大拿州。
- 2.敵對（Hostile）：新墨西哥、華盛頓、喬治亞、紐約州。必須依據法律或行政命令，經過特別許可取得加密資產執照始可營運，同時尚需向 FinCEN 辦理登記，接受監理。
- 3.曖昧（Murky）：州金融局對加密資產的態度時而嚴謹，時而寬鬆，包括：加州、佛羅里達、南北卡羅來納州、賓州及威斯康新州。
- 4.無意見（No opinion）：州金融局對於加密資產究應接受何種監理，完全不表示意見，包括：俄勒岡、愛達荷、內華達、猶他、亞利桑那、科羅拉多、南北達科他、內布拉斯加、奧克拉荷馬、明尼蘇達、愛歐華、密蘇里、阿肯色、路易斯安那、伊利諾、密西西比、密西根、印第安那、肯塔基、阿拉巴馬、俄亥俄、西與維幾尼亞、緬因、佛蒙特、羅德島、紐澤西、德拉華、阿拉斯加及懷俄明（法律初訂，尚值施行初期）州等。

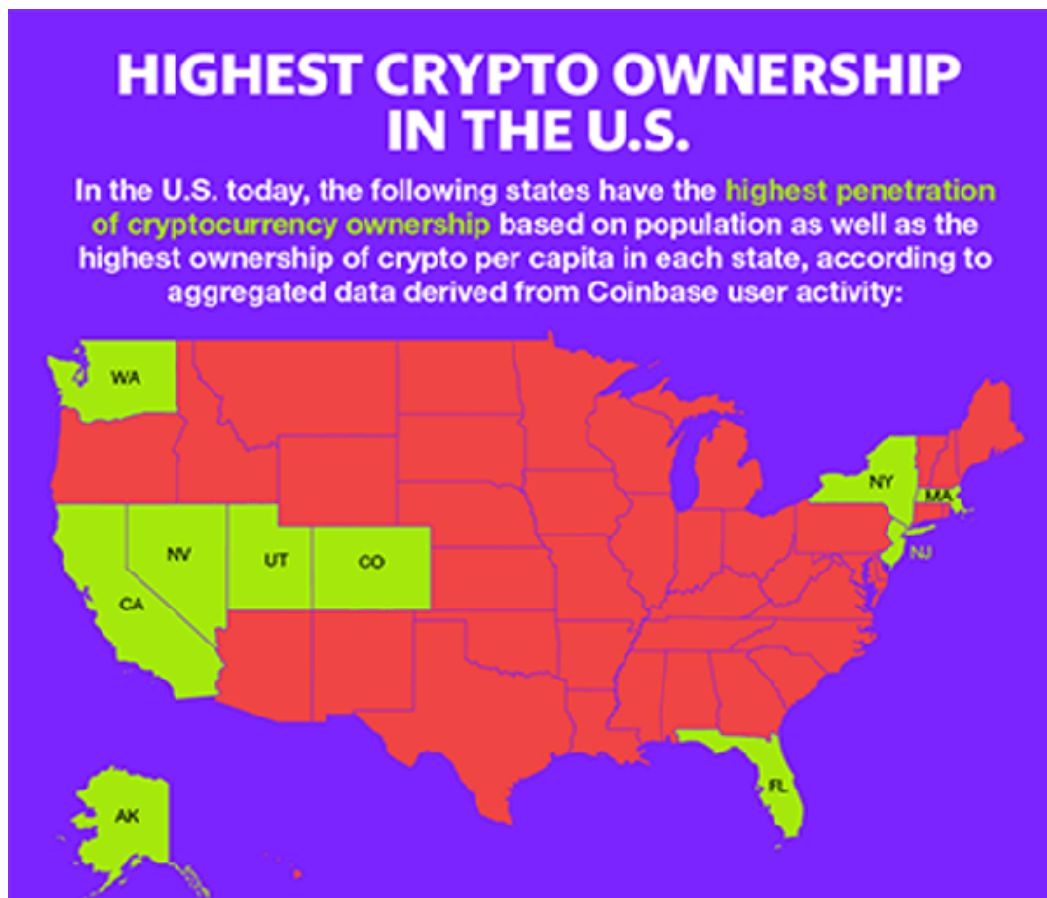
美國因採州分權主義，就加密資產的金融局定位而言，即產生分歧如圖 1 所示。如就加密資產的合法性而言，則僅有紐約、懷俄明、喬治亞、華盛頓、新墨西哥州，訂有法令可供遵循。

（四）美國各州持有加密資產現況

依據 Survey Monkey 調查顯示，美國 3 億 3 千萬人中，在 2020 年底有 14.4%，即 4,700 萬人持有加密資產。研究投資者佔美國人的 21%，潛在加密資產用戶達 6,800 萬人。美國比特幣交易量佔全球 26%，為世界之冠。

美國加密資產的普及實基於下列各項因素：美國為世界最大經濟體，得以強力推動金融科技。而美國高水準技術特別是區塊鏈技術的進展，成為加密資產創新發展的主要推手。

2020 年左右，美國各州逐漸體會到加密資產實為地區經濟成長的新動力。因此，除了 5 個已立法或訂定加密資產規則的紐約州等以外，亦有數州以加密資產交易免稅方式，提升持有率。依據 Coinbase 統計，美國持有加密資產比率如圖 2。



資料來源：Coinbase. 2021.

