



САНХҮҮ ЭДИЙН ЗАСГИЙН ИХ СУРГУУЛЬ
ХУУЛЬ ЗҮЙН СУРГУУЛЬ

Бодонгууд
Хүдэртулга МИШЭЭЛ

ДИЖИТАЛ ХӨРӨНГӨ БА ТОКЕНЧЛОЛЫН ЭРХ
ЗҮЙН ЗОХИЦУУЛАЛТ: МОНГОЛЫН БОЛОМЖ БА
ЭРСДЭЛ



Мэргэжлийн индекс
042101

Эрх зүйн бакалаврын
Зэрэг горилсон
Дипломын төсөл

Удирдсан
Л. Отгонбаяр /LL.M/

Улаанбаатар. 2026



САНХҮҮ ЭДИЙН ЗАСГИЙН ИХ СУРГУУЛЬ
ХУУЛЬ ЗҮЙН СУРГУУЛЬ

Бодонгууд
Хүдэртулгын МИШЭЭЛ

ДИЖИТАЛ ХӨРӨНГӨ БА ТОКЕНЧЛОЛЫН
ЭРХ ЗҮЙН ЗОХИЦУУЛАЛТ: МОНГОЛЫН
БОЛОМЖ БА ЭРСДЭЛ



Мэргэжлийн индекс
041401

Эрх зүйн Бакалаврын Зэрэг
Горилсон Дипломын төсөл

Удирдагч: Л.Отгонбаяр /LL.M/

Шүүмжлэгч: М. Түвшинжаргал /Ph.D/

Улаанбаатар. 2026

ГАРЧГИЙН ТОВЬЁГ

МЭДЭГДЭЛ	i
ТАЛАРХАЛ.....	ii
ТОВЧ ХУРААНГУЙ.....	iii
ХҮСНЭГТЭН МЭДЭЭЛЛИЙН ЖАГСААЛТ	iv
ТОВЧИЛСОН ҮГИЙН ЖАГСААЛТ	v
НЭР ТОМЬЁОНЫ ТАЙЛБАР	vi
ОРШИЛ	1
Сэдвийг сонгосон үндэслэл	1
Сэдвийн судлагдсан байдал.....	1
Судалгааны ажлын зорилго, зорилтууд	4
Судалгааны арга зүй.....	4
БҮЛЭГ. ОНОЛЫН ХЭСЭГ	6
1.1 Дижитал хөрөнгө ба токшчлолын онол, эрх зүйн үндэс	6
1.2. Дижитал хөрөнгийн эрх зүйн ойлголт, ангилал	8
1.3. Токенчлолын эдийн засаг, эрх зүйн мөн чанар	9
1.4. Дижитал хөрөнгийн эрх зүйн зохицуулалтын үндсэн зарчим, эрсдэлийн хүрээ ..	12
1.5. Уламжлалт хөрөнгө болон дижитал хөрөнгийн харьцуулалт.....	14
БҮЛЭГ. ОЛОН УЛСЫН ЭРХ ЗҮЙН ЗОХИЦУУЛАЛТ БА ТУРШЛАГА	24
2.1. Европын Холбоо	24
2.2. Их Британи:	27
2.3. Япон	29
2.4. АНУ.....	30
2.5. Эстони.....	32
БҮЛЭГ. МОНГОЛ УЛСЫН ЭРХ ЗҮЙН ОРЧИН.....	36
3.3. Монголд шийдвэрлэгдсэн жишээ шүүхийн шийдвэрүүд.....	41
3.4. Ганцаарчилсан ярилцлагын арга.....	45

ДҮГНЭЛТ.....	49
САНАЛ ЗӨВЛӨМЖ.....	52
НОМ ЗҮЙ.....	54

МЭДЭГДЭЛ

Энэхүү дипломын төсийг өөрийн оюуны бүтээл болохыг баталгаажуулж, зохиогчийн эрхийн аливаа зорчилгүй болохыг баталж байна. Энэхүү дипломын төслийн зохиогчийн эрх болон түүнд хамаарах эрхийг би дангаар эзэмшинэ. Санхүү, Эдийн Засгийн Их Сургууль (СЭЗИС) энэхүү бүтээлийг сургалт, судалгаа, ашгийн бус зорилгоор, зохиогчийн эрхийн зөрчлөөс сэргийлэх үүднээс олон улсын creative commons attribution-noncommercial-nodervis (cc by-nc-nd) лицензийн дагуу ашиглах эрхтэй.

Нэр: Х. Мишээл

Гарын үсэг:

Огноо:

ТАЛАРХАЛ

Бакалаврын зэрэг горилсон энэхүү судалгааны ажлыг бичиж гүйцэтгэхэд өөрийн мэдлэг чадвараасаа хуваалцаж, заавар, зөвлөмж, зөвлөгөө өгч нэн чухал туслалцаа үзүүлсэн удирдагч багш Л.Отгонбаяр багшдаа талархал илэрхийлье. Мөн төдийгүй судалгааны ажлын явцад туслаж дэмжиж, заавар зөвлөгөө өгсөн шүүмжлэгч багшдаа баярлалаа.

Судалгааны явцад үнэтэй шүүмж, зөвлөгөө өгч хамтарч ажилласан шүүмжлэгч багш нартаа болон Хууль зүйн сургуулийн нийт багш ажилчдадаа талархаж байна.

ТОВЧ ХУРААНГУЙ

2000 оноос хойш санхүүгийн зах зээл болон мэдээллийн технологийн хөгжил эрчимжиж, төлбөр тооцоо, хөрөнгө оруулалт, санхүүгийн үйлчилгээний хэлбэр цахим орчинд өргөжин хөгжих болсон. Үүний үр дүнд криптовалют, дижитал токен, блокчэйн суурилсан эрх, шаардлага, өмчлөл зэрэг зөвхөн цахим хэлбэрээр орших шинэ төрлийн хөрөнгийн ойлголт бий болж, “дижитал хөрөнгө” хэмээх өргөн хүрээнд судлагдаж байна. Монгол Улсад ч финтек үйлчилгээ, цахим төлбөрийн хэрэгсэл, цахим данс, цахим хөрөнгө оруулалт, крипто хөрөнгийн арилжаа зэрэг бүтээгдэхүүн, үйлчилгээ богино хугацаанд нэвтэрч, хэрэглэгчдийн санхүүгийн зан үйлд тодорхой байр суурь эзлэх болов. Одоогийн эрх зүйн орчинд дижитал хөрөнгөтэй холбоотой харилцааг үнэт цаас, банк санхүү, төлбөрийн систем, мөнгө угаах болон терроризмыг санхүүжүүлэхтэй тэмцэх зэрэг хуулийн зохицуулалттай уялдуулан авч үзэх боломжтой. Гэсэн хэдий ч технологийн хөгжлийн хурд, зах зээлийн шинэ хэрэгцээтэй нийцүүлэн уг салбарын эрх зүйн зохицуулалтыг цаашид илүү тодорхой, системтэйгээр хөгжүүлэх шаардлага нэмэгдэж байна. Иймд энэхүү дипломын ажил нь дижитал хөрөнгийн эрх зүйн асуудлыг Монгол Улсын нөхцөлд судалж, онолын болон практикийн ач холбогдол бүхий санал, дүгнэлт боловсруулахад чиглэнэ.

Түлхүүр үг: *Дижитал хөрөнгө, Криптовалют, Токенчлол, Виртуал хөрөнгө, Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчийн тухай хууль, Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгч.*

ХҮСНЭГТЭН МЭДЭЭЛЛИЙН ЖАГСААЛТ

Хүснэгт 1.1 Дижитал хөрөнгийн үндсэн төрлүүд ба эрх зүйн шинж.....	8
Хүснэгт 1.2 Дижитал хөрөнгийн зохицуулалтын үндсэн зарчим ба эрсдэлийн хүрээ....	14
Хүснэгт 1.3 Дижитал хөрөнгийн гол эрсдэлүүд.....	14
Хүснэгт 1.4 Уламжлалт хөрөнгө ба дижитал хөрөнгийн эрх зүйн харьцуулалт.....	15
Хүснэгт 1.5 Харьцуулсан хүснэгт.....	22
Хүснэгт 2.1 Улс орнуудын дижитал хөрөнгийн зохицуулалтын харьцуулалт	34
Хүснэгт 3.1 Монгол Улсад бүртгэлтэй ВХҮҮ	38
Хүснэгт 3.2 Монголын дижитал хөрөнгийн зах зээлийн төлөв байдлын үзүүлэлтүүд (2024–2026).....	40

ТОВЧИЛСОН ҮГИЙН ЖАГСААЛТ

Товчлол	Тайлбар
АНУ	Америкийн Нэгдсэн Улс
ВХҮҮ	Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгч
ВХҮҮТХ	Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчийн тухай хуулт
ЕХ	Европын Холбоо
ФАТФ	Мөнгө угаахтай тэмцэх, санхүүгийн арга хэмжээ авах байгууллага (Financial Action Task Force)
AML/CFT	Anti-Money Laundering and Counter-Financing of Terrorism
BIS	Bank for International Settlements
CBDC	Central Bank Digital Currency
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
DLT	Distributed Ledger Technology
ICO	Initial Coin Offering
IPO	Initial Public Offering
KYC	Know Your Customer
MiCA	Markets in Crypto-Assets Regulation
NFT	Non-Fungible Token
SEC	Securities and Exchange Commission

НЭР ТОМЬЁОНЫ ТАЙЛБАР

Нэршил	Тайлбар
Блокчейн (Blockchain)	DLT-ийн нэг төрөл; Хоорондоо холбогдож гинжин хэлхээ үүсгэсэн блокуудын дараалал хэлбэрээр өгөгдлийг хадгалах, дамжуулах боломж олгодог технологи.
Виртуал хөрөнгө	Цахим хэлбэрээр шилжүүлэх, хадгалах, арилжих боломжтой үнэ цэнийн илэрхийлэл
Ерөнхий дэвтэр (Ledger)	Тухайн данстай холбоотой бүх гүйлгээг огноогоор нь дараалуулан бүртгэж, дансны эцсийн үлдэгдлийг тодорхойлсон тухайн дансны дэлгэрэнгүй бүртгэл юм.
Мэдээллийн баримт бичиг (White paper)	Виртуал хөрөнгө, токен, эсхүл блокчэйн суурилсан төсөлтэй холбоотойгоор тухайн хөрөнгийн зорилго, бүтэц, хэрэглээ, технологийн шийдэл, гаргагчийн мэдээлэл, эдийн засгийн загвар, эрсдэл болон хэрэгжилтийн төлөвлөгөөг олон нийт, хөрөнгө оруулагчдад танилцуулах зорилгоор боловсруулсан баримт бичиг.
Тархмал бүртгэлийн технологи (Distributed Ledger Technology, DLT)	Тархмал бүртгэлийн технологи Нэгдсэн алгоритмаар мэдээллийг нэгэн зэрэг хуваалцах, баталгаажуулах, шинэчлэх боломж олгодог өгөгдөл хадгалах, сан үүсгэх технологи
Токенжуулалт	Блокчэйн, эсвэл бусад тархмал бүртгэлийн технологийн платформ дээр хадгалах, шилжүүлэх, бүртгэх боломжтой физик болон дижитал хөрөнгийг токен буюу виртуал хөрөнгө болгон хувиргах үйл явц юм.
Токеномикс	Токений эдийн засаг буюу токений нийлүүлэлт, эрэлт, үнэ цэнэ, хуваарилалт, хэрэглээ болон урамшууллын тогтолцоог тодорхойлдог ойлголт.

Ухаалаг гэрээ (Smart contract)	Блокчейн дээр гэрээний нөхцөлийг шууд код болгон бичсэн өөрөө биелэх гэрээ
Үл орлуулагдах токен (Non-Fungible token)	Блокчэйнээр дамжуулан токенжуулсан хөрөнгө юм. Өмчлөх эрх, жинхэнэ байдлыг баталгаажуулахад ашиглагддаг. Үүнийг хуулах, орлуулах, хуваах боломжгүй.
Хэрэглээний (Utility token)	токен Тодорхой блокчэйнд суурилсан экосистемийн хүрээнд тогтсон зорилготой гаргадаг виртуал хөрөнгийн нэг төрөл юм. Виртуал хөрөнгө гаргагч байгууллага нь дижитал купоны хэлбэрийг бий болгож байна гэсэн үг бөгөөд хөрөнгө оруулагч виртуал хөрөнгөө ашиглан ирээдүйд хөнгөлөлттэй нөхцөлтэйгөөр тухайн компанийн бүтээгдэхүүн, үйлчилгээг ашиглах боломж бүрдэх юм.

ОРШИЛ

Сэдвийг сонгосон үндэслэл

Дэлхийн эдийн засаг, санхүүгийн зах зээл, мэдээллийн технологийн хөгжил эрчимжихийн хэрээр өмчлөл, хөрөнгө, санхүүгийн харилцааны уламжлалт ойлголт шинэ түвшинд шилжиж байна. Ялангуяа блокчэйн технологид суурилсан дижитал хөрөнгө болон токенчлол нь зөвхөн технологийн шинэчлэл төдийгүй эдийн засаг, эрх зүй, санхүүгийн тогтолцоонд гүнзгий өөрчлөлт авчрах хүчин зүйл болж хөгжиж байгаа юм.

Дижитал хөрөнгө ба токенчлол нь Монгол Улсын эдийн засагт шинэ боломж нээж болох чухал хэрэгсэл юм. Ялангуяа хөрөнгийн зах зээл харьцангуй жижиг, хөрөнгө оруулалтын эх үүсвэр хязгаарлагдмал Монголын нөхцөлд токенчлол нь бизнесүүдэд шинэ төрлийн санхүүжилт босгох боломжийг бий болгож болно. Үл хөдлөх хөрөнгө, уул уурхайн төсөл, инновацын гарааны бизнес, оюуны өмч зэрэг хөрөнгийг токенчилсноор дотоод, гадаадын хөрөнгө оруулагчдыг татах, хөрөнгө оруулалтын хүртээмжийг нэмэгдүүлэх боломжтой. Мөн блокчэйн технологийг төрийн үйлчилгээ, бүртгэлийн систем, гэрээний хэрэгжилтэд ашигласнаар ил тод байдал, үр ашиг, итгэлцлийг нэмэгдүүлэх боломж бий. Иймээс дижитал хөрөнгө ба токенчлолын эрх зүйн зохицуулалтын асуудлыг Монгол Улсын эрх зүйн тогтолцоо, эдийн засгийн онцлог, олон улсын чиг хандлагатай уялдуулан судлах шаардлага зайлшгүй тулгарч байна. Энэхүү судалгааны ажлын хүрээнд дижитал хөрөнгө, токенчлолын онолын үндэс, олон улсын эрх зүйн зохицуулалтын туршлагыг судалж, Монгол Улсын өнөөгийн эрх зүйн орчны сул болон давуу талыг тодорхойлон, цаашид хөгжүүлэх боломж, эрсдэлийг шинжлэх зорилго тавьж байна. Мөн энэхүү шинэ төрлийн хөрөнгийн харилцаанд тохирсон эрх зүйн зохицуулалтыг боловсронгуй болгох, хөрөнгө оруулагчдыг хамгаалах, инновацыг дэмжих, санхүүгийн тогтвортой байдлыг хангах чиглэлээр санал, дүгнэлт боловсруулах нь энэхүү дипломын ажлын үндсэн ач холбогдол оршино.

Сэдвийн судлагдсан байдал

Б.Улсболд, Ч.Авидмаа, Б.Батхүү, Г.Наранцэцэг, Э.Тамир нарын “Монгол Улс дахь криптовалютын орчны судалгаа” бүтээлд Монгол Улс дахь криптовалютын эрх зүйн орчин, олон нийтийн ойлголт, хэрэглээний байдал болон зохицуулалтын хэрэгцээг авч үзсэн байна. Тус судалгаанд 18–34 насны 235 иргэнийг хамруулж, криптовалютын талаарх мэдлэг, хандлага, хэрэглээний зорилгыг тодруулжээ. Судалгааны үр дүнгээр иргэдийн дунд криптовалютын талаарх ойлголт харилцан адилгүй бөгөөд мэдээллийн дутагдал, үнийн тогтворгүй байдал, эрх зүйн тодорхойгүй байдал нь гол эрсдэл болж

байгааг онцолсон. Иймд Монгол Улсад криптовалютын эрх зүйн статусыг тодорхой болгож, зохицуулалтын орчныг боловсронгуй болгох шаардлагатай гэж дүгнэсэн байна.

Б.Мөрөн, Б.Билгүүн, Б.Тэмүүлэн нарын “Виртуал хөрөнгийн салбарын эдийн засагт үзүүлэх нөлөө /Монгол Улсын жишээн дээр/” судалгаанд виртуал хөрөнгийн зах зээлийн үнэлгээ болон бодит дотоодын нийт бүтээгдэхүүний хамаарлыг шинжлэх замаар уг салбарын макро эдийн засагт үзүүлэх нөлөөг тодорхойлохыг зорьсон. Судалгаанд 2013 оноос хойших макро эдийн засгийн үзүүлэлтүүдийг ашиглан Гранжерын учир шалтгааны шинжилгээ болон систем тэгшитгэлийн аргаар шинжилгээ хийсэн байна. Судалгааны үр дүнд бодит ДНБ, аж ахуйн нэгж, иргэдэд олгосон зээл болон хадгаламж нь виртуал хөрөнгийн зах зээлд нөлөөтэй болохыг тогтоожээ. Мөн криптовалютын зах зээл оргил үедээ 1.2 их наяд төгрөгөөр үнэлэгдэж байсан нь энэ салбар макро эдийн засгийн тодорхой хүчин зүйлстэй уялдах боломжтойг харуулж байна. Зохиогчид виртуал хөрөнгө нь өртөг багатай санхүүжилт, инновацын боломжийг бий болгох хэдий ч луйвар, мөнгө угаах эрсдэлтэй тул зохицуулалтын орчныг анхаарах шаардлагатай гэж үзжээ.

Н.Дагвадорж, Б.Энхболд нарын “Криптовалют хэрэглэгчдийн хандлагыг зан төлөвийн санхүүгээр тодорхойлох нь” судалгаанд криптовалюта хэрэглэгчдийн хандлага, шийдвэр гаргалтад нөлөөлөх зан төлөвийн хүчин зүйлсийг авч үзсэн. Судалгаанд UTAUT2 загварыг ашиглаж, хэрэглэгчийн хандлагад санхүүгийн мэдлэг, гүйцэтгэлийн хүлээлт, ашиглахад хялбар байдал, нийгмийн нөлөөлөл, хөнгөвчлөх нөхцөл байдал зэрэг хүчин зүйлс хэрхэн нөлөөлөхийг шинжилжээ. Судалгааны асуулгыг ерөнхий найман бүлэг хувьсагчид хуваан боловсруулсан нь криптовалютыг хүлээн зөвшөөрөх зан төлөвийн суурь шалтгааныг илрүүлэхэд чиглэсэн байна. Үр дүнгээр санхүүгийн мэдлэг, ашиглахад хялбар байдал, эрсдэл зэрэг нь хэрэглэгчийн хандлагад заавал шууд нөлөөлөхгүй, харин гүйцэтгэлийн хүлээлт болон хедоник сэтгэл зүй эерэг нөлөөтэй гэж гарсан. Иймээс уг судалгаа нь криптовалюта хэрэглэгчдийн шийдвэр зөвхөн эдийн засгийн тооцоонд бус, богино хугацаанд өндөр өгөөж хүртэх хүлээлт болон сэтгэл зүйн хүчин зүйлтэй холбоотойг харуулсан байна.

Ж.Энхмаагийн “Уламжлалт КҮС, e-КҮС болон блокчэйн суурилсан КҮС-н харьцуулсан дүн шинжилгээ /Өмнөд Солонгос улсын жишээн дээр/” судалгаанд харилцагчийг таньж мэдэх ажиллагааны уламжлалт болон цахим хэлбэрийг блокчэйн суурилсан КҮС-тэй харьцуулан авч үзсэн. Судалгаанд Монгол Улсад уламжлалт КҮС-ийн эрх зүйн зохицуулалт давамгайл боловч санхүүгийн байгууллагууд e-КҮС-г практикт ашиглах шаардлага үүссэн гэж тайлбарласан. Зохиогч Өмнөд Солонгосын BankSign

зэрэг блокчэйнд суурилсан дижитал баталгаажуулалтын жишээг авч, ийм систем нь харилцагчийн мэдээллийн нууцлал, аюулгүй байдлыг дээшлүүлэх боломжтой гэж үзжээ. Мөн блокчэйнд суурилсан КҮС нь хэрэглэгчийн мэдээллийг хадгалах, баталгаажуулахад distributed ledger ашигладаг тул уламжлалт КҮС болон e-КҮС-ээс зардал, үр ашиг, мэдээллийн хамгаалалтын хувьд давуу талтай байж болохыг харьцуулсан байна. Иймд тус судалгаа нь мөнгө угаах, терроризмыг санхүүжүүлэхтэй тэмцэх хүрээнд КҮС-ийн эрх зүйн зохицуулалтыг технологийн хөгжилтэй нийцүүлэн шинэчлэх шаардлагатай гэсэн санааг дэвшүүлсэн.

Т.Мөнхбаатарын “Виртуал хөрөнгөөр дамжуулан мөнгө угаах үйл ажиллагаа, түүний нийгэм эдийн засагт үзүүлэх нөлөөллийн судалгаа” бүтээлд виртуал хөрөнгийн хэрэглээ болон мөнгө угаах эрсдэлийн уялдаа холбоог авч үзсэн. Судалгаанд Монгол Улсад виртуал хөрөнгийн хэрэглээ нэмэгдэхийн хэрээр энэ нь мөнгө угаах хэрэгсэл болох эрсдэлтэй эсэх, улмаар нийгэм, эдийн засагт ямар нөлөө үзүүлэхийг судалжээ. Зохиогч виртуал хөрөнгийн зах зээлийг хөгжүүлэх боломж байгаа ч түүнийг гэмт хэргийн орлого нуух, шилжүүлэх хэрэгсэл болгохоос сэргийлэх нь чухал гэж онцолсон. Судалгааны асуулгын үр дүнгээр оролцогчдын 43 хувь нь виртуал хөрөнгөөр гүйлгээ хийж байсан бөгөөд мөнгө угаалтын талаарх мэдлэгийн түвшин харилцан адилгүй байгааг харуулсан байна. Тус бүтээл нь виртуал хөрөнгийн салбарт хяналт, зохицуулалт сул байвал далд эдийн засаг, мөнгө угаах эрсдэлийг нэмэгдүүлэх боломжтой тул зохицуулалтын болон хяналтын тогтолцоог бэхжүүлэх шаардлагатай гэж үзсэн.

М.Түвшинжаргал 2021 онд “Виртуал хөрөнгийг эрх зүйн үүднээс тодорхойлох нь /Криптовалютын жишээн дээр/” сэдэвт судалгааны ажилдаа криптовалютын эрх зүйн мөн чанар, зохицуулалтын хэрэгцээ, Монгол Улсын эрх зүйн орчны тулгамдсан асуудлыг авч үзжээ. Тэрээр Монгол Улсад криптовалюттай холбоотой харилцааг тодорхой зохицуулах эрх зүйн орчин тухайн үед хангалттай бүрдээгүй, хуульчлалын хувьд тодорхойгүй байдал давамгайлж байсан гэж дүгнэсэн байна. Мөн олон улсын туршлагад үндэслэн виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчийг бүртгэх, татварын зохицуулалт бий болгох, мэдээллийн аюулгүй байдлыг хангах, мөнгө угаах болон терроризмыг санхүүжүүлэх эрсдэлээс урьдчилан сэргийлэх эрх зүйн механизмыг бүрдүүлэх шаардлагатайг онцолжээ. Ийнхүү виртуал хөрөнгийн харилцааг технологийн хувьд аюулгүй, олон улсын МУТСТ бодлоготой нийцсэн байдлаар зохицуулснаар Монгол Улсын хөрөнгийн зах зээлийн хөгжилд эерэг нөлөө үзүүлэх боломжтой гэж үзсэн байна.

Судалгааны ажлын зорилго, зорилтууд

Судалгааны ерөнхий зорилго нь дижитал хөрөнгө ба токенчлолын эрх зүйн ойлголт, онолын үндсийг тодорхойлж, олон улсын зохицуулалтын хандлагыг харьцуулан судалсны үндсэн дээр Монгол Улсад токенчлол нэвтрүүлэх боломж, эрсдэлийг үнэлж, эрх зүйн зохицуулалтын оновчтой загварын санал боловсруулахад оршино.

Энэхүү эрх зүйн бакалаврын зэрэг горилсон судалгааны ажлын хүрээнд ерөнхий зорилгыг хэрэгжүүлэхийн тулд дараах тодорхой зорилтуудыг дэвшүүлнэ. Үүнд:

- Дижитал хөрөнгө, виртуал хөрөнгө, крипто-хөрөнгө, токен зэрэг ойлголтыг онол-эрх зүйн талаас нь задлан шинжилж, эрх зүйн мөн чанар, ангиллыг тогтоох;
- Токенчлолын техник-технологийн болон эрх зүйн суурь шинж, төрлүүдийг (хөрөнгөөр баталгаажсан токен, үнэт цаасны токен, хэрэглээний токен, стейблкойн, NFT гэх мэт) системчлэх;
- Токенчлолтой холбоотой үндсэн эрх зүйн асуудлууд болох өмчлөлийн эрхийн шилжилт, хуулийн хэрэглээ, хэрэглэгч, хөрөнгө оруулагчдыг хамгаалах, AML/CFT, татвар, дамбуурал зэрэг асуудлыг тодорхойлох;
- Европын Холбоо, АНУ, Их Британи, Япон, Эстони гэх зэрэг улсуудын дижитал хөрөнгө, токенчлолын зохицуулалтын загваруудыг харьцуулж, нийтлэг болон ялгаатай онцлогийг гарган дүгнэх;
- Монгол Улсад виртуал хөрөнгийн зах зээлийн өнөөгийн төлөв, эрх зүйн орчныг тодорхойлж, токенчлол нэвтрүүлэхэд үүсэх боломж, эрсдэлийг үнэлэх;
- Дээрх дүгнэлтүүдэд тулгуурлан Монгол Улсад дижитал хөрөнгө, токенчлолын зохицуулалтын шинэ загвар, хууль тогтоомжийн чиг хандлага, хэрэглэгчийн хамгаалалтыг сайжруулах санал боловсруулах.

Судалгааны арга зүй

Энэхүү бакалаврын зэрэг горилсон дипломын ажил нь дараах үндсэн аргуудыг ашиглана.

1. Эрх зүйн шинжилгээний арга - Дижитал хөрөнгө, токенчлолтой холбоотой Монгол Улсын болон гадны хууль тогтоомж, журмуудын агуулга, бүтэц, харилцан хамаарлыг шинжилж, эрх зүйн зохицуулалтын логик, зарчмыг гарган авах.

2. Харьцуулсан эрх зүйн арга – Олон улсын зохицуулалтын тогтолцоог Монголын нөхцөл байдалтай харьцуулж судалж, нийтлэг зарчим, ялгаатай онцлог, Монголд нутагшуулах боломжтой элементүүдийг тодорхойлох.
3. Системчилсэн, логик шинжилгээний арга - Дижитал хөрөнгийн эрх зүйн ангилал, токенчлолын төрлүүдийг суурь онолын түвшинд системчлэх, ойлголтын давхардал, зөрчил, цоорхойг илрүүлэх.
4. Баримт-эмпирик шинжилгээ - Нээлттэй эх сурвалжаас авч болох статистик мэдээлэл, зах зээлийн хэмжээ, зохицуулалтын хэрэгжилтийн талаарх ил тод мэдээлэл, удирдамж, тайлангуудыг ашиглан дижитал хөрөнгийн зах зээлийн практик үр дагаврыг тодорхойлох.
5. Индукц, дедукцийн арга - Олон улсын туршлагын түвшинд гарсан дүгнэлтүүдийг Монголын нөхцөл байдалд буулган тайлбарлах, эсрэгээр нь Монголын бодит кейсийг ашиглан онол-зорчмын түвшний дүгнэлт гаргах.
6. Ярилцлагын арга – Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгч, тухайн салбарын мэргэжилтэнгээс ярилцлага авах.

I БҮЛЭГ. ОНОЛЫН ХЭСЭГ

1.1 Дижитал хөрөнгө ба тогтноллын онол, эрх зүйн үндэс

Дижитал технологийн хөгжил, интернетийн хэрэглээ, блокчэйн суурилсан санхүүгийн шинэ системүүд бий болсноор “дижитал хөрөнгө” гэх ойлголт эдийн засаг, санхүү, эрх зүйн шинжлэх ухаанд өргөн хэрэглэгдэх болсон. Уламжлалт ойлголтоор хөрөнгө гэдэг нь биет болон биет бус хэлбэрээр оршин байдаг, эдийн засгийн тодорхой үнэ цэн бүхий өмч, эрх, шаардлагыг илэрхийлдэг байсан бол орчин үед технологийн хөгжлийн нөлөөгөөр хөрөнгө нь цахим орчинд орших шинэ хэлбэртэй болж өөрчлөгдөж байна. Иймээс дижитал хөрөнгө нь зөвхөн технологийн бүтээгдэхүүн бус, харин өмчлөлийн шинэ хэлбэр, санхүүгийн шинэ хэрэгсэл, эрх зүйн шинэ харилцааны объект болж хөгжиж байгаа юм.

Олон улсын түвшинд дижитал хөрөнгийн талаар нэгдсэн нэг ойлголт хараахан бүрдээгүй боловч нийтлэг шинжүүдээр нь тодорхойлох оролдлого түгээмэл байдаг. Ерөнхий утгаараа дижитал хөрөнгө нь цахим хэлбэрээр оршин байдаг, тодорхой үнэ цэн илэрхийлдэг, цахим орчинд шилжүүлэх, хадгалах, арилжаалах боломжтой активыг ойлгодог. Энэ нь биет хэлбэргүй боловч эдийн засгийн эргэлтэд оролцох боломжтой учраас уламжлалт хөрөнгийн нэгэн адил өмчлөгдөх, худалдах, өвлүүлэх, барьцаалах боломжтой байдаг. Санхүүгийн арга хэмжээ авах байгууллага болох ФАТФ (Financial Action Task Force)-аас виртуал хөрөнгийг “дижитал хэлбэрээр илэрхийлэгдсэн бөгөөд цахимаар арилжигдах, шилжих эсхүл төлбөрийн болон хөрөнгө оруулалтын зорилгоор ашиглагдаж болох үнэ цэнэ” хэмээн тодорхойлсон байдаг. Энэхүү тодорхойлолт нь дижитал хөрөнгийг зөвхөн криптовалютын хүрээнд бус, илүү өргөн хүрээнд ойлгох үндэс болж байна. Өөрөөр хэлбэл дижитал хөрөнгө нь зөвхөн төлбөрийн хэрэгсэл биш бөгөөд өмчлөх эрх, ашиг хүртэх эрх, хөрөнгө оруулалтын эрх, үйлчилгээ авах эрх зэрэг олон төрлийн эрхийг илэрхийлж болно. Өнөөдөр криптовалют, стейблкойн, токенчлогдсон үнэт цаас, үл хөдлөх хөрөнгийн токен, орлуулшгүй токен (NFT), тоглоомын дотоод валют, дижитал эрхийн бичиг, зарим төрлийн урамшууллын оноо зэрэг нь дижитал хөрөнгийн төрөлд багтах боломжтой гэж үзэж байна.

Эдгээрийн эрх зүйн шинж чанар нь харилцан адилгүй бөгөөд зарим нь төлбөрийн хэрэгсэлтэй төстэй байхад, зарим нь үнэт цаас, өмчийн эрх, лиценз, үйлчилгээний эрхийн шинжийг агуулж байдаг. Иймээс дижитал хөрөнгийг нэг төрлийн нэгдсэн ойлголтоор зохицуулах нь хүндрэлтэй бөгөөд тухайн хөрөнгийн бодит эдийн засгийн агуулга, хэрэглээний зориулалтаас нь хамаарч эрх зүйн ангилал өөр өөр байж болно. Дижитал

хөрөнгийн эрх зүйн мөн чанарыг тодорхойлоход хамгийн чухал асуудлын нэг нь түүнийг өмчийн эрхийн объект гэж үзэх эсэх асуудал байдаг.

Уламжлалт иргэний эрх зүйн онолоор өмч нь биет болон биет бус хэлбэртэй байж болох бөгөөд тодорхой үнэ цэн бүхий, эзэмших, ашиглах, захиран зарцуулах боломжтой байх шаардлагатай. Дижитал хөрөнгө нь эдгээр шинжийг тодорхой хэмжээнд агуулдаг тул өмчийн эрхийн объектод тооцох боломжтой гэж олон улсын практикт үзэж байна. Тухайлбал, криптовалют эзэмшигч нь түүнийг худалдах, шилжүүлэх, бусдад өвлүүлэх, арилжаалах боломжтой байдаг нь өмчийн эрхийн шинжийг илэрхийлж байна.

Гэвч дижитал хөрөнгийн онцлог нь уламжлалт өмчөөс ялгаатай хэд хэдэн шинжийг бий болгодог. Нэгдүгээрт, дижитал хөрөнгө нь төвлөрсөн бус технологид суурилдаг тул өмчлөлийг баталгаажуулах уламжлалт бүртгэлийн системээс өөр бүтэцтэй байдаг. Өөрөөр хэлбэл банк, төрийн бүртгэлийн байгууллага зэрэг төвлөрсөн этгээдээр бус, блокчэйн сүлжээний оролцогчдын баталгаажуулалтаар өмчлөл тогтоогддог. Хоёрдугаарт, дижитал хөрөнгө нь хил хязгааргүй шинжтэй тул аль улсын хууль үйлчлэх, маргааныг хаана шийдвэрлэх асуудал хүндрэлтэй болдог. Гуравдугаарт, дижитал хөрөнгө нь нууцлал өндөртэй, зарим тохиолдолд эзэмшигчийг шууд таних боломжгүй байдаг нь мөнгө угаах, терроризмыг санхүүжүүлэх эрсдэлийг бий болгодог.

Мөн дижитал хөрөнгийн эрх зүйн мөн чанарыг тодорхойлоход үнэт цаасны эрх зүйн асуудал чухал байр суурь эзэлдэг. Зарим токен нь тодорхой төсөл, компанийн ашиг орлогоос хувь хүртэх эрх олгодог тул уламжлалт хувьцаа, бондтой төстэй шинжтэй байдаг. Ийм төрлийн токеныг үнэт цаасжуулсан токен (security token) гэж нэрлэдэг бөгөөд олон улсад үнэт цаасны хууль тогтоомжийн хүрээнд зохицуулах хандлага түгээмэл байна. Харин зөвхөн платформ ашиглах, үйлчилгээ авах эрх олгодог токен нь хэрэглээний токен (utility token)-д тооцогдож, өөр төрлийн зохицуулалт шаардах боломжтой байдаг.

Дижитал хөрөнгийн эрх зүйн мөн чанартай холбоотой өөр нэг чухал асуудал бол ухаалаг гэрээ (smart contract)-ний ойлголт юм. Ухаалаг гэрээ нь блокчэйн технологид суурилан автоматаар хэрэгждэг програмчилсан нөхцөл бүхий гэрээ бөгөөд тодорхой нөхцөл биелсэн үед хүний оролцоогүйгээр гүйлгээ хийгдэх боломжтой. Энэ нь гэрээний эрх зүйн уламжлалт ойлголтыг өөрчилж байгаа бөгөөд гэрээ байгуулах, хэрэгжүүлэх, маргаан шийдвэрлэх ажиллагаанд шинэ сорилт бий болгож байна.

Учир нь ухаалаг гэрээ нь програмын код хэлбэртэй байдаг тул алдаа гарсан тохиолдолд хэн хариуцлага хүлээх, гэрээг хүчингүйд тооцох боломжтой эсэх зэрэг

асуудал тодорхой бус хэвээр байна. Монгол Улсын хувьд дижитал хөрөнгийн эрх зүйн ойлголт, ангилал, зохицуулалт бүрэн төлөвшөөгүй байгаа нь практикт тодорхой хүндрэл үүсгэж байна. Хэдийгээр “Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчийн тухай хууль” батлагдсан боловч дижитал хөрөнгийн өмчлөлийн эрх, иргэний эрх зүйн статус, токен гаргалтын эрх зүйн зохицуулалт, хөрөнгө оруулагчийн хамгаалалт зэрэг асуудал бүрэн тодорхой болоогүй хэвээр байна. Иймээс дижитал хөрөнгийг эрх зүйн хувьд зөв ангилах, олон улсын чиг хандлагад нийцсэн зохицуулалтын тогтолцоог бий болгох шаардлага улам бүр нэмэгдэж байна.

Хүснэгт 1.1 Дижитал хөрөнгийн үндсэн төрлүүд ба эрх зүйн шинж

Дижитал хөрөнгийн төрөл	Товч агуулга	Эрх зүйн боломжит шинж
Криптовалют	Төлбөр, шилжүүлэгт ашиглагдах дижитал валют	Төлбөрийн хэрэгсэл, хөрөнгө
Тогтворжуулсан койн (stable coin)	Тогтвортой үнэ бүхий крипто хөрөнгө	Төлбөрийн хэрэгсэл, санхүүгийн актив
Үнэт цаасжуулсан койн (security token)	Ашиг, ногдол ашиг хүртэх эрх олгох токен	Үнэт цаас
Хэрэглээний токен (utility token)	Тодорхой үйлчилгээ ашиглах эрх олгох токен	Үйлчилгээний эрх
NFT	Давтагдашгүй дижитал өмч	Оюуны өмч, өмчлөх эрх
Хөрөнгөжүүлсэн токен (asset token)	Үл хөдлөх хөрөнгө, хувьцаа зэрэг бодит хөрөнгийг токенчилсон хэлбэр	Өмчийн эрх, хөрөнгө оруулалтын хэрэгсэл
Тоглоомын токен (Game Token)	Тоглоомын орчинд ашиглагдах виртуал хөрөнгө	Дотоод хэрэглээний эрх
CBDC	Төв банкнаас гаргах дижитал мөнгө	Албан ёсны мөнгөн тэмдэгт

1.2. Дижитал хөрөнгийн эрх зүйн ойлголт, ангилал

Дижитал хөрөнгийн тухай ойлголтыг тодорхойлоход хамгийн түрүүнд “хөрөнгө” гэсэн эрх зүйн үндсэн ойлголтод тулгуурлах шаардлагатай. Иргэний эрх зүйн онолд хөрөнгө гэдэг нь эдийн болон эдийн бус хөрөнгө, эрх, шаардлага зэрэг эдийн болон эдийн бус үнэ цэнийг илэрхийлж, өмчлөгдөх, эзэмшигдэх, захиран зарцуулагдах объектын нийлбэрийг хэлдэг. Уламжлалт ойлголтоор эд хөрөнгө ихэвчлэн биет хэлбэртэй, тодорхой байршилтай, өмчлөгч нь тодорхой зүйл байсаар ирсэн. Харин дижитал эрин үед мэдээлэл, өгөгдөл, программ хангамж, оюуны өмч, цахим данс гэх мэт биет бус объектууд хөрөнгийн хувьд чухал ач холбогдолтой болсон.¹

Дижитал хөрөнгийг эрх зүйн үүднээс авч үзвэл, энэ нь тодорхой үнэ цэн бүхий эрх, шаардлага, өмчлөл, оролцоог цахим хэлбэрээр илэрхийлсэн, цахим системд хадгалагдаж,

¹ Д. Энхзул, Д. Янжинхорлоо, *Эдийн болон эдийн бус баялгийн эрх зүй (гарын авлага)*, (Улаанбаатар хот, 2013), 13 дахь тал

дамжуулагдаж, арилжаалагдах боломжтой нэгж гэж тодорхойлж болно. Ийм нэгжийг ихэвчлэн токен гэж нэрлэдэг бөгөөд токеныг блокчэйн эсвэл түүнтэй төстэй тархмал бүртгэлийн технологийн системд бүртгэнэ.² Токен нь өөрөө кодчилсон мэдээлэл боловч энэ мэдээлэл нь эрх зүйн тодорхой утга агуулж байж хөрөнгө болж чадна.

Дижитал хөрөнгийг ангилах олон арга байдаг. Нэгд нэгэнгүй ангилал хийхдээ токены эдийн засаг, эрх зүйн шинжийг нэгэн зэрэг харгалзах ёстой. Эдийн засгийн хувьд токен нь үнэ өсөх, буурах боломж бүхий хөрөнгө оруулалтын хэрэгсэл байж болохын зэрэгцээ тодорхой үйлчилгээ авах эрх, платформд нэвтрэх эрх, хэрэглээний эрхийг илэрхийлж болно. Эрх зүйн хувьд токен нь үнэт цаасны шинжийг агуулж байвал үнэт цаас гэж ангилах боломжтой, төлбөрийн хэрэгслийн үүрэг гүйцэтгэж байвал төлбөрийн хэрэгсэл, цахим мөнгө гэх мэтээр ангилагдаж болно.³

Давтамжтай дурдагддаг нэг ангилал бол хэрэглээний токен (utility token), үнэт цаасжуулсан токен (security token), хөрөнгөжүүлсэн токен (asset token) гэсэн гурван ангилал юм. Хэрэглээний токен (utility token) нь тодорхой платформ, экосистем доторх үйлчилгээ, функцэд хандах, ашиглах эрх олгодог токен бөгөөд ихэвчлэн хэрэглээний шинж давамгайл байдаг. Үнэт цаасжуулсан токен (Security token) нь хөрөнгө оруулалтын шинжтэй, тодорхой орлого, ногдол ашиг, үнэ өсөх, буурахтай холбоотой эрх олгодог токен бөгөөд үнэт цаасны шинж давамгайлдаг. Хөрөнгөжүүлсэн токен (Asset-backed token) нь бодит хөрөнгө, түүхий эд, үл хөдлөх хөрөнгө, алт гэх мэттэй холбогдсон, тухайн хөрөнгийн нэг хэсгийг илэрхийлж байгаа байдлаар гаргадаг токен юм.

Эрх зүйн ангиллыг хийхдээ зөвхөн нэр томъёонд бус, тухайн токеныг эзэмшигчийн эрх чухам юу вэ, ямар хуулиар зохицуулагдах вэ, токен гаргагч ямар үүрэг хүлээх вэ гэдгийг нарийвчлан судлах шаардлагатай. Жишээлбэл, хэрэглээний токен (utility token) хэлбэрээр гарсан токен үнэн хэрэгтээ төслийн ашигт ажиллагаанаас орлого хуваарилах, хөрөнгө оруулалтын гэрээний шинжийг агуулж байвал үнэт цаасны зохицуулалт хэрэглэх эрх зүйн үндэс гарч ирнэ. Иймээс дижитал хөрөнгийн ангилал нь практикт шууд эрх зүйн үр дагавартай, тухайн токен ямар зохицуулалт, хяналтад хамаарах, ямар шаардлагыг хангах ёстойг шийдэх үндэс болдог.⁴

1.3. Токенчлолын эдийн засаг, эрх зүйн мөн чанар

² Bank for International Settlements (BIS), *Central Bank Digital Currencies: foundational principles and core features* (2020)

³ Bank for International Settlements (BIS), *Tokenisation in the context of money and other assets* (2024)

⁴ The Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA), *Guidelines for Enquiries Regarding the Regulatory Framework for Initial Coin Offerings* (2018)

Орчин үеийн санхүү, технологийн хөгжлийн үр дүнд бий болсон шинэ үзэгдлүүдийн нэг нь токенчлол юм. Токенчлол нь блокчэйн технологид суурилан аливаа хөрөнгө, эрх, шаардлага, оролцоог дижитал хэлбэрт шилжүүлж, токен хэмээх цахим нэгжээр илэрхийлэх үйл явцыг ойлгоно. Энэхүү ойлголт нь зөвхөн технологийн шинэчлэл бус, харин өмчлөлийн бүтэц, хөрөнгө оруулалтын механизм, санхүүгийн зах зээлийн уламжлалт харилцааг шинэчлэх боломжтой эдийн засаг, эрх зүйн цогц үзэгдэл болж хөгжиж байна. Иймээс токенчлолын мөн чанарыг зөвхөн техникийн түвшинд бус, эдийн засаг болон эрх зүйн агуулгын хүрээнд авч үзэх шаардлагатай байдаг.

Эдийн засгийн агуулгын хувьд токенчлол нь хөрөнгийг жижиг нэгжүүдэд хуваан олон нийтэд санал болгох замаар хөрөнгө оруулалтын хүртээмжийг нэмэгдүүлэх, хөрөнгийн хөрвөх чадварыг сайжруулах, санхүүжилтийн шинэ эх үүсвэр бий болгох зорилготой механизм юм. Уламжлалт хөрөнгийн зах зээлд өндөр үнэ бүхий хөрөнгөд зөвхөн томоохон хөрөнгө оруулагчид оролцох боломжтой байдаг бол токенчлолын тусламжтайгаар тухайн хөрөнгийг олон жижиг хэсэгт хуваан, бага хэмжээний хөрөнгөөр эзэмших боломжийг бий болгодог. Энэ нь хөрөнгө оруулалтын босгыг бууруулж, санхүүгийн зах зээлд оролцогчдын хүрээг өргөжүүлэх ач холбогдолтой.

Тухайлбал, өндөр үнэтэй үл хөдлөх хөрөнгийг токенчилсноор тухайн хөрөнгийг хэдэн мянган токенод хувааж, иргэд бага хэмжээний хөрөнгөөр тодорхой хувь эзэмших боломжтой болно. Ингэснээр өмнө нь зөвхөн банк, томоохон компани, хөрөнгө оруулалтын сан зэрэг байгууллагад нээлттэй байсан хөрөнгө оруулалтын боломж энгийн иргэдэд хүртээмжтэй болж байна. Мөн токенчлол нь хөрөнгийн хөрвөх чадварыг нэмэгдүүлэх давуу талтай.

Уламжлалт үл хөдлөх хөрөнгө худалдах, шилжүүлэхэд урт хугацаа, зардал шаарддаг бол токенчилсон хөрөнгийг цахим зах зээл дээр илүү хурдан, хялбар арилжаалах боломж бүрддэг. Токенчлолын эдийн засгийн өөр нэг чухал ач холбогдол нь хөрөнгө босгох шинэ механизм бий болгож буй явдал юм. Гарааны бизнесийн компани, технологийн төсөл, үл хөдлөх хөрөнгийн төсөл, уран бүтээлийн салбар зэрэг нь токен гаргах замаар олон нийтээс санхүүжилт татах боломжтой болсон. Энэ нь уламжлалт банкны зээл, хөрөнгийн биржийн хатуу шалгуурт нийцэхгүй жижиг, дунд бизнесүүдэд хөрөнгө татах шинэ боломж нээж байна.

Үүний зэрэгцээ хөрөнгө оруулагчид дэлхийн аль ч цэгээс цахим хэлбэрээр оролцох боломжтой болсноор санхүүгийн зах зээлийн хил хязгаарын ойлголт тодорхой хэмжээнд өөрчлөгдөж байна. Гэсэн хэдий ч токенчлол нь эдийн засгийн олон боломж бий болгож

байгаа боловч өндөр эрсдэл дагуулдаг. Токенийн үнэ зах зээлийн хүлээлт, эрэлт нийлүүлэлтээс шууд хамаарч огцом хэлбэлздэг бөгөөд хөрөнгө оруулагчид их хэмжээний алдагдал хүлээх эрсдэлтэй. Мөн бодит хөрөнгөөр баталгаажаагүй токен төслүүд, залилангийн шинжтэй схемүүд, зохицуулалтгүй арилжааны платформууд нэмэгдэж байгаа нь зах зээлийн тогтвортой байдалд сөргөөр нөлөөлж байна.

Иймээс токенчлолын эдийн засгийн үр ашиг нь зөвхөн технологийн хөгжил бус, зохистой эрх зүйн орчин, хөрөнгө оруулагчийн хамгаалалт, төрийн хяналтын тогтолцоотой шууд холбоотой байдаг. Эрх зүйн үүднээс авч үзвэл токенчлолын хамгийн төвөгтэй асуудал нь токены эрх зүйн шинж чанарыг тодорхойлох явдал байдаг. Өөрөөр хэлбэл токен нь бодит хөрөнгийн өмчлөх эрхийг шууд илэрхийлж байна уу, эсвэл зөвхөн тодорхой гэрээний дагуу ашиг хүртэх, шаардах эрхийг илэрхийлж байна уу гэдгийг ялган тогтоох шаардлагатай болдог.

Хэрэв токен нь үл хөдлөх хөрөнгө, хувьцаа, үнэт металл зэрэг бодит хөрөнгийн өмчлөлтэй шууд холбогдож байвал тухайн хөрөнгийн бүртгэл, өмчлөл шилжүүлэх ажиллагаа блокчэйн болон улсын бүртгэлийн системийн хооронд хэрхэн уялдах асуудал гарч ирдэг. Энэ тохиолдолд блокчэйн дэх бүртгэлийг эрх зүйн хүчинтэйд тооцох уу, эсвэл төрийн албан ёсны бүртгэлийг давамгай хүчинтэй гэж үзэх үү гэдэг асуудал эрх зүйн практикт чухал ач холбогдолтой болдог. Харин токен нь зөвхөн тодорхой орлого хүртэх, үйлчилгээ авах, төсөлд оролцох эрхийг илэрхийлж байвал гэрээний эрх зүйн асуудал түлхүү хөндөгдөнө. Токен эзэмшигчийг гэрээний тал гэж үзэх үү, эсвэл гуравдагч этгээдийн ашиг хүртэгч гэж үзэх үү, токен гаргагч ямар үүрэг, хариуцлага хүлээх вэ гэдэг нь тодорхой зохицуулалт шаарддаг.

Зарим токен нь үнэт цаасны шинжтэй байж болох тул хөрөнгө оруулагчийн эрхийг хамгаалах, мэдээллийн ил тод байдлыг хангах, үнэт цаасны зохицуулалтад хамруулах асуудал мөн хөндөгдөнө. Токенчлолын харилцаанд блокчэйн суурилсан ухаалаг гэрээ онцгой байр суурь эзэлдэг. Ухаалаг гэрээ нь компьютерийн код хэлбэрээр бичигдэж, урьдчилан тохиролцсон нөхцөл биелэхэд автоматаар хэрэгждэг гэрээний төрөл юм. Энэхүү технологи нь зуучлагчгүйгээр гүйлгээ хийх, зардлыг бууруулах, гэрээний хэрэгжилтийг хурдасгах давуу талтай боловч эрх зүйн шинэ асуудлуудыг бий болгож байна. Тухайлбал, программын код буруу ажилласан, техникийн алдаа гарсан, эсвэл талуудын бодит хүсэл зориг кодоод бүрэн тусгагдаагүй тохиолдолд хэн хариуцлага хүлээх, гэрээг хүчингүйд тооцох боломжтой эсэх нь тодорхой бус байдаг.

Мөн ухаалаг гэрээ нь уламжлалт гэрээний эрх зүйн зарчимтай зарим талаар зөрчилдөх боломжтой. Иргэний эрх зүйд гэрээг тайлбарлах, өөрчлөх, цуцлах, хүчин төгөлдөр бусад тооцох боломж байдаг бол блокчэйнд нэгэнт бүртгэгдсэн кодыг өөрчлөх боломж хязгаарлагдмал байдаг. Иймээс хууль тогтоогчид ухаалаг гэрээний хүчин төгөлдөр байдал, нотлох баримтын шинж, маргаан шийдвэрлэх журам, хэрэглэгчийн хамгаалалтын асуудлыг шинээр авч үзэх шаардлагатай болж байна. Иймээс токенчлолын эдийн засаг, эрх зүйн мөн чанар нь зөвхөн технологийн шинэчлэл төдий биш бөгөөд өмчлөлийн бүтэц, хөрөнгө оруулалтын орчин, гэрээний эрх зүй, санхүүгийн харилцааны уламжлалт ойлголтыг шинэ нөхцөлд дахин тодорхойлох шаардлагыг бий болгож буй цогц үзэгдэл юм.

Токенчлол нь эдийн засгийн өндөр боломжийг нээж байгаа хэдий ч эрх зүйн тодорхойгүй байдал, хэрэглэгчийн хамгаалалт, санхүүгийн эрсдэл, технологийн аюулгүй байдлын асуудлыг хамтад нь авч үзэхгүйгээр тогтвортой хөгжих боломжгүй юм.

1.4. Дижитал хөрөнгийн эрх зүйн зохицуулалтын үндсэн зарчим, эрсдэлийн хүрээ

Дижитал хөрөнгө болон токенчлолын хөгжил нь дэлхийн санхүүгийн зах зээл, хөрөнгө оруулалтын орчин, төлбөрийн системд томоохон өөрчлөлт авчирч байгаа хэдий ч энэхүү шинэ харилцаа нь олон төрлийн эрх зүйн болон эдийн засгийн эрсдэлийг дагуулж байна. Иймээс улс орнууд дижитал хөрөнгийг бүрэн хориглох бус, харин инновацыг дэмжихийн зэрэгцээ хэрэглэгчийг хамгаалах, санхүүгийн тогтвортой байдлыг хангах, хууль бус үйл ажиллагаанаас урьдчилан сэргийлэх зорилгоор зохицуулалтын эрх зүйн орчныг бүрдүүлэхэд анхаарч байна.

Дижитал хөрөнгийн эрх зүйн зохицуулалт нь уламжлалт санхүүгийн харилцаанаас ялгаатай онцлогтой тул зохицуулалтын үндсэн зарчим болон эрсдэлийн хүрээг тодорхойлох нь чухал ач холбогдолтой юм. Дижитал хөрөнгийн зохицуулалтын хамгийн суурь зарчмын нэг нь технологийн төвийг сахисан зарчим юм. Энэ зарчмын дагуу хууль тогтоомж нь тодорхой технологийг дэмжих эсвэл хориглох бус, харин тухайн харилцааны эдийн засгийн агуулга, эрх зүйн үр дагаварт төвлөрөх ёстой гэж үздэг.

Өөрөөр хэлбэл блокчэйн технологи ашигласан эсэхээс үл хамааран тухайн токен, дижитал хөрөнгө нь бодитоор ямар эрх, үүрэг үүсгэж байгаагаас нь хамаарч зохицуулалт хийгдэх шаардлагатай. Жишээлбэл, ашиг хүртэх эрх олгож буй токен нь үнэт цаасны шинжтэй гэж үзэгдэх боломжтой бол зөвхөн үйлчилгээ ашиглах эрх бүхий токен нь хэрэглээний шинжтэй байж болно. Иймээс “ижил эрсдэл – ижил зохицуулалт” гэх зарчим олон улсын практикт түгээмэл хэрэглэгдэж байна.

Мөн дижитал хөрөнгийн зохицуулалтын чухал зарчим нь хөрөнгө оруулагч болон хэрэглэгчийн эрх ашгийг хамгаалах асуудал юм. Криптовалют болон токенийн зах зээл нь үнийн өндөр хэлбэлзэлтэй, мэдээллийн тэгш бус байдал ихтэй байдаг тул хөрөнгө оруулагчид санхүүгийн эрсдэлд өртөх магадлал өндөр байдаг. Иймээс токен гаргагч болон виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгч байгууллагад мэдээллийн ил тод байдлыг хангах, эрсдэлийн талаар урьдчилан мэдээлэх, хэрэглэгчийн хөрөнгийг хамгаалах, дотоод хяналтын тогтолцоо бүрдүүлэх зэрэг шаардлага тавих нь зохицуулалтын үндсэн чиглэл болдог. Үүнтэй холбоотойгоор мөнгө угаах болон терроризмыг санхүүжүүлэхтэй тэмцэх зарчим онцгой ач холбогдолтой.

Дижитал хөрөнгийн гүйлгээ нь хил дамнасан, хурдан, зарим тохиолдолд нэрээ нууцлах боломжтой байдгаас хууль бус үйл ажиллагаанд ашиглагдах эрсдэл өндөр байдаг. Тиймээс ФАТФ-аас виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчдэд харилцагчийг таньж баталгаажуулах (KYC), сэжигтэй гүйлгээг мэдээлэх, гүйлгээний мэдээллийг хадгалах зэрэг үүргийг хэрэгжүүлэх зөвлөмж гаргасан байдаг. Энэхүү шаардлага нь дижитал хөрөнгийн салбарт хяналтгүй орчин үүсэхээс сэргийлэхэд чиглэгддэг.

Дижитал хөрөнгийн зохицуулалтын өөр нэг үндсэн зарчим нь санхүүгийн тогтвортой байдлыг хангах асуудал юм. Хэрэв криптовалют болон токенийн хэрэглээ хэт өсөж, уламжлалт санхүүгийн системтэй нягт холбогдох тохиолдолд зах зээлийн савлагаа нь банк, хөрөнгийн зах зээл, төлбөрийн системд сөргөөр нөлөөлөх эрсдэлтэй. Ялангуяа тогтворжуулсан койн зэрэг өргөн хэрэглээнд нэвтрэх боломжтой дижитал хөрөнгүүд нь мөнгөний бодлого, үндэсний валютын тогтвортой байдалд нөлөөлөх магадлалтай байдаг.

Иймээс төв банкууд болон санхүүгийн зохицуулагч байгууллагууд дижитал хөрөнгийн системийн эрсдэлийг хянах шаардлагатай болж байна. Нөгөө талаас дижитал хөрөнгийн эрх зүйн орчин нь инновацыг дэмжих зарчимтай уялдах ёстой. Хэт хатуу зохицуулалт нь шинэ технологийн хөгжил, финтек инновацыг сааруулах эрсдэлтэй байдаг бол хэт сул орчин нь хэрэглэгчийн хохирол, санхүүгийн гэмт хэрэг нэмэгдэх нөхцөл бүрдүүлдэг. Иймээс олон улс “зохистой зохицуулалт”-ын зарчмыг баримталж, эрсдэлийн түвшинд суурилсан хяналтын тогтолцоо хэрэгжүүлэх хандлагатай байна.

Дижитал хөрөнгийн зах зээлтэй холбоотой эрсдэлийг хэд хэдэн үндсэн бүлэгт ангилж болно. Хамгийн түгээмэл эрсдэл нь зах зээлийн эрсдэл юм. Криптовалют болон токенийн үнэ эрэлт, нийлүүлэлт, хөрөнгө оруулагчдын хүлээлт, олон нийтийн мэдээллээс шууд хамаарч огцом өсөх, буурах хандлагатай байдаг. Энэ нь хөрөнгө

оруулагч их хэмжээний алдагдал хүлээх нөхцөл бүрдүүлдэг. Мөн технологийн эрсдэл чухал байр суурь эзэлдэг.

Блокчэйн систем, ухаалаг гэрээ, крипто түрийвч зэрэг нь кибер халдлага, программын алдаа, системийн доголдолд өртөх магадлалтай. Ялангуяа ухаалаг гэрээний кодоод алдаа гарсан тохиолдолд их хэмжээний хөрөнгө алдагдах эрсдэл үүсдэг бөгөөд ийм нөхцөлд хариуцлагыг хэрхэн хуваарилах нь тодорхой бус байдаг. Үүнээс гадна эрх зүйн эрсдэл өндөр байдаг. Олон улсын түвшинд дижитал хөрөнгийн нэгдсэн зохицуулалт бүрдээгүй байгаа нь хөрөнгийн ангилал, татвар, өмчлөлийн эрх, маргаан шийдвэрлэх асуудалд тодорхойгүй байдал үүсгэдэг. Энэ нь хөрөнгө оруулагч, үйлчилгээ үзүүлэгч байгууллагын үйл ажиллагаанд сөргөөр нөлөөлөхөөс гадна зах зээлийн тогтвортой байдалд эрсдэл бий болгодог.

Хүснэгт 1.2 Дижитал хөрөнгийн зохицуулалтын үндсэн зарчим ба эрсдэлийн хүрээ

Зохицуулалтын зарчим	Агуулга	Холбогдох эрсдэл
Технологийн төвийг сахих зарчим	Технологиос бус эдийн засгийн агуулгад суурилан зохицуулах	Ангиллын тодорхойгүй байдал
Хэрэглэгч хамгаалах зарчим	Хөрөнгө оруулагчийн эрх ашгийг хамгаалах	Залилан, хохирол
AML/CFT зарчим	Мөнгө угаах, терроризмыг санхүүжүүлэхээс сэргийлэх	Хууль бус гүйлгээ
Санхүүгийн тогтвортой байдлын зарчим	Санхүүгийн системийн эрсдэлийг хянах	Зах зээлийн савлагаа
Ил тод байдлын зарчим	Мэдээллийн нээлттэй байдлыг хангах	Мэдээллийн тэгш бус байдал
Инновацыг дэмжих зарчим	Шинэ технологийг хөгжүүлэх орчныг бүрдүүлэх	Хэт зохицуулалтын эрсдэл

Хүснэгт 1.3 Дижитал хөрөнгийн гол эрсдэлүүд

Эрсдэлийн төрөл	Тайлбар
Зах зээлийн эрсдэл	Үнэ огцом хэлбэлзэх, хөрөнгө оруулагч алдагдал хүлээх
Технологийн эрсдэл	Кибер халдлага, системийн доголдол, кодын алдаа
Эрх зүйн эрсдэл	Хууль тогтоомж тодорхойгүй, ангиллын зөрчил
Санхүүгийн эрсдэл	Санхүүгийн системд нөлөөлөх, төлбөрийн чадварын асуудал
Залилангийн эрсдэл	Хуурамч токен төсөл, пирамид схем
AML/CFT эрсдэл	Мөнгө угаах, терроризмыг санхүүжүүлэх боломж

1.5. Уламжлалт хөрөнгө болон дижитал хөрөнгийн харьцуулалт

1.5.1. Зорилго ба хандлага

Энэ бүлэгт уламжлалт хөрөнгө болон токенжуулсан хөрөнгийг эрх зүйн үүднээс харьцуулж, хөрөнгө гэж нэрлэгдэх нэгж арилжаа, хэлцэлд найдвартай ажиллахад шаардлагатай үндсэн эрх зүйн чиг үүргүүдийг тус бүрийн загвар хэрхэн хангаж байгааг

шинжилнэ. Харьцуулалт нь зориудаар функциональ шинжтэй: нэршилд төвлөрөхөөс илүүтэйгээр тухайн систем (i) эрхийг эрх зүйн хувьд “ил харагдахуйц” болгох, (ii) түүнийг тодорхой, баталгаатай шилжүүлэх, (iii) гуравдагч этгээдийг хамгаалах, (iv) зөрчил үүсэх үед (луйвар, ажиллагааны доголдол, төлбөрийн чадваргүй байдал) эрсдэлийг урьдчилан таамаглахуйц байдлаар хуваарилах чадвартай эсэхийг асууна. Энэ аргачлал нь уламжлалт хөрөнгийн эрх зүйн үр дүнг дижитал орчинд “орчуулах”-ыг зорьдог орчин үеийн хувийн эрх зүйн баримт бичиг, зарчмуудтай нийцнэ.²

Хүснэгт 1.4 Уламжлалт хөрөнгө ба дижитал хөрөнгийн эрх зүйн харьцуулалт

Харьцуулах үзүүлэлт	Уламжлалт хөрөнгө	Дижитал / токенжуулсан хөрөнгө	Эрх зүйн ач холбогдол
Өмчлөх эрхийн баталгаа	Улсын бүртгэл, гэрчилгээ, биет баримтаар нотлогдоно	Блокчэйн дэх криптограф бүртгэл, хувийн түлхүүрээр баталгаажина	Өмчлөх эрхийг нотлох механизм өөр боловч аль аль нь эрхийн хамгаалалтын үндэс болдог
Эрхийн “ил харагдахуйц” байдал	Нотариат, улсын бүртгэл, үнэт цаасны төвлөрсөн бүртгэлээр илэрхийлэгдэнэ	Тархсан бүртгэлийн дэвтэр (DLT) дээр ил тод хадгалагдана	Гуравдагч этгээд өмчлөгчийг тодорхойлох боломж бүрдэнэ
Шилжүүлгийн арга	Гэрээ байгуулах, бүртгэл өөрчлөх, зуучлагч оролцох шаардлагатай	Ухаалаг гэрээ болон блокчэйн гүйлгээгээр шууд шилжинэ	Гүйлгээний хурд, зардалд нөлөөлнө
Зуучлагчийн оролцоо	Банк, брокер, нотариат, бүртгэлийн байгууллага оролцдог	Peer-to-peer зарчим давамгайл, зарим тохиолдолд зуучлагчгүй	Хяналт ба хариуцлагын бүтэц өөрчлөгдөнө
Хөрвөх чадвар	Зарим хөрөнгө (үл хөдлөх гэх мэт) хөрвөх чадвар багатай	Токенчлолын улмаас жижиглэн арилжаалах боломжтой	Хөрөнгө оруулалтын хүртээмж нэмэгдэнэ
Хөрөнгө оруулалтын босго	Их хэмжээний хөрөнгө шаарддаг	Хэсэгчлэн эзэмших боломжтой тул бага босготой	Жижиг хөрөнгө оруулагчдад боломж нээгдэнэ
Бүртгэлийн систем	Төвлөрсөн бүртгэлийн байгууллага	Төвлөрсөн бус блокчэйн систем	Аль бүртгэл хүчинтэйд тооцогдох асуудал үүсдэг
Хил дамнасан хэрэглээ	Улс бүрийн бүртгэл, хуульд захирагдана	Дэлхий даяар цахимаар шилжүүлэх боломжтой	Олон улсын эрх зүйн зөрчил үүсэх эрсдэлтэй
Луйвар, залилангийн эрсдэл	Баримт бичиг хуурамчаар үйлдэх боломжтой	Код, кибер халдлага, цахим залилангийн эрсдэл өндөр	Эрсдэлийн хэлбэр өөрчлөгдөнө
Маргаан шийдвэрлэх	Шүүх, арбитр, системд тулгуурладаг	Ухаалаг гэрээ, олон улсын платформ, шүүхийн харьяалал тодорхой бус	Эрх зүйн тодорхойгүй байдал үүсгэж болзошгүй
Төлбөрийн чадваргүй байдал	Хөрөнгийг битүүмжлэх, дампуурлын журмаар шийдвэрлэнэ	Нууц үг алдагдвал хөрөнгө сэргээх боломж хязгаарлагдмал	Хөрөнгө хамгаалалтын шинэ асуудал үүсдэг

Эрх зүйн зохицуулалт	Харьцангуй тогтвортой, боловсронгуй	Улс орон бүрт ялгаатай, хөгжлийн шатанд байна	Нэгдсэн стандартын хэрэгцээ бий болдог
Ил тод байдал	Хязгаарлагдмал мэдээлэлтэй байх боломжтой	Блокчэйн дээр гүйлгээ нийтэд ил тод хадгалагдана	Хяналт ба мөрдөн шалгах ажиллагаанд ач холбогдолтой
Автоматжуулалт	Хүний оролцоо давамгайлдаг	Ухаалаг гэрээгээр автомат гүйцэтгэл хийгддэг	Гэрээний хэрэгжилтийн шинэ хэлбэр бий болно
Эрсдэлийн хуваарилалт	Хууль, гэрээ, шүүхийн практик дээр тулгуурладаг	Код, платформын нөхцөл, протоколын дүрмээр тодорхойлогдох боломжтой	Эрх зүйн болон техникийн эрсдэл давхар үүсдэг

1.5.2. Бүтцийн ялгаа: нэг давхарга ба хоёр давхарга

Уламжлалт хөрөнгийн хувьд эрх нь ихэвчлэн нэг эрх зүйн эрх бүхий давхаргад суурилагдсан байдаг. Өөрөөр хэлбэл, эрх үүсэх, нотлогдох, шилжих үйл явц нь эзэмшил, цаасан бичиг баримт, улсын бүртгэл, эсхүл зуучлалтай дансны систем зэрэг хуульд хүлээн зөвшөөрөгдсөн механизмын хүрээнд явагдана. Харин токенжуулалт нь ихэвчлэн хоёр дахь давхаргыг нэмдэг. Токены давхарга нь ямар нэг зүйлийг бүртгэж, шилжүүлж байгаа боловч тэрхүү токен нь суурь эрхтэй дүйцэх эсэх, эсвэл тэр эрх нь хэвээрээ өмч, гэрээ, компанийн, үнэт цаасны ердийн дүрмээр зохицуулагдах эсэх асуудал тусдаа үлдэнэ.

Энэхүү хоёр давхаргат бүтэц нь токенжуулалтын боломж ба эрсдэлийг зэрэгцүүлэн үүсгэдгийн гол шалтгаан юм. Нэг талаас үр ашиг нэмэгдэж (шилжүүлэг хурдсах, үрэлгэн байдал буурах) болох ч, нөгөө талаас зөрүү үүсэх эрсдэл бий болно. Тодруулбал, токены бүртгэл хөдөлсөн атлаа суурь эрх зүйн байр суурь (underlying legal position) хөдлөхгүй үлдэх, эсхүл гуравдагч этгээд аль бүртгэлийн бичилт нь эрх зүйн хувьд шийдвэрлэх хүчинтэй болохыг найдвартай тогтоож чадахгүй байх эрсдэл үүснэ.²

1.5.3. Уламжлалт хөрөнгө: эрх зүйн баталгаатай байдлыг хэрхэн бүрдүүлдэг вэ?

Уламжлалт эрх зүйн тогтолцоонд хөрөнгийн “найджартай байдал” нь нийтэд ил тод байдал, хэлбэрийн шаардлага, институцийн хариуцлага гэсэн хүчин зүйлсийн нийлбэрээр хангагддаг.

- Нийтийн ил тод байдал гэдэг нь эрхийн талаархи мэдээлэл гуравдагч этгээдэд танигдахуйц байхыг хэлнэ. Энэ нь хөрөнгийн төрлөөс шалтгаалан өөр өөр хэрэгжинэ. Зарим хөдлөх хөрөнгөд биечлэн эзэмших нь өөрөө мэдэгдэл болдог; бүртгэлтэй эрхүүдийн хувьд бүртгэл нь мэдэгдлийн үүрэг гүйцэтгэдэг;

санхүүгийн хөрөнгийн хувьд зуучлалтай дансны систем нь хяналттай, баталгаажсан бүртгэлийг үүсгэнэ.

- Хэлбэрийн шаардлага (бүртгэл, гарын үсгийн баталгаажуулалт, нотариат, гэрээний тогтоосон хэлбэр гэх мэт) нь эрх зүйн “шалгах цэгүүд” болж ажиллаж, эрх хэзээ үүссэн, хэзээ шилжсэнийг тодруулах замаар тодорхой бус байдлыг бууруулна.
- Байгууллагын хариуцлагын тогтолцоо гэдэг нь бүртгэгч, төвлөрсөн хадгаламжийн байгууллага, банк, кастодиан зэрэг төв субъектүүд нь тодорхой этгээдүүд бөгөөд тэднийг зохицуулах, аудитлах, шүүхэд өгч маргах, шүүхийн шийдвэрээр албадлага хэрэгжүүлэх боломжтойг илэрхийлнэ. Үүний үр дүнд эрх зүйн хамгаалалт “практик” болдог: бүртгэлийн засвар, төлбөрийн буцаалт, шүүхийн захирамж, зуучлагчийн түвшний хязгаарлалт зэрэг арга хэрэгслээр алдааг засах боломж харьцангуй өндөр.

Эдгээр нь нийлээд уламжлалт хөрөнгийн системд дараах асуултуудад ихэвчлэн тодорхой хариу өгдөг: Хэн өмчлөгч вэ? Өмчлөл хэзээ шилжив? Худалдан авагч бүртгэл/баримтад найдаж болох уу? Зуучлагч төлбөрийн чадваргүй болбол юу болох вэ?

1.5.4. Токенжуулсан/дигитал хөрөнгө: дигитал орчинд баталгаатай байдлыг хэрхэн “оролддог” вэ?

Токен системүүд нь төвлөрсөн хууль зүйн институтээс илүүтэйгээр технологийн хяналт ба бүртгэлийн бүрэн бүтэн байдалд тулгуурлан баталгаатай байдлыг бүрдүүлэхийг зорьдог. Практикт токен зохион байгуулалт нь хяналт, өөрөөр хэлбэл систем дотор шилжүүлгийг хэн эхлүүлж чадах вэ гэсэн ойлголт, мөн цахим бүртгэлийн төлөвийн бүрэн бүтэн байдалд суурилдаг. Орчин үеийн хувийн эрх зүйн судалгаанд дигитал хөрөнгийн системүүд нь биечлэн эзэмших эсхүл цаасан баримт бичгийн оронд хяналтыг орлуулан ашиглаж байгааг ил тод хүлээн зөвшөөрч, тэрхүү хяналтад эрх зүйн үр дагавар холбох дүрэм боловсруулахыг санал болгодог.²

Гэвч технологийн баталгаа нь автоматаар эрх зүйн баталгаа болчихдоггүй. Тархмал Бүртгэл (ledger) дотроо зөрчилгүй, логикоороо нийцтэй байсан ч эрх зүйн тогтолцоо цахим бүртгэлийг шилжүүлэг болон гуравдагч этгээдийн хамгаалалтад эрх бүхий эх сурвалж гэж үзэхгүй бол үр дүн нь хууль зүйн хувьд хангалтгүй байж болно. Иймээс чиг үүргийн дүйцлийн дэглэмүүд чухал ач холбогдолтой: тэдгээр нь тодорхой найдвартай байдлын нөхцөл хангагдсан үед цахим бүртгэл нь уламжлалт худалдаанд

цаасан шилжүүлэх баримт бичиг, хэрэгслүүдийн гүйцэтгэдэг үүргийг гүйцэтгэх боломжтой гэж хүлээн зөвшөөрөхийг зорьдог.¹

1.5.5. Үндсэн эрх зүйн чиг үүргүүдээр харьцуулах нь

Харьцуулалтыг хөрөнгийн амьдралын мөчлөгөөр дагах нь хамгийн үр дүнтэй: эрх үүсэх, нотлох, шилжүүлэх, гуравдагч этгээдийн үр дагавар, хадгалалт, албадан гүйцэтгэх, төлбөрийн чадваргүй байдал.

Эрх үүсэх нь:

Уламжлалт загварт хууль ихэвчлэн (a) эрхийг үүсгэх хууль зүйн үйлдэл (жишээ нь гэрээ, компанийн байгуулалт, хуульд суурилсан эрх), мөн (b) түүнийг бусдын өмнө хамгаалуулж, эсэргүүцэх боломжтой болгох үйлдэл (бүртгэл, шилжүүлэн өгөх/хүлээлгэн өгөх, дансны системд бичилт хийх) хоёрын ялгааг тодорхой хийдэг. Гол шинж нь “эрх үүсэх” алхамыг эрх зүйн тогтолцоо ихэвчлэн ил тод, тодорхой болгож өгдөгт оршино.

Токенжуулалтын хувьд гаргалт нь систем дотор токен үүсгэн бий болгох үйл явцаар явагдаж болно. Гэвч токен гаргалтын эрх зүйн ач холбогдол нь тухайн токен (i) эрхийг хуулиар хүлээн зөвшөөрөгдсөн зарчмын хэрэгжүүлэлт мөн үү, эсхүл (ii) зөвхөн гэрээний амлалтыг дижитал хэлбэрээр төлөөлсөн дүрслэл үү гэдгээс хамаарна. Эрсдэл нь токен гаргах нь хөрөнгө шинээр бүтээж байгаа мэт харагдавч эрх зүйн хувьд зөвхөн үйлчилгээ үзүүлэгч эсхүл платформын эсрэг нэхэмжлэх эрх л үүсгэж байх боломжтойд оршино.² Энэ ялгаа нь зөвхөн хэрэгжилт төдийгүй төлбөрийн чадваргүй байдлын үр дагавар, гуравдагч этгээдийн хамгаалалтад шууд нөлөөлнө.

Баримт бичиг/бүртгэл ба цахим бүртгэл:

Уламжлалт системүүд нь эрхтэй болохыг нотлох хууль зүйн хувьд танигдсан арга хэрэгслээр хангадаг: бүртгэлийн хуулбар, хувьцаа эзэмшигчийн бүртгэл, банкны дансны хуулга, хэлцэлд шилжих төлбөрийн хэрэгсэл гэх мэт. Шүүх болон гуравдагч этгээдүүд юу нь жинхэнэ нотлох баримт болох, түүнийг хэрхэн маргах боломжтойг сайн ойлгодог.

Токен системүүд нь техникийн нотолгоо санал болгодог: лэджерийн төлөв (ledger state) болон шилжүүлэх эрх, чадвар нь эрх эзэмшлийг илтгэх гол үзүүлэлт болж ажилладаг. Техникийн нотолгоог эрх зүйн нотолгоо болгохын тулд эрх зүйн тогтолцоонууд улам бүр чиг үүргийн дүйцлийн зарчимд тулгуурлаж байна. Үүний тод жишээ нь НҮБ-ын ОУХЭХК (UNCITRAL)-ын Цахимаар шилжүүлэх бүртгэлийн тухай загвар хууль (Model Law on Electronic Transferable Records, MLETR) бөгөөд цахим систем нь (i) тухайн цахим бүртгэлийг найдвартай таних, (ii) бүрэн бүтэн байдлыг нь

хадгалах нөхцөлийг хангаж чадвал цахим бүртгэл нь уламжлалт шилжүүлэх баримт бичиг/хэрэгслийн эрх зүйн чиг үүргийг хангаж болно гэж үзэхэд чиглэсэн.¹ Токенжуулалтын хувьд энэ нь шууд ач холбогдолтой: хууль цахим бүртгэлийг цаасан шилжүүлэх баримттай адил эрх зүйн үүрэг гүйцэтгэж байна гэж хүлээн зөвшөөрөх тусам токенд суурилсан нотолгоо шүүхийн өмнө болон гуравдагч этгээдийн эсрэг илүү бат бөх болно.¹

Шилжүүлгийн арга: хэлбэрт тулгуурласан шилжүүлэг ба хяналтад тулгуурласан шилжүүлэг

Уламжлалт шилжүүлэг олон шаттай байх нь элбэг: худалдах гэрээ, хүлээлгэн өгөх, зуучлагчаар дамжсан төлбөр тооцоо, зарим тохиолдолд гүйлгээний баримт. Эдгээр нь арай удаан байж болох ч “шилжүүлэг яг хэзээ хүчинтэй болсон бэ?” гэдгийг эрх зүйн хувьд танигдахуйц болгодог.

Токен шилжүүлэг нь ихэвчлэн леджэрийн /ledger/ төлөвийг өөрчлөх үйлдлээр хэрэгжинэ; энэ өөрчлөлт нь түлхүүрт суурилсан баталгаажуулалт эсхүл платформын эрхээр гүйцэтгэгддэг. Давуу тал нь хурд, автомат; эрсдэл нь шилжүүлэг эрх зүйн хувьд доголдолтой байсан ч (зөвшөөрөлгүй шилжүүлэг, алдаа, луйвар) практикт буцаахад бэрх, бараг эргэж засагдашгүй болж болох явдал юм. Хэрэв хууль эрх зүйн шилжүүлгийг леджэрийн шилжүүлэгтэй шууд холбовол зөвшөөрөлгүй шилжүүлгийн үед шударгаар олж авах, (good-faith acquisition), засварлах механизмын талаар бодлогын төвөгтэй асуултууд гарна. Харин хууль холбохгүй бол токен хөдөлсөн ч суурь эрх шилжихгүй үлдэх зөрүүний эрсдэл улам нэмэгдэнэ.²

Тиймээс бүрэн, тодорхой эрх зүйн орчин нь аль хандлагыг хэрэглэхээ тодорхой бөгөөд ил тод сонгох шаардлагатай. Өөрөөр хэлбэл, леджэрийн шилжүүлэг нь (a) зөвхөн нотолгоо төдий юу, (b) талуудын хооронд хүчинтэй боловч гуравдагч этгээдийн эсрэг хүчинтэй биш үү, эсхүл (c) гуравдагч этгээдийн эсрэг бүрэн хүчинтэй юу гэдгийг хуульд тодорхой заах ёстой.

Гуравдагч этгээдийн үр дагавар: нийтэд ил тод байдал ба давуу эрхийн дараалал:

Уламжлалт хөрөнгийн эрх зүй нь гуравдагч этгээдийн асуудлыг нийтэд ил тод болгох механизм болон давуу эрхийн дүрмээр шийдвэрлэдэг. Худалдан авагч эзэмшил эсхүл бүртгэлийн системд найдаж болно; зээлдүүлэгч барьцаа, ачааллыг шалгаж чадна; давуу эрхийн дүрэм нь өрсөлдөж буй шаардлагын аль нь ялахыг тогтооно.

Токен систем нь загвараасаа шалтгаалан гуравдагч этгээдийн хамгаалалтыг хүчирхэгжүүлэх ч боломжтой, сулруулах ч боломжтой. Ил тод лэджер нь нийтэд ил тод байдлыг сайжруулж байгаа мэт харагдавч эрх зүйн хувьд “ил харагдах” нь зөвхөн харагдахтай тэнцэхгүй; гуравдагч этгээд тухайн бүртгэлийн бичилтийг эрх зүйн хувьд шийдвэрлэх хүчинтэй гэж найдаж болох эсэх нь гол асуудал юм. Хэрэв хууль лэджерийг хууль зүйн хувьд нийтэд ил тод болгох холбогдох механизм гэж хүлээн зөвшөөрөхгүй бол лэджерийн ил тод байдал нь давуу эрхийн маргааныг шийдвэрлэхгүй. Иймд чиг үүргийн дүйцлийн дүрмүүд дахин чухал: UNCITRAL MLETR зэргийн зорилго нь өмнө нь цаас гүйцэтгэж байсан нөхцөлд цахим бүртгэлийг эрхийн хууль зүйн танигдсан эзэмшигч болгоход оршино.¹

Мөн дижитал хөрөнгийн орчин үеийн зарчмууд нь хяналтад тулгуурласан системд давуу эрхийн үр дүнг тодорхой болгохыг онцолдог. Тэд хяналтыг өрсөлдөх шаардлагыг тодорхойлох суурь болгон үзэж, эзэмшил эсхүл бүртгэлд найдахтай ижил төстэй урьдчилан таамаглахуйц гуравдагч этгээдийн үр дагаврыг бүрдүүлэх дүрэм санал болгодог.² Ийм дүрэмгүй нөхцөлд техникийн бодит байдал ба эрх зүйн логик зөрчилдөж, давуу эрхийн маргаан олширч, шийдвэрлэхэд хүндрэлтэй болно.

Эцэслэл ба системийн найдвартай байдал: ажиллагааны эцэслэл ба эрх зүйн эцэслэл:

Уламжлалт санхүүгийн системд эцэслэл нь эрх зүйн ойлголт бөгөөд шилжүүлэг хэзээ эргэлт буцалтгүй, болзолгүй болохыг тодорхойлно. Энэ нь зах зээлийн тогтвортой байдалд зайлшгүй. Санхүүгийн зах зээлийн дэд бүтцийн зарчмууд (PFMI) нь төлбөр, клиринг, төлбөр тооцооны зохион байгуулалт тодорхой эрх зүйн үндэслэлтэй, мөн тооцооны эцэслэл тодорхой байх ёстойг эрсдэлийг удирдах үндсэн нөхцөл гэж үздэг.³

Токен системд ихэвчлэн ажиллагааны эцэслэл бий: гүйлгээ баталгаажмагц систем дотор буцаахад бэрх болдог. Гэвч эрх зүйн тогтолцоо тэр ажиллагааны үйл явдлыг хууль зүйн үр дагавартай холбож өгсөн тохиолдолд л ажиллагааны эцэслэл нь эрх зүйн эцэслэл болно. Хэрэв энэ хоёр зөрвөл “лэджер дээр бол эцсийнх, харин шүүх дээр бол буцааж болох/хүчингүй” (эсвэл эсрэгээрээ) нөхцөл үүсч болзошгүй. Зах зээл тэлэх тусам ийм зөрүү нь итгэлийг сулруулж, системийн эрсдэлийг өсгөнө, учир нь оролцогчид юу эцэслэн тооцогдсон, юу тооцогдоогүйг найдвартай мэдэх боломжгүй болно.³

Иймээс токенжуулалтыг дэмжих эрх зүйн хүрээ нь техникийн бүтэц өөр байсан ч тооцооны системийн адил “эцэслэл”-ийн үр дагаврыг нухацтай тодорхойлох шаардлагатай.

Хадгалалт, хамгаалан хадгалах: байгууллагын хариуцлага ба түлхүүрийн эрсдэлийн хуваарилалт:

Уламжлалт кастоди нь зохицуулалттай зуучлагч байгууллагууд (банк, кастодиан) хэрэглэгчийн хөрөнгийг хадгалж, тусгаарлалт, бүртгэл хөтлөлт, анхаарал болгоомжийн хэм хэмжээ зэрэг үүрэг хүлээдэг. Маргаан үүсэхэд кастодиан нь хариуцлагын төв цэг болдог.

Токен хадгалалт олон хэлбэртэй байж болох ч практик хяналт нь ихэнхдээ түлхүүрийн удирдлага болон системд нэвтрэх эрхээс хамаардаг. Иймд эрх зүйн асуулт нь: алдагдал, хулгай, ажиллагааны алдаа, зөвшөөрөлгүй шилжүүлгийн эрсдэлийг хэн хариуцах вэ? Орчин үеийн хувийн эрх зүйн зарчмууд нь кастоди ба зуучлалтай зохион байгуулалтыг дижитал хөрөнгийн аюулгүй байдлын төвд тавьж, тусгаарлалт, кастодиан төлбөрийн чадваргүй болсон үед гарах үр дагаврын дүрмийг тодорхойлох шаардлагыг онцолдог.² Энэ нь чухал ялгааг илэрхийлнэ: токен системд хамгаалан хадгалах нь кибер аюулгүй байдал, үйл ажиллагааны тэсвэржилтийн асуудал байхын зэрэгцээ хэрэглэгчдэд итгэл төрүүлэхийн тулд эрх зүйн үүрэг, хариуцлагаар хэлбэржих ёстой.

Мөн токенжуулалт нь зуучлагчийг бүрэн устгахгүй; харин хэлбэрийг нь өөрчилнө. Шууд эзэмших боломжтой байсан ч зах зээл ихэвчлэн тав тух, нийцэл, эрсдэлийн менежментийн үүднээс зуучлагчийг дахин “буцаан” бий болгодог. Тиймээс эрх зүйн хүрээ нь шууд эзэмшил ба зуучлалтай эзэмшлийг хоёуланг нь зохицуулж, хэн хянаж байгаа, хэн хэнд үүрэг хүлээж байгаа, доголдлын үед юу болохыг тодорхой болгох шаардлагатай.²

Албадлага ба хамгаалалтын арга: буцаах боломжтой институт ба хязгаарлагдмал буцаалт:

Уламжлалт системүүд нь харьцангуй эрх арга хэрэгслийг байдаг. Бүртгэлийг засварлаж болно; дансыг царцааж болно; зуучлагчид шилжүүлгийг буцаах/хаах талаар шүүхийн захирамж биелүүлэх боломжтой; төвлөрсөн хяналтын цэгүүдээр дамжуулан шийдвэр гүйцэтгэхэд дөхөм.

Токен системд шилжүүлэг нэгэнт биелсэн бол практикт буцаахад хүнд байх үе олон. Иймд хамгаалалтын арга нь шилжүүлгийг буцаахын оронд орлох үүрэг, орлох хариуцлага руу шилжих хандлагатай: кастодиан, гаргагч, платформ, үйлчилгээ үзүүлэгчийн эсрэг нэхэмжлэл зэрэг. Энэ нь хэрэглэгчийн эрсдэлийн байдлыг өөрчилнө: эрх зүйн үндэслэлтэй шаардлага байлаа ч нөхөн төлөлт нь төлбөрийн чадвартай

хариуцагч байгаа эсэх, хөрөнгийг үйлчилгээ үзүүлэгчээр дамжуулан олж тогтоож чадах эсэхээс хамаарах магадлалтай.

Дижитал хөрөнгийн орчин үеийн эрх зүйн зарчмууд нь хяналтад тулгуурласан шилжүүлгийн эрх зүйн үр дагаврыг тодруулж, кастоди ба гуравдагч этгээдийн шаардлагын үр дүнг урьдчилан таамаглахуйц болгохыг санал болгосноор албадлагын үр нөлөөг дам байдлаар сайжруулахыг зорьдог.² Гэсэн ч токен системд хамгаалалтын үр нөлөөг хэвээр хадгалахын тулд илүү зорилготой эрх зүйн “загварчлал” шаардлагатай байдаг, учир нь техникийн архитектур практик буцаалтыг хязгаарлаж болзошгүй.

Төлбөрийн чадваргүй байдал:

Төлбөрийн чадваргүй байдлын үед уламжлалт хөрөнгийн системүүд нь хэрэглэгчийн хөрөнгө зуучлагчийн хөрөнгөөс тусгаарлагдах эсэх, давуу эрхийн дүрэм хэрхэн үйлчлэх, өмчлөл ямар баримтаар тогтоогдох зэрэгт харьцангуй тогтсон хариултуудтай. Харин токенжуулалт нь хэлцлийн эрх зүйн ангилал өөрчлөгдөх эрсдэл өсгөж болно. Харилцааны бүтэц, гэрээний нөхцөл, хууль зүйн ангиллаас шалтгаалан шүүх токен эзэмшигчийг “өмчлөгч” бус, зөвхөн нэхэмжлэгч гэж үзэх боломж бий.²

Энэ нь онолын асуудал төдий биш. Төлбөрийн чадваргүй байдлын үр дүн нь токенжуулалт хэрэглэгчдэд аюулгүй эсэх, хөрөнгө оруулагчдад хүлээн зөвшөөрөгдөх эсэхийг ихээхэн шийддэг. Хэрэв кастоди харилцаа нь эрх зүйн хувьд жинхэнэ кастоди (тусгаарлалт, хэрэглэгчийн хөрөнгийн хамгаалалттай) гэж танигдахгүй бол токен эзэмшигчид ердийн зээлдүүлэгчидтэй өрсөлдөнө. Орчин үеийн дижитал хөрөнгийн зарчмууд нь кастоди, тусгаарлалт, кастодиан төлбөрийн чадваргүй болох үед гарах үр дагаврыг тодорхойлох дүрэм санал болгож, бүтэц нь үнэхээр кастоди шинжтэй бол хэрэглэгчийн байр суурийг хамгаалахыг зорьдог.²

Харьцуулалтын хувьд уламжлалт загвар нь бүртгэл, данс, байгууллагын кастодит суурилсан төлбөрийн чадваргүй байдлын олон жилийн тогтсон ойлголттой тул урьдчилан таамаглах чадвар өндөр байдаг. Токен систем ижил түвшний урьдчилан таамаглах чадварт хүрэхийн тулд дижитал эзэмшлийн зохион байгуулалтад өмчийн үр дагавар, давуу эрх, тусгаарлалтын үр дүнг хууль тодорхой холбож өгөх шаардлагатай.

Хүснэгт 1.5 Харьцуулсан хүснэгт

Хэмжээс	Уламжлалт хөрөнгийн систем	Токенжуулсан/дижитал хөрөнгийн систем
Эрх бүхий бүртгэл	Улсын бүртгэл, цаасан шилжүүлэх баримт, эсхүл зуучлалтай дансны бичлэг	Лэджерийн бичлэг ба “хяналт”; эрх зүйн эрх бүхий эсэх нь цахим бүртгэл/хяналтад

		суурилсан дүрмийг хууль хүлээн зөвшөөрөхөөс хамаарна ¹²
Шилжүүлгийн өдөөгч үйл явдал	Хуульд тогтоосон хэлбэрийн шаардлага (хүлээлгэн өгөх, бүртгэл, тооцооны дүрэм)	Систем зөвшөөрсөн лэджерийн өөрчлөлт; эрх зүйн үр дагавар нь лэджерийн үйл явдал ба эрх зүйн шилжүүлгийг хэрхэн холбосноос хамаарна ¹²
Гуравдагч этгээдийн найдах боломж	Эзэмшил/бүртгэл/дансны бичлэг нь хуульд танигдсан ил тод механизм	Лэджерийн ил тод байдал нь хууль “найдах эрх, давуу эрхийн үр дүн” олгоогүй бол эрх зүйн ил тод байдал болж хувирахгүй ¹²
Эцэслэл	Хууль болон системийн дүрмээр тодорхойлогдоно (FMI-д чухал) ³	Ажиллагааны эцэслэл байж болно; эрх зүйн эцэслэл нь системийн бодит байдалтай нийцүүлэн тусгайлан тодорхойлогдох ёстой ³
Хамгаалалтын үр нөлөө	Институтээр дамжуулан засвар/буцаалт хийх боломж харьцангуй өндөр	Ихэвчлэн үйлчилгээ үзүүлэгч, гэрээний нэхэмжлэлээс хамаарна; буцаалт хязгаарлагдаж болзошгүй ²
Төлбөрийн чадваргүй байдлын урьдчилан таамаглах чадвар	Тусгаарлалт, давуу эрхийн төлөвшсөн сургаальтай	Дахин ангилах эрсдэлийг бууруулах, хэрэглэгчийн байр суурийг хамгаалах тодорхой дүрэм шаардлагатай ²

Уламжлалт хөрөнгө нь хуульд танигдсан бүртгэл, институтэд суурилан итгэл төрүүлдэг. Токенжуулсан/дигитал хөрөнгө нь хяналтад суурилсан шилжүүлэг ба дигитал бүртгэлээр ажиллагааны үр ашгийг өсгөдөг. Зохицуулалтын боломж нь эдгээрийн давуу талыг нэгтгэхэд оршино. Уламжлалт эрх зүйн нотлох баримт, ил тод байдал, давуу эрх, хамгаалалтын арга, төлбөрийн чадваргүй байдлын тодорхой байдлыг хадгалсаар байх зуур дигитал шилжүүлгийн үр ашгийг нээх. Гол эрсдэл нь зөрүү буюу токены бүртгэл ба эрх зүйн эрх хоорондоо нийцэхгүй бол зах зээл хурдтай ч эрх зүйн хувьд хэврэг болно.

Иймд хоёр системийн харьцуулалт нь бодлогын нэг тод чиглэлийг дэмжих бөгөөд токенжуулалтыг зөвхөн токенд суурилсан эрх эзэмшил, шилжүүлэг нь уламжлалт хөрөнгийн загвартай адил хэмжээнд гуравдагч этгээдийн эсрэг болон төлбөрийн чадваргүй байдлын үед урьдчилан таамаглахуйц болсон нөхцөлд л дэмжих нь зүйтэй.

II БҮЛЭГ. ОЛОН УЛСЫН ЭРХ ЗҮЙН ЗОХИЦУУЛАЛТ БА ТУРШЛАГА

Дижитал хөрөнгө болон токенжуулалт нь токен гэдэг нэрийн дор нэг төрлийн бүтээгдэхүүн биш, харин өөр өөр эдийн засгийн үүрэгтэй олон төрлийн хэрэгслийг хамруулдаг учир хууль, ихэнх улс орнуудад тулгардаг хууль, эрх зүйн асуудал нь ангилал тогтоох байдаг байна.⁵ Ангилал нь ямар зохицуулагч байгууллага ямар эрх, үүрэгтэй байх, ямар ил тод байдал ба мэдээлэл илчлэх шаардлагыг хэрэглэх, хангах, ямар зөвшөөрөл, эрх олгох, кастодианы стандарт юу байх, зах зээлийн зүй бус үйлдэл, шударга өрсөлдөөнийг хэрхэн захиран хянах, мөн үнийн тогтвортой токен болон төлбөрийн шинжтэй эрсдэлийг хэрхэн хянахыг тодорхойлдог. Хамгийн тохиромжтой төслүүд нь технологийн төвийг сахисан зарчимд тулгуурладаг. Өөрөөр хэлбэл, токеныг ямар технологиор гаргаснаас үл хамааран тухайн токены эдийн засгийн үүрэг, түүний эрх зүйн эрхийн шинжээр зохицуулалтыг тогтоодог. Энэ нь ялангуяа токенжуулсан үнэт цаасны хувьд чухал гэж үздэг. Учир нь гүйлгээ ба төлбөр тооцоо нь блокчейн дээр явагддаг ч үнэт цаасны зохицуулалт хэрэглэгдэх ёстой.⁶

Энэхүү судалгаа нь Европын Холбоо, Их Британи, Япон, БНСУ, АНУ, Эстони улсын эрх зүйн зохицуулалтыг хууль тогтоомж, зохицуулагч байгууллагуудын албан ёсны тайлбар, хяналт, шинжилгээний үндсэн бүтэц дээр тулгуурлан харьцуулж үзнэ. Зохицуулалтын хүрээ ба токены ангилал, зуучлагч байгууллагын хяналт, үнийн тогтвортой токен болон төлбөрийн шинжтэй токены зохицуулалт, үнэт цаасны токенжуулалт ба зах зээлийн дэд бүтцийн журмууд, мөн хуулийн хэрэгжилт, эрх үүрэг хариуцлагын тогтолцоо, хэрэглэгч ба хөрөнгө оруулалчдын эрх, үүргийг тусгасан байдал зэрэг шалгуурууд нь хэрэгжилттэй, үр нөлөөтэй зохицуулалтын үндсэн үзүүлэлт болдог гэж үздэг байна.

2.1. Европын Холбоо

Европын Холбоо (ЕХ) нь дижитал хөрөнгө, крипто актив, токенчлолын эрх зүйн зохицуулалтын чиглэлээр хамгийн системтэй, нэгдсэн загварыг бүрдүүлж буй бүс нутагт тооцогддог. ЕХ-ны зохицуулалтын онцлог нь блокчейн болон крипто зах зээлийг зөвхөн технологийн шинэ үзэгдэл гэж үзэхээс илүүтэйгээр санхүүгийн зах зээл, хөрөнгө оруулагчийн хамгаалалт, мөнгөний бодлого, төлбөрийн систем, зах зээлийн шударга байдлын хүрээнд авч үзэж байгаад оршино. Энэхүү загвар нь крипто хөрөнгийн төрөл,

⁵ IOSCO, Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets (Final report, FR11/23), 2023

⁶ IOSCO, Tokenization of Financial Assets (FR/17/2025), 2025

тэдгээрийн эдийн засгийн агуулга, үүсгэж болох эрсдэлийн түвшинд тулгуурласан ялгавартай зохицуулалтыг бий болгосноороо онцлогтой.

Европын Холбооны бодлогын үндсэн чиглэл нь хоёр том зорилгод төвлөрдөг. Нэг талаас одоо хүчин төгөлдөр мөрдөгдөж буй санхүүгийн үйлчилгээний эрх зүйн тогтолцоонд хамрагдаагүй крипто хөрөнгийг нэгдсэн журмаар зохицуулах, нөгөө талаас токенжуулсан үнэт цаас болон санхүүгийн хэрэгслийг уламжлалт капиталын зах зээлийн зохицуулалтад хэвээр хадгалах бодлогыг баримталж байна. Өөрөөр хэлбэл, ЕХ нь “бүх крипто хөрөнгийг ижил ангилалд авч үзэх” бус, тухайн хөрөнгийн эдийн засгийн шинж чанарт суурилан ангилж зохицуулах зарчмыг хэрэгжүүлж байгаа юм.

Европын Холбооны крипто хөрөнгийн суурь зохицуулалт нь “Крипто хөрөнгийн зах зээлийн тухай журам” буюу MiCA (Markets in Crypto-Assets Regulation) юм. Энэхүү журам нь Regulation (EU) 2023/1114 хэлбэрээр батлагдсан бөгөөд крипто хөрөнгийн салбарт ЕХ-ны хэмжээнд нэгдсэн эрх зүйн орчин бүрдүүлэх зорилготой. MiCA-ийн гол зорилго нь крипто хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчдэд нэгэн ижил дүрэм тогтоох, хөрөнгө оруулагч болон хэрэглэгчийн хамгаалалтыг сайжруулах, мөн гишүүн орнуудын зохицуулалтын ялгаанаас үүдэлтэй эрсдэлийг бууруулахад чиглэдэг.

MiCA-ийн хамгийн чухал онцлог нь крипто хөрөнгийг ангилан зохицуулсан явдал юм. Тухайлбал, MiCA нь крипто хөрөнгийг хөрөнгөжүүлсэн токен, e-money token болон бусад крипто хөрөнгө гэж ангилдаг. Хөрөнгөжүүлсэн токен нь тодорхой хөрөнгө, валют, үнэт металл зэрэг активын үнэ цэнтэй холбогдсон токен байдаг бол e-money token нь нэг валютын үнэ цэнтэй уялдсан, төлбөрийн хэрэгслийн шинжтэй токен юм.

Эдгээрийг олон нийт “тогтворжуулсан койн” гэж ерөнхийд нь нэрлэдэг боловч MiCA нь эрсдэлийн түвшнээс нь шалтгаалан ялгаатай шаардлага тавьдаг. Тухайлбал, тогтвортой үнэ амласан токен нь төлбөрийн систем болон санхүүгийн тогтвортой байдалд нөлөөлөх эрсдэлтэй гэж үздэг учраас илүү хатуу зөвшөөрөл, хөрөнгийн нөөц, засаглал, мэдээллийн ил тод байдлын шаардлагад хамрагддаг. Энэ бодлогын хүрээнд MiCA-ийн стейблкойнтой холбоотой заалтууд 2024 оны 6 дугаар сарын 30-наас хүчин төгөлдөр хэрэгжиж эхэлсэн бол крипто хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчидтэй холбоотой өргөн хүрээний зохицуулалт 2024 оны 12 дугаар сарын 30-наас хэрэгжсэн.

Энэ нь ЕХ тогтвортой үнэ бүхий токеныг илүү өндөр эрсдэлтэй гэж үзэж байгаагийн илэрхийлэл юм. MiCA нь зөвхөн токен гаргагчийг бус, мөн крипто хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчдийг нарийвчлан зохицуулдаг. Үүнд крипто бирж, хадгаламжийн үйлчилгээ үзүүлэгч, арилжааны платформ, хөрөнгө дамжуулах үйлчилгээ

үзүүлэгч зэрэг байгууллагууд багтдаг. Эдгээр байгууллагад тусгай зөвшөөрөл олгох, хөрөнгийн доод хэмжээ тогтоох, хэрэглэгчийн хөрөнгийг тусгаарлан хадгалах, мэдээллийн ил тод байдлыг хангах, ашиг сонирхлын зөрчлөөс сэргийлэх зэрэг шаардлага тавигддаг.

Ингэснээр крипто зах зээл дэх мэдээллийн тэгш бус байдлыг бууруулах, хэрэглэгчийн итгэлийг нэмэгдүүлэх зорилготой. Гэсэн хэдий ч MiCA нь бүх төрлийн токенжуулсан хөрөнгийг зохицуулдаггүй. Хэрэв токен нь MiFID II-ийн хүрээнд “санхүүгийн хэрэгсэл” гэж ангилагдах нөхцөлтэй бол тухайн токен MiCA-д бус, уламжлалт үнэт цаасны эрх зүйн дэглэмд хамаарна.

Энэ нь токенжуулсан хувьцаа, бонд, үнэт цаас зэрэг бүтээгдэхүүн зөвхөн блокчэйн дээр бүртгэгдсэн гэдэг шалтгаанаар үнэт цаасны зохицуулалтаас чөлөөлөгдөхгүй гэсэн үг юм. Ийнхүү ЕХ нь токены техникийн хэлбэрээс илүү эдийн засгийн мөн чанарт үндэслэн зохицуулалт хийдэг. Үнэт цаасны токенжуулалттай холбоотой асуудлыг шийдвэрлэхийн тулд Европын Холбоо DLT Pilot Regime буюу Regulation (EU) 2022/858-ыг баталсан. Энэхүү журам нь тархмал бүртгэлийн технологи (DLT)-д суурилсан арилжаа, төлбөр тооцооны дэд бүтцийг хязгаарлагдмал хүрээнд турших боломж олгодог тусгай туршилтын дэглэм юм.

Уг дэглэм 2023 оны 3 дугаар сарын 23-наас хэрэгжиж эхэлсэн бөгөөд токенжуулсан үнэт цаасыг DLT систем дээр арилжаалах, тооцоо хийх эрх зүйн орчныг бүрдүүлэх зорилготой. DLT Pilot Regime-ийн хүрээнд DLT MTF (multilateral trading facility), DLT settlement system зэрэг шинэ төрлийн зах зээлийн дэд бүтцүүдийг туршилтаар ажиллуулах боломжтой болсон. Энэ нь уламжлалт үнэт цаасны зах зээлийн ажиллагааг блокчэйн технологитой уялдуулах, арилжааны хурд, үр ашгийг нэмэгдүүлэх, төлбөр тооцооны зардлыг бууруулах боломжийг судлахад чиглэж байна.

Гэсэн хэдий ч энэхүү туршилтын орчинд хөрөнгө оруулагчийн хамгаалалт, зах зээлийн шударга байдал, санхүүгийн тогтвортой байдлын үндсэн шаардлагууд хэвээр хадгалагддаг. Европын Холбооны зохицуулалтын загварын гол давуу тал нь системийн түвшний тодорхой байдал юм. MiCA болон MiFID II-ийн хоорондын зааг харьцангуй тодорхой учраас үнэт цаасны шинжтэй токеныг “үнэт цаасжуулсан токен” гэх нэрээр далимдуулан үнэт цаасны зохицуулалтаас зайлсхийх эрсдэлийг бууруулдаг.

Мөн ЕХ-ны хэмжээнд нэг стандарт үйлчлэх болсон нь гишүүн орнуудын зохицуулалтын ялгааг багасгаж, зах зээлийн нэгдмэл байдлыг дэмждэг. Харин сул талын хувьд MiCA болон DLT Pilot Regime-ийн хэрэгжилт нь техникийн болон институцийн

хувьд нэлээд төвөгтөйд тооцогддог. Гишүүн орнуудын зохицуулагч байгууллагын чадавхын ялгаа, техникийн стандартын хэрэгжилт, хяналтын байгууллагуудын уялдаа холбоо зэрэг асуудал бодит практикт хүндрэл үүсгэх боломжтой. Мөн технологийн хурдацтай хөгжилтэй харьцуулахад хууль тогтоомжийн шинэчлэл удаашрах эрсдэл байсаар байна.

Гэсэн хэдий ч Европын Холбооны MiCA болон DLT Pilot Regime нь дижитал хөрөнгө болон токенжуулсан санхүүгийн хэрэгслийг зохицуулах хамгийн хөгжингүй, бүтэцтэй эрх зүйн загваруудын нэг хэвээр байна. Энэ нь инновацыг дэмжихийн зэрэгцээ хөрөнгө оруулагчийн хамгаалалт, санхүүгийн тогтвортой байдлыг хадгалах тэнцвэртэй орчныг бүрдүүлэхийг зорьж буйгаароо олон улсын хэмжээнд жишиг загвар гэж үнэлэгдэж байна.

2.2. Их Британи

Их Британийн загварыг хэсэгчлэн зохицуулалтаас бүрэн хүрээтэй зохицуулалт руу шилжиж буй шилжилтийн үеийн загвар гэж ойлгох нь зохистой. Их Британи эхлээд хэрэглэгчийн хохирол үүсгэдэг хамгийн эрсдэлтэй хэсгийг зорилтот аргаар хязгаарлаж, үүний зэрэгцээ крипто хөрөнгийн гол үйл ажиллагааг FSMA-ийн тогтолцоонд багтаасан зохицуулагдах үйл ажиллагааны шинэ дэглэм рүү шилжих эрх зүйн суурийг бэлтгэж байна.

Токенжуулалтын хувьд DLT-д суурилсан үнэт цаасны гаргалт, арилжаа, тооцоог турших зах зээлийн дэд бүтцийн сэндбокс механизмыг хэрэгжүүлж байгаа нь онцлог.⁷

Хэрэглэгч хамгааллын гол хэрэгсэл нь санхүүгийн сурталчилгааны (financial promotions) дэглэм байсан. FCA-ийн PS23/6 бодлогын баримт бичиг нь крипто хөрөнгийн сурталчилгаанд мөрдөх дүрмийг тогтоож, сурталчилгааны хориг, хязгаарлалтын хүрээнд оруулсан асуудлыг дэлгэрэнгүй тусгасан.⁸ Үүний дараа FCA нь FG23/3 эцэслэсэн удирдамж гаргаж, шаардлага хангасан крипто хөрөнгө (qualifying cryptoassets)-д холбогдох сурталчилгааг хэрхэн зөв баталгаажуулах, ямар агуулгатай харилцаа холбоо зөвшөөрөгдөх талаар тайлбарласан.⁹

Эдгээр арга хэмжээ нь бүтээгдэхүүний өөрийг нь бүрэн лицензжүүлээгүй байсан ч хэрэглэгчдэд чиглэсэн хамгийн түгээмэл эрсдэл болох төөрөгдүүлсэн, хэт ухуулсан маркетингийг хязгаарлахад чиглэсэн.

⁷ UK legislation, Digital Securities Sandbox Regulations 2023

⁸ FCA, PS23/6: Financial promotion rules for cryptoassets

⁹ FCA, FG23/3: Finalised non-handbook guidance on Cryptoasset Financial Promotions

Мөн FCA-ийн тайлбар мэдээллүүдэд эдгээр сурталчилгааны шаардлагууд 2023 оны 10 дугаар сараас Их Британийн жижиглэн хэрэглэгчдэд чиглэсэн сурталчилгаанд бодитоор хэрэгжиж эхэлсэн тухай өгүүлдэг. Энэ нь сурталчилгааны дэглэм зөвхөн үзэл баримтлал биш, бодит мөрдөлттэй, зөрчил гаргавал хяналт, арга хэмжээ авах боломжтой зохицуулалт гэдгийг харуулна.

Сурталчилгааны хяналтын зэрэгцээ Их Британи крипто хөрөнгийн зах зээлийн бүтцийн илүү бүрэн дэглэмийг боловсруулах шатандаа байна. HM Treasury 2025 оны 4 дүгээр сарын 29-нд бодлогын баримт бичиг болон хуулийн төслийн заалтууд нийтэлж, крипто хөрөнгийн шинэ зохицуулагдах үйл ажиллагаануудыг бий болгох, үүнд крипто хөрөнгийн арилжааны бирж ажиллуулах, стэйблкойн гаргах зэрэг үйл ажиллагааг багтаах зорилготой гэдгийг тайлбарласан.

Үүнийг хэрэгжүүлэхээр “Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities and Miscellaneous Provisions) (Cryptoassets) Order 2025” нэртэй төсөл боловсруулж, крипто үйл ажиллагааг FSMA-ийн ердийн архитектурт оруулах чиглэлээ илэрхийлсэн.¹⁰ Энэ нь токенжуулалтын хувьд чухал бөгөөд учир нь бирж, зуучлагч, кастоди үйлчилгээ зэрэг үндсэн эрсдэлийн цэгүүдэд лиценз, хяналтын тодорхой ангилал бий болгож өгнө.

Үнэт цаасны токенжуулалт ба дэд бүтцийн туршилтын хүрээнд Их Британийн гол механизм нь Digital Securities Sandbox юм. “Digital Securities Sandbox Regulations 2023” нь үнэт цаасны дижитал сэндбокс буюу DLT-д суурилсан үнэт цаасны системийг тодорхой хугацаанд, хяналттай нөхцөлөөр турших зах зээлийн дэд бүтцийн сэндбоксыг тогтоосон. Bank of England-ийн удирдамжид FSMA 2023 нь HM Treasury-г FMI сэндбоксийн хэрэгжилтийн талаар Парламентэд тайлагнах үүрэгтэй болгосон бөгөөд туршилтын үр дүнгээс хамаарч байнгын хууль тогтоомжийн өөрчлөлт хийх боломжтойг тайлбарласан байдаг. Энэ нь ЕХ-ны DLT Pilot Regime-тэй бодлогын зорилгоор төстэй бөгөөд DLT-д суурилсан арилжаа, тооцооны системийг шууд бүх зах зээлд хэрэгжүүлэхээс өмнө хяналттай туршиж, эрх зүйн болон үйл ажиллагааны эрсдэлийг үнэлэх зориулалттай.

Иймээс Их Британийн арга барил нь давхарласан стратеги гэж хэлж болно. Нэгдүгээрт, жижиглэн хэрэглэгчдэд чиглэсэн сурталчилгааны эрсдэлийг хязгаарлах. Хоёрдугаарт, крипто хөрөнгийн бирж, кастоди, стэйблкойн гаргалт зэрэг гол үйл

¹⁰ HM Treasury (UK), Cryptoassets regulatory regime – policy note & draft legislation (29Apr 2025), incl. draft “Cryptoassets Order 2025”.

ажиллагааг FSMA-ийн зохицуулагдах үйл ажиллагааны хүрээнд нэгтгэх. Гуравдугаарт, үнэт цаасны токенжуулалтын дэд бүтцийг sandbox-аар турших. Урт хугацаанд үр дүн нь шинэ зохицуулалтын хүрээ эцэслэгдэж, тогтвортой хэрэгжих, мөн хяналт нь тууштай, нэгдмэл байх эсэхээс ихээхэн хамаарна.

2.3. Япон

Төлбөрийн хуулиар крипто хөрөнгийг тодорхойлж, биржийн заавал бүртгэлийг тогтоох, стэйблкойныг тусд нь зохицуулах; хөрөнгө оруулалтын токеныг үнэт цаасны хуулиар хамгаалах

Японыг гол эдийн засгийн томоохон улсууд дундаас крипто зах зээлд эрт үеэс лицензжүүлэлт, хатуу үйл ажиллагааны стандарт тогтоосон, дараа нь стэйблкойнд тусгай дэглэм бий болгосон “боловсронгүй” загвар гэж олонтаа судалдаг. Японы эрх зүйн бүтэц нь функциональ ангиллыг тод харуулдаг. Төлбөрийн хуульд хамаарах крипто хөрөнгө нь үнэт цаас гэж үзэгдэхгүй, харин хөрөнгө оруулалтын эрхтэй төстэй токенжуулалт нь үнэт цаасны хуулийн хүрээнд зохицуулагдана.

Үндсэн хууль тогтоомжийн тулгуур нь Payment Services Act бөгөөд уг хуулийн зорилгод крипто хөрөнгийн солилцоо, хэрэглэгчийн хамгаалалт зэрэг асуудлыг багтаасан нь Япон крипто хөрөнгийг хэрэглэгчийн хамгаалалтын зорилгоос гадуур үзээгүйг харуулдаг. Энэ суурь дээр крипто хөрөнгийн биржийн үйлчилгээ үзүүлэгчдийг бүртгэх, хянах дэглэм ажилладаг бөгөөд санхүүгийн зохицуулагч байгууллага болох FSA нь албан ёсны бүртгэлийг хөтөлдөг.

Японы FSA нь бүртгэлтэй крипто хөрөнгийн биржийн үйлчилгээ үзүүлэгчдийн жагсаалтыг олон нийтэд нийтэлж, крипто хөрөнгө нь хууль ёсны төлбөрийн хэрэгсэл биш, үнэ нь огцом хэлбэлзэж болзошгүй зэрэг хэрэглэгчийн сэрэмжлүүлгийг хамтад нь хүргэдэг. Албан ёсны бүртгэлийн жагсаалт нь практик ач холбогдолтой. Хэрэглэгч платформ хууль ёсны эсэхийг шалгах боломжтой, мөн зохицуулагч байгууллага “бүртгэлгүй үйл ажиллагаа хүлээн зөвшөөрөгдөхгүй” гэсэн дохиог зах зээлд ил тод өгдөг.¹¹

Стейблкойны хувьд Япон түүнийг тусгай ангилал гэж авч үзсэн. FSA-ийн албан ёсны танилцуулгад Banking Act, Payment Services Act, Trust Business Act зэрэг хэд хэдэн хуульд нэмэлт өөрчлөлт оруулж, стэйблкойн гаргагчийг банк, мөнгөн шилжүүлгийн үйлчилгээ үзүүлэгч, итгэлцлийн байгууллага зэрэг зохицуулалттай этгээдээр

¹¹ Japan FSA, List of registered Crypto-asset Exchange Service Providers & risk notes + Payment Services Act

хязгаарласан бөгөөд стэйблкойн зуучлагчийн бүртгэл, таних ажиллагааны шаардлагыг тогтоож, 2023 оны 6 дугаар сараас хэрэгжүүлсэн талаар тайлбарласан байдаг. Энэ нь “үнийн тогтвортой байдлыг амласан, төлбөрийн шинжтэй хэрэгслийг санхүүгийн зохицуулалттай системийн дотор байрлуулах ёстой” гэсэн бодлогын логик юм.

Токенжуулалтын хувьд Японд төлбөрийн хуулийн крипто хөрөнгө болон үнэт цаасны хуулийн хөрөнгө оруулалтын токены хооронд зааг байдаг. Японы практикийг тайлбарласан харьцуулсан судалгаанууд нь хувьцаа, бонд, сангийн эрх зэрэг хөрөнгө оруулалтын эрхийг илэрхийлсэн “security token” нь Payment Services Act-ын крипто хөрөнгийн ангилалд бус харин Financial Instruments and Exchange Act-ын хүрээнд үнэт цаасны зохицуулалтаар хамгаалагддаг гэж нийтлэгээр дурддаг.¹² Энэ нь хөрөнгө оруулагчийн хамгаалалт (ил тод мэдээлэл, лиценз, зах зээлийн шударга байдал) токен хэлбэрээс үл хамааран хэрэгжих боломжийг нэмэгдүүлдэг.

Японы загварыг хэрэглэгчийн хамгаалалт, зах зээлийн эмх цэгцийн хувьд хүчтэй гэж үнэлэх нь олонтаа байдаг. Гэхдээ хатуу лицензжүүлэлт, жагсаалт (listing)-ын шаардлага нь шинэлэг бүтээгдэхүүн хурдан нэмэгдэхийг удаашруулж болох талтай. Гэвч хөрөнгө оруулагчийн итгэлцэл, AML/CFT-ын integrity, зах зээлийн дэг журмыг эрхэмлэх улсад Япон нь крипто зах зээлийг зөвшөөрөхдөө хяналтыг хүчтэй барьж, хөрөнгө оруулалтын эрхтэй токенжуулалтыг үнэт цаасны хуулийн “гадна” үлдээхгүйгээр зохицуулж буй загвар юм.

2.4. АНУ

АНУ нь судлагдсан улсуудаас институцийн хувьд хамгийн задгай бүтэцтэй. MiCA шиг нэгтгэсэн үндэсний крипто хууль байхгүй тул зохицуулалт нь ихэвчлэн үнэт цаас, бараа бүтээгдэхүүний үүсмэл санхүүгийн хэрэгсэл, банк санхүү, мөнгө угаахтай тэмцэх зэрэг хуучин эрх зүйн хүрээнүүдийн огтлолцол дээр явдаг. Үүний үр дүнд хэрэгжилтийн хүчтэй чадамжтай боловч зах зээлийн оролцогчидод эрх зүйн тодорхой бус байдал байнга үүсэх боломжтой.

Үнэт цаасны эрх зүйд токен нь үнэт цаас мөн эсэх асуудал ихэвчлэн хөрөнгө оруулалтын гэрээгээр шийдэгддэг. SEC нь “Framework for ‘Investment Contract’ Analysis of Digital Assets” баримт бичгийг нийтэлж, дижитал хөрөнгө нь үнэт цаасны тодорхойлолтод хамаарах бүтээгдэхүүний шинжтэй эсэхийг шинжлэх шаардлагатайг тайлбарлан, тухайн дижитал хөрөнгө investment contract мөн эсэхийг үнэлэх хүрээг санал

¹² IMF (Japan FSAP Technical Note), Regulation and Supervision of Cryptoasset Activities in Japan

болгосон.¹³ Энэ нь нэг чухал зарчмыг бататгадаг. Токен өөрийгөө хэрэглээний токен гэж сурталчилсан ч бодит эдийн засгийн мөн чанараараа хөрөнгө оруулалтын гэрээний шинжтэй бол үнэт цаасны зохицуулалтаас зугтах боломжгүй.

Нөгөө талаас, АНУ-д зарим виртуал валютыг Commodity Exchange Act-ын утгаар түүхий эд гэж үзэх хандлага байдаг. CFTC-ийн боловсролын материалд Bitcoin зэрэг виртуал валютыг CEA-ийн хүрээнд түүхий эд гэж үзсэн тухай тодорхой дурдсан бөгөөд CFTC-ийн хяналт нь ялангуяа үүсмэл санхүүгийн зах зээл болон холбогдох хэрэгжилт, арга хэмжээнд төвлөрдөг гэж тайлбарладаг.¹⁴ Энэ нь АНУ-ын ангиллыг улам тодруулдаг. Зарим крипто нь түүхий эд маягаар, зарим нь үнэт цаас маягаар, зарим нь маргаантай зааг бүхий орон зайд хамаарч болно.

AML үүрэг нь тусдаа, том давхарга болж орж ирнэ. FinCEN 2019 онд “convertible virtual currencies” оролцсон бизнесийн загварт FinCEN-ийн журам хэрхэн хэрэглэх талаар удирдамж гаргаж, Bank Secrecy Act-ын үүргүүд олон төрлийн CVC бизнесийн загварт хамаарахыг нэгтгэн тайлбарласан.¹⁵ Энэ нь тухайн токен үнэт цаас гэж ангилагдаагүй байсан ч үнэ цэнийг мөнгөний орлуулга хэлбэрээр дамжуулж буй зуучлагчид MSB-ийн бүртгэл, AML хөтөлбөр, тайлагналын үүрэг хүлээх магадлалтай гэсэн үг.

Үүний дээр мужийн лицензийн давхарга орж ирдэг. Нью-Йорк мужийн NYDFS нь BitLicense зэрэг виртуал валютын бизнесийн лицензийн хөтөлбөрийг хэрэгжүүлж, виртуал валютын бизнесийн үйл ажиллагаа явуулах этгээд BitLicense эсхүл тухайн төрлийн банкны тусгай зөвшөөрлөөр үйл ажиллагаа явуулах шаардлагатай тухай тайлбарладаг.¹⁶ Энэ нь АНУ-д хэрэгжилт зөвхөн холбооны түвшинд бус, мужийн түвшний шаардлагыг давхар хангах шаардлагатай болдгийг харуулна.

Сүүлийн жилүүдийн томоохон өөрчлөлт нь тогтворжуулсан койны холбооны хууль тогтоомж юм. GENIUS Act нь Congress.gov дээр нийтлэгдсэн бөгөөд төлбөрийн стэйблкойнд хамаарах зохицуулалтын хүрээг хуулийн түвшинд тогтоосон текст байгааг харуулна. Reuters агентлаг 2025 оны 7 дугаар сарын 18-нд GENIUS Act хууль болсон талаар мэдээлж, энэ нь стэйблкойнд зохицуулалтын хүрээ тогтоож, дампуурлын үед эрхийн дараалал зэрэг асуудалд хүртэл нөлөөлж болзошгүй хамгаалалтуудыг багтаасан

¹³ U.S. SEC, Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets (2019)

¹⁴ U.S. CFTC, Customer Advisory: Understand the Risks of Virtual Currency Trading

¹⁵ U.S. FinCEN, Guidance on application of FinCEN regulations to certain business models involving CVC (2019)

¹⁶ NYDFS, BitLicense / Virtual Currency Business Activity

гэж дурдсан.¹⁷ Тогтворжуулсан койн нь тогтвортой үнэ, буцаан олголтын хүлээлт үүсгэдэг тул хэрэглэгчийн хамгаалалт ба санхүүгийн тогтвортой байдлын өндөр эрсдэлтэй ангилал гэж олонтаа үздэг. Тиймээс энэ төрлийн тусгай хууль нь тогтворжуулсан койн ангилал дээр тодорхой бус байдлыг багасгах боломжтой.

Үнэт цаасны токенжуулалтын хувьд АНУ нь токенжуулсан хөрөнгө оруулалтын эрхийг ихэвчлэн үнэт цаасны хуулиар зохицуулна гэсэн зарчимтай. Хувьцаа, өрийн хэрэгсэл, сангийн эрх зэрэг үнэт цаасыг токен хэлбэрт оруулсан ч энэ нь үндсэн үнэт цаасны үүрэг, хамгаалалтын шаардлагыг арилгадаггүй. Гэхдээ ЕХ шиг нэгтгэсэн заагтай хууль байхгүй тул олон байгууллагын үнэлгээ, мужийн лиценз, хэрэгжилтийн өөрчлөлтөөс шалтгаалан практик тодорхой байдал харьцангуй сул байх талтай. АНУ-ын давуу тал нь хэрэгжилтийн хүчтэй чадамж, боловсронгуй санхүүгийн институцүүд боловч сул тал нь эрх зүйн задгай бүтэц, зардал өндөртэй нийцэл хангалт юм.

2.5. Эстони

Эстони нь ЕХ-ны гишүүн улс боловч MiCA бүрэн хэрэгжихээс өмнөх үедээ крипто үйлчилгээ үзүүлэгчдийг голчлон AML/CFT зохицуулалтын хүрээнд “зах зээлд нэвтрэх хаалга” маягаар лицензжүүлж, эрсдэлтэй цэг болох зуучлагч байгууллагыг хяналтын төвд байрлуулж ирсэн нь онцлогтой. FIU-ийн (Financial Intelligence Unit) 2022 оны удирдамжид виртуал валютын үйлчилгээний хүрээг зөвхөн *exchange* ба *wallet* биш, 2022 оны 3 дугаар сарын 15-наас хүчин төгөлдөр болсон нэмэлт өөрчлөлтөөр виртуал валютын шилжүүлгийн үйлчилгээ болон зарим тохиолдолд ICO/гаргалттай холбоотой олон нийтэд/зорилтот санал болголт зэрэг үйл ажиллагаанд зөвшөөрөл шаардагдах болсон талаар тусгасан байдаг. Мөн *wallet service* нь хэрэглэгчийн түлхүүрийг үүсгэх/хадгалах зэрэг кастоди ба түлхүүрийн удирдлагатай шууд хамаарах функцийг хамардаг гэж тодорхойлсон нь токенжуулалтын кастоди эрсдэлийг зохицуулалтын объект болгож хардаг хандлагыг илтгэнэ.¹⁸

Эстони “AML-д суурилсан лиценз” загвараа бодитоор чангаруулсан нь 2022 оноос тод харагдсан. FIU-ийн дээрх удирдамжид виртуал валютын үйлчилгээ үзүүлэгчийн хувь нийлүүлсэн хөрөнгийн доод хэмжээ (*share capital*)-ийг үйлчилгээний шинжээс хамаарч 100,000 евро (түрийвч/солилцоо/гаргалт) эсхүл 250,000 евро (шилжүүлгийн үйлчилгээ) болгон өсгөсөн, мөн тодорхой хугацаанаас эхлэн аудитын үүрэг зэрэг

¹⁷ U.S. Public Law 119-27 (GENIUS Act)

¹⁸ Financial Intelligence Unit (Estonia), *Guidelines for submission of an application for the authorisation of a virtual currency service provider...* (April 2022)

шаардлагууд тавигдсан талаар дурдсан. Энэ “входной босго” өссөн өөрчлөлтийн үр нөлөөг FIU 2023 оны 5 дугаар сарын 8-ны мэдээлэлдээ тоон байдлаар илэрхийлж, шинэ шаардлага хэрэгжсэнээр үйлчилгээ үзүүлэгчид ойролцоогоор 200 зөвшөөрлөөсөө өөрсдөө татгалзсан, мөн FIU үүнтэй ойролцоо тооны зөвшөөрлийг шаардлага хангаагүй үндэслэлээр хүчингүй болгосон гэж мэдээлсэн.¹⁹

MiCA хэрэгжихтэй уялдан Эстони нь үндэсний түвшинд “Market in Crypto-Assets Act” (крипто хөрөнгийн зах зээлийн тухай хууль)-аар MiCA-ийн хүрээнд орж буй этгээдүүдийн дотоод журам, хяналтын процесс, шилжилтийн зохицуулалтыг тодорхой болгож өгч байна. Уг хууль нь MiCA (Regulation (EU) 2023/1114)-ийн хүрээнд крипто хөрөнгийн гаргалт, санал болголт, арилжаанд оруулах болон крипто хөрөнгийн үйлчилгээ (CASP)-нд хамаарахыг тодорхой заасан. MiCA өөрөө 2024.06.30-наас (ART/EMT буюу тогтвортой токены бүлэг) хэсэгчлэн, 2024.12.30-наас нийтлэгээр хэрэгжих хугацааг тогтоосон бөгөөд Эстонийн хууль ч мөн CASP-уудын горим үндсэндээ 2024.12.30-наас хэрэгжих архитектуртай уялдсан.

Эстонийн хувьд хамгийн практик ач холбогдолтой нь шилжилтийн зохицуулалт юм. Нэгдүгээрт, MiCA хэрэгжихээс өмнө AML-ийн хүрээнд “virtual currency service provider” зөвшөөрөлтэй байсан этгээдүүд шинэ горимд 2026.07.01 хүртэл үйл ажиллагаагаа нийцүүлэх (шаардлагатай бол шинэ зөвшөөрөл хүсэх) хугацаатай бөгөөд хуульд “1 July 2026”-ыг шууд хугацааны заалт болгон тусгасан.²⁰ Хоёрдугаарт, эрх бүхий байгууллагын хувьд ESMA-гийн MiCA-ийн хүрээнд мэдэгдсэн жагсаалтад Эстонийн Finantsinspeksioon (FSA) “competent authority” гэж бүртгэгдсэн нь CASP зөвшөөрөл, хяналтын институцийн төв цэг нь хэн болохыг тодорхой болгож өгнө.²¹

Токенжуулалтын бодлогын хувьд Эстонийн сургамж нь: (i) MiCA-гаас өмнө AML-д суурилсан лицензийг “зах зээлд нэвтрэх хаалга” болгон ашиглаж, зуучлагчийн кастоди/түлхүүрийн удирдлага зэрэг эрсдэлийн зангилаанд өндөр босго тавьж ирсэн; (ii) MiCA хүчин төгөлдөр болсноор үндэсний тусгай лицензийн логик нь ЕХ-ны нэгтгэсэн зөвшөөрөл-хяналтын архитектур руу шилжиж, шилжилтийн хугацаа ба эрх бүхий

¹⁹ Financial Intelligence Unit (Estonia), *100 active authorisations in Estonia for providing virtual asset services*(2023).

²⁰ Riigi Teataja, *Market in Crypto-Assets Act* — ялангуяа §48 (transitional provisions) болон 30.12.2024 / 01.07.2026 хугацааны заалтууд.

²¹ ESMA, *List of competent authorities designated under MiCA* (Last updated: 22/07/2025) — Estonia: Finantsinspeksioon (FSA).

байгууллагын тодорхойлолтоор зах зээлд эрх зүйн тодорхой байдлыг нэмэгдүүлэх чиглэл рүү орж байгаа явдал юм.

Хүснэгт 2.1 Улс орнуудын дижитал хөрөнгийн зохицуулалтын харьцуулалт

Улс, бүс нутаг	Зохицуулалтын загвар	Гол хууль, зохицуулалт	Зохицуулалтын онцлог	Токенчлолын хандлага
Европын Холбоо	Нэгдсэн, системтэй зохицуулалтын загвар	MiCA Regulation, DLT Pilot Regime, MiFID II	Крипто хөрөнгийг эдийн засгийн шинж чанараар нь ангилж, крипто хөрөнгө гаргагч болон үйлчилгээ үзүүлэгчдэд нэгдсэн шаардлага тавьдаг.	Үнэт цаасны шинжтэй токеныг MiCA-д бус, уламжлалт үнэт цаасны зохицуулалтад хамруулдаг. DLT Pilot Regime-ээр токенжуулсан үнэт цаасны арилжаа, төлбөр тооцоог туршиж байна.
Их Британи	Хэсэгчлэн зохицуулалтаас бүрэн хүрээтэй зохицуулалт руу шилжиж буй загвар	FCA financial promotion rules, FSMA-д суурилсан шинэ крипто зохицуулалтын төсөл, Digital Securities Sandbox	Эхний ээлжид хэрэглэгчид чиглэсэн сурталчилгаа, төөрөгдүүлсэн маркетингийг хязгаарлахад анхаарсан. Цаашид бирж, кастоди, стэйблкойн зэрэг үйл ажиллагааