

論穩定幣之法制

莊永丞*

<摘要>

穩定幣為一崛起之新興金融工具，為試圖解決虛擬通貨之價格波動性，進而發展出與具有可比性之資產掛勾之穩定幣，藉此成為加密市場之支付工具。而穩定幣類型，本文則以各穩定幣背後所支持之資產類型為區別標準，分為資金代幣化穩定幣、鏈下擔保穩定幣、鏈上擔保穩定幣及演算法穩定幣，分別研究各種類穩定幣之運作模式。欲審視穩定幣之監理法制，首要針對穩定幣進行定性，有認為穩定幣屬於活期存款，從而應以存款保險規範加以監理，惟本文對此見解持保留態度，除因穩定幣符合投資契約要件而該當有價證券外，前開見解將會形成穩定幣發行人成為銀行之謬論，故此將存有對於系統性風險之錯估與法規套利的二嚴重問題。職此，既穩定幣該當有價證券，即須落入我國證券交易法進行監理，故本文探求我國 STO 規範監理穩定幣，然而，除對於現行 STO 規範之批判外，穩定幣實則具備有別於傳統證券之特殊性，應跳脫傳統證券交易法對於證券之監理方式。綜合觀察，SEC 委員提出之 Rule 195 草案係最為符合吾人對於穩定幣之監理願景，希冀透過此一為穩定幣（即虛擬通貨）量身訂製之監理規範概念，以實現普惠金融並創造我國特有的實體與虛擬共存共榮的金融市場。

* 美國印第安那大學布魯明頓分校法學博士，東吳大學法律系專任教授暨法學院副院長。

E-mail: ychuang@scu.edu.tw

- 投稿日：09/20/2022；接受刊登日：06/21/2023。
- 責任校對：王怡萱、高映容、李樂怡。
- DOI:10.6199/NTULJ.202311/SP_52.0004

關鍵字：穩定幣、擔保、虛擬通貨、擠兌、存款、投資契約、Howey Test、Reves Test、系統性風險

•目次•

- 壹、問題之提出
- 貳、穩定幣之鳥瞰
 - 一、何謂穩定幣
 - 二、穩定幣之分類
 - 三、穩定幣之光與影
- 參、穩定幣之定性
 - 一、貨幣市場金融工具
 - 二、資本市場金融工具
- 肆、我國對於穩定幣監理應有之態度
 - 一、銀行法？
 - 二、銀行法第 29 條之 1？
 - 三、我國對於穩定幣應有之法制規範
- 伍、結論

壹、問題之提出

自中本聰於 2008 年提出有關比特幣與區塊鏈之奠基性論文後¹，以區塊鏈為底層技術之虛擬通貨即蔚為風潮，其中最為人熟知的就是比特幣（Bitcoin）與以太幣（Ethereum），許多以虛擬通貨為主之籌資方式因而而生，包含首次代幣發行（Initial Coin Offering，ICO）及證券型代幣發行（Security Token Offering，STO）等。虛擬通貨應有其優勢，卻也因價格波動性大而使投資人難以產生信心或信任²，故而無法作為一般支付工具使用，職此，穩定幣（Stablecoins）應運而生，成為各國監理機關關注對象，亦為本文所欲探討之主體。

穩定幣係指價值與另一種實際可計算的資產（通常為法定貨幣）掛勾（Pegging）之虛擬通貨，質言之，此種類型虛擬通貨通常背後有法定貨幣（例如美金）、高流動性政府債券（例如國債）或其他種類虛擬通貨（例如以太幣）支持³，甚或僅係以複雜的智能合約（Smart Contract）協議以確保穩定幣之穩定。前者係以波動性較低之法定貨幣或政府債券作為連結資產的種類，如泰達幣（USDT）；次者則係與波動性較大之虛擬通貨連結，如 DAI；後者則為藉由演算法（Algorithmic）機制維持價格穩定，如 Terra 穩定幣（UST），各種穩定幣分類及運作模式將於後面章節詳細說明。而穩定幣市場的規模至 2021 年 8 月已經飆升超過 1190 億美元，甚至根據最新數據顯示，截至 2022 年 3 月約至 1870 億美元⁴，其中以美金擔保之穩定幣，如

¹ See SATOSHI NAKAMOTO, BITCOIN: A PEER-TO-PEER ELECTRONIC CASH SYSTEM 1-8 (Nov., 2008), <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf> (last visited Apr. 19, 2022).

² 參閱謝明華（2021），〈穩定幣的發行原理與潛在影響〉，<https://www.tpefx.com.tw/uploads/link/tw/Stablecoins%20Issuance%20Principle%20and%20Potential%20Impact.pdf>（最後瀏覽日：04/19/2022）。

³ See Randal K. Quarles, *Parachute Pants and Central Bank Money*, BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM (June 28, 2021), <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/quarles20210628a.htm> (last visited Apr. 19, 2022).

⁴ See Jane Thomason, *Stablecoin Adoption and the Future of Financial Inclusion*,

USDT、USDC、BUSD、DAI 和 UST，截至 2021 年 11 月市值已超過 1,335 億美元⁵。由此可知，穩定幣市場呈現日益增長趨勢，再加上多與主權貨幣連結，已然成為各國主管機關不容忽視之監理對象。

穩定幣雖號稱連結法定貨幣或備有儲備資產，相對於比特幣或其他虛擬通貨之價格波動性，具有一定穩定性而可作為交易媒介，因而深受幣圈信仰與推崇，然穩定幣真的穩定嗎？穩定幣真的可以作為支付工具嗎？抑或是有心人士打著支付名義，實則行投資之實，進而規避證券法規之規範？詳言之，穩定幣在幣圈創造一穩定之支付工具，使虛擬通貨交易者得以快速在市場流通及交易，減少與法定貨幣轉換之次數⁶；並且因穩定幣交易毋須等待傳統銀行之營業與結算時間，可以達到較快速且便宜之跨境交易，從而得以減少持有人之時間與交易成本。惟穩定幣亦附隨一定程度之風險，舉例言之，一旦持有人對某穩定幣失去信心，該幣所連結之貨幣則會被瘋狂「擠兌」，甚至此種擠兌風潮可能會從一種穩定幣蔓延到另一種穩定幣，抑或是傳染至被認為具有類似風險狀況之其他類型金融機構，穩定幣以外之其他金融體系的

COINTELEGRAPH (Aug. 19, 2021), <https://cointelegraph.com/news/stablecoin-adoption-and-the-future-of-financial-inclusion> (last visited Apr. 19, 2022); 參閱鉅亨網 (03/16/2022)，〈穩定幣總市值接近 2000 億美元大關〉，<https://news.cnyes.com/news/id/4833425> (最後瀏覽日：04/19/2022)。

⁵ 參閱動區動趨 (11/02/2021)，〈美國財政部：國會須「緊急通過」穩定幣監管法律、發行商（人）應像銀行一樣受監管〉，<https://www.blocktempo.com/us-treasury-report-stable-coin-should-regulate-immediately/> (最後瀏覽日：04/19/2022)。See Pete Schroeder & Michelle Price, *U.S. Regulators Say Issuers of 'Stablecoins' should be Policed Like Banks*, REUTERS (Nov. 2, 2021), <https://www.reuters.com/world/us/us-treasury-issue-stablecoin-report-paving-way-new-rules-2021-11-01/> (last visited Apr. 19, 2022).

⁶ 參閱幣安資訊 (02/21/2022)，〈穩定幣：用什麼購買、為何要購買以及如何購買它〉，<https://www.binance.com/zh-TW/blog/fiat/%E7%A9%A9%E5%AE%9A%E5%B9%A3%E7%94%A8%E4%BB%80%E9%BA%BC%E8%B3%BC%E8%B2%B7%E7%82%BA%E4%BD%95%E8%A6%81%E8%B3%BC%E8%B2%B7%E4%BB%A5%E5%8F%8A%E5%A6%82%E4%BD%95%E8%B3%BC%E8%B2%B7%E5%AE%83-421499824684903322> (最後瀏覽日：04/19/2022)。

風險亦隨之增加⁷。此類「擠兌」亦可見於近期 FTX 交易所破產事件，估值高達 320 億美元之 FTX 交易所在短短 3 日內被領出 60 億美元，進而導致其聲請破產重組⁸。惟穩定幣之「擠兌」是否亦會引起此類系統性風險，不無疑義。

綜前可知，穩定幣之監理勢在必行，而實務上，穩定幣之發行人本質上多為科技公司，非為銀行⁹，則其進行收受款項或吸收資金之行為，應如何於避免扼殺金融科技創新及造成系統性風險間取得平衡？應如何定性並監理穩定幣，以追求金融創新、金融體系健全以及投資人保障之三贏局面？又觀察穩定幣發行行為似符合我國銀行法第 29 條之 1 規範態樣，惟以此項規定監理穩定幣是否妥適？而回歸我國實務，現行各主管機關對於穩定幣之監理態度仍曖昧不清，質言之，中央銀行指出穩定幣事實上並不穩定，與其視為貨幣，不如稱之為賭桌上的籌碼，故其認為穩定幣非為貨幣¹⁰；金融監督管理委員會（下稱金管會）則似認為若該虛擬通貨具證券性質，方屬於其管轄範圍，然未針對穩定幣是否為有價證券進行表態¹¹。綜上可見，目前主管機關監理態度尚屬被動，缺乏一致性規範框架，試想倘若某一穩定幣之發行係以新臺幣為背後連結資產，以維持 1：1 之穩定關係，則若嗣後持有人對

⁷ See PRESIDENT'S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS ET AL., REPORT ON STABLECOINS 12 (Nov., 2021), https://home.treasury.gov/system/files/136/StableCoinReport_Nov1_508.pdf (last visited Apr. 19, 2022).

⁸ 參閱關鍵評論網（11/22/2022），〈【國際大風吹】台灣受害者可能高達50萬人，FTX 破產事件是怎麼一回事？對加密貨幣產業有何影響？〉，<https://www.thenewslens.com/article/176890>（最後瀏覽日：12/06/2022）。

⁹ See Gary B. Gorton & Jeffery Y. Zhang, *Taming Wildcat Stablecoins*, 90 U. CHI. L. REV. 909, 931 (2023).

¹⁰ 參閱中華民國中央銀行全球資訊網（12/16/2021），〈七、國際間穩定幣的發展、風險及監管議題〉，<https://www.cbc.gov.tw/dl-179887-edb16a1187d14b2399287db337ca7c84.html>（最後瀏覽日：04/20/2022）。

¹¹ 參閱金融監督管理委員會（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_ro ot,o=fsc,c=tw&dtable=News_（最後瀏覽日：04/20/2022）。

該幣失去信心，出於擔憂勢必會造成擠兌現象，發行人為維持穩定幣 1:1 之比率，將大量購入新臺幣進而導致破產，此將影響其他穩定幣持有人之信心而進行擠兌，如此惡性循環，是否必將產生系統性風險？若是，我國主管機關應如何建構穩定幣之監理法制，以防範此種系統性風險？即為本文亟欲探討之議題。

貳、穩定幣之鳥瞰

一、何謂穩定幣

穩定幣目前未有明確定義¹²，但大多係指涉為一種私人營運之虛擬通貨類型，為試圖解決虛擬通貨價格波動性過高而產生，以區塊鏈技術為基礎，輔以發行團隊自行設計之機制，試圖維持其價格穩定¹³，換言之，成為一種同時擁有區塊鏈技術優點及傳統貨幣低波動性優點之虛擬通貨¹⁴。與一般虛擬通貨種類相較之下，穩定幣大多標榜有安全資產支持，並且與其他一項或多項之實體或虛擬資產價值掛勾¹⁵；而其他種類虛擬通貨價格較不穩定，通常能於數週或數月內漲跌幅度高達二位數之百分比，例如，比特幣價格於 2022 年 3 月一度飆升至每枚代幣約 48,000 美元，然截至同年 4 月中一度跌至每枚代幣 39,000 美元¹⁶。而穩定幣之存在受到幣圈所推崇，其目的通常係

¹² See Adam Hayes, *Stablecoin: Definition, How They Work, and Types*, INVESTORPEDIA (July 06, 2023), <https://www.investopedia.com/terms/s/stablecoin.asp> (last visited Apr. 20, 2022).

¹³ 參閱中華民國中央銀行全球資訊網，前揭註 10，頁 126。

¹⁴ See Kara J. Bruce, Christopher K. Odinet & Andrea Tosato, *The Private Law of Stablecoins*, 54 ARIZ. ST. L. J. 1073, 1089-90 (2022).

¹⁵ See FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB), ADDRESSING THE REGULATORY, SUPERVISORY AND OVERSIGHT CHALLENGES RAISED BY “GLOBAL STABLECOIN” ARRANGEMENTS 7 (Apr., 2020), <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P140420-1.pdf> (last visited Apr. 20, 2022).

¹⁶ See COINDESK, <https://www.coindesk.com/price/bitcoin> (last visited Apr. 20, 2022).

用於加密市場中快速進行交易，以及為未受到傳統金融服務涵蓋之對象提供新興融資管道，並且能提供更快速且效率之跨境零售支付¹⁷。

穩定幣發行人本質上可能為不受監理之銀行，代幣持有人購買穩定幣，每向發行人投入 1 美元（或其他主權貨幣），持有人即收到相同數量之穩定幣作為交換，而後可以按面值和意願贖回（Redemption）以代幣換取該主權貨幣¹⁸。質言之，穩定幣通常被創造用以換取發行人自第三方收到的法定貨幣，為保持相對於法定貨幣之穩定價值，許多發行人承諾或期望穩定幣可以根據要求按面值贖回¹⁹。然而，穩定幣之贖回權亦可能因各幣之不同協議（Arrangement）條款或現實情況存在差異，包括何者可以向發行人提供穩定幣進行贖回，以及對可贖回之代幣數量限制，甚至部分發行人得將延後 7 天為贖回付款，抑或是隨時暫停贖回機制，導致贖回權時間或整個機制存在相當程度之不確定性²⁰。再者，有鑑於前開贖回權與穩定價格機制均由發行人制定與執行，自監督機關角度觀察，因缺乏對於穩定幣發行人之有效問責機制，其價格本質上應非屬穩定²¹。

穩定幣元年，其大多係建立於與法定貨幣掛勾之基礎上，藉由法定貨幣之背後支撐作為擔保，以維持穩定幣價值，而後亦發展出其他種類之穩定幣，如擔保其他種類虛擬通貨，抑或是仰賴演算法維持價格等，故將於下說明穩定幣之不同類型。

二、穩定幣之分類

本文依目前蒐集之參考文獻，大致將穩定幣分類為以下四種類型：（1）由法定貨幣之資金代幣化穩定幣（Tokenized Funds）；（2）由傳統資產支持之鏈下擔保穩定幣（Off-Chain Collateral）；（3）由虛擬通貨支持之鏈上

¹⁷ See Dirk Bullmann et al., *In Search for Stability in Crypto-Assets: Are Stablecoins the Solution?* 6 (European Central Bank Occasional Paper Series No. 230, Aug. 2019).

¹⁸ See Gorton & Zhang, *supra* note 9, at 922.

¹⁹ See PRESIDENT'S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS ET AL., *supra* note 7, at 4.

²⁰ See *id.*

²¹ See Bullmann et al., *supra* note 17, at 3.

擔保穩定幣（On-chain Collateral）；（4）演算法穩定幣（Algorithmic）²²。其中，有文獻將資金代幣化類型與鏈下擔保類型二者合併討論²³；亦有將鏈下擔保與鏈上擔保類型通稱為擔保穩定幣（Collateralised Stablecoins）並合併討論²⁴；更有文獻直接將穩定幣分為與資產掛勾（Asset-Linked）及單純基於演算法（Algorithm-Based）兩大類型²⁵，本文認為前述關於穩定幣之分類固然係著眼於其相似之處，然畢竟各種類型之穩定幣其背後所支持的資產各異且穩定程度有別，為求精確理解，本文以下即以各穩定幣背後所支持之資產類型為區別，分別討論，期能釐清各種穩定幣之內涵。

而本文係再將前者類型細緻化，區分以不同資產支持之穩定幣種類。以下針對本文提出四種穩定幣類型分述之。

（一） 資金代幣化穩定幣

資金代幣化穩定幣係指其背後對應等值的資產，即法定貨幣（包含現金、電子貨幣、存款準備金或短期國債）支持，穩定幣與法定貨幣之比例通常為 1：1，因此亦有稱此一分類為法定貨幣擔保穩定幣（Fiat-Backed）。須注意者係，各種穩定幣面值均係以法定貨幣幣值掛勾，但必須該穩定幣背後實質具備對應價值之法定貨幣作為儲備資產，方為此處所指涉之資金代幣化虛擬幣類型。此種穩定幣發行人對於代幣持有人通常具有贖回協議，以及由發行人或第三方託管人負責託管資產²⁶。詳言之，每一個穩定幣之鑄造均有一相應法定貨幣被儲存於發行團隊之帳戶或錢包內，穩定幣持有人可以自由交易此種代幣或是將其作為買賣其他虛擬通貨之交易媒介，一旦代幣持有人根據

²² See INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, GLOBAL STABLECOIN INITIATIVES 3-4 (Mar., 2020), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCPD650.pdf> (last visited Apr. 21, 2022); See *id.* at 10.

²³ See GARRICK HILEMAN, 2019 STATE OF STABLECOINS 14-16 (2019), <https://doi.org/10.2139/ssrn.3533143>

²⁴ See Bullmann et al., *supra* note 17, at 16-17.

²⁵ See FSB, *supra* note 15, at 9-10.

²⁶ See Bullmann et al., *supra* note 17, at 10.

贖回協議，欲以穩定幣贖回法定貨幣時，託管人則會自儲備中依比例移轉相應數量之法定貨幣至持有人之錢包內，則該被贖回之穩定幣數量會被註銷。

此種資金代幣化穩定幣係穩定幣種類中最为直觀且結構單純者，對於任何一個門外漢均相當容易理解，只要此種穩定幣所掛勾之法定貨幣國家經濟穩定，幣值即不會劇烈波動。此種資金代幣化穩定幣類型之實例有耳熟能詳的泰達幣（USD Tether，USDT），係由泰達（Tether）公司所發行，以及由上市虛擬通貨交易所 Coinbase 及 P2P 支付服務業者 Circle 所組成的開發商 Centre 首次開發發行之穩定幣 USDC（USD Coin），乃坐穩穩定幣界之第二大龍頭，均係以美金為背後法定貨幣資產，甚至 USDT 被 CoinMarketCap 評比為第三大虛擬通貨²⁷。又，掛勾歐元之穩定幣則有發行人 STASIS 所發行之 EURS，目前亦正在穩定發展，此發行人標榜將透過提供錢包供應商之每日報表以及全球前 5 大會計師事務所的每週驗證與季度審計報告來提升資訊透明度²⁸。

資金代幣化穩定幣之實務運作，以 USDT 為例²⁹：使用者首先將美金存入託管人之錢包內，由託管人發給一確認金額之憑證予 Tether 公司，並由公司更新其所維護之智能合約以發送穩定幣予使用者，使之成為 USDT 穩定幣持有人。而若持有人欲進行虛擬通貨交易，從而將 USDT 移轉給其他使用者，則由發送端啟動 Tether 公司維護的智能合約機制，由智能合約執行轉換穩定幣之指令，於此同時分散式帳本（Distributed Ledger Technology，DLT）網路將執行驗證該筆交易。最後，USDT 持有人倘若欲贖回穩定幣，則須發送贖回指令至智能合約，並由智能合約移轉 USDT 至銷毀地址以及發送銷毀證明予 Tether 公司，並由公司指示託管人將美金支付予該使用者。

²⁷ See *What Are Stablecoins Like Usdt, Usdc that Ukrainians Are Buying Right Now*, ANALYTICS INSIGHT (Mar. 4, 2022), <https://www.analyticsinsight.net/what-are-stablecoins-like-usdt-usdc-that-ukrainians-are-buying-right-now/> (last visited Apr. 21, 2022).

²⁸ See COINMARKETCAP, <https://coinmarketcap.com/currencies/stasis-euro/> (last visited Apr. 21, 2022).

²⁹ See Bullmann et al., *supra* note 17, at 18-19.

（二） 鏈下擔保穩定幣

鏈下擔保穩定幣，又有稱為商品支持（Commodity-Backed）類型，主要係由法定貨幣以外之其他種類的可交換傳統資產所支持³⁰，最常見的係黃金以及銀、銅、鉑等貴金屬，此外，亦有以石油、天然氣等原物料作為擔保品之穩定幣³¹。與資金代幣化穩定幣相較之下，雖由貴金屬等商品支持之鏈下擔保穩定幣，其升值可能性較小³²，然因係與有實際價值的有形資產掛勾，故該穩定幣的持有者本質上仍面臨著現實世界資產的價值升貶影響，進而影響該穩定幣的交易動機³³，卻也因背後有實體資產支撐，相較其他種類之穩定幣仍屬於較為穩健之類型，價格波動亦較小，且存有增值空間³⁴。

既然鏈下擔保穩定幣係以實體資產為擔保，則可能需託管人對該商品進行託管，只要代幣持有人有不贖回或違約情事，且仍存有剩餘代幣，則該實體資產即由代幣發行人占有之³⁵，而穩定幣持有者可以按協議約定之比率贖回穩定幣，以取回真正之實體資產，因此維持穩定幣穩定之成本即形同於確保實體資產受到安全保護以及贖回時確實交付之成本³⁶。而此類穩定幣發行人主要營收來源有二，包含代幣發行、移轉與贖回時收取手續費，以及收取

³⁰ See *id.* at 10.

³¹ See *Stablecoins: What they are and Why you could Consider Investing in them*, THE ECONOMIC TIMES (Mar. 16, 2022), <https://economictimes.indiatimes.com/markets/cryptocurrency/stablecoins-what-they-are-and-why-you-should-consider-investing-in-them/articleshow/89769727.cms> (last visited Apr. 21, 2022).

³² See *Introduction to Stablecoins. Use Cases and Examples*, PIXELPLEX (Dec. 24, 2020), <https://pixelplex.io/blog/what-are-stablecoins/> (last visited Apr. 21, 2022).

³³ See *What Are Stablecoins?*, CBINSIGHTS (Jan. 25, 2022), <https://www.cbinsights.com/research/report/what-are-stablecoins/#types> (last visited Apr. 21, 2022).

³⁴ 參閱好投君（12/30/2021），〈加密貨幣穩定幣介紹 USDT、USDC、DAI 差別是什麼？〉，<https://goodgoodinvest.com/info/introduction-to-cryptocurrency-stablecoin-difference-between-usdt-usdc-dai-etc/>（最後瀏覽日：04/21/2022）。

³⁵ See Bullmann et al., *supra* note 17, at 10.

³⁶ See PIXELPLEX, *supra* note 32.

資產儲存費作為維護鏈下資產安全之成本。尚且，有鑑於鏈下擔保之資產價格仍可能有波動空間，因此有以收取費用之資金池，作為初級的緩衝吸附機制，如當擔保價值不足額達一定門檻值時，啟動追繳保證金（Margin Call）之機制，以填補儲備缺口。

實務上，最多人使用之鏈下擔保穩定幣為 Digix Global 所開發之 DGX，其係與 1 克黃金價值掛勾，代幣持有人得以贖回 DGX 兌換其黃金實體，因此本質上 DGX 代幣持有人係持有黃金所有權憑證³⁷。此種類型穩定幣之運作模式，包括發行、移轉與贖回機制，大致上與資金代幣化穩定幣相同，僅其中鏈下擔保穩定幣贖回機制又再區分為自願性跟強制性，自願性贖回為代幣持有人主動請求贖回代幣；而強制性贖回為前段提及，若使用者提供不合格擔保品，即擔保價值不足達一定門檻，使用者收到追繳保證金通知卻未補充當初取得穩定幣數量相應之擔保品，則發行人可以指示託管人或智能合約清算該擔保品，而託管人可藉由於市場出售擔保品而取得資金，同時於市場以資金回購相當數量之穩定幣，並移轉所購代幣予智能合約，由智能合約進行代幣之銷毀後發給發行人銷毀憑證，即為以託管人之銷售擔保品收入用於收縮穩定幣之供應。

（三） 鏈上擔保穩定幣

鏈上擔保穩定幣，又有稱為加密貨幣擔保之穩定幣（Crypto-Collateralized），主要係以一種或多種其他加密資產或虛擬通貨作為背後擔保之穩定幣，文獻通常為以太幣或一籃子虛擬通貨比擬³⁸，藉此擔保穩定幣之價值³⁹，更因此種類型穩定幣均係於區塊鏈上創建之智能合約運作、交易與紀錄，故稱之為鏈上擔保類型。由於虛擬通貨係以鏈上、去中心化方式進行記錄與託管，故能直接透過智能合約進行相關作業而毋庸發行人或託管人

³⁷ See P. H. Madore, *Digix Stablecoin Seeks to Put Gold on the [Ethereum] Blockchain*, YAHOO!FINANCE (Dec. 17, 2018), <https://finance.yahoo.com/news/digix-stablecoin-seeks-put-gold-200522516.html> (last visited Apr. 21, 2022).

³⁸ See Hayes, *supra* note 12.

³⁹ See Bullmann et.al, *supra* note 17, at 10.

來滿足任何損害賠償請求 (Claim)⁴⁰。既然鏈上擔保穩定幣均係透過智能合約管理代幣之發行以及維護虛擬通貨之儲存，該種類型穩定幣的主要優勢即係其去中心化性質，無須經由託管人控管資金之支付與交換，所有網路成員均參與穩定幣之生命週期，故此模式提供更高流動性⁴¹。

然而，承上開章節可見，虛擬通貨本身價格波動極大，因此為承受或緩和虛擬通貨的價格波動風險，鏈上擔保穩定幣會進行超額擔保 (Over-Collateralized)，亦即擔保的資產價值需大於發行之穩定幣價值，以吸收加密資產的價格波動⁴²，作為虛擬通貨跌價之緩衝，藉由此超額擔保機制增加市場對於使用鏈上擔保穩定幣之信心。以著名之鏈上擔保穩定幣 DAI 為例，其為 MakerDAO 公司所創建價格與美金掛勾之穩定幣，但 DAI 背後所支持的儲備金係以更高額之以太幣 (ETH) 支撐，質言之，如使用者欲購買 100 美元之 DAI 穩定幣，必須使用 200 美元之 ETH 方得購入⁴³，惟 MakerDAO 似乎意識到以虛擬通貨支持 DAI 仍存有風險，因此正在使其擔保品基礎多樣化 (如 USDC 或銀行債券)⁴⁴，由此可見風險問題仍為此種類型穩定幣所需克服之一大難題。

鏈上擔保穩定幣之運作模式如下簡要說明之⁴⁵：最初，使用者須於智能合約上創立自己的錢包及保險箱，如欲取得穩定幣，只需於保險箱內存入符合協議之相應數量及種類的虛擬通貨作為擔保，並由鏈上保險箱提出確認憑證給智能合約，使其能同時移轉相應數量穩定幣予使用者，其中該智能合約通常為分散式帳本所維護、驗證。若代幣持有人欲交易穩定幣，則與資金代幣化穩定幣相同，經由智能合約執行之，不同之處在於該分散式帳本網路參

⁴⁰ See *id.* at 20.

⁴¹ See PIXELPLEX, *supra* note 32.

⁴² See CBINSIGHTS, *supra* note 33. See also MAKERDAO, <https://makerdao.com/en/> (last visited Apr. 21, 2022). See Bullmann et al., *supra* note 17, at 43.

⁴³ See THE ECONOMIC TIMES, *supra* note 31.

⁴⁴ See CBINSIGHTS, *supra* note 33.

⁴⁵ See Bullmann et al., *supra* note 17, at 21-22.

與者不將任何責任委託給中介機構，係以網路維護管理穩定幣移轉之智能合約。

鏈上擔保穩定幣之贖回機制亦有包含自願性與強制性，若代幣持有人欲贖回，則屬於自願性贖回，運作模式則為發行過程之逆轉；而強制性贖回情況則出現於使用者未為穩定幣提供足夠擔保之情形，蓋與鏈下擔保對比之下，鏈上擔保之擔保品託管並非集中化，智能合約沒有權限處置擔保基礎不足的穩定幣之資金⁴⁶。詳言之，倘若產生擔保基礎不足之穩定幣，智能合約必須反過來找到足夠資源以買回流通之穩定幣並將其銷毀，如此一來擔保基礎不足之穩定幣即可以與被銷毀之穩定幣，即為有足夠基礎擔保之穩定幣背後的擔保資產掛勾，其中智能合約所探求之資源可能係穩定幣協議所累積之收入形式（如交易費用、手續費等）。於此種強制性贖回機制之末，智能合約可以出售與擔保不足之穩定幣掛勾的擔保品，以換取受到銷毀之穩定幣未來可能收入之權利，若尚有剩餘擔保品，則會扣除沒有為穩定幣提供足夠擔保之罰款後返還至使用者。

（四） 演算法穩定幣

演算法穩定幣，亦被稱為非擔保穩定幣（Non-Collateralized），其背後並無法定貨幣、傳統有形資產或虛擬通貨作為支持，而僅係從代幣持有人對其所持穩定幣之未來市場購買力的預期獲得支持⁴⁷。演算法穩定幣主要是透過完全去中心化之智能合約控制穩定幣供需數量，及指引使用者對其未來價格之期望，以維持其價格穩定⁴⁸，詳言之，當市場價格低於該穩定幣所依循之法定貨幣價格時，智能合約會向市場買入穩定幣以降低市場中的代幣數量，進而提升穩定幣之價格；反之，當市場價格高於該穩定幣所依循之法定

⁴⁶ See *id.* at 22-23.

⁴⁷ See *id.* at 10. See also ECB Crypto-Assets Task Force, *Stablecoins: Implications for Monetary Policy, Financial Stability, Market Infrastructure and Payments, and Banking Supervision in the Euro Area* 8 (European Central Bank Occasional Paper Series No. 247, Sept. 2020).

⁴⁸ See *id.* at 10.

貨幣價格時，智能合約則於市場出售穩定幣，以向下調整該穩定幣之價格，由此可知，係透過使用專門的演算法及智能合約來管理流通中的穩定幣供應量以維持價格穩定⁴⁹，而此又稱為鑄幣模式（Seigniorage-Style），類似於中央銀行印製和銷毀貨幣的方法⁵⁰，因此有見解聲稱智能合約能夠取代中央銀行⁵¹，但從未有成功案例出現來支持此一說法，本文更不支持此一論點，將於後面章節說明。

於實務上，演算法穩定幣實例有 Terraform Labs 所發行之 Terra 穩定幣（UST）。UST 今為穩定幣界中第三大龍頭，於資金代幣化穩定幣 USDT、USDC 後，係屬市佔率最高之演算法穩定幣，市值高達 175.4 億美元，雖仍遠遠不及 USDT 跟 USDC，卻具有一定程度之規模⁵²。UST 係使用 Terra 網路透過燃燒過程創建，並且使用一種治理平衡代幣 LUNA，採用雙幣機制，製造與美元和韓元掛勾之演算法穩定幣，而其設有內部建置之代幣供應和激勵機制，包括費用及套利機會⁵³。

演算法穩定幣之運作模式與其他三種類型穩定幣最大不同之處在於，因其代幣持有人沒有擔保資產，從而無贖回概念適用之餘地，因此，此種類型穩定幣運作模式將集中於代幣發行與緊縮的過程。演算法穩定幣之發行通常係智能合約與使用者以代幣交換資產，成為以儲備形式持有之鏈上資產，此外，穩定幣發行尚可以「空投」（Air-Drop）之方式進行，意即把新代幣直接分配給感興趣的使用者⁵⁴。而當穩定幣供應過剩時，穩定幣之緊縮用以穩

⁴⁹ See *What Are Stablecoins?*, CRYPTOPEDIA (Updated July 21, 2023) <https://www.gemini.com/cryptopedia/what-are-stablecoins-how-do-they-work#section-algorithmic-stablecoins> (last visited Nov. 3, 2023).

⁵⁰ See PIXELPLEX, *supra* note 32.

⁵¹ See Bullmann et al., *supra* note 17, at 4.

⁵² See Jamie Redman, *Terra's Algorithmic Dollar-Pegged Crypto UST Is Now the Third-Largest Stablecoin*, BITCOIN.COM (Apr. 19, 2022) <https://news.bitcoin.com/terra-algorithmic-dollar-pegged-crypto-ust-is-now-the-third-largest-stablecoin/> (last visited Apr. 21, 2022).

⁵³ See Ryan Clements, *Built to Fail: The Inherent Fragility of Algorithmic Stablecoins*, 11 WAKE FOREST L. REV. ONLINE 131, 141 (2021).

⁵⁴ See Bullmann et al., *supra* note 17, at 26-27.

定其價格，此一緊縮機制類似於其他類型穩定幣之強制贖回，智能合約發行未來收益之權利，並將其出售給流通中的穩定幣；或係選擇透過出售穩定幣協議長期累積針對穩定幣之儲備資產（如鏈上資產形式之交易費），並從流通市場中提取穩定幣，藉此達到穩定幣價格穩定之目的⁵⁵。

三、穩定幣之光與影

（一） 穩定幣之光

穩定幣之出現既然如此受到幣圈所信賴及推崇，必然某程度解決虛擬通貨波動性之問題，且進一步帶來有別於傳統金融之優點。就穩定幣之光明面觀之，首先，由於穩定幣本質為虛擬通貨之一種類型，為試圖穩定其價格而生，因此穩定幣本身亦具備虛擬通貨運用區塊鏈作為資訊儲存網路之優點，包含共識決、分散式帳本等，相較於傳統金融中介機構最常使用集中式帳本（Centralized Ledger Technology），穩定幣之分散式帳本技術則能降低駭客或其他人為因素造成直接癱瘓交易系統之風險，蓋區塊鏈技術所具備之難以竄改性可望解決駭客入侵竄改或置換錯誤數據之風險，以及其分散儲存資訊技術更有望突破單點故障之困境。再者，因穩定幣之交易多係立基於區塊鏈網路上，尤其鏈上擔保穩定幣與演算法穩定幣係全然由鏈上智能合約執行，毋須等待傳統銀行等中介機構之營業時間與結算時間，除能 24 小時進行穩定幣交易以及大幅降低結算所消耗之時間，尚可以實現較快速且便宜之跨境交易，從而減少代幣持有人之時間與交易成本。

穩定幣尚有一光明面在於，其可能可以成為對法定貨幣和支付系統信任度較低國家之解套⁵⁶，如近期烏俄戰爭中，於烏克蘭之虛擬通貨交易所 Kuna 內，一度以溢價高達 1.10 美元交易始終與美元以 1:1 掛勾之 USDT 穩定幣⁵⁷；而俄羅斯人因受到多國經濟制裁，金融體系遭受衝擊，導致該國法定貨

⁵⁵ See *id.* at 27.

⁵⁶ See *id.* at 47.

⁵⁷ See Helene Braun, *Tether's USDT Stablecoin Well Over \$1 on Ukrainian Crypto Exchange*, COINDESK (Updated May 11, 2023),

幣——盧布兌換美元匯率快速下降⁵⁸，故而轉往穩定幣以尋求資金維護⁵⁹。除此之外，穩定幣亦有為未受到傳統金融服務涵蓋之對象提供新興融資管道之優點，雖或有文獻認為穩定幣服務之使用對象依舊集中於原本即有機會進入傳統銀行系統者⁶⁰，惟穩定幣既然得以作為借貸使用，其可能未有如同傳統金融機構之信用評分機制，或是有發行人非過度仰賴個人信用評分（FICO），而係根據物業情況、收入水平以及工作年限等數據進行綜合評分⁶¹，職此，可以認為穩定幣為相較於傳統金融服務更廣泛之人群提供金融服務，更可具體落實普惠金融（Financial Inclusion）之理念。

而穩定幣最大之優點則係於幣圈創造一穩定之支付工具，深受幣圈所廣泛使用，因其具有價格穩定之特性，不用擔心其價格於轉瞬間漲跌，故欲進行虛擬通貨交易者將使用穩定幣進行多筆支付，再於最後一次轉換為法定貨幣，可藉穩定幣降低虛擬通貨與法定貨幣轉換之次數，達到快速在加密市場流通之願景⁶²，換言之，穩定幣此一價格穩定之特點使其成為 DeFi（Decentralized Finance）功能之核心，經常作為 DeFi 協議以促進交易或作

<https://www.coindesk.com/markets/2022/02/24/tethers-usdt-stablecoin-well-over-1-on-ukrainian-crypto-exchange/> (last visited Nov. 3, 2023).

⁵⁸ See Paul Jossey, *Stablecoins Come of Age in Ukraine-Russia Conflict*, COMPETITIVE ENTERPRISE INSTITUTE (Mar. 3, 2022), <https://cei.org/blog/stablecoins-come-of-age-in-ukraine-russia-conflict/> (last visited Apr. 22, 2022).

⁵⁹ 路透社援引加密資產研究機構Arcane Research之數據稱，以盧布計價之泰達幣交易於2022年2月28日當周躍升至2940萬，創下2022年以來之最高交易量。See Hermina Paull, *Russians Ditch Ruble for Stablecoins as Sanctions Cripple Russia's Currency*, THE DEEP DIVE (Feb. 28, 2022) <https://thedeepdive.ca/russians-ditch-ruble-for-stablecoins-as-sanctions-cripple-russias-currency/> (last visited Apr. 22, 2022).

⁶⁰ See *Hearing on Stablecoins: How Do They Work, How Are They Used, and What Are Their Risks?: Before the U.S. S. Comm. on Banking, Housing, and Urban Affairs*, 117th Cong. 16 (2021) (statement of Hilary J. Allen, Professor of Law, American University Washington College of Law).

⁶¹ 參閱動區動趨（10/12/2020），〈DeFi入門導覽：從搞懂穩定幣機制開始，橫跨借貸、DEX、可組合性等七大概念〉，<https://www.blocktempo.com/defi-101-renewed/>（最後瀏覽日：04/25/2022）。

⁶² 參閱幣安資訊，前揭註6。

為貸款和借款的擔保品⁶³，可謂藉著穩定幣健全整個 DeFi 系統，促進 DeFi 系統成為一個位於平行時空之完整生態圈，因此倘若穩定幣受到監理機關監理進而成為合規金融商品，勢必提升人民對於穩定幣之信心與信任，從而更可能加速 DeFi 系統之良性發展⁶⁴。

（二） 穩定幣之影

然而，凡事有光（優點）必有影（缺點），新興金融科技在為社會帶來方便之同時，風險必然依憑而生。監理手段與風險息息相關，即應先識別風險，再依風險類型選擇監理手段，其中尤以最為嚴重之系統性風險為重，若存有系統性風險，則應以監理密度較高之銀行法規監理。因此，本文以下將著重於系統性風險之有無展開探討，並一併論及其餘風險。

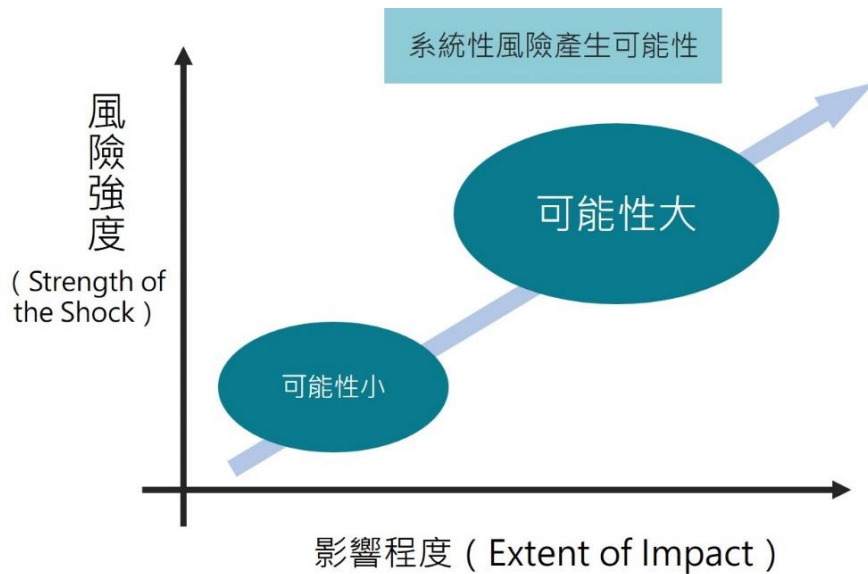
1. 系統性風險？

所謂系統性風險有許多形成原因，而其產生之可能性可以透過二條件分析，分別為風險強度(Strength of the Shock)及其影響程度(Extent of Impact)，二條件所構築之 XY 軸光譜越趨向右上方，則系統性風險之發生可能性越高，其中 X 軸影響程度，端視此風險是否將擴及至多數金融機構；Y 軸風險強度之部分，則係針對該風險之實現強度，需判斷該風險實現之嚴重程度，

⁶³ See PWG, *supra* note 7, at 9.

⁶⁴ See *Hearing on Stablecoins: How Do They Work, How Are They Used, and What Are Their Risks?: Before the U.S. S. Comm. on Banking, Housing, and Urban Affairs*, 117th Cong. 2 (2021) (statement of Hilary J. Allen, Professor of Law, American University Washington College of Law).

如可能造成之損失、可能導致金融機構破產或導致金融市場崩盤。而此一系統性風險產生可能性之 XY 軸平面光譜，如下圖所示⁶⁵：



【圖一】系統性風險產生可能性⁶⁶

※ 資料來源：作者自製。

論者有認為穩定幣尚面臨價值損失風險、與傳統支付系統相同之基本風險以及穩定幣發行人獨大所產生之規模風險等黑暗面，其中價值損失風險，所造成的擠兌現象，最終將會導向最嚴重之穩定幣黑暗面，即系統性風險⁶⁷。詳言之，自前開穩定幣之分類章節可見，穩定幣多設有贖回權機制，而贖回權與此種可贖回性係由穩定機制支持的信念則多為代幣持有人對於穩定幣之信心來源。然而持有人對於穩定幣之信仰可能會受到許多因素影響，包含

⁶⁵ See Paweł Smaga, *The Concept of Systemic Risk* 8 (The London School of Economics and Political Science, Systemic Risk Centre Special Paper No 5, 2014).

⁶⁶ See *id.* at 8.

⁶⁷ See PWG, *supra* note 7, at 12-14.

儲備資產之使用可能下跌或缺乏流動性、未對儲備資產進行適當保護、穩定幣持有人之贖回權不夠明確以及其他網路安全、數據保存相關之操作風險⁶⁸。一旦穩定幣遭受價值損失風險或其表現未如預期，持有人對於穩定幣之信仰遭受動搖，可能導致穩定幣之擠兌，意味著持有人會一窩蜂地向發行人請求贖回穩定幣，發行人為維持贖回及穩定機制可能將儲備資產折價出售，導致儲備資產之價值低於已發行穩定幣之價值，除了造成部分穩定幣無法以標榜價值贖回外⁶⁹，甚至依各穩定幣所涉及之儲備資產類型及數量，拋售儲備資產行為可能會影響融資市場或該幣幣值，最終亦導致該發行人破產、倒閉⁷⁰。

詳言之，倘若某一穩定幣係以新臺幣作為擔保或係儲備資產，則若該幣表現不如預期造成持有人瘋狂擠兌，如以新臺幣作為擔保，將導致新臺幣迅速流回貨幣市場，進而影響融資市場；如以新臺幣作為儲備資產者，更可能因發行人為徹底執行贖回機制，而於市場賤賣新臺幣以於期間內實現持有人的贖回權，此舉亦壓低發行人資產組合之價格，最終可能使該發行人破產。此種擠兌現象可能會傳染至其他穩定幣，蓋若以同種法定貨幣作為擔保之穩定幣持有人可能會擔心自己無法順利贖回，或穩定幣持有人擔心自己幣種之發行人亦面臨破產危機，因此儘速向發行人提前贖回，甚至可能影響其他被認為具有類似風險之金融商品或機構，職是，擠兌現象除可能造成穩定幣市場產生骨牌效應，尚可能對傳統金融體系潛在影響，最終衍生整個金融市場之系統性風險⁷¹。

⁶⁸ See *id.* at 12.

⁶⁹ See Pierre Ostercamp, *Stablecoin Regulation: EU, UK and US Perspectives* (Apr. 6, 2022), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4038843 (last visited Nov. 3, 2023).

⁷⁰ See *Hearing on Stablecoins: How Do They Work, How Are They Used, and What Are Their Risks?: Before the U.S. S. Comm. on Banking, Housing, and Urban Affairs*, 117th Cong. 5 (2021) (statement of Hilary J. Allen, Professor of Law, American University Washington College of Law).

⁷¹ See PWG, *supra* note 7, at 12.

再者，各國中央銀行多會訂定貨幣政策，透過不同貨幣工具控制與調節貨幣供給量及短期利率，達到各項貨幣政策之目的，藉此維持金融穩定。然而，資金代幣化穩定幣會以法定貨幣為擔保品或儲備資產，又或者其他種類穩定幣可能以法定貨幣作為儲備資產，此際中央銀行因穩定幣之機制仍屬於資訊不透明，無法得知貨幣供給量之實際情況，從而面臨難以執行貨幣政策之困境，倘若中央銀行無法透過貨幣政策以維持金融穩定，最終亦將導致金融市場之系統性風險，惟本文對於穩定幣是否會有系統性風險之發生可能性，則持保留態度，將於文後說明。

2. 其他穩定幣之影

就穩定幣之其他黑暗面而言，首先，穩定幣既為虛擬通貨之種類，其亦涵括虛擬通貨之缺陷與風險，包含詐欺、不當挪用、利益衝突或 KYC、洗錢等⁷²。其中就區塊鏈技術舉例言之，雖然多認為虛擬通貨所採用之分散式帳本技術有望降低駭客入侵之風險，但自實務觀察，虛擬通貨遭駭客入侵進而重創交易所及幣圈之案件層出不窮，甚至近期尚有穩定幣發行人 Beanstalk Farms 遭駭客竊取約 1.82 億美元之加密資產，使其與美元掛勾之鏈上擔保穩定幣 Beans 價格下跌 86%，損失慘重⁷³，可見此種風險並未真正消失，僅係將風險分布於節點內⁷⁴。

再者，雖然穩定幣係為降低虛擬通貨之價格波動性而生，然而穩定幣真的穩定嗎？自前開穩定幣分類觀察，鏈上擔保穩定幣係以一般虛擬通貨為其背後擔保，以及演算法穩定幣則為單純以演算法及雙幣制作為價格穩定機

⁷² See *id.* at 10-11; See also Arthur E. Wilmarth, *It's Time to Regulate Stablecoins as Deposits and Require Their Issuers to Be FDIC-Insured Banks*, 41 BANKING & FIN. SERV. POL'Y. REP. 1, 3 (2022).

⁷³ See Sam Kessler, *Attacker Drains \$182M From Beanstalk Stablecoin Protocol*, COINDESK (Apr. 18, 2022), <https://www.coindesk.com/tech/2022/04/17/attacker-drains-182m-from-beanstalk-stablecoin-protocol/> (last visited Apr. 22, 2022).

⁷⁴ See Dirk A. Zetsche, Ross P. Buckley & Douglas W. Arner, *The Distributed Liability of Distributed Ledgers: Legal Risks of Blockchain*, 2018 U. ILL. L. REV. 1361, 1370 (2018).

制，二者較易受到加密市場其他虛擬通貨或壓力影響⁷⁵，故價格波動性較大係顯而易見，甚至有認為演算法穩定幣至今仍顯示完全缺乏穩定性，此種穩定幣作為支付工具似乎乃「注定失敗的」⁷⁶；又資金代幣化穩定幣及鏈下擔保穩定幣種類雖係以法定貨幣或實體資產作為擔保，似可達價格穩定之目的，然而除穩定機制由發行人制定、執行而無內部問責機制，所可能造成的不穩定以外，此二種穩定幣雖然號稱背後有實體資產作擔保，惟由於穩定幣發行機構並未受任何監理機關進行監理，且未有公開透明之審計查核機制及第三方認證，職此，該穩定幣之機制是否當真存有發行人所宣稱之足額擔保法定貨幣或合格擔保品，甚或係有資金被不當挪用之狀況均不得而知⁷⁷，故本文認為於二種類型穩定幣之資訊不透明前提下，誠難謂其為「穩定」。

綜前可知，穩定幣所伴隨之風險及不確定性甚高，惟許多風險或可藉由科技端進行改善，且仍不可抹滅穩定幣之優勢，以及現行受到幣圈甚或是許多科技公司廣泛使用之實然面，況且上述許多風險可以被歸類為潛在的市場失靈，而金融監理目的在於糾正市場失靈，基於市場治理與自我監理之侷限性，不受主管機關監理之市場可能無法預防或充分緩解此些風險⁷⁸，故而吾人認為對穩定幣和相關安排之監理乃勢在必行，必須使此一新興金融工具邁向合規一途，方能透過監理降低前開風險以及最大化穩定幣之光明面，然而穩定幣就現行法下應如何定性以為監理？甚至該如何監理才能於穩定幣共存共榮之同時，達到持有人保護之目標？誠有進一步深論之必要。

⁷⁵ See FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COUNCIL, 2021 ANNUAL REPORT 17-18 (Dec., 2021), <https://home.treasury.gov/system/files/261/FSOC2021AnnualReport.pdf> (last visited Apr. 22, 2022).

⁷⁶ See Clements, *supra* note 53, at 13.

⁷⁷ See FSOC, *supra* note 75, at 173-74.

⁷⁸ See Ostercamp, *supra* note 69, at 14.

參、穩定幣之定性

一、貨幣市場金融工具

隨著科技日新月異發展出多樣的支付方式，例如：電子票證、行動支付、電子支付；甚至因區塊鏈技術的出現，更是創造出各式各樣的虛擬通貨，包含穩定幣。惟有疑問者，穩定幣雖於加密市場中作為支付工具，可藉其交易以換取其他虛擬通貨，然此是否即可謂其為貨幣？

學者多普遍認為貨幣具有：交換媒介（a Medium of Exchange）、記帳單位（Unit of Account）、價值儲存（Store of Value）等功能⁷⁹；然亦有學者認為，除前述功能外，貨幣尚須滿足無問題原則（No-Questions-Asked Principle，下稱 NQA 原則），詳言之，交易雙方在使用所謂的貨幣來交換商品或服務時，不應該有任何問題，且同意按面值接受貨幣而毋庸就貨幣之價值進行調查⁸⁰。

針對何謂貨幣之判準，有學者認為只要任何物品能履行貨幣之交換功能，且人們願意接受其作為債務清償之標的，即可該當貨幣，意即貨幣係指被人們接受作為交易媒介進行傳遞與交換且具有一定價值⁸¹。亦有學者持類似見解認為有效貨幣並非一定是由國家支持的貨幣（即法定貨幣），即使非國家發行，即私人發行的貨幣，只要符合「合法性（Legality）」和「相對價值保留（Relative Retention of Value）」的雙重檢驗即可被當作「貨幣」⁸²。

⁷⁹ See Gorton & Zhang, *supra* note 9, at 9. 參閱蕭欽篤（2002），《貨幣銀行學原理》，頁9-12，智勝文化。

⁸⁰ See Bengt Holmström, *Understanding the Role of Debt in the Financial System* 23 (BIS Working Paper No. 479, 2015).

⁸¹ See Benjamin Geva & Dorit Geva, *Non-State Community Virtual Currencies*, in CRYPTOCURRENCIES IN PUBLIC AND PRIVATE LAW 281, 287-88 (David Fox & Sara Green eds., 2019).

⁸² See Emiliós Avgouleas & Sir William Blair, *The Concept of Money in the 4th Industrial Revolution: A Legal and Economic Analysis*, March 2020 SING. J. LEGAL STUD. 4, 12-13 (2020).

換言之，判斷重點應在於該支付工具是否可合法行使以及可否被證明係持久的（Durable）而作為信賴之交易方式。所謂「合法」，有認為合法的支付方式可讓市場產生信心，並進一步認為只要該支付方式非屬法律明文禁止即可該當合法性⁸³；而所謂「價值保留」，學者認為係指該支付工具或虛擬通貨可以在經濟動盪時期被信賴而用來當作交易媒介，進而作為可靠的價值衡量標準⁸⁴，基於此，價格波動性高的工具因無穩定性，如同天氣貨幣（Fair Weather Money）⁸⁵無法取得公眾信任而不能成為貨幣。

更有論者認為，貨幣最重要的功能係「交換媒介」，故能夠扮演交換媒介的資產或工具可被定義為貨幣⁸⁶，準貨幣⁸⁷（Quasi-money）或近似貨幣（Near Money）即為示例，後者係指由債務（Debt）構成，而該債務係用於創造流動性且具價值保證（a Pledge of Value）⁸⁸。簡言之，論者認為，若貨幣要達成交換媒介之功能尚必須滿足 NQA 原則，亦即若某樣東西被稱之為貨幣，則交易各方不需要浪費時間和精力等成本來驗證所謂的貨幣是真實的，並且其背後以有價值的資產作適當的支持，這亦為貨幣係依據其面值被接受之原因，質言之，NQA 原則係貨幣成為交換媒介的必要條件⁸⁹。

職此，論者認為，穩定幣常被幣圈圈民用來交換其他虛擬通貨或加密資產，然穩定幣背後所擔保資產是否可靠或為足額擔保，仍處於資訊不透明之

⁸³ See *id.* at 26-28.

⁸⁴ See *id.* at 16-18.

⁸⁵ See *id.* at 9-10.

⁸⁶ 參閱黃昱程（2014），《貨幣銀行學》，4版，頁26，華泰文化。

⁸⁷ 臺灣中央銀行目前所認定的準貨幣主要有：企業或個人的定期存款、定期儲蓄存款、外匯存款以及郵局的郵政儲金、附買回交易餘額、外國人持有之新臺幣存款、貨幣市場共同基金。參閱黃昱程，前揭註86，頁29。參閱中華民國中央銀行全球資訊網（12/11/2020），〈貨幣金融知識專區〉，<https://knowledge.cbc.gov.tw/front/qa/inpage/4312B8C2-663B-EB11-80EB-000C29A1B907>（最後瀏覽日：04/23/2022）。

⁸⁸ See Christine A. Desan, *Money's Design Elements: Debt, Liquidity, and the Pledge of Value from Medieval Coin to Modern "Repo"* 4 (Harvard Public Law Working Paper No. 21-31, 2021).

⁸⁹ See Gorton & Zhang, *supra* note 9, at 9.

狀態，是否真有完全充足的儲備資產亦充滿疑問，在持有人需要時能否被正常贖回更有待觀察，換言之，穩定幣在無法向其使用持有人或潛在用戶保證其價值係可信且不易波動的前提下，穩定幣尚無法滿足 NQA 原則，並作為有效之交換媒介，進而成為吾人所知悉的貨幣⁹⁰。

另一方面，該論者雖認為穩定幣不符合 NQA 原則，然其亦從穩定幣是否該當活期存款（Demand Deposits）之層面切入，而探討是否有成為貨幣替代工具之可能性。活期存款又稱存款貨幣，具高度變現性而可無條件立即變換成現金，而可做為支付商品或服務、償還債務之工具⁹¹。若自代幣持有人可就其持有之穩定幣贖回相關資產的經濟角度觀察，若持有人以 1000 美元換取 1000 個穩定幣，並且可隨時贖回，此舉與在銀行有 1000 美元且可隨時提領之狀態相同，故有論者主張穩定幣應可視為活期存款⁹²。然就法律角度觀察而言，欲成為存款甚至是活期存款之前提在於：穩定幣之發行人與持有者之間的基礎契約是債務契約（Explicit Debt Contracts）、毋庸通知或不受限制而可隨時提領（Without Prior Notice or Limitation）⁹³。

債務契約之部分，有認為從美國司法部（the Department of Justice）發給美國聯邦證券交易管理委員會（Securities and Exchange Commission，SEC）之信函可以得知，其與股權契約最主要之差別，可從存款與貨幣市場基金（Money Market Fund，MMF）⁹⁴談起，詳言之，前者之存款人為銀行的債權

⁹⁰ See *id.* at 6. See Moin A. Yahya & Ian Fong, *In Defense of the Free-Banking Stablecoins*, 26 J. TECH. L. & POL'Y, 23 (2022).

⁹¹ See FREDERIC S. MISHKIN, *THE ECONOMICS OF MONEY, BANKING, AND FINANCIAL MARKETS* 51 (1995).

⁹² See Gorton & Zhang, *supra* note 9, at 10.

⁹³ See *id.* at 10-14.

⁹⁴ 貨幣市場基金係指投資於貨幣市場短期（通常為一年）有價證券之基金，由於大多投資人會透過認購貨幣市場基金之方式，將資金暫時存放於貨幣基金，嗣後再利用基金轉換功能或贖回的方式，將資金轉而投入其他股票、債券或基金，因係進入新投資前暫時存放資金的場所，且投資人購買基金的份額（share），類似存款人將錢存入銀行，故常被用與銀行存款進行比較。參閱財團法人台北外匯市場發展基金會經濟研究處（2020），〈由國內貨幣型基金之發展探討對貨幣統計之影響〉，

人，若在授權透支（Authorized Overdraft）的情況則會變成債務人而需透過存款的方式償還債務；後者之持有人為所有權人（Owners），需經歷資本收益和損失，故贖回係指移轉所有權（Ownership），即要求基金管理公司將投資款退還投資人，而非指貨幣市場基金之投資人將因此轉變為債權人，換言之，貨幣市場基金之投資人與基金管理公司間的關係為股權契約，其所投資的資本損益不受其選擇實現其投資之方式的影響，且亦不因此成為基金的債權人而對基金實現後的資本損益無任何期望⁹⁵。就穩定幣之討論，該論者認為，穩定幣協議本質上是發行人和持有人之間的債務契約，蓋發行人承諾在持有人預付款項後可按穩定幣的面值贖回，此與存入 1000 美元於銀行而可提領之情形同，且穩定幣之持有人並非穩定幣發行人之股權所有人（Equity Owners），故穩定幣係存款，其持有人為債權人⁹⁶。

該論者在主張穩定幣係存款後，亦進一步討論其是否為活期存款，美國最高法院認為，成為活期存款之要件為，毋需事先通知或無任何限制即可依照自身需求提領存款（a Right to Withdraw Deposits without Prior Notice or Limitation）⁹⁷，故論者認為若穩定幣的贖回過程不受阻礙，則應可認為穩定幣具有活期存款的特徵⁹⁸。綜前討論可知，論者認為穩定幣於法律上之觀點亦該當活期存款，並受制於他們自己的特殊銀行法規監理⁹⁹。

對於論者認為穩定幣應定性為貨幣市場金融工具之見解，本文持保留態度。其一，是否為貨幣市場工具非僅以名稱為斷，而應就經濟實質面探討。

https://www.tpefx.com.tw/uploads/download/tw/Discuss%20the%20impact%20on%20currency%20statistics%20from%20the%20development%20of%20domestic%20currency%20funds_11.pdf (最後瀏覽日：04/23/2020)。See U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, FACT SHEET: REFORMING MONEY MARKET FUNDS (June 5, 2013), <https://www.sec.gov/opa/Article/press-release-2013-101---related-materials.html> (last visited Apr. 23, 2022).

⁹⁵ See Gorton & Zhang, *supra* note 9, at 11-13.

⁹⁶ See *id.* at 34.

⁹⁷ See *FRS v. Dimension Financial Corp.*, 474 U.S. 361, 368 (1986).

⁹⁸ See Gorton & Zhang, *supra* note 9, at 14.

⁹⁹ See *id.* at 10-12; See also Yahya & Fong, *supra* note 90, at 23-24.

詳言之，下述將以 *Reves v. Ernst & Young*¹⁰⁰一案為支持本文論點之依歸。自該案例事實觀之，某一農業產銷合作社（Agricultural Cooperative），為募集一般營運資金，遂向大眾出售其「見票即付之本票」（Promise Notes Payable on Demand）。該票券若跳票，並無存款保險之擔保，惟在所支付之利息則維持較銀行為優之利率，其利率每月應調整俾使其高於本票持有人可自當地金融機構獲得一定之利率。另外，持有人亦有權隨時請求支付票券款項。又本項「票券」之發行對象，並不限於合作社的會員，非會員亦為募集之對象。更值得注意的是，此一票券的發行並被宣傳為一「投資計劃案」（Investment Program）¹⁰¹。

就發行人（農業產銷合作社）發行見票即付本票以吸收購買人之現金，而購買人持有該見票即付之本票後亦可隨時提領以換取所投入之現金之角度觀之，與穩定幣同均有收受存款之行為且可隨時贖回，此外，二者均無存款保險之擔保，惟 *Reves* 案之見票即付本票卻被認為符合投資契約之判斷而該當有價證券，由此可知，即便有收受存款之行為，亦無法直接得出該當存款之結論，更何況本案的見票即付只是發行人為吸收資金的幌子，故是否為存款或有價證券之判斷，並非僅以名稱是否為貨幣市場工具為斷，仍應從經濟實質面著手，若穩定幣之發行與設計符合投資契約之要件，自應為證券交易法（下稱證交法）下之有價證券。由於目前穩定幣之持有人持有穩定幣之目的多用於投資虛擬通貨或數位資產（Digital Assets）以賺取投資獲利¹⁰²，故穩定幣是否真能如同該論者所述為活期存款，即有疑問；此外，雖穩定幣與貨幣市場基金之持有人均有類似將現金存入發行人或基金的概念，且均承諾保持穩定並可以按需贖回¹⁰³，然後者卻為投資基金而非存款。最後，聲稱可隨時贖回之穩定幣，是否實際上的確可隨時贖回仍屬未定之天，有論者即

¹⁰⁰ See *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S. 56 (1990).

¹⁰¹ See *id.* at 59-60.

¹⁰² See Wilmarth, *supra* note 72, at 4.

¹⁰³ See U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *supra* note 94.

指出現行穩定幣發行人服務條款規範與「隨時贖回」之概念有相當程度落差，甚至相互矛盾¹⁰⁴。

其二，有論者認為穩定幣係支撐著一個沒有實體的賭場，詳言之，有認為 DeFi 系統實為一個「無實體的賭場」，則大多數 DeFi 系統使用者均係為促進或利用穩定幣作為對投資性虛擬通貨之賭注。由前述穩定幣之光明面可見，穩定幣既然主要係用於 DeFi 支付，若再認為 DeFi 為一個「賭場」，甚至於各國尚未理出 DeFi 監理頭緒之際，貿然將穩定幣視為受監理之活期存款，無異係將為該賭場提供隱性之政府擔保支持，無非鼓勵無實體賭場之壯大¹⁰⁵。

綜上，本文難以認同穩定幣應定性為活期存款，可成為貨幣市場金融工具，基於此，本文將於下述段落即透過「投資契約」之內涵及要件，對穩定幣加以涵攝，以釐清穩定幣是否得為證交法所規範之有價證券。

二、資本市場金融工具

除前述貨幣市場金融工具外，亦有論者指出穩定幣亦可能構成有價證券而落入 SEC 之監理範圍¹⁰⁶，據此，以下本文將自有價證券定義剖析之。美國法上對於有價證券之定義規範於 1933 年聯邦證券法第 2 條第 1 項¹⁰⁷，觀

¹⁰⁴ See Bruce, Odinet & Tosato, *supra* note 14, at 1108-17.

¹⁰⁵ See *Hearing on Stablecoins: How Do They Work, How Are They Used, and What Are Their Risks?: Before the U.S. S. Comm. on Banking, Housing, and Urban Affairs*, 117th Cong. 10 (2021) (statement of Hilary J. Allen, Professor of Law, American University Washington College of Law).

¹⁰⁶ See PWG, *supra* note 7, at 15.

¹⁰⁷ Section 2 (a) of the Securities Act of 1933 defines a security as follows: When used in this title, unless the context otherwise requires—(1) The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or

諸該條規範之內涵可以得知其除了將特定金融商品納入規範外，條文亦包含一般性概括條款之字眼，以順應、涵蓋經濟發展所產生之各種具多樣化特徵之衍生性金融商品，並避免監理漏洞，而何謂具多樣化特徵之金融商品，舉凡債權證明、分潤協議、投資契約以及一般被普遍認為屬於有價證券之金融商品均屬之¹⁰⁸。然畢竟金融商品多樣且趨於複雜，有時並無法明確區分其類型與定性，此時美國實務上則多以該金融商品是否該當投資契約（Investment Contract）來判定其是否為有價證券而須受到證券法規之監理，亦即就該金融商品之經濟實質面（Economic Reality）觀察其是否符合投資契約之概念與定義，如此不僅可保持法規之彈性¹⁰⁹，亦可透過對投資契約之靈活解釋來因應資本市場日新月異之金融商品¹¹⁰。

經由前段關於有價證券定義之陳述可知，美國法上對於無法明確定性之金融商品就其是否為有價證券而需受到證券法規之監理係以其是否該當投資契約來認定，然而在 1933 年美國聯邦證券法對於投資契約之內涵卻未加

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 interest or instrument commonly known as a “security”, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing. 中譯版本：本法所稱證券，除上下文義另有他指外，謂任何本票、股票、庫藏股、債券、無擔保債券、債權證明、任何分享利潤協議之證書或參與、擔保品信託證書、公司成立前之認股證、可轉讓之股份、投資契約、投票信託證書、證券提存之證書（存託憑證）、石油、天然氣或其他礦產未分割部分利益、任何賣出、買入、買入及賣出之選擇權或證券上特權、存單、證券的集合或指數，包括其上的利益或價值，或在全國性證券交易所有關外國貨幣之賣出、買入，買入及賣出之選擇權或特權，或一般所謂之證券，或對以上所有項目之參與或利益證書、臨時證書、收據、保證或認購權。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。

¹⁰⁸ See JOHN COFFEE JR. & HILLARY SALE, SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS 249 (2012).

¹⁰⁹ See JAMES D. COX ET AL., SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS 118 (1997).

¹¹⁰ 參閱黃靖崑（2021），〈違法吸金罪與證券交易法之交錯平行時空〉，《司法新聲》，136期，頁79。

以規範，而係賦予法院解釋空間以補充投資契約之定義¹¹¹，並就投資人保護之必要性、該金融商品之經濟實質面等因素來充實投資契約之判準¹¹²，又金融工具可依其性質區分為具股權性質（Equity）或債權性質（Debt），美國司法實務亦針對前述二種性質發展出不同之判準，以下即針對此二種判準進行介紹。

（一）Howey Test

美國聯邦最高法院在 1946 年 *SEC v. W.J. Howey Co.*¹¹³ 案中，提出赫赫有名的 Howey Test 審查標準，以審查系爭金融商品是否屬於投資契約，若係屬於投資契約者，即該當有價證券，進而落入證券法規範監理，須遵守公開揭露及反詐欺條款之規範。美國聯邦最高法院所提出的 Howey Test 審查標準，闡明投資契約應具備四個要件：（1）投資金錢（Investment of Money）；（2）投資於共同企業（in a Common Enterprise）；（3）投資人期待獲利（Expect Profits）；（4）該獲利之有無是全然來自於發起人或第三人之努力（Expect Profits Solely From the Efforts of the Promoter or a Third Party）¹¹⁴。此四個要件即所謂的 Howey Test 審查標準，只要通過 Howey Test 檢驗者，即為投資契約，而該當證券法有價證券之概念¹¹⁵。以下則就各個要件逐一討論之。

1. 投資金錢

Howey Test 審查標準之第一個要件為投資人以投資為目的，自願地投入金錢以換取投資證券的對價，而且投資人亦因該投資而須承擔某種程度之

¹¹¹ See Frederick H. C. Mazando, *The Taxonomy Of Global Securities: Is The U.S. Definition Of A Security Too Broad ?*, 33 NW. J. INT'L L. & BUS. 121, 134-35 (2012).

¹¹² 參閱賴英照（2019），〈證券交易法五十年〉，《月旦法學雜誌》，293期，頁17。

¹¹³ See *SEC v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946).

¹¹⁴ See *id.* at 298-99.

¹¹⁵ 參閱劉連煜（2014），《新證券交易法實例研習》，增訂12版，頁41，元照；賴英照（2017），《股市遊戲規則：最新證券交易法解析》，3版，頁15-18，自刊。

財物損失風險¹¹⁶；然須留意的是，該金錢除現金（Cash）外自經濟實質解釋亦包括財產（Goods）、勞務（Service）、票據（Promissory Notes）或其他具交換價值之物（other Exchanges of Value）¹¹⁷，此外，有鑒於區塊鏈技術之興起，各種虛擬通貨如雨後春筍般出現，其中尤以比特幣（Bitcoin）最為人熟知，多數人亦使用其作為購買其他加密貨幣之支付媒介，因此論者認為基於區塊鏈技術所發行之虛擬貨幣自應包括在內¹¹⁸。綜前可知，財物之移轉行為須具備一定風險，若係不具備風險且可以完全獲利之行為，因不具備風險承擔之要素，故非屬投資行為。通常而言，金錢之投入並非爭議之所在，而「風險」之有無可當作是否該當投資行為之基準¹¹⁹。

2. 投資於共同企業

Howey Test 審查標準的第二個要件為投入金錢者須投資於共同企業，此要件之重點在於描述投資人之投資與發起人之經營努力或財富間所呈現的共同關係¹²⁰。然而，就該共同企業之具體內涵為何，美國聯邦最高法院未給出提示，而是交由下級法院自行發展並得出三種類型，分別是：（1）水平共同關係（Horizontal Commonality）；（2）廣義垂直共同關係（Broad Vertical Commonality）；（3）狹義垂直共同關係（Strict Vertical Commonality）¹²¹。

¹¹⁶ See Maura K. Monaghan, *An Uncommon State of Confusion: The Common Enterprise Element of Investment Contract Analysis*, 63 FORDHAM L. REV. 2135, 2147 (1995).

¹¹⁷ See *Useton v. Commercial Lovelace Motor Freight, Inc.*, 940 F.2d 564, 574-75 (10th Cir. 1991). See also *Frazier v. Manson*, 484 F. Supp. 449, 452 n.5 (N.D. Tex. 1980). See also *Int'l Bhd. of Teamsters v. Daniel*, 439 U.S. 551, 560 (1979). See also *Hector v. Wiens*, 533 F.2d 429, 432-33 (9th Cir. 1976). See also *Sandusky Land, Ltd. v. Uniplan Groups, Inc.*, 400 F. Supp. 440, 445 (N.D. Ohio 1975).

¹¹⁸ See *United States v. Faiella*, 39 F. Supp. 3d 544, 545 (2014).

¹¹⁹ 參閱莊永丞（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63-64。

¹²⁰ See COFFEE JR. & SALE, *supra* note 108, at 263-66.

¹²¹ See Christopher L. Borsani, *A "Common" Problem: Examining the Need for Common Ground in the "Common Enterprise" Element of the Howey Test*, 10 DUQ. BUS. L. J. 1, 7 (2008). 另亦可參閱劉連煜（2021），〈連動債與證券交易法的有價證券〉，《月旦民商法雜誌》，74期，頁79-80。

所謂的水平共同關係，係指投資人之間是否同享利潤、共同承擔風險，換言之，投資人之水平共同關係，即係聚集投資資金、分享利潤與分擔損失¹²²。須留意的是，由於水平共同關係要求投資人資金匯聚、利害與共，投資人間財富係相互連繫，故僅有單一投資人之交易型態容易被忽略而排除在外¹²³。然為防止有心人士利用單一投資人之交易型態進而規避投資契約之審查，遂發展出垂直共同關係，將一對一（One by one）的交易型態亦涵蓋投資契約之審查當中¹²⁴。

考量一對一（One by One）的交易型態，不須要求存有多數投資人與資金聚集之要件。又美國聯邦第 2 上訴巡迴法院將垂直共同關係區分為兩大態樣，即「狹義垂直共同關係」以及「廣義垂直共同關係」¹²⁵，前者是指投資人財富與發起人財富間除須相為連繫外，更進一步要求投資人之損益須與發起人損益間呈現正相關（Tied），垂直共同關係始能成立¹²⁶，換言之，投資人的財富全憑發起人的努力；後者乃係指投資人財富與發起人財富間亦須相為連繫，惟最大的不同在於，投資人之財富僅須與發起人之努力具有某種程度的關聯性（Linked），即可成立垂直共同關係¹²⁷。綜上可知，垂直共同關係與水平共同關係最大的區別在於，前者並不以複數投資人存在為必要，只要投資人與發起人間利害與共即可該當垂直共同關係；反之，後者則強調複數投資人存在之必要性，且彼此間須共享財富、共承風險。

¹²² See Michael R. Davis, *Unregulated Investment in Certain Death: Sec v. Life Partners, Inc.*, 42 VILL. L. REV. 925, 938 (1997).

¹²³ See Monaghan, *supra* note 116, at 2152-53.

¹²⁴ See Davis, *supra* note 122, at 939.

¹²⁵ See *Revak v. SEC Realty Corp.*, 18 F.3d 81, 87 (2d Cir. 1994).

¹²⁶ See Marc G. Alcser, *The Howey Test: A Common Ground for the Common Enterprise Theory*, 29 U.C. DAVIS L. REV. 1217, 1228 (1996).

¹²⁷ See Borsani, *supra* note 121, at 10-11.

基本上，美國聯邦第 3、6、7 上訴巡迴法院採取水平的共同關係¹²⁸，而美國聯邦第 5、9、11 上訴巡迴法院則採取垂直的共同關係¹²⁹。然因證券法與證券交易（所）法之立法目的係為保護投資人，並為避免有心人士刻意以個別或單獨締約之方式規避共同企業要件之審查進而造成規範漏洞，故於是否該當共同企業之審查時，仍應就被吸金人與吸金人間之財富是否有所交織或關聯加以釐清，換言之，*Howey Test* 第二要件之「共同企業」包括水平共同或垂直共同的情況，僅係因個案事實的分潤態樣不同，美國聯邦上訴巡迴法院因而採取「水平方式」¹³⁰或「垂直方式」¹³¹之審查模式，故凡吸金者財富與被吸金者投資盈虧之間具有不可分割之重要關聯性即可該當 *Howey Test* 之第二要件。此外，就垂直共同企業之審查自應採取廣義見解，即將重點放置審視投資人之財富與發起人的努力之間的關聯而非僅僅強調兩者財富之聯繫¹³²。簡言之，無論構成何種「共同企業」架構之解釋（水平、狹義垂直、廣義垂直），只要成立其一即符合本要件，以保持審查要件之靈活與彈性並符合證券相關法律之規範目的¹³³。

3. 投資人之獲利期待

Howey Test 審查標準的第三個要件為投資人之獲利期待，關於該要件之判準，美國司法實務認為應以經濟實質面觀之，就行為人投入現金之目的

¹²⁸ See *Curran v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 622 F.2d 216 (6th Cir. 1980); *Hirk v. Agri - Research Council, Inc.*, 561 F.2d 96 (7th Cir. 1977); See also *Wasnowic v. Chicago Bd. Of Trade*, 352 F. Supp. 1066 (M.D. Pa. 1972).

¹²⁹ See *Villeneuve v. Advanced Bus. Concepts Corp.*, 698 F.2d 1121 (11th Cir. 1983), *aff'd en banc*, 730 F.2d 1403 (11th Cir. 1984); See also *Securities & Exchange Commission v. Koscot, Interplanetary, Inc.*, 497 F.2d 473 (5th Cir. 1974); See also *Securities & Exchange Commission v. Glenn W. Turner Enters. Inc.*, 474 F.2d 476 (9th Cir. 1973).

¹³⁰ 例如：1946年之*Howey*案。See *SEC v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946).

¹³¹ 例如：1974年之*Koscot*案。See *SEC v. Koscot Interplanetary, Inc.*, 497 F.2d 473 (5th Cir. 1974).

¹³² See *Alcser*, *supra* note 126, at 1230.

¹³³ See *Koscot Interplanetary Inc.*, 497 F.2d. at 487.

係為換取商品、服務¹³⁴抑或係獲得財務回報（a financial return）區分為消費行為與投資行為，僅後者具有投資性質而該當證券須受到證券法之監理¹³⁵。而是否滿足獲利之要件應觀察投資人之預期回報是否來自投資行為所致之投入本金的升值（Capital appreciation）及盈餘的分派（a Participation in earnings）¹³⁶。所謂本金升值，亦可理解為轉售此標的可獲得之利潤，其中包含流通性充足與否之判斷¹³⁷；盈餘分派，則指投資人可參與發起人之利潤分配¹³⁸。由此可知，若付出之金錢，係為了消費目的所為之對價給付，即與獲利期待之概念有違，自不該當「獲利」之概念。

4. 投資人之獲利有無係仰賴發起人或第三人之努力

Howey Test 審查標準的第四個要件為投資人之獲利係仰賴第三人之努力，為避免讓有心人士有可乘之機進而造成監理漏洞，美國聯邦第9上訴巡迴法院在 *SEC v. Glenn W. Turner Enterprises, Inc.*¹³⁹案，拒絕對「完全」（Solely）採取嚴格的文義解釋，認為獲利的產生不必然須「完全的」來自於發起人或第三人的努力。在 *SEC v. Koscot Interplanetary, Inc.*¹⁴⁰案，法院進而提出努力的概念應是發起人是否有經營（Manage）、控制（Control）或管理（Operate），發起人的努力是否為關鍵性之地位。總而言之，目前美國實務見解，均將「完全」一詞，改為「主要的」（Predominantly）意涵¹⁴¹。由此觀之，針對該要件之解釋，美國司法實務並非採取嚴格之解釋標準，其認為應將重點放置第三人之努力是否屬於管理、控制、經營之性質，以及依賴他人努力以產生獲

¹³⁴ See *SEC v. Life Partners, Inc.*, 87 F.3d 536, 547 (D.C. Cir. 1996).

¹³⁵ See *Rice v. Branigar Organization, Inc.*, 922 F.2d 788, 791 (11th Cir. 1991). See also *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837, 837 (1975).

¹³⁶ See *id.* at 852. See also *COFFEE JR. & SALE*, *supra* note 108, at 272-73.

¹³⁷ 參閱黃朝琮（2020），〈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〉，《交大法學評論》，6期，頁165。

¹³⁸ 參閱楊岳平（2022），〈元宇宙下非同質化代幣（NFT）與證券性質虛擬通貨（STO）的距離〉，《月旦法學教室》，240期，頁40。

¹³⁹ See *SEC v. Glenn W. Turner Enterprises, Inc.*, 474 F.2d 476 (9th Cir. 1973).

¹⁴⁰ See *SEC v. Koscot Interplanetary, Inc.*, 497 F.2d 473 (5th Cir. 1974).

¹⁴¹ See *COFFEE JR. & SALE*, *supra* note 108, at 263.

利之程度¹⁴²，簡言之，如果投資者能對其獲利進行控制，則其不需受到證券法之保護¹⁴³。

（二）Reves Test

通常而言，票據或票券均為發票人之信用證券或支付證券，即票據主債務人自己承諾，於指定之到期日或見票時，無條件支付與受款人或執票人之商業票據，但就某程度而言，亦可視為票據債權人對於發票人信用之投資行為而該當資本性證券，故美國聯邦 1933 年證券法與 1934 年證交法，立法技術上先將票券（Notes）納入投資證券之定義範圍中，同時亦明文豁免短期票券與不具投資性質之票據。因此，並非所有的票券皆為投資證券，其判準依票據到期日為區分外（美國為九個月）¹⁴⁴，隨後亦發展「家族類似性法則」（Family Resemblance Test）與 Reves Test，以判斷該票券究係適用證券法規，抑或適用貨幣市場之法規範。是故，透過此等判準以確立貨幣市場之金融商品範圍與界限，同時亦可說明為何普通公司債（Debt）應由證交法所規範，以下就該等判準逐一介紹之。

1. 到期日

首先，以商業票據到期日的概念為區分之審查方法，如美國係以「九個月」¹⁴⁵，我國則以「一年」為短期金融商品之到期日。簡言之，以是否超過

¹⁴² See *Teamsters*, 439 U.S. at 561.

¹⁴³ See *Goodwin v. Elkins & Co.*, 730 F.2d 99, 114 (3d Cir. 1984).

¹⁴⁴ 參照票券金融管理法第4條第1款之規定，我國短期票券係指在一年期限內之下列短期債務憑證。

¹⁴⁵ 參閱美國1934年聯邦證券交易法§3(a)10。The Exchange Act §3(a)10, 15 U.S.C. §78c(a)(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

該到期日作為短期債務憑證之判準，該當短期債務憑證者，即為貨幣市場流通之金融支付工具，而無證交法規之適用；反之，到期日超過該期限之中長期債務憑證，若不具消費融通之性質，即有受證交法規範之可能。

2. 家族類似性法則（Family Resemblance Test）

其次，若該票券之到期日超過九個月，雖不該當短期商業票券或票據而被豁免證券法規之適用，但仍無法直接謂其係投資票據，而須針對其內涵進一步審查。對此，美國聯邦第 2 上訴巡迴法院發展所謂的「家族類似性法則」，提供審查其是否為商業票據之標準，以豁免證交法之適用。質言之，凡與下列 7 種商業票據，經濟實質面相似者，即非屬證交法之證券¹⁴⁶：（1）因消費金融所給付之票據（the Note Delivered in Consumer Financing）；（2）存有以住家作為擔保的票據（the Note Secured by a Mortgage on a Home）；（3）存有以小型營業或其某些資產作為質押的短期票據（the Short-Term Note Secured by a Lien on a Small Business or Some of its Assets）；（4）銀行因融資所給予顧客之票據（the Note Evidencing a Character Loan to a Bank Customer）；（5）以應收帳款讓與權作為擔保的短期票據（Short-Term Notes Secured by an Assignment of Accounts Receivable）；（6）表徵平常經營業務範圍內所產生之帳上債務（a Note Which Simply Formalizes an Open-Account Debt Incurred in the Ordinary Course of Business）¹⁴⁷；（7）因公司業務需要，

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.

¹⁴⁶ 參閱劉連煜，前揭註115，頁43。

¹⁴⁷ See *Exchange Nat’l Bank of Chicago v. Touche Ross & Co.*, 544 F.2d 1126, 1138 (2d Cir. 1976).

而向商業銀行融資所得之票據（Notes Evidencing Loans by Commercial Banks for Current Operations）¹⁴⁸。

上述商業票據之共同特色在於具備貨幣金融之性質，此等商品之特性在於自償性（Self-Liquidate）、流動性高，易於變現，具有輔助或替代貨幣之功能，可取代或輔助現貨之使用而流通於貨幣市場之有價證券，執票人或票據權利人並非證交法之投資人。總而言之，凡票券之經濟實質面該當上述 7 種票據之一者或與該 7 種票據之一具有強烈相似性，即非屬資本市場的投資證券而係貨幣市場的金融工具；反之，則推定為證交法之證券。

3. Reves Test 審查標準

美國聯邦最高法院於 1990 年之 *Reves v. Ernst & Young* 乙案¹⁴⁹，對於新型票券之發行，是否應受證交法之規範，提出其判斷標準，嗣後對該判準即稱之為 Reves Test。本案中所涉及之爭點為 Reves 農業產銷合作社所發行見票即付之本票是否該當證交法之有價證券。首先，美國聯邦最高法院肯認前述之「家族類似性法則」，以其作為審視該新型商業票據是否成為證券之第一階段判準，若排除「家族類似性法則」之檢驗，則反面推定該票券為證券，而須另外經過第二階段 Reves Test 審查，方可終局確定為證交法之有價證券。

Reves Test 揭櫫之審查要件為：（1）當事人有無金錢投資之動機（Motivation），倘若票券發行人之目的在於募集中長期營運所需之資金，而非短期融通資金之調度；或發行人與投資人雙方之動機係希望該票券能夠在流通市場融資，則該票券即高度可能為證券。（2）票券配銷流通之計畫（Plan of Distribution），若該配銷流通計畫之當事人主、客觀上係基於中長期融資計畫，且該票券客觀上係作為投資工具而於市場上流通，因變現性低而違約風險高，該票券即有成為證券之可能；若當事人主、客觀上係基於短期融資目的，且該票券係作為支付工具使用，則因變現性高而違約風險低，

¹⁴⁸ See *Chemical Bank v. Arthur Andersen & Co.*, 726 F.2d 930, 939 (2d Cir. 1984).

¹⁴⁹ See *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S. 56 (1990).

便較無可能成為證券。(3) 投資大眾之合理期待 (Expectation)，若投資大眾承購票券之目的在於期待獲取中長期報酬 (即利息收入)，而非貼現之短期利益，該票券則有成為證券之可能。(4) 該票券有無其他規範體系存在 (Another Regulatory Scheme)，若無其他規範，則意味著該票券持有人之投資風險增加，即有受證交法保護之必要¹⁵⁰。由於系爭票券未有貨幣市場支付證券或信用證券之特徵，與貨幣市場商品無「家族類似性」。進而依前述 Reves Test 判準加以檢視，證實系爭票券應屬資本市場之債券。

須留意者是，在 Howey Test 與 Reves Test 均有買受人期待獲利之要件，但細究其內涵，實有差異。詳言之，Howey Test 之獲利，係指投資人期待參與盈餘之分配或投資本金之升值者；而 Reves Test 之獲利，係指投資人期待固定利息之收入，公司債之債息收入，即為示例¹⁵¹。從而，Howey Test 係用以判斷是否為具股權性質 (Equity) 之有價證券，而 Reves Test 則係檢驗是否為普通公司債 (Debt) 之投資證券，簡言之，必須釐清其異同之處，以避免誤把馮京當馬涼。綜上所述，任何吸金行為，若能確定符合 Howey Test 或是 Reves Test 之要件者，即應受到證交法之規範。

(三) 本文見解

為探求穩定幣之經濟實質面是否為投資契約而該當有價證券，本文如下即分別以 Howey Test 及 Reves Test 之要件針對穩定幣進行審視。

1. Howey Test

(1) 金錢之投入

以投資為目的，意味著放棄持有之資產以換取利益，並承擔一定程度的經濟風險¹⁵²。在 *State v. Gopher Tire & Rubber Co.* 一案，資本 (Capital) 或是

¹⁵⁰ See *id.* at 66-67.

¹⁵¹ 另可參閱劉連煜 (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150。

¹⁵² See Monaghan, *supra* note 116, at 2147.

金錢（Money）的付出是為確保獲利或收入，即屬投資¹⁵³，而金錢之投入不以現金為限，前已述及，簡言之，無論投入（Contribution）為何或投入多少，只要讓投資者承當一定之經濟損失風險，即可該當第一要件¹⁵⁴。當穩定幣之持有人購買穩定幣之發行人所發行之具有一定資產擔保之穩定幣或演算法穩定幣時，不論該投入是否係現金均可認為係屬資本之付出¹⁵⁵，故符合投資契約第一個要件。

（2）共同企業

Howey Test 審查標準的第二個要件為投入金錢者須投資於共同企業，該共同企業除了實體組織以外，尚包括利用分散式帳本技術組成之虛擬組織，分散式自治組織（DAO）即為示例¹⁵⁶；此外，美國司法實務在近日的判決中對於審查虛擬通貨是否該當共同企業之要件時採取相當寬鬆之態度，其認為透過虛擬通貨之發行所收取之資金若係用於特定目的，因資金投入者已因該特定目的聚集，彼此間具有共同享受利益、承擔風險之關係，故已形成所謂之共同企業¹⁵⁷。又共同企業之形式可分為有水平共同關係、廣義垂直共同關係、狹義垂直共同關係等¹⁵⁸，而水平與共同之主要差別在於投資人與發起人之努力是否正相關（Tied）為必要，前已述及¹⁵⁹。有鑑於穩定幣多係由大型科技公司所發行，再由持有人以現金或其他財產換取同等價值之穩定幣，自非一對一之交易模式，故本文以下僅以水平共同關係審查穩定幣之發行是否該當共同企業此要件。

¹⁵³ See *State v. Gopher Tire & Rubber Co.*, 146 Minn. 52, 56 (1920).

¹⁵⁴ See *Majors v. South Carolina Securities Commission*, 644 S.E.2d 710 (S.C. 2007).

¹⁵⁵ See Miriam R. Albert, *The Howey Test Turns 64: Are The Courts Grading This Test On A Curve?*, 2 WM. & MARY BUS. L. REV. 1, 16 (2011).

¹⁵⁶ See Jonathan Rohr & Aaron Wright, *Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets* 48 (Cardozo Legal Studies Research Paper No. 527, 2017).

¹⁵⁷ See *Balestra v. Atbcoin LLC*, 380 F. Supp. 3d 340, 352-54 (S.D.N.Y. 2019).

¹⁵⁸ 前已述及故此部分不再贅述。

¹⁵⁹ See Alcser, *supra* note 126, at 1228; See also Borsani, *supra* note 121, at 10-11.

所謂水平共同關係是指投資人之資金匯集在一起，共享分潤、共承風險¹⁶⁰。穩定幣之發行多由發起人以背後資產擔保之穩定幣與持有人之現金或財產進行交換，換言之，持有人之資金係透過穩定幣之交換而匯聚於發行人，再由發行人利用該筆資金進行各種經營努力（例如：投資或購買儲備資產）以確保穩定幣價值能與其掛勾之法定貨幣維持相同比例，因此，若今日穩定幣背後所連結的資產升值，且穩定幣亦能維持等同價值，則穩定幣之持有人亦可因此而獲得本金的升值；反之，若今日穩定幣背後所連結的資產升值，而穩定幣卻無法維持等同價值，則持有人所持有之穩定幣可能會因而貶值，進而受到一定損失，由此可知，穩定幣持有人依賴穩定幣發行人之經營管理行為¹⁶¹，穩定幣之持有人與發行人彼此間有福同享、有難同當，故可認為該當於投資水平共同企業之要件。

(3) 獲利期待

在有關獲利之期待上，*Forman* 案法院認為應以投入資本升值、盈餘分配兩個面向觀察¹⁶²；亦有判決採取擴大解釋認為利潤是投資人投資預期所得，指收入與報酬，故紅利、定期報酬或價值提升都包含在內，不區分固定利率還是浮動利率，而應實質判斷¹⁶³；此外，更有美國司法實務認為應以經濟實質面觀之，就行為人投入現金之目的係為換取商品、服務¹⁶⁴抑或係獲得財務回報（a Financial Return）區分為消費行為與投資行為，僅後者具有投資性質而該當證券須受到證券法之監理¹⁶⁵。就虛擬通貨之持有而言，論者認為若該代幣持有者之動機係側重在投資、投機等為代幣之轉讓創建次級市場

¹⁶⁰ See *Curran*, 622 F.2d. at 244.

¹⁶¹ See Ryan Clements, *Defining the Regulatory Perimeter for Stablecoins in Canada*, 66 C.B.L.J. 201, 207-08 (2022).

¹⁶² See *id.* at 852; COFFEE JR. & SALE, *supra* note 108, at 272-73.

¹⁶³ See *SEC v. Edwards*, 540 U.S. 389, 395 (2004).

¹⁶⁴ See *SEC v. Life Partners, Inc.*, 87 F.3d 536, 547 (D.C. Cir. 1996).

¹⁶⁵ See *Rice v. Branigar Organization, Inc.*, 922 F.2d 788, 791 (11th Cir. 1991); See also *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837, 837 (1975).

等行為，而非強調該代幣之實質效用或功能，則該代幣有極大可能會被視為有價證券而受到證交法之監理¹⁶⁶。

於穩定幣之發行而言，以與美元掛勾之穩定幣為例（下稱 A 穩定幣），於美元升值的情形，A 穩定幣為維持與美金的 1：1 的保值行為¹⁶⁷，實質上即為本金的升值，蓋 A 穩定幣亦會因該保值行為而升值，因此，購買 A 穩定幣之人（即持有人）之獲利期待在於，美金升值時，A 穩定幣為維持其與美金的同值狀態，而一同增值，嗣後可再透過 A 穩定幣與美金之轉換來賺取外匯匯差（例如：美金漲之後可以與貶值之日幣、新臺幣轉換）。簡言之，持有人可透過購買 A 穩定幣之方式來避免外匯管制所需負擔之額外交易成本，雖會有美金貶值而使 A 穩定幣連帶貶值的風險，然其亦可藉由逢低買進、逢高賣出之操作來賺取匯差進而獲利，基於此，應可認為穩定幣持有人之目的應非用來作為日常商品或服務之支付，而係用於提升自身財富之投資¹⁶⁸。此外，大多數穩定幣發行人並非承諾其具有潛在收益，而是向持有人保證他們不會因購買和持有穩定幣而遭受損失¹⁶⁹，某層面而言避免損失之保值行為，實際上即為本金升值。

¹⁶⁶ See Michael Mendelson, *From Initial Coin Offerings to Security Tokens: A U.S. Federal Securities Law Analysis*, 22 STAN. TECH. L. REV. 52, 79 (2019).

¹⁶⁷ See Andrew Ackerman, *Stablecoins in Spotlight as U.S. Begins to Lay Ground for Rules on Cryptocurrencies*, THE WALL STREET JOURNAL (Sept. 25, 2021), https://www.wsj.com/articles/stablecoins-in-spotlight-as-u-s-begins-to-lay-ground-for-rules-on-cryptocurrencies-11632562202?mod=article_inline (last visited Apr. 24, 2022); See also Dan Awrey, *Bad Money*, 106 CORNELL L. REV. 1, 60 (2020). See Nate DiCamillo, *The US is Dragging its Heels on Critical Stablecoin Regulations*, QUARTZ (Nov. 8, 2021), <https://qz.com/2083636/what-are-stablecoins-and-how-will-they-be-regulated/> (last visited Apr. 24, 2022); See also Gorton & Zhang, *supra* note 9, at 3, 6-8, 12-16; See also Arthur E. Wilmarth, *The Pandemic Crisis Shows that the World Remains Trapped in a 'Global Doom Loop' of Financial Instability, Rising Debt Levels, and Escalating Bailouts*, 40 BANKING & FIN. SERV. POL'Y. REP. 1, 9-10 (2021).

¹⁶⁸ See *Are Stablecoins Securities?*, QUINN EMANUEL TRIAL LAWYERS (Aug. 18, 2021), <https://www.quinnemanuel.com/the-firm/publications/digital-asset-litigation-update-august-2021/> (last visited July 15, 2022).

¹⁶⁹ See Wilmarth, *supra* note 72, at 13.

或有可能認為若有一穩定幣 B，其連結美金並與美金保持 1：1 之價值，且設計用於兌換其他虛擬通貨而無分潤功能，則有不符合 *Howey Test* 第三要件之可能。惟獲利期待之內涵係本金升值或盈餘分派已如前述，縱穩定幣 B 因無分潤功能而使投資人無盈餘分派之期待，然就本金升值部分，似因穩定幣 B 與美金保持 1：1 之價值而無升值，實則不然，持有人仍可透過外匯方式賺取匯差獲利。舉例而言，持有人於臺幣升值時購買穩定幣 B，另於臺幣貶值時兌換回臺幣，持有人即可藉由穩定幣取得二者間匯差獲利，換言之，即持有人原先投入 1 單位穩定幣本金升值所生之利潤。

前述情形於購買由鏈上擔保或鏈下擔保穩定幣亦同，穩定幣持有人購買穩定幣之目的亦係期待賺取有形資產或虛擬通貨之價差。此外，部分演算法穩定幣更亦有發展出所謂的獎勵制度，於此情形就如同公司股票之分潤制度，例如前述之 Terra 幣¹⁷⁰，此亦更佳證實穩定幣持有人購買與持有穩定幣之目的絕不在於貨幣市場之支付使用，而係更傾向於資本市場的投資獲利。

(4) 獲利主要仰賴他人之努力

雖然 *Howey* 案要求獲利係完全來自於發起人或第三人之努力，但之後的法院見解並未「以文害義」，反而從個案事實予以彈性解釋，以避免不符經驗法則之判決結果，而針對該要件之解釋，美國司法實務認為應將重點放置第三人之努力是否屬於管理、控制或經營之性質，以及依賴他人努力以產生獲利之程度¹⁷¹，亦即如果投資者能對其獲利進行控制，則其不需受到證券法之保護¹⁷²。

如前述所討論，雖美金的漲跌與 A 穩定幣的發行人無關，然 A 穩定幣之發行人努力維持 A 穩定幣與美金等同價值，該當經營努力，詳言之，於美金升值之情形，A 穩定幣之發行人為維持 A 穩定幣與美金的 1：1 等值狀態，以使 A 穩定幣之持有人能透過 A 穩定幣之轉換以賺取匯差而有所獲利，發行人除需買到相對應的基礎資產來支持 A 穩定幣外，亦須就其內部如何

¹⁷⁰ See Clements, *supra* note 53, at 141.

¹⁷¹ See *Teamsters*, 439 U.S. at 561.

¹⁷² See *Goodwin v. Elkins & Co.*, 730 F.2d 99, 114 (3d Cir. 1984).

與美金掛勾、資產配置如何調整進行統籌與安排，換言之，A 穩定幣之持有人的獲利主要與發行人的經營努力有關，若無發行人之運籌帷幄與資金管理¹⁷³，A 穩定幣之持有人無法享受匯差之獲利，故 A 穩定幣之持有人（即投資人）之獲利符合第四要件。

或有可能認為若穩定幣之發行公司僅收受美金作為對價，將全數美金放入信託機構後，發行相應數量之穩定幣，且未針對掛勾方式或儲備金管理做出管理決定，則穩定幣之漲跌係由交易市場決定，此時似不該當 Howey Test 第四要件。其實不然，發行公司於發行前須設計此類穩定機制、贖回協議，甚至必須視情況修改贖回協議以避免「擠兌」；此外，若穩定幣漲跌純由交易市場決定，而無任何穩定機制，則該穩定幣之價值如何「穩定」？又如何該當穩定幣之定義（綜合區塊鏈技術、團隊自行設計之穩定機制而達價格穩定之虛擬通貨）？

綜上，正如 SEC 委員 Gary Gensler 指出，大多數虛擬通貨均該當 Howey Test 四要件而屬投資契約之一種¹⁷⁴，而本文所欲探討之穩定幣亦該當 Howey Test 四要件，同屬投資契約，而為證交法之有價證券。

2. Reves Test

穩定幣雖號稱與主權貨幣或資產掛勾而具有穩定性，可如同貨幣般或活期存款隨時變現，故不應將其認定為證券金融商品。對此，本文認為若認穩定幣具有貨幣或替代貨幣性質，而非屬證交法規範之範疇，即應操作貨幣市場金融商品之判準，檢驗其是否應受證交法規範之。

首先，普遍穩定幣均未有票券到期日之概念，故不論依據我國票券金融管理法之「一年」到期日，抑或是依據美國之「九個月」，均難謂有超過該「期限」，是以穩定幣仍有受證交法規範之可能。次之，依據美國聯邦第 2

¹⁷³ See QUINN EMANUEL TRIAL LAWYERS, *supra* note 168.

¹⁷⁴ See Gary Gensler, *Prepared Remarks of Gary Gensler On Crypto Markets Penn Law Capital Markets Association Annual Conference*, U.S SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (Apr. 4, 2022), <https://www.sec.gov/news/speech/gensler-remarks-crypto-markets-040422> (last visited Dec. 8, 2022).

上訴巡迴法院發展所謂的「家族類似性審查標準」，就穩定幣與所列舉之 7 種商業票據檢視之，若有實質功能相似者，則認非屬證交法之證券。然綜觀穩定幣之經濟實質面，未可見有與 7 種類別之商業票據具家族類似性，故應推定為證交法之證券。最後，輔以 1990 年美國聯邦最高法院 *Reves v. Ernst & Young* 案，對於新型票券之發行提出之 *Reves Test* 審查標準，審查（1）當事人有無投資金錢動機；（2）票券配銷流通計畫；（3）投資大眾之合理期待；（4）有無其他法規範體系存在，若無其他規範加以適用，則意謂票券持有人有投資風險之增加，即有受證交法保護之必要¹⁷⁵。對此，第一要件中，端視發起人之動機是否非短期融通資金之調度，然穩定幣之發行係為籌集資金以再行投資或購置其他資產以建置穩定機制，應可認發起人對於資金之募集，乃為中長期營運所需之資金；穩定幣持有人持有穩定幣之目的，應該在於賺取交易所提供之中長期穩定利息¹⁷⁶，換言之，當事人雙方之主觀目的均不在於短期融資¹⁷⁷。次之，關於穩定幣發行行為之配銷流通計畫，因穩定幣之發行係由使用人在錢包加值並由託管人（可能為虛擬通貨交易所）或發行人發送確認憑證，再由智能合約執行發行穩定幣之指令，換言之，只要擁有電子錢包或係交易平臺使用者，即可成為穩定幣之持有人¹⁷⁸，而在交易平臺上對穩定幣進行交易與投資，故可認為穩定幣具有成為證券之可能¹⁷⁹。再者，穩定幣之持有人持有穩定幣之目的，係為獲取各虛擬通貨交易平臺所提供之中長期的利息收入¹⁸⁰，且部分穩定幣亦有提供系統利息機制¹⁸¹，故穩

¹⁷⁵ See *Reves*, 494 U.S. at 66-67.

¹⁷⁶ 參閱yahoo!財經（09/20/2021），〈買加密貨幣都有得收息？穩定幣存息達8厘〉，<https://hk.finance.yahoo.com/news/買加密貨幣都有得收息-穩定幣存息達8厘-074616681.html>（最後瀏覽日：04/24/2022）。

¹⁷⁷ See Wilmarth, *supra* note 72, at 13-14.

¹⁷⁸ See Bullmann et al., *supra* note 17, at 13.

¹⁷⁹ See Clements, *supra* note 161, at 9.

¹⁸⁰ 參閱理財學伴（05/31/2022），〈【穩定幣】USDT 是什麼？三大類介紹&穩定幣活存利率整理〉，<https://moneymate.space/%E7%A9%A9%E5%AE%9A%E5%B9%A3/>（最後瀏覽日：11/03/2023）。

¹⁸¹ 參閱OwlNews（05/01/2021），〈何謂「去中心化穩定幣」？帶你了解 5 種常見

定幣持有人具有獲利期待，自無疑問。最後，觀察穩定幣之相關法律規範，因其新興技術所創之產物，仍未有詳盡法規予以適用，故穩定幣之購買可謂暴於投資風險，具有證交法保護之必要。

綜上，無論自何判準觀察，穩定幣之經濟實質面分別該當股權性質、債權性質金融工具，甚至就現行實然面而言，穩定幣係多用於投資 DeFi 市場其他虛擬通貨及加密資產，而非支付商品或服務¹⁸²。因此若穩定幣此等投資契約構成證交法之有價證券，自有強制揭露與反詐欺條款二大基石之適用。

肆、我國對於穩定幣監理應有之態度

或有認為穩定幣為一新興金融工具，目前尚未能使用於現實世界進行商品或服務之支付，並不會對現實世界造成威脅，亦不構成任何系統性風險，因此認為最好的監理策略應為等待，端看穩定幣接續發展¹⁸³。然而多數見解認為現行穩定幣市場已具備一定規模，現在正是採取行動的時候，倘若穩定幣市場成長至「大到不能倒」之程度，將面臨規模風險，進而可能衍生威脅整個金融體系之系統性風險，屆時監理機關再思索監理模式已緩不濟急，恐成為埋下下次金融風暴之伏筆¹⁸⁴。惟應如何對穩定幣進行監理，因承襲穩定

的運行機制》，<https://www.owlting.com/news/articles/3325>（最後瀏覽日：24/04/2022）；鏈新聞（02/09/2022），〈穩定幣固定20%利率的神話要如何延續？Anchor協議可能的下一步〉，<https://www.abmedia.io/20220209-anchor-next-step>（最後瀏覽日：04/24/2022）。又如DAI幣而言，對DAI風險利率之操縱係操縱DAI需求的主要工具，透過持有人鎖定資金可能獲得之利率，可以自兩個方面影響持有人需求，包含減少DAI流通供應將導致價格上升，又或是利息支付將增加DAI吸引力亦將導致價格上升，可見DAI幣係存有支付利息之機制。See Bullmann et al., *supra* note 17, at 26.

¹⁸² See Wilmarth, *supra* note 72, at 4.

¹⁸³ See Yahya & Fong, *supra* note 90, at 69.

¹⁸⁴ See Gorton & Zhang, *supra* note 9, at 6. See also *Hearing on Stablecoins: How Do They Work, How Are They Used, and What Are Their Risks?: Before the U.S. S. Comm. on Banking, Housing, and Urban Affairs*, 117th Cong. 2 (2021) (statement of Hilary J. Allen, Professor of Law, American University Washington College of Law); See

幣之定性而有不同見解，本文將如下分別介紹與評析，期能藉此推敲出我國對於穩定幣應有之監理態度。

一、銀行法？

（一）存款保險監理模式

針對穩定幣之監理，有論者認為穩定幣於法律上之觀點該當活期存款，受制於他們自己的特殊銀行法規監理¹⁸⁵。然而，穩定幣發行人該當銀行嗎？自現行銀行之三大業務——收受存款、商業貸款及支付觀之，由於美國實務將商業貸款之要件採取非常狹義之解釋，須涉及銀行對商業客戶之直接貸款方屬之，因此穩定幣發行人不視為提供商業貸款，故而未能構成銀行¹⁸⁶。惟查，既然論者認為穩定幣發行人係為持有人提供活期存款服務，則屬於經營、模仿銀行金融服務，卻逸脫銀行法規監理，穩定幣發行人立於金融體系監理範圍之外運作，實為如同影子般的存在，故而可認其乃「影子銀行」(Shadow Banking)¹⁸⁷。因此，學者認為穩定幣應定性為活期存款，則穩定幣發行人之監理方式應係將「穩定幣發行人視為銀行」。

首先，肯定論者多基於穩定幣之發行存有許多不容忽視之風險，因此認為穩定幣發行應均由聯邦存款保險公司(Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC)承保之銀行為之，蓋穩定幣須有存款保險之保障¹⁸⁸，因而對穩定幣之發行人施以強制地位，確保其於銀行法相關規範之目的下被視為「銀行」¹⁸⁹；因應前開見解，故有論者提出將穩定幣作為公共貨幣(Public Money)，則其穩定幣發行人自然便成為金融機構¹⁹⁰。詳言之，若於我國之

Wilmarth, *supra* note 72, at 1.

¹⁸⁵ See Gorton & Zhang, *supra* note 9, at 10-12. See Yahya & Fong, *supra* note 90, at 23-24.

¹⁸⁶ See Gorton & Zhang, *supra* note 9, at 17-18.

¹⁸⁷ See Wilmarth, *supra* note 72, at 9-10.

¹⁸⁸ See PWG, *supra* note 7, at 16. See *id.* at 1.

¹⁸⁹ See Wilmarth, *supra* note 72, at 30.

¹⁹⁰ See Gorton & Zhang, *supra* note 9, at 33-34.

情形，按銀行法第 46 條規定，為保障存款人之利益，得由政府或銀行設立存款保險之組織；又存款保險之對象為存款保險條例第 10 條規範之金融機構，包含銀行（本國一般銀行、中小企業銀行、信託投資公司及外國銀行在台分行）、中華郵政公司、信用合作社及農業金融機構等；而存款保險之標的，按前開條例第 12 條第 1 項之規定，包含支票存款、活期存款、定期存款、依法律要求存入特定金融機構之轉存款以及其他經主管機關核准承保之存款。甚至此一監理框架係為解決前開穩定幣之系統性風險和經濟權力集中問題而設，詳言之，藉由要求穩定幣發行人遵守銀行法限制以及商業實體聯繫之活動限制，或限制其使用用戶交易數據亦均可能有助於解決這些問題¹⁹¹。職是，依此見解，穩定幣既然屬於活期存款，則須依前開之規定為存款保險之承保標的，其發行人亦應成為前開金融機構，落入我國銀行法規範，受到傳統金融體系之高密度監理，藉此以保障穩定幣持有人及金融體系之健全。

（二）對於存款保險監理模式之評析

針對此種將穩定幣作為活期存款而導出將穩定幣發行人視為銀行之監理方式，吾人認為似有不妥之處，理由如下：

首先，本文認為穩定幣不具有系統性風險疑慮。雖然採存款保險監理模式說之論者認為將穩定幣發行人納入銀行法監理，可以徹底解決系統性風險，然而自前開「穩定幣之影」一節之系統性風險發生可能性光譜觀察，本文認為穩定幣對於金融體系尚未有廣泛之影響程度及高度之風險強度，質言之，「擠兌」之發生係由於穩定幣持有人對其失去信心，然而就現行實務而言，穩定幣並沒有以任何有意義的方式被用於支付現實世界的商品和服務，因此持有人不需要其價值維持穩定，甚至最近穩定幣使用量的指數式增長均係由購買穩定幣用於 DeFi 市場之投機者所推動¹⁹²，更顯示持有人根本不關

¹⁹¹ See PWG, *supra* note 7, at 17.

¹⁹² See *id.* at 8. See Sirio Aramonte et al., *DeFi Risks and the Decentralization Illusion*, December 2021 BIS Q. REV. 21, 25 (2021),

心他們的穩定幣價值是否會保持穩定¹⁹³，既然沒有穩定價值維持需求，亦沒有所謂對穩定幣價值之「信心」可言，更較不可能因失去信心而產生擠兌現象，穩定幣發行人亦不可能因而破產¹⁹⁴。

除前開質疑外，吾人亦可自近期事件了解穩定幣並無系統性風險。如 Luna 幣倒閉事件：所謂 Luna 幣，係指由 Terra 區塊鏈平臺所推出之穩定幣，除 Luna 幣外，Terra 平臺另推出 TerraUSD（下稱 UST），後者以 Luna 幣、演算法維持與美金 1：1 元之價格，換言之，前者主要用於吸收 UST 幣值之震幅¹⁹⁵。然而，2022 年 5 月起，因美國科技股呈下跌趨勢，UST 價值亦隨之跌破 1 美元，隨後甚至跌至 3 美分，進而使其姊妹幣 Luna 價格隨同跌至 0.0001 美元¹⁹⁶，然而，似未見因 Luna 幣、UST 所衍生之系統性風險（如因 UST 與美元掛鉤，故美國之金融機構接連倒閉或美國聯邦準備理事會難以維持金融穩定等）實現。除 Luna 幣外，亦可自近期 FTX 交易所倒閉事件再次驗證，雖 FTX 並非穩定幣之發行人，然 FTX 於 2022 年 11 月起，因媒體爆料帳目不清、遭幣安收購可能性幻滅，遭大量用戶要求提款，進而申請破

https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2112b.pdf (last visited Apr. 28, 2022).

¹⁹³ See Zeke Faux, *Anyone Seen Tether's Billions?*, BLOOMBERG (Oct. 8, 2021), <https://www.bloomberg.com/news/features/2021-10-07/crypto-mystery-where-s-the-69-billion-backing-the-stablecoin-tether> (last visited Apr. 28, 2022).

¹⁹⁴ See *Hearing on Stablecoins: How Do They Work, How Are They Used, and What Are Their Risks?: Before the U.S. S. Comm. on Banking, Housing, and Urban Affairs*, 117th Cong. 6 (2021) (statement of Hilary J. Allen, Professor of Law, American University Washington College of Law).

¹⁹⁵ 參閱yahoo!新聞 (05/25/2022)，〈LUNA幣是什麼？怎麼運作？為什麼價格崩瀉99.9% 釀 幣 圈 大 屠 殺 ？〉，<https://tw.news.yahoo.com/luna%E5%B9%A3%E6%98%AF%E4%BB%80%E9%BA%BC-luna%E5%B9%A3%E6%80%8E%E9%BA%BC%E8%B2%B7-luna%E5%B9%A3%E7%94%A8%E9%80%94-094522747.html>（最後瀏覽日：03/03/2023）。

¹⁹⁶ 參閱蔡明欽 (06/15/2022)，〈蔡明欽觀點：TerraUSD雙幣崩跌，加密幣是否應加速立法監管？〉，《風傳媒》，<https://www.storm.mg/article/4377247?page=1>（最後瀏覽日：03/03/2023）。

產，曾市值高達 320 億美元之交易所因而灰飛煙滅¹⁹⁷，然而，亦未聽聞美國之金融機構接連倒閉或美國聯邦準備理事會失能等情形。

或有論者認為，若穩定幣成為大眾接受之支付工具，則系統性風險將隨之驟升¹⁹⁸。惟本文認為，縱使穩定幣確實成為大眾接受之支付工具，因其有多種類型（詳見前述），其中僅「以穩定幣作為鏈上擔保之穩定幣」（如前述 Luna 幣及 UST），方可能因單一穩定幣價格崩跌而相互影響，反之則並不相互影響，此外，同一類型之穩定幣間亦有多種不同發行人所發行之穩定幣，單一類型之穩定幣價格崩跌，大眾亦可使用他種穩定幣作為支付工具，亦無系統性風險驟升之疑慮。是故，縱使穩定幣成為大眾接受之支付工具，亦無系統性風險驟升之疑慮。綜上，似可認為穩定幣發行對於金融體系尚未有高影響程度及風險強度，縱使單一穩定幣價格崩跌、相關交易所破產、穩定幣成為大眾接受之支付工具，亦不引發現實世界之系統性風險，「穩定幣可能產生系統性風險」應為前開論者對於系統性風險產生之錯估，故本文對於因系統性風險而衍生之存款保險監理模式，持保留態度。

其次，若將穩定幣列入存款保險之保障，可能會有法規套利之問題產生。詳言之，傳統金融機構具有一定規模且受到高度監理，蓋商業銀行須遵循以我國銀行法第 52 條第 3 項為法源所訂立之商業銀行設立標準，而依該標準第 2 條規定商業銀行須具備資本額 100 億元；再按商業登記法第 6 條第 1 項規定，商業業務須經各該目的事業主管機關許可者，並於領得許可文件後，方得申請商業登記，尚且按銀行法第 29 條規定非銀行不得經營收受存款之業務，可見銀行此種商業業務屬於主管機關（即金管會）之特許行業，綜合觀察，傳統銀行原為規模龐大且受到高密度監理之特許行業，穩定幣發行人

¹⁹⁷ 參閱孔德廉（12/12/2022），〈FTX黑天鵝事件背後，台灣「哥布林」青年的失落〉，《報導者》，<https://www.twreporter.org/a/ftx-black-swan-event-goblin-mode>（最後瀏覽日：03/03/2023）。

¹⁹⁸ See *Hearing on Stablecoins: How Do They Work, How Are They Used, and What Are Their Risks?: Before the U.S. S. Comm. on Banking, Housing, and Urban Affairs*, 117th Cong. 6 (2021) (statement of Hilary J. Allen, Professor of Law, American University Washington College of Law).

多未達此等規模且未受主管機關核准，卻能因發行此種「穩定的」虛擬通貨而瞬間躍身成為加入存款保險的一份子，除可讓本有此意之穩定幣發行人搭上銀行許可之順風車外，更可能引起傳統銀行業者之反彈，除穩定幣發行人可能為準備儲備資產，從而吸引大量存款離開銀行業¹⁹⁹，更可能讓非傳統金融業者享受到金融安全網之保護，金融保護傘擴張及於穩定幣發行人，甚至可能存有增加風險抑或係保費費率難以估算之問題，變相成為傳統金融機構繳保費保護穩定幣發行人，一旦此等高風險之穩定幣發行人倒閉，將增加存款保險之理賠風險，最後依舊回歸全民買單。

最後，此等監理模式恐有扼殺創新之疑慮，此一監理模式將形成穩定幣發行人僅能選擇與銀行合作或成為銀行受到監理之途徑，作為適法發行之解套，否則即有銀行法第 29 條之嚴刑峻罰伺候，惟本文認為此種監理模式可能將使穩定幣之發行成本提高，發行人若於無法遵法之情況下，將紛紛移至監理寬鬆之國家，形成監理套利²⁰⁰，於控管穩定幣之風險同時，卻扼殺創新，相信此現象並非監理機關所樂見。綜前，前開論者基於系統性風險而採取存款保險監理模式，本文認為自論理基礎而言稍嫌薄弱，且長此以往將可能產生法規套利及扼殺創新之不利後果，因此為追求避免扼殺創新之目的及保障穩定幣持有人之平衡，尚鑒於穩定幣符合投資契約之要件，本文以為將穩定幣以證交法監理即可。

二、銀行法第 29 條之 1？

延伸前開將穩定幣視為存款之論者，或有認為穩定幣之發行得以我國銀行法第 29 條之 1 規定擬制為收受存款，蓋穩定幣之發行人非金融機構，卻透過發行穩定幣之方式向不特定持有人吸收現金，並承諾持有人可按需求贖回，此一行為與銀行法第 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……。」之行

¹⁹⁹ See Gorton & Zhang, *supra* note 9, at 36-37.

²⁰⁰ See Iwa Salami, *Decentralised Finance The Case for a Holistic Approach to Regulating the Crypto Industry*, 35 J. INT'L BANKING & FIN. L. 496, 498 (2020).

為態樣類似，而有收受存款嫌疑，故似可認為穩定幣有我國銀行法第 29 條之 1 的適用，進而落入銀行法規範體系進行監理。惟銀行法第 29 條之 1 之立法受到各界批評，學說上對於「擬制收受存款」之立法是否妥適抱持懷疑態度，因此穩定幣是否適合以銀行法第 29 條之 1 進行監理，即有疑問。

銀行法第 29 條第 1 項規定，原則上非銀行不得經營收受存款業務，若違反則須依同法第 125 條負擔最重 7 年以上有期徒刑之刑事責任；關於收受存款之定義則可參照同法第 5 條之 1「向不特定多數人收受款項或吸收資金，並約定返還本金或給付相當或高於本金之行為」。然鑑於前述之規範可能造成解釋上之漏洞並使非金融機構者得以存款以外之名義從事不法吸金行為，故特於同法新增第 29 條之 1「擬制收受存款」之態樣²⁰¹，期能藉此嚇阻非金融機構者之各種假借貸、投資、使之成為股東等名義，行吸收資金、收受款項之實的行為，使其能受到銀行法之監理，以確保銀行金融機構收受存款之獨佔地位，並方便金融安全網之建構與國家貨幣政策之貫徹，進而保障社會投資大眾之權益及有效維持經濟秩序。

有疑問的是，違反銀行法第 29 條之 1 的罪責卻等同於第 29 條之違反，在此基礎下，多數學者認為此係混淆存款與投資之概念所致，詳言之，存款是指存放於安全之地方（通常是銀行或其金融機構）以便所有人可隨時使用自己的金錢，由於人們通常是將錢存放銀行帳戶，而該帳戶會受到存款保險之保障，故存戶除須注意通貨膨脹外可謂係零風險，相對的存款利率亦比較低；反之，投資係指運用自有資金購買增值資產之方式達到增加自有財富之目的，因係由金錢所有者直接對自有資金進行規劃，故不會受到存款保險之保障而須承受較高之風險，然相應的高風險亦伴隨高報酬，由此可知，投資與存款之性質、目的與風險均不同，不宜相互比擬，亦不可為相同處理，銀行法第 29 條之 1 將投資擬制為存款實為謬誤，短期內法院應節制、限縮該條之適用²⁰²。

²⁰¹ 參閱王志誠（2014），《銀行法》，頁62，新學林。

²⁰² 參閱張冠群（2021），〈從「投資」的本質，簡評銀行法29條之1之謬誤〉，《台灣法學雜誌》，407期，頁19-21。

此外，亦有學者就銀行法第 29 條、第 29 條之 1 之構成要件進行比較分析認為，銀行法第 29 條係規範專業經營原則，及非銀行不得從事銀行業務，此與違法吸金行為無涉，後者方為銀行法第 29 條之 1 之規範對象，因此即便銀行法第 29 條之 1 繼續規定於銀行法亦應將其罪名及構成要件與銀行法第 29 條之專業經營原則區隔開來。進一步言之，現行銀行法第 29 條之 1 的規定實際上是混淆了投資與存款之概念，銀行法第 29 條之 1 本質上係一證券詐欺行為，且現行銀行法第 29 條之 1 有以下缺點：與證交法之規範幾乎重疊、混淆銀行法與證交法之規範目的、導致刑責輕重失衡，故主張應將本條刪除而回歸證交法之監理，然須留意的是，主管機關須先將投資契約認定為證交法之有價證券，以避免監理真空²⁰³。

由前述段落可知，銀行法第 29 條之 1 規定，學者多認為該條規範的是投資行為，對此本文亦贊同之，為對該條有充分了解與認識，本文以下即針對該條之規範內容以投資契約進行涵攝，以確認違法吸金行為符合投資契約之要件而有證交法之適用。首先，就「向多數人或不特定人收受款項或吸收資金」之行為及該當 Howey Test 之第一要件：投入金錢；其次，就「收受投資、使加入為股東或其他名義」、「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」亦符合 Howey Test 之第二、三要件，即投資人有獲利期待並投資於共同事業以共同承擔風險並共同分派利潤²⁰⁴。然有疑問的是，就「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」是否符合 Howey Test 之第四要件——獲利主要係仰賴發行人或第三人之努力，對此實務有見解認為：「提供資金者於提供資金後，猶須提供勞務或履行其他義務（例如：買賣商品、推廣服務等），始能獲取報酬者，倘其所提供之勞務或履行之義務，與所獲得之報酬相當，則該項報酬固可認係其提供勞務或履行義務之對價；否則，仍應認為該項報酬為其提供資金之對價，而

²⁰³ 參閱戴銘昇（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，頁130-133。

²⁰⁴ 參閱黃靖崑，前揭註110，頁84。

屬銀行法第 29 條之 1 所稱『以收受存款論』之範疇。²⁰⁵」然關於 *Howey Test* 第四要件之努力，誠如前面段落所述，為避免有心人士在投資契約之設計中故意加入投資人付出勞力之要件，進而規避第四要件之審查，故將第四要件之努力解釋為，須係投資人努力構成「經營」、「控制」或「管理」等關鍵行為²⁰⁶，若否則仍符合第四要件而該當投資契約。

綜上可知，銀行法第 29 條之 1 所規範之吸金行為，就經濟實質面觀之完全命中投資契約之概念²⁰⁷，若不分青紅皂白而一律以收受存款論，除無金融理論基礎外，易混淆金融體系規範，更是造成一有吸金行為即落入銀行法的監理範疇，本文實不敢苟同。析言之，其一、銀行法之目的在於保障存款人，而銀行法第 29 條之 1 將行為人吸金行為以收受存款論並將投資人稱之為存款人，本質上係犯了規範體系上之錯誤；其二、何以可將存款人與投資人等同視之，立法者與實務上亦未提出理論基礎；其三、就直接金融與間接金融之角度觀察，應可認為收受投資與收受存款係屬二事，銀行法第 29 條之 1 將本質上屬投資之行為擬制為收受存款實為立法上之謬誤，質言之，投資契約與存款之概念不同，前者屬資本市場之直接金融工具，為使投資人之權益受到保障，適用證交法及相關規範；後者則係貨幣市場之間接金融存貸行為，為保障存款人之權益，受到銀行法之監理，由此可知，兩者之行為性質、目的、功能均不相同，應無法一體適用同一套法規。

基於前述緣由，本文認為銀行法第 29 條之 1 之擬制收受存款行為係一投資行為，而收受投資與收受存款係屬二事，銀行法第 29 條之 1 的立法實已破壞直接金融與間接金融之界線，亦無金融市場規範理論基礎支撐，故正本清源之道，應將銀行法第 29 條之 1 刪除而使違法吸金行為一體回歸適用

²⁰⁵ 最高法院106年度台上字第323號刑事判決參照。

²⁰⁶ See *SEC v. Koscot Interplanetary, Inc.*, 497 F.2d 473, 480-81 (5th Cir. 1974).

²⁰⁷ 參閱莊永丞（2008），〈論我國銀行法第29條之1之規範妥適性〉，賴源河教授七秩華誕祝壽論文集編輯委員會（主編），《財經法制新時代：賴源河教授七秩華誕祝壽論文集》，頁450，元照；參閱張冠群（2019），〈違反銀行法中非銀行不得為收受存款行為之構成要件探討〉，《月旦法學雜誌》，288期，頁135；參閱戴銘昇，前揭註203，頁131。

證交法之相關規範審查，並遵守強制揭露與反詐欺條款之規範，以求人民權益之保障與體系之完整²⁰⁸。因此，在銀行法第 29 條之 1 的規範標的本為投資契約且眾多學者主張銀行法第 29 條之 1 應予刪除之情形下，與其以充滿爭議之銀行法第 29 條之 1 對穩定幣進行監理，不如使本質上為投資契約而該當有價證券之穩定幣回歸適用證交法規之規範，以保障投資大眾權益並避免金融體系混亂。

三、我國對於穩定幣應有之法制規範

綜前所述，吾人認為除穩定幣符合 Howey Test 及 Reves Test 之要件符合投資契約外，尚有基於二理由反對前開將穩定幣視為活期存款，並以存款保險規定監理穩定幣發行人之論點，包含此一論點之下將有對於系統性風險之錯估以及法規套利之二嚴重問題。

首先，雖然採存款保險監理模式說之論者指出，為解決系統性風險之疑慮，故將穩定幣視為活期存款，並且透過存款保險以適度緩和系統性風險，然本文認為穩定幣對於金融體系尚未有廣泛之影響程度及高度之風險強度，故而系統性風險產生之可能性較低，詳言之，就現行實務而言，穩定幣並沒有被用於支付現實世界的商品和服務，甚至多用於 DeFi 市場投資，因此持有人不需要其價值維持穩定，亦沒有發行人須穩定價值維持需求，更不可能產生擠兌現象²⁰⁹，職此，沒有擠兌現象則可認為對於金融體系之影響程度較小，且發行人不會破產則風險強度較低，相互作用之下，產生系統性風險之可能性較低，故吾人認為存款保險監理模式之見解無所依憑，論理基礎較為薄弱，並無將穩定幣發行人納入銀行法監理之必要性。

²⁰⁸ 參閱莊永丞（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，頁4-5。

²⁰⁹ *Hearing on Stablecoins: How Do They Work, How Are They Used, and What Are Their Risks?: Before the U.S. S. Comm. on Banking, Housing, and Urban Affairs, 117th Cong. 6 (2021) (statement of Hilary J. Allen, Professor of Law, American University Washington College of Law).*

其二，承本章第一節所述，傳統銀行原為規模龐大且受到高密度監理之特許行業，穩定幣發行人多未達此等規模且未受主管機關核准，卻能因發行此種「穩定的」虛擬通貨而黃袍加身，瞬間躍身成為銀行，除可讓本有此意之穩定幣發行人搭上銀行許可之順風車外，更可能引起傳統銀行業者之反彈。再者，政府既將其視為存款，無異變相鼓勵發行人仰賴穩定幣吸金，發生擠兌情況即可由政府安全網保障持有人，既無需遵守證交法之強制揭露與反詐欺條款制裁，更毋庸擁有傳統金融機構之規模或事前特許，顯見此種監理模式可能將產生「法規套利」，詳言之，存款保險監理模式見解會讓非傳統金融業者享受到金融安全網之保護，金融保護傘擴張及於穩定幣發行人，尚可能存有增加風險抑或係保費費率難以估算之問題，變相成為傳統金融機構繳保費保護穩定幣發行人，甚至一旦此等高風險之穩定幣發行人倒閉，將增加存款保險之理賠風險，最後依舊回歸全民買單。

本文既然認為穩定幣應定性為投資契約，然關於投資契約是否為我國之有價證券而有證交法之適用？對此主管機關早已針對「外國具有投資性質之有價證券」²¹⁰、「外國華僑或外人在臺募集資金赴外投資所訂立投資契約」²¹¹等明確核定為有價證券，換言之，我國已於早期的財政部函釋明文承認外國具投資性質之有價證券為我國證交法之有價證券，而外國具投資性質之有價證券亦包括投資契約，故投資契約係屬我國證交法之有價證券而應受證交法

²¹⁰ 財政部(81)台財證(二)字第50778號函：「按財政部七十六年九月十二日(76)臺財證(二)第〇〇九〇〇號函依證券交易法第六條第一項規定核定『外國之股票、公司債、政府債券、受益憑證及其他具有投資性質之有價證券，凡在我國境內募集、發行、買賣或從事上開有價證券之投資服務，均應受我國證券管理法令之規範。』故外國股票依前函規定已屬證券交易法第六條第一項所稱經財政部核定之其他有價證券。」

²¹¹ 財政部(76)台財證(二)字第6934號函：「要旨：外人在臺募集資金赴外投資所訂立投資契約係屬有價證券。說明：二 華僑或外國人在臺募集資金赴外投資所訂立之投資契約，與發行各類有價證券並無二致，投資人皆係給付資金而取得憑證，係屬證券交易法第六條之有價證券，其募集發行應經本會核准始得為之。又其募集資金之行為，如係募集基金投資於外國有價證券，則涉從事證券交易法第十八條之二證券投資信託基金管理辦法所規定之業務範圍，亦應經本會核准。」

規範無誤。此外，我國金管會更於 2019 年 7 月 3 日的函釋²¹²中具體引用 Howey Test 審查基準以判斷具證券性質之虛擬通貨是否為證交法所稱之有價證券，由此可知，我國主管機關已明確表態將 Howey Test 審查基準作為判斷是否該當投資契約而為有價證券之判準之一，以彈性應對科技發展下充斥資本市場之各種日新月異之金融商品。除主管機關外，亦有論者正面肯認應將符合 Howey Test 之虛擬通貨核定為證交法之有價證券，不應因是否採行區塊鏈技術而有所不同²¹³，甚至認為應全面核定符合 Howey Test 之投資契約為證交法之有價證券²¹⁴，建議於證交法第 6 條增列明文，惟應將 Howey Test 四要件內涵進一步明確化²¹⁵、回歸美國法真意²¹⁶，或認為應將 Howey Test 作為傳統有價證券類型外之補充²¹⁷。基於此，既然本文將穩定幣定性為投資契約，即應納入證交法之規範。易言之，既將穩定幣納入證交法之規範，原則應適用證交法規範（除符合後述 STO 相關規範者外），具體而言，穩定幣之發行公司屬證交法下之發行人，發行公司之董事、經理人應適用證交法相關規定（如證交法第 14 條之 2 至第 14 條之 6 等），發行公司於發行穩

²¹² 金融監督管理委員會(108)金管證發字第1080321164號函：「一、依據證券交易法第六條第一項規定，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。三、本令自即日生效。」

²¹³ 參閱郭大維（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。

²¹⁴ 參閱楊岳平（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156-158。

²¹⁵ 參閱鄭婷嫻（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》，3卷1期，頁184-187。

²¹⁶ 參閱楊岳平（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〉，《臺大法學論叢》，48卷特刊，頁1321-1323。

²¹⁷ 參閱楊岳平（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61-63。

定幣前應依證交法第 22 條第 1 項申報生效，後續並應依證交法第 36 條規定繼續揭露公司相關資訊。

然有疑問的是，前述函釋都是針對由外國人發行之投資契約，對於由我國人民發行之投資契約是否係證交法之有價證券，學說上尚有爭議。有認為我國有價證券認定之方式採用「有限列舉，概括授權」之方式，故不宜將投資契約主體擴張解釋包含我國人²¹⁸。惟本文以為，前述以吸金者是否為我國人而區分之說法似過於速斷，對我國投資人之保障有限，質言之，回顧證交法保護投資人的立法目的²¹⁹，應認為若實質上符合「投資契約」的要件，募集對象又為我國人，即應受我國證交所規範，而非以吸金者之國籍區分證交法之適用對象；其次，就我國主管機關於近年之函釋直接援引 *Howey Test* 審查基準觀之，可認為我國主管機關實際上已將投資契約作為是否該當有價證券之判準，實不應以形式上主管機關非將我國人為投資契約主體所簽訂之投資契約認定為有價證券，而主張我國人間簽訂之投資契約非有價證券而毋庸受到證交法之監理。

另一方面，證交法第 1 條之規範目的係為保障投資人，故吸金人與被吸金人之間的法律關係才是關鍵，須留意的是，投資契約不是金融商品名稱，而係指當事人間之法律關係（即債之原因）。由此可知，於討論何謂證交法之有價證券時應將重點放置於吸金人與被吸金人間是否該當投資契約法律關係（亦即討論穩定幣發行人與持有人間之法律關係），至於標的名稱為何不係討論重點，否則有心人士即可以輕易迴避證交法之規範進而破壞金融市場之健全。再者，本文認為於法制國家中，唯一有權解釋法律之機關為法院，在認定是否為證交法第 6 條之有價證券時，應以經濟實質面及投資人保障的立場討論之，而非將主管機關之解釋奉為圭臬，造成法律適用上之謬誤。職此，吾人認為若未能先建立穩定幣於我國法之定性，其他法規適用與否

²¹⁸ 參閱郭土木（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。

²¹⁹ 參照證券交易法第1條。

之討論亦就更難以進行，且於主管機關已明確表態引用 Howey Test 之情形下，若遲遲等待立法機關對日新月異的金融市場及商品做出回應，只怕危機來臨之際為時已晚。

因此，本文認為穩定幣既為證交法之有價證券，且穩定幣本屬於虛擬通貨之種類，故穩定幣之發行似應落入金管會於 2019 年所釋出之「STO 相關規範」，此一規範係將具有投資性及流動性的證券型代幣核定為證交法之有價證券，並採取分級管理、小額豁免之監理模式，募資金額新臺幣（下同）3,000 萬元以下之 STO，除豁免其應依證交法第 22 條第 1 項之申報義務，亦豁免適用證交法之發行規範；而募資金額 3,000 萬元以上則應申請進入沙盒實驗，實驗成功後依證交法規定辦理²²⁰。

然而針對此一規範，本文認為僅允許 3,000 萬元以下之 STO 豁免證交法申報義務，無非監理密度過高，查我國 2022 年上市櫃公司 IPO 募資額高達 357.26 億元²²¹，雖然 IPO 無法與 STO 籌資模式等價齊觀，但 3,000 萬元額度仍遠遠不及美國 Regulation A+ 之 5,000 萬美元豁免標準，且美國聯邦之證券豁免規範針對不同類型發行人、期間及額度均設有不同標準，反觀我國豁免標準則有額度未具備合理性且過於單一之擔憂；再者，就 3,000 萬元以上 STO 規範觀之，姑且不論監理沙盒本身制度之優劣與存在必要性，本文認為自該規範之框架而言，既然穩定幣被視為有價證券，本即須以證交法規範之，並無進入沙盒實驗之必要，因此此部分規定則有疊床架屋之疑慮。

然，如何監理此種創新產物目前仍聚訟盛庭，莫衷一是，似有待主管機關凝聚各方共識後一錘定音。但吾人認為現行 STO 監理規範仍未跳脫傳統證交法規範證券之概念，恐扼殺創新，雖然性質上穩定幣應定性為有價證券，

²²⁰ 參閱金融監督管理委員會（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&table=News（最後瀏覽日：04/20/2022）。

²²¹ 參閱經濟日報（12/15/2022），〈2022台灣IPO上市櫃45家創四年新高 金額創六年來最高〉，<https://money.udn.com/money/story/5618/6841319>（最後瀏覽日：11/04/2023）。

惟其係屬虛擬通貨，必然有與傳統證券迥異之處，因此本文對於穩定幣監理之願景，建議我國金管會宜參照美國 SEC 委員 Hester Peirce 於 2020 年 2 月 6 日所提議之 Security Act Rule 195 草案之規範精神，為虛擬通貨客製化安全港條款之概念，以達合規共存共榮之目標。

Rule 195 將為虛擬通貨之分散式網路開發團隊（多為發行人）提供三年的寬限期，在此期間內，其可以促進參與和發展功能性或分散式網路，只要滿足草案下開條件即可不受美國聯邦證券法之註冊規定拘束，包含免除 1933 年證券法規定的虛擬代幣買賣與根據 1934 年證交法規定對虛擬代幣進行註冊；以及此種虛擬通貨交易團隊，將可免於被定義為證交法的「交易所」、「經紀商」和「經銷商」，然而，須注意者係此等證交法豁免，並未有豁免反詐欺條款之刑事及民事責任規定²²²。

而發行人為豁免上開證交法規定所需滿足的條件，可概略分為 5 項：首先，發行人必須計劃在第一次發幣之日起三年內，使虛擬通貨運作之網路達到具備成熟性，並真誠地進行合理努力以實踐該目標，其中成熟性則係指該網路為功能性或完全去中心化，不依賴中介機構管理。第二，發行人必須在可免費觸及的公共網站上揭露關鍵資訊及資訊之重大修正。第三，必須提供和出售虛擬通貨，以促進對網路的使用、參與或發展。第四，發行人將必須秉持真誠和合理的努力為用戶創造流動性，申言之，若發行人試圖於交易所確保代幣之次級交易，將致力於打造能夠證明符合所有適用的聯邦與州法規之次級交易所，包括與資金移轉、洗錢防制以及消費者保護有關之法規範²²³。第五項則是發行人將需要提交誠實經營通知（Notice of Reliance），包括第一次發行日期、開發團隊名稱及其成員以及揭露前開關鍵資訊之網址等²²⁴。

²²² See Hester M. Peirce, *Running on Empty: A Proposal to Fill the Gap Between Regulation and Decentralization*, U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (Feb. 6, 2020), <https://www.sec.gov/news/speech/peirce-remarks-blockress-2020-02-06> (last visited Apr. 20, 2022).

²²³ See *id.*

²²⁴ See Burr & Forman, *Proposed SEC Rule 195 Token Incubation Safe-Harbor*, JDSUPRA (Feb. 27, 2020), <https://www.jdsupra.com/legalnews/proposed-sec-rule-195-token-incubation-99809/> (last visited Apr. 29, 2021).

最後，Hester Peirce 委員於 2021 年提出 Token Safe Harbor Proposal 2.0，其中針對 Rule 195 主要變動及影響有三：首先，豁免之要件刪除上開第四項內容，並新增第五項提交退場報告（Exit Report）之要求。其次，要求發行人每半年至少需更新揭露內容一次；第三，該退場報告可為外部法顧團隊分析該虛擬通貨是否去中心化時提供指引²²⁵。

所謂退場報告，詳細規範於 Rule 195(f)中，其係指外部法律顧問團隊之分析，說明為什麼該虛擬通貨為去中心化或功能性，或者宣布其將按 1934 年證交法進行註冊登記，若認定該虛擬通貨係中心化，則說明內容應包含去中心化實現程度（如他方實際參與網路開發或治理之例、去中心化量化指標）、發行人事前投入與他方事後參與之差異（如發行人之活動不會單獨導致虛擬通貨價值增加、無未公開重大資訊等）；若認定該虛擬通貨係功能性虛擬通貨，則說明內容應包含持有人如何傳輸與儲存價值、發行人過去與將來如何專注於該虛擬通貨之消費用途而非投機活動；若認定該虛擬通貨未達成去中心化要求，則說明內容應包含目前狀態與發行人後續欲採取措施、持有人與發行人溝通相關資訊、聲明發行人將於提出退場報告後 120 日內向 SEC 申報生效²²⁶。

證交法之三大基石為資訊強制揭露制度與反詐欺條款，因此認為虛擬通貨之監理仍應秉持此二原則，故草案中除反詐欺條款無法豁免外，發行人尚必須揭露以下關鍵資訊，供投資人參考：（1）原始碼（Source Code）；（2）交易紀錄；（3）虛擬通貨制度（Token Economics）；（4）發展計畫；（5）虛擬通貨交易之歷史紀錄；（6）開發團隊及特定代幣持有人之資訊；（7）該虛擬通貨已知會進行交易之交易所；（8）開發團隊之代幣交易；（9）關係人交易；（10）對投資人之警語²²⁷等，可見渠等揭露資訊均係為虛擬通貨量身打造。

²²⁵ See Hester M. Peirce, *Token Safe Harbor Proposal 2.0*, U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (Apr. 13, 2021), <https://www.sec.gov/news/public-statement/peirce-statement-token-safe-harbor-proposal-2.0> (last visited Apr. 17, 2022).

²²⁶ See *id.*

²²⁷ See *id.*

針對此類虛擬通貨應如何監理，雖有論者認為應由州自行制定數位資產監理制度之方式進行之，藉此避免聯邦監理之不確定性阻礙創新、聯邦監理行動反而使持有人受損害（如價值下跌），且 SEC 之揭露要求著重於發行人財務狀況，惟針對虛擬通貨之揭露要求應著重於該虛擬通貨本身特性相關資訊²²⁸，縱使如此，其亦指出 Rule 195 安全港中揭露要求值得採納，並納入其統一虛擬通貨監理法（The Uniform Token Regulation Act）提案中²²⁹。

綜上，本文欲強調之穩定幣監理重點，在於針對穩定幣之規範應如同 Rule 195 安全港條款草案，為避免將創新金融科技工具趕盡殺絕，為其另開一扇窗，打造一專屬於穩定幣之適法途徑，並於敦促穩定幣合規之同時，做好投資人保護，將穩定幣之詐欺風險降到最低，亦保留其光明面。如制定一定金額門檻（避免未申報生效之虛擬通貨無限制吸收資金）²³⁰，於此門檻下若穩定幣發行人能於寬限期內提出證明（或釋明）穩定幣完全去中心化，凸顯其不同於傳統證券之處，則應可以豁免於證交法之規定；反之，若其未能於寬限期內證明該網路已達去中心化，且深究其本質仍屬於投資契約，故仍應回歸傳統證交法進行監理。

就實然面觀之，穩定幣之崛起已然成為監理機關不容忽視的趨勢，惟若將其視為活期存款，從而將穩定幣發行人視為銀行，此等監理模式容有諸多疑慮，因此本文在將穩定幣視為證券之前提下，提出我國 STO 規範及其評釋，甚至提出 Rule 195 安全港條款草案，希冀以此作為穩定幣監理法制之願景。

²²⁸ See Paul N. Watkins & Danielle DuBose, *The Uniform Token Regulation Act: A Proposal for States to Lead on Regulatory Clarity for Digital Tokens*, 23 FEDERALIST SOC'Y REV. 130, 135-36 (2022).

²²⁹ See *id.* at 136, 143-44.

²³⁰ See Kathryn A. Daly, *Freeing Cryptoassets from Howey: A Defense of Genuine Token Offering*, 16 BROOK. J. CORP. FIN. & COM. L. 219, 246 (2022).

伍、結 論

穩定幣為一崛起之新興金融工具，其係源自於虛擬通貨，但為試圖解決虛擬通貨之價格波動性，進而發展出與具有可比性之資產（多為法定貨幣）掛勾之穩定幣，藉此於加密市場成為支付工具。而針對穩定幣之定性，有認為其屬於活期存款，故而應運用存款保險規範加以監理，惟本文對此類型見解持保留態度，除因穩定幣符合投資契約要件而該當有價證券外，前開見解將會形成穩定幣發行人成為銀行之謬論，因此本文執二理由反駁此見解，包含將有對於系統性風險之錯估以及法規套利之二嚴重問題。尚且或有認為穩定幣之發行符合我國銀行法第 29 條之 1 的規定態樣，似可以該項規定監理穩定幣，惟本文對於此種「擬制收受存款」之立法是否妥適抱持懷疑態度。職此，既然穩定幣該當有價證券，即須落入我國證交法規範進行監理。因此，本文探求我國 STO 規範監理穩定幣，然而，除對於現行 STO 規範之批判外，吾人深知穩定幣既屬於虛擬通貨種類，實則具備有別於傳統證券之特殊性，應跳脫傳統證交法監理證券之方式，方能避免於投資人保護之餘扼殺創新。綜合觀察，SEC 委員提出之 Rule 195 安全港條款草案係最為符合吾人對於穩定幣之監理願景，故於本文末提出 Rule 195 草案，包含其欲豁免證交法之條件、強制揭露事項與豁免範圍及其限制等，希冀透過此一為穩定幣（即虛擬通貨）量身訂製之監理規範，以實現普惠金融並創造我國特有的實體與虛擬共存共榮的金融市場。

參考文獻

一、中文部分

- 中華民國中央銀行全球資訊網（2021），《七、國際間穩定幣的發展、風險及監管議題》，載於：<https://www.cbc.gov.tw/dl-179887-edb16a1187d14b2399287db337ca7c84.html>。
- 孔德廉（2022），〈FTX 黑天鵝事件背後，台灣「哥布林」青年的失落〉，《報導者》，載於：<https://www.twreporter.org/a/ftx-black-swan-event-goblin-mode>。
- 王志誠（2014），《銀行法》，新學林。
- 好投君（2021），《加密貨幣穩定幣介紹 USDT、USDC、DAI 差別是什麼？》，載於：<https://goodgoodinvest.com/info/introduction-to-cryptocurrency-stablecoin-difference-between-usdt-usdc-dai-etc/>。
- 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。
- 財團法人台北外匯市場發展基金會經濟研究處（2020），《由國內貨幣型基金之發展探討對貨幣統計之影響》，載於：https://www.tpfx.com.tw/uploads/download/tw/Discuss%20the%20impact%20on%20currency%20statistics%20from%20the%20development%20of%20domestic%20currency%20funds_11.pdf。
- 張冠群（2019），〈違反銀行法中非銀行不得為收受存款行為之構成要件探討〉，《月旦法學雜誌》，288 期，頁 131-141。
<https://doi.org/10.3966/102559312019050288009>
- （2021），〈從「投資」的本質，簡評銀行法 29 條之 1 之謬誤〉，《台灣法學雜誌》，407 期，頁 19-24。

- 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61-73。
[https://doi.org/10.6509/TLM.200703_58\(3\).0005](https://doi.org/10.6509/TLM.200703_58(3).0005)
- （2008），〈論我國銀行法第29條之1之規範妥適性〉，收於：賴源河教授七秩華誕祝壽論文集編輯委員會（主編），《財經法制新時代：賴源河教授七秩華誕祝壽論文集》，頁433-451，元照。
- （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，頁1-6。
- 理財學伴（2022），〈【穩定幣】USDT 是什麼？三大類介紹&穩定幣活存利率整理〉，載於：
<https://moneymate.space/%E7%A9%A9%E5%AE%9A%E5%B9%A3/>。
- 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。<https://doi.org/10.53106/1684739322906>
- 黃昱程（2014），《貨幣銀行學》，4版，華泰文化。
- 黃朝琮（2020），〈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〉，《交大法學評論》，6期，頁151-195。
<https://doi.org/10.3966/252302982020030006005>
- 黃靖崑（2021），〈違法吸金罪與證券交易法之交錯平行時空〉，《司法新聲》，136期，頁69-93。
- 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。
<https://doi.org/10.3966/1815008X2018110043005>
- （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〉，《臺大法學論叢》，48卷特刊，頁1279-1374。
[https://doi.org/10.6199/NTULJ.201911_48\(SP\).0001](https://doi.org/10.6199/NTULJ.201911_48(SP).0001)

- (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。
<https://doi.org/10.3966/102559312020060301003>
- (2022), 〈元宇宙下非同質化代幣(NFT)與證券性質虛擬通貨(STO)的距離〉，《月旦法學教室》，240 期，頁 37-42。
<https://doi.org/10.53106/1684739324007>
- 幣安資訊 (02/21/2022)，〈穩定幣：用什麼購買、為何要購買以及如何購買它〉，載於：
<https://www.binance.com/zh-TW/blog/fiat/%E7%A9%A9%E5%AE%9A%E5%B9%A3%E7%94%A8%E4%BB%80%E9%BA%BC%E8%B3%BC%E8%B2%B7%E7%82%BA%E4%BD%95%E8%A6%81%E8%B3%BC%E8%B2%B7%E4%BB%A5%E5%8F%8A%E5%A6%82%E4%BD%95%E8%B3%BC%E8%B2%B7%E5%AE%83-421499824684903322>
- 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。
- (2014)，《新證券交易法實例研習》，增訂 12 版，元照。
- (2021)，〈連動債與證券交易法的有價證券〉，《月旦民商法雜誌》，74 期，頁 68-82。
<https://doi.org/10.53106/172717627404>
- 蔡明欽 (06/15/2022)，〈蔡明欽觀點：TerraUSD 雙幣崩跌，加密幣是否應加速立法監管？〉，《風傳媒》，載於：
<https://www.storm.mg/article/4377247?page=1>。
- 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》，3 卷 1 期，頁 149-190。
- 蕭欽篤 (2002)，《貨幣銀行學原理》，智勝文化。
- 賴英照 (2017)，《股市遊戲規則：最新證券交易法解析》，3 版，自刊。
- (2019)，〈證券交易法五十年〉，《月旦法學雜誌》，293 期，頁 5-26。
<https://doi.org/10.3966/102559312019100293001>

- 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，頁 129-133。
- 謝明華（2021），《穩定幣的發行原理與潛在影響》，載於：
<https://www.tpefx.com.tw/uploads/link/tw/Stablecoins%20Issuance%20Principle%20and%20Potential%20Impact.pdf>。

二、英文部分

- Ackerman, A. (2021, September 25). *Stablecoins in Spotlight as U.S. Begins to Lay Ground for Rules on Cryptocurrencies*. Wall Street Journal. https://www.wsj.com/articles/stablecoins-in-spotlight-as-u-s-begins-to-lay-ground-for-rules-on-cryptocurrencies-11632562202?mod=article_inline
- Albert, M. R. (2011). The Howey Test Turns 64: Are The Courts Grading This Test On A Curve?. *William & Mary Business Law Review*, 2(1), 1-50.
- Alcser, M. G. (1996). The Howey Test: A Common Ground for the Common Enterprise Theory. *University of California Davis Law Review*, 29(4), 1217-1242.
- Analytics Insight. (2022, March 4). *What Are Stablecoins Like Usdt, Usdc that Ukrainians Are Buying Right Now*. <https://www.analyticsinsight.net/what-are-stablecoins-like-usdt-usdc-that-ukrainians-are-buying-right-now/>
- Aramonte, S., Huang, W. Q., & Schrimpf, A. (2021). DeFi Risks and the Decentralization Illusion. *BIS Quarterly Review, December 2021*, 21-36. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2112b.pdf
- Avgouleas, E., & Blair, S. W. (2020). The Concept of Money in the 4th Industrial Revolution: A Legal and Economic Analysis, *Singapore Journal of Legal Studies, March 2020*, 4-34.
- Awrey, D. (2020). Bad Money. *Cornell Law Review*, 106(1), 1-71. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3532681>

- Borsani, C. L. (2008). A “Common” Problem: Examining the Need for Common Ground in the “Common Enterprise” Element of the Howey Test. *Duquesne Business Law Journal*, 10(1), 1-17.
- Braun, H. (2022, February 25). *Tether's USDT Stablecoin Well Over \$1 on Ukrainian Crypto Exchange*. CoinDesk. <https://www.coindesk.com/markets/2022/02/24/tethers-usdt-stablecoin-well-over-1-on-ukrainian-crypto-exchange/>
- Bruce, K. J., Odinet, C. K. & Tosato, A. (2022). The Private Law of Stablecoins. *Arizona State Law Journal*, 54(4), 1073-1160. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4191646>
- Bullmann, D., Klemm, J., & Pinna, A. (2019, August). *In Search for Stability in Crypto-Assets: Are Stablecoins the Solution?* (European Central Bank Occasional Paper Series No. 230). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3444847>
- Burr & Forman. (2020, February 27). *Proposed SEC Rule 195 Token Incubation Safe-Harbor*. JDSUPRA. <https://www.jdsupra.com/legalnews/proposed-sec-rule-195-token-incubation-99809/>
- CBInsights. (2022, January 25). *What Are Stablecoins?*. <https://www.cbinsights.com/research/report/what-are-stablecoins/#types>
- Clements, R. (2021). Built to Fail: The Inherent Fragility of Algorithmic Stablecoins. *Wake Forest Law Review Online*, 11, 131-145 <https://doi.org/10.2139/ssrn.3952045>
- (2022). Defining the Regulatory Perimeter for Stablecoins in Canada. *Canadian Business Law Journal*, 66, 201-229. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4134010>
- Coffee, J. Jr., & Sale H. (2012). *Securities Regulation: Cases and Materials*. Foundation Press.
- Cox, J. D., & Hillman, R. W. (1997). *Securities Regulation: Cases and Materials*. Aspen Law & Business.

- Cryptopedia. (2023, July 21). *What Are Stablecoins?*.
<https://www.gemini.com/cryptopedia/what-are-stablecoins-how-do-they-work#section-algorithmic-stablecoins>
- Daly, K. A. (2022). Freeing Cryptoassets from Howey: A Defense of Genuine Token Offering. *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, 16(2), 219-247.
- Davis, M. R. (1997). Unregulated Investment in Certain Death: Sec v. Life Partners, Inc. *Villanova Law Review*, 42(3), 925-968.
- Desan, C. A. (2021, August 1). *Money's Design Elements: Debt, Liquidity, and the Pledge of Value from Medieval Coin to Modern "Repo"*. (Harvard Public Law Working Paper No. 21-31).
- DiCamillo, N. (2021, November 8). *The US is dragging its heels on critical stablecoin regulations*. Quartz. <https://qz.com/2083636/what-are-stablecoins-and-how-will-they-be-regulated/>
- ECB Crypto-Assets Task Force. (2020, September). *Stablecoins: Implications for Monetary Policy, Financial Stability, Market Infrastructure and Payments, and Banking Supervision in the Euro Area*. (European Central Bank Occasional Paper Series No. 247). <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3697295>
- Faux, Z. (2021, October 8). *Anyone Seen Tether's Billions?*. Bloomberg. <https://www.bloomberg.com/news/features/2021-10-07/crypto-mystery-where-s-the-69-billion-backing-the-stablecoin-tether>
- Financial Stability Oversight Council. (2021, December). *2021 Annual Report*. <https://home.treasury.gov/system/files/261/FSOC2021AnnualReport.pdf>
- Financial Stability Board. (2020, April 14). *Addressing the Regulatory, Supervisory and Oversight Challenges Raised by "Global Stablecoin" Arrangements*. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P140420-1.pdf>
- Gensler, G. (2022, April 4). *Prepared Remarks of Gary Gensler On Crypto Markets Penn Law Capital Markets Association Annual Conference*. U.S

- Securities and Exchange Commission.
<https://www.sec.gov/news/speech/gensler-remarks-crypto-markets-040422>
- Geva, B., & Geva, D. (2019). Non-State Community Virtual Currencies. In D. Fox & S. Green (Eds.), *Cryptocurrencies in Public and Private Law* (pp. 281-306). Oxford University Press.
- Gorton, G. B., & Zhang, J. Y. (2023). Taming Wildcat Stablecoins. *University of Chicago Law Review*, 90(3), 909-964. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3888752>
- Hayes, A. (2023, July 6). *Stablecoin: Definition, How They Work, and Types*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/s/stablecoin.asp>.
- Hileman, G. (2019). *2019 State of Stablecoins*. Blockchain. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3533143>
- Holmström, B. (2015, January 14). *Understanding the Role of Debt in the Financial System*. (Bank for International Settlements Working Paper No. 479).
- Hearing on 'Stablecoins: How Do They Work, How Are They Used, and What Are Their Risks?'*, U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, 117th Cong. (2021) (Testimony of Hilary J. Allen). <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3989323>
- International Organization of Securities Commissions. (2020, March). *Global Stablecoin Initiatives*. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD650.pdf>
- Jossey, P. (2022, March 3). *Stablecoins Come of Age in Ukraine-Russia Conflict*. Competitive Enterprise Institute. <https://cei.org/blog/stablecoins-come-of-age-in-ukraine-russia-conflict/>
- Kessler, S. (2022, April 18). *Attacker Drains \$182M From Beanstalk Stablecoin Protocol*. CoinDesk. <https://www.coindesk.com/tech/2022/04/17/attacker-drains-182m-from-beanstalk-stablecoin-protocol/>

- Madore, P. H. (2018, December 17). *Digix Stablecoin Seeks to Put Gold on the [Ethereum] Blockchain*. Yahoo! Finance. <https://finance.yahoo.com/news/digix-stablecoin-seeks-put-gold-200522516.html>
- Mazando, F. H. C. (2012). The Taxonomy Of Global Securities: Is The U.S. Definition Of A Security Too Board? *Northwestern Journal of International Law and Business*, 33(1), 121-197.
- Mendelson, M. (2019). From Initial Coin Offerings to Security Tokens: A U.S. Federal Securities Law Analysis. *Stanford Technology Law Review*, 22, 52-94.
- Mishkin, F. S. (1995). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. HarperCollins College Publishers.
- Monaghan, M. K. (1995). An Uncommon State of Confusion: The Common Enterprise Element of Investment Contract Analysis. *Fordham Law Review*, 63(6), 2135-2175.
- Nakamoto, S. (2008). *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*. Bitcoin. <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>
- Ostercamp, P. (2022, April 6). *Stablecoin Regulation: EU, UK and US Perspectives*. SSRN Electronic Journal. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4038843
- Paull, H. (2022, February 28). *Russians Ditch Ruble for Stablecoins as Sanctions Cripple Russia's Currency*. The Deep Dive. <https://thedeepdive.ca/russians-ditch-ruble-for-stablecoins-as-sanctions-cripple-russias-currency//>
- Peirce, H. M. (2020, February 6). *Running on Empty: A Proposal to Fill the Gap Between Regulation and Decentralization*. U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/news/speech/peirce-remarks-blockress-2020-02-06>

- (2021, April 13). *Token Safe Harbor Proposal 2.0*. U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/news/public-statement/peirce-statement-token-safe-harbor-proposal-2.0>
- PixelPlex. (2020, December 24). *Introduction to Stablecoins. Use Cases and Examples*. <https://pixelplex.io/blog/what-are-stablecoins/>
- President's Working Group on Financial Markets, Federal Deposit Insurance Corporation, & Office of the Comptroller of the Currency (2021, November). *Report on Stablecoins*. https://home.treasury.gov/system/files/136/StableCoinReport_Nov1_508.pdf
- Quarles, R. K. (2021, June 28). *Parachute Pants and Central Bank Money*. Board of Governors of the Federal Reserve System. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/quarles20210628a.htm>
- Quinn Emanuel trial lawyers. (2021, August 18). *Are Stablecoins Securities?*. <https://www.quinnemanuel.com/the-firm/publications/digital-asset-litigation-update-august-2021/>
- Redman, J. (2022, April 19). *Terra's Algorithmic Dollar-Pegged Crypto UST Is Now the Third-Largest Stablecoin*. Bitcoin.com. <https://news.bitcoin.com/terras-algorithmic-dollar-pegged-crypto-ust-is-now-the-third-largest-stablecoin/>
- Rohr, J., & Wright, A. (2017, October 4). *Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets*. (Cardozo Legal Studies Research Paper No. 527). <https://doi.org/10.2139/ssrn.3048104>
- Salami, I. (2020). Decentralised Finance The Case for a Holistic Approach to Regulating the Crypto Industry, *Journal of International Banking and Financial Law*, 35(7), 496-499. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3733647>

- Schroeder, P., & Price, M. (2021, November 2). *U.S. Regulators Say Issuers of 'Stablecoins' should be Policed Like Banks*. REUTERS. <https://www.reuters.com/world/us/us-treasury-issue-stablecoin-report-paving-way-new-rules-2021-11-01/>
- Smaga, P. (2014). *The Concept of Systemic Risk* (The London School of Economics and Political Science, Systemic Risk Centre Special Paper No 5).
- The Economic Times. (2022, March 16). *Stablecoins: What they are and Why you could Consider Investing in them*. <https://economictimes.indiatimes.com/markets/cryptocurrency/stablecoins-what-they-are-and-why-you-should-consider-investing-in-them/articleshow/89769727.cms>
- Thomason, J. (2021, August 19). *Stablecoin Adoption and the Future of Financial Inclusion*. COINTELEGRAPH. <https://cointelegraph.com/news/stablecoin-adoption-and-the-future-of-financial-inclusion>
- Watkins, P. N., & DuBose, D. (2022). The Uniform Token Regulation Act: A Proposal for States to Lead on Regulatory Clarity for Digital Tokens. *Federalist Society Review*, 23, 130-178.
- Wilmarth, A. E. (2022). It's Time to Regulate Stablecoins as Deposits and Require Their Issuers to Be FDIC-Insured Banks. *Banking & Financial Services Policy Report*, 41(2), 1-20. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4000795>
- (2021, August 6). The Pandemic Crisis Shows that the World Remains Trapped in a 'Global Doom Loop' of Financial Instability, Rising Debt Levels, and Escalating Bailouts. *Banking & Financial Services Policy Report*, 40(8), 1-26. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3901967>
- Yahya, M. A., & Fong, I. (2022). In Defense of the Free-Banking Stablecoins. *Journal of Technology Law & Policy*, 26, 1-79.

Zetzsche, D. A., Buckley, R. P., & Arner, D. W. (2018). The Distributed Liability of Distributed Ledgers: Legal Risks of Blockchain. *University of Illinois Law Review*, 2018(14), 1361-1406. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3018214>

A Critic Research on Stablecoins

Yung-Cheng Chuang^{*}

Abstract

Stablecoins are emerging financial instruments derived from cryptocurrency which attempt to address the price volatility of cryptocurrency. For low volatility, stablecoins develop their stabilization mechanism which is linked to comparable assets (mostly fiat currency), thereby becoming payment instruments in the crypto market. Hence, the types of stablecoins can also be divided into four by their backed asset: capital tokenized stablecoins, off-chain backed stablecoins, on-chain backed stablecoins, and algorithmic stablecoins. As for the nature of stablecoins, commentators argue that stablecoins are classified as demand deposits and therefore should be regulated by deposit insurance regulations. Nevertheless, this article is at odds with that because stablecoins meet the requirements of investment contracts and should be securities, also, the previous view will lead to the paradox that the issuer of stablecoins becomes a bank (causing regulatory arbitrage) and the misvaluation of systemic risk. In addition to the above, commentators also argue that the issue of stablecoins accords with the requirements of the Banking Act of The Republic of China §29-1, accordingly FSC can regulate stablecoins by that. However, this article disagrees because of the line between depositor and investor and the one between direct finance and indirect finance. As stablecoins should be securities, they must be regulated by the Securities and Exchange Act, thus, this article explores the regulation of stablecoins through STO regulations. Additionally, despite the criticism of the current STO regulations, we are aware that stablecoins are cryptocurrencies with more distinctive features than typical securities, as a result, they should be treated far from the way traditional securities

^{*} S.J.D., Indiana University, Bloomington, Professor, Department of Law, Soochow University.

E-mail: ychuang@scu.edu.tw

are regulated under the Securities and Exchange Act to avoid stifling innovation while protecting investors. Overall, the proposal of rule 195 which was suggested by the SEC commissioner is most in line with our vision for the regulation of stablecoins. It is looking forward to realizing inclusive finance and creating a unique financial market where currency and cryptocurrency live long and prosper through this tailored regulation arrangement.

Keywords: Stablecoins, Warranty, Cryptocurrency, Run on Banks, Deposits, Investment Contract, Howey Test, Reves Test, Systemic Dangers