圖 2 顯示，美國各州居民持有加密資產多寡，依序為：加州、紐澤西、華盛頓、紐約、科羅拉多、猶他、佛羅里達、阿拉斯加、內華達、麻州等。展望未來，各州當局立法推動加密資產必然成為風潮。

七、美國加密貨幣法制方針

美國加密貨幣的定位，聯邦即甚分歧。首先，就加密貨幣現貨如比特幣、以太幣而言。2021 年之前，SEC 並未加以定位。CFTC 雖定位為商品，實際上係在協助加密貨幣衍生性商品在交易所上市。加密貨幣現貨部分則迄未採取任何制裁行動。財政部的 FinCEN 以及州金融局，均將加密貨幣視為匯款工具，加密貨幣交易業者在州，只要取得資金移轉業執照，即可辦理加密資

產交易業務。此一定位，與 FinCEN 觀點相同。2021 年起，SEC 將加密資產現貨定位為證券，加密資產業者若未在 SEC 取得執照，即可能以違反證券法及投資公司法移送法辦。導致加密資產交易業者隨時面臨監理風險，影響業務擴展與創新。

嗣以 ICO 興起，業者發行代幣（Token）籌措資金（加密資產），用以創業或投資。獲益則分配予加密資產投資人，隨著加密資產市值急速上升至 3 兆美元，引起 SEC 疑慮。基於保護投資人，維護金融市場穩定緣由，自 2018 年起，將代幣在符合 1946 年 Howey Test 4 要件情況下，視為證券。加密資產業者發行代幣未先取得 SEC 登記執照，開始移送法辦。相形之下，CFTC、FinCEN、州金融局則將 ICO 的代幣視同加密資產現貨。

有鑑於加密貨幣監理分歧，業者難以創新，區域鏈技術難以提升。拜登總統乃於 2022 年 3 月 9 日發布「發展數位資產指令」，要求各部會組成金融穩定監督委員會（FSOC），就加密資產統一立法以及落實國際共同協議具體方針提出建言，俾供國會立法，解決紛爭。FSOC 2022 年 12 月提出初步報告，尚待進一步研討落實（一般認為，立法結果傾向於將加密貨幣現貨以及代幣定位為有價證券）。

八、結 論

歸納上列所述可知，美國有關加密資產的定位與監理，呈現分歧狀態，刻正研擬訂定單一法律中，以茲因應。擬擇要列示結論如次：

(一)首就加密資產現貨（Spot）定位而言：有關加密資產現貨的監理，在沒有法源的情況下，各監理機關之定位：

1. SEC 定位：2021 年前無定位，2021 年起定位為證券，但，迄今未曾確實執行。
2. CFTC 定位：始終定位為商品，但從未確實執行。
3. FinCEN 定位：資金移轉（匯款）工具。
4. 州金融局定位：屬資金移轉（匯款）工具。

顯見聯邦監理機關定位歧異，聯邦與州金融局定位分歧之一斑。

（二）ICO 發行代幣（Token）之定位：

1. SEC：2018 年起明確宣示，ICO 發行代幣符合 Howey Test 4 要件，即視為證券，依證券法監理。
2. CFTC：定位為商品，僅將加密資產衍生性商品依法監理。
3. FinCEN：視為匯款工具，納入洗錢防制法監理。
4. 州金融局：州金融局對於 ICO 發行的代幣，並未加以定位與監理。

（三）美國各級法院態度

迄目前為止，ICO 發行代幣遭 SEC 提訴案例佔絕大多數。以 The DAO 案為例，SEC 以 DAO 符合 1946 年 Howey Test 判例 4 要件，視 DAO 為「投資契約」屬證券法規範之證券，SEC 因而勝訴。此後，凡是 SEC 提訴案件，法院均予支持。因此，各界乃認為，無論是 ICO 發行的代幣或是加密資產現貨（比特幣、以太幣等），都將視為有價證券。

然而，SEC 於 2022 年 11 月 7 日向新罕布什爾地方法院，提訴 LBRY 公司未經 SEC 登記違法發行 LBC 代幣案，卻遭法院以 LBC 代幣非屬有價證券為由，判決 SEC 敗訴。此一判決，對於 Ripple 出售 XRP 代幣即將判決可能與 LBC 代幣案相同，SEC 可能敗訴。如此一來，SEC 對 ICO 發行代幣應屬證券的提訴將受衝擊。

（四）訂定加密資產統一法律解決爭端：

有鑑於美國加密資產監理機關定位分歧，為期解決則統一法律的訂定為當務之急。

拜登總統於 2022 年 3 月 9 日公布「數位資產發展指令（Presidential Decree to Ensure Responsible Development of Digital Assets）」，設立跨部會的金融穩定監督委員會（FSOC），研討統一加密資產監理，並與國際統合法律建議案，提供國會立法中。

綜上結論可知，加密資產統一法律的訂定，當即可以徹底解決各部會定位的歧異，並可以拓展國外加密資產業務。對於美國區塊鏈的創新大有助益。使得美國在加密資產及 ICO 代幣的發行，加密資產衍生性商品的研發，均得以領先世界，取得主導的地位。