

專欄4：虛擬資產市場之發展、風險及國際監理趨勢

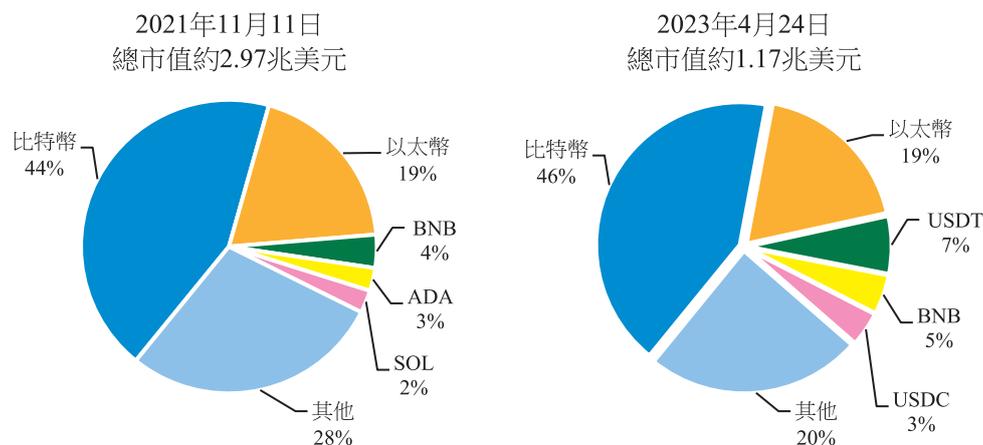
美國貨幣政策自2021年11月起逐步回歸正常化後，寬鬆資金退潮對許多市場產生不小影響，特別是投機炒作風氣盛行的虛擬資產市場。比特幣等虛擬資產價格大幅回落，虛擬資產市場也接連出現多起風險事件，已引起國際間監理機關的重視，逐步加強對於虛擬資產的監管力度。

一、虛擬資產市場高度投機，價格波動劇烈

(一) 虛擬資產市值以比特幣居首，其價格大起大落，波動依舊劇烈

自比特幣2009年問世以來，隨之創造出來的虛擬資產迄今已達2萬種，惟總市值仍以比特幣居首約占4成，其他虛擬資產價格亦多跟隨著比特幣價格而變動。2021年11月虛擬資產總市值最高將近3兆美元，其後隨比特幣價格重挫，2023年4月已大幅縮減至約1.2兆美元(圖A4-1)。

圖 A4-1 虛擬資產市值占比



資料來源：CoinMarketCap網站。

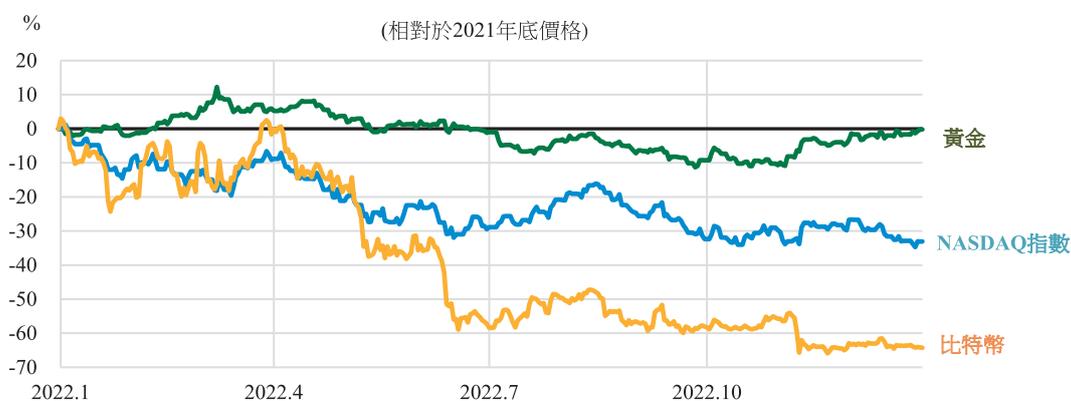
(二) 比特幣等虛擬資產未被普遍接受作為支付工具，也非良好避險工具

比特幣最初設計理念，係試圖建構出一種新型態的電子現金，惟迄今比特幣等虛擬資產的發展未如預期，鮮有民眾用於日常支付。即使以比特幣為法定貨幣的薩爾瓦多，多數人在花完政府推廣比特幣的獎勵後就不再使用¹。

部分人士將比特幣類比為數位黃金²，宣稱其具有抗通膨的保值效果，可作為不同於其他風險性資產的另類避險工具。但在2022年全球通膨高攀的經濟環境中，比特幣並未表現出抗通膨的保值效果，其價格表現反而接近科技類股的走勢³；特別是2022年2月發生俄羅斯入侵烏克蘭的重大風險事件，比特幣價格亦無起色，未如黃金展現出避

險的效果(圖A4-2)。

圖 A4-2 比特幣、NASDAQ指數及黃金價格漲跌幅



資料來源：CoinMarketCap及Investing.com網站。

二、虛擬資產市場接連出現多起風險事件

投機炒作資金的退潮，戳破部分虛擬資產泡沫或騙局，接連引發美元穩定幣UST崩盤，以及美國虛擬資產借貸平台Celsius Network破產、對沖基金三箭資本(Three Arrows Capital)投資虛擬資產鉅額虧損及虛擬資產交易平台FTX破產等風險事件⁴。

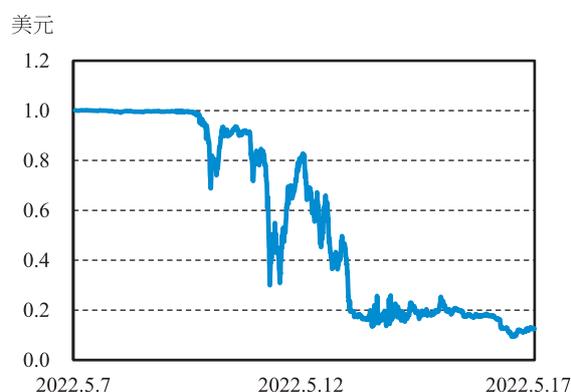
(一) 美元穩定幣UST崩盤

UST曾是虛擬資產市場上的第3大穩定幣，市值一度高達187億美元。UST宣稱其發行不用提存實際美元資產作為擔保，僅依靠市場上自發性套利行為⁵，就能讓UST維持對美元1:1的穩定價格。但2022年5月間UST發生擠兌而價格大幅崩跌，無法如所宣稱般地維持穩定，最終徹底與美元脫鉤(圖A4-3)。

(二) 虛擬資產借貸平台Celsius Network破產

Celsius Network公司從事虛擬資產借貸服務，透過宣傳自己是一種加密銀行(crypto bank)，誘使投資人相信其提供的高利率帳戶如同銀行存款帳戶般安全。然而，實際上該公司將客戶資金隨意配置在各種風險性及無流動性的投資中，甚至進行高風險的槓桿投資，與銀行業謹慎經營且受嚴格監管的商業模式截然不同，其客戶亦不享有存款保險的保障。2022年6月該公司宣稱受虛擬資

圖A4-3 美元穩定幣UST的價格走勢



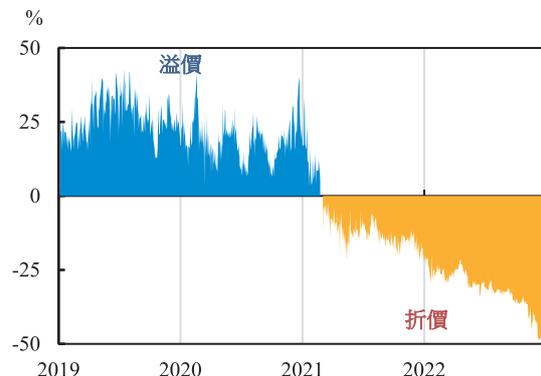
資料來源：CoinMarketCap網站。

產市場持續崩盤的影響，無預警凍結客戶帳戶提款及轉帳等功能，並於同年7月申請破產。

(三) 對沖基金三箭資本破產

對沖基金三箭資本以借款方式建立槓桿進行投資，主要投資於比特幣信託基金(Grayscale Bitcoin Trust, GBTC)，但受制於GBTC交易閉鎖期等原因，三箭資本未能在GBTC價格大幅折價⁶(圖A4-4)前及時出清相關部位，產生鉅額虧損。三箭資本因過度槓桿操作及風險管理不當，最終於2022年7月申請破產。

圖A4-4 GBTC的折溢價幅度



資料來源：The Block網站。

(四) 虛擬資產交易平台FTX破產

FTX曾是全球第2大的虛擬資產交易平台，其未將公司與客戶資產區隔管理，甚至挪用客戶資產進行高風險投資及私下借款給關係企業及公司高層等，最終因資不抵債，無法應付客戶大量的提領需求，於2022年11月申請破產。FTX的內部治理徹底失敗，存在財務報表未經審計、董事會會議紀錄闕如、現金管理內控不足等重大缺失。此外，該公司對外積極營造受監管的正面形象，但總部卻選在監管較寬鬆的巴哈馬以提供國際客戶服務，未在客戶所在地接受適當的監管，甚至以高利吸金，吸引許多追求穩定報酬的投資人，導致破產的影響波及更多人。

三、國際間加強虛擬資產監管的趨勢

(一) 國際清算銀行(BIS)呼籲各國政府採取監管行動，以解決虛擬資產的風險⁷

1. 依據「相同業務、相同風險、相同規範」原則進行監管：應確保虛擬資產業務符合相對應傳統金融業務的法律要求，嚴格處理監管套利情形。例如，穩定幣發行人可能與存款收受者或貨幣市場基金類似，應接受相同監管。
2. 應支持貨幣及金融體系的安全性及完整性：隱匿交易身分且不遵守基本的認識客戶(KYC)及洗錢防制要求的虛擬資產業者，應受到裁罰或勒令停業，否則可能會被利用於洗錢、逃稅、資恐及規避經濟制裁。
3. 應有保護投資人的相關政策：雖然允許投資人投資包括虛擬資產在內的風險資產，但應充分揭露資訊。此外，應對數位資產廣告進行合理監管，特別是這些廣告通常會誤導及淡化相關風險。

4. 應降低金融機構對虛擬資產暴險引發可能威脅金融穩定之風險：近年來傳統金融機構對虛擬資產的投資快速增長，意味著虛擬資產市場的衝擊可能會產生外溢效應，對金融體系造成影響。例如，巴塞爾銀行監理委員會(Basel Committee on Banking Supervision, BCBS)已訂定銀行對虛擬資產暴險的全球審慎標準，並預計於2025年正式實施⁸。

(二) 近期主要國家朝加強虛擬資產監管的方向前進

儘管各國監理機關已多次警示虛擬資產具高風險性，提醒投資人應注意風險承擔問題，但虛擬資產的炒作熱潮仍吸引許多散戶投資人參與，特別是風險承擔能力較不足的年輕人。為保護投資人權益，特別是近期虛擬資產市場發生多起風險事件後，主要國家開始加強虛擬資產之監管。

例如，歐盟正審議「加密資產市場監管法規」(MiCA)草案⁹，為歐盟各成員國建立統一的虛擬資產監管規範，預計2024年實施；英國財政部2022年7月已將「金融服務與市場法」修正案提交國會審議¹⁰，擬將支付用途的穩定幣納管；日本已通過「支付服務法」修正案¹¹，將穩定幣納管，僅銀行及信託公司等業者可發行穩定幣，預計2023年6月實施；香港已通過「打擊洗錢及恐怖分子資金籌集條例」修正案¹²，規定虛擬資產交易平台須向香港證監會(SFC)申請執照，除須遵循洗錢防制規範外，亦須滿足投資人保護及資安等要求，預計2023年6月實施。

(三) 臺灣未來將以循序漸進方式強化國內虛擬資產平台對客戶之權益保護

目前金管會依「虛擬通貨平台及交易業務事業防制洗錢及打擊資恐辦法」，對臺灣境內虛擬資產交易平台進行監管，平台業者應依該會指定之文件、資料及方式完成洗錢防制法令遵循的聲明¹³。該會近期已奉行政院指定擔任具金融投資或支付性質之虛擬資產平台的主管機關，未來並將參考國際監理趨勢，以循序漸進方式強化國內虛擬資產平台對客戶之權益保護¹⁴。

註：1. 薩爾瓦多目前有兩種法定貨幣並行：美元及比特幣。美元在2001年成為該國法定貨幣，取代原有的薩爾瓦多科朗(Salvadoran Colón)；比特幣則在該國議會通過「比特幣法」(Bitcoin Law)後，2021年9月7日成為該國法定貨幣。儘管薩爾瓦多政府提供多項推廣比特幣的補助措施，例如贈送30美元獎勵，但只有20%企業(主要為大型企業)接受比特幣支付，且多數人在花完獎勵後就不再使用。參見Alvarez, Fernando, David Argente, and Diana Van Patten (2022), "Are Cryptocurrencies Currencies? Bitcoin as Legal Tender in El Salvador," *NBER Working Papers*, No. 29968, April。

2. Bellusci, Michael (2022), "Galaxy's Novogratz and Bakkt's Michael Differ on Bitcoin's Case as Digital Gold," *CoinDesk*, March.

3. Iyer, Tara (2022), "Cryptic Connections: Spillovers between Crypto and Equity Markets," *IMF Global Financial Stability Notes*, No. 2022/01, January.

4. 相關虛擬資產市場風險事件之詳細說明，參見中央銀行(2022)，「七、虛擬資產市場最近風險事件與主要國家監理方

- 向」，9月22日央行理監事會後記者會參考資料；中央銀行(2022)，「六、虛擬資產交易所FTX破產事件的原因及啟示」，12月15日央行理監事會後記者會參考資料。
5. UST是在Terra區塊鏈系統上發行的穩定幣，其運作機制係倚賴另一種價格並不穩定的虛擬資產，即Luna代幣。使用者透過銷毀一定價值的Luna代幣，兌領系統新發行的UST；或是反向將UST代幣銷毀，兌領回新發行的Luna代幣。例如，當UST市價低於1美元(如0.95美元)時，使用者如以市價購入1單位UST並銷毀，將可兌領系統新發行價值合計1美元的Luna代幣，再將Luna代幣在市場上以1美元賣出，便可賺得市價與1美元間的價差(如0.05美元)。理論上，此舉將逐步削減市場上UST的供應量，促使其價格回升到1美元。
 6. GBTC是將資產全數配置在比特幣的基金。2021年以前，由於傳統金融市場上投資比特幣的工具不多，GBTC頗受市場青睞，導致其市價往往高於淨值(NAV)，呈現溢價。但近年來市場上出現許多其他類似的商品，例如2021年2月加拿大多倫多證交所上市Purpose Bitcoin ETF，加上GBTC有6個月交易閉鎖期等限制，導致GBTC轉為大幅折價。
 7. BIS (2022), "The Future Monetary System," *BIS Annual Economic Report*, June.
 8. Basel Committee on Banking Supervision (2022), "Prudential Treatment of Cryptoasset Exposures," December.
 9. Beau, Denis (2023), "The World of Crypto Assets: the Moment of Truth," Banque de France, January.
 10. HM Treasury (2022), "The Financial Services and Markets Bill Was Introduced to Parliament on 20 July 2022," July.
 11. Amaya, Tomoko (2022), "Regulating the Crypto Assets Landscape in Japan," Speech at the Crypto Asset Roundtable Hosted by OMFIF, December.
 12. 香港特別行政區政府(2022)，「政府歡迎立法會通過『2022年打擊洗錢及恐怖分子資金籌集(修訂)條例草案』」，12月。
 13. 金管會(2021)，「金管會提醒虛擬通貨平台及交易業務事業應辦理洗錢防制法令遵循的聲明」，9月。
 14. 金管會(2023)，「金管會擔任具金融投資或支付性質之虛擬資產平台主管機關之推動規劃」，新聞稿，3月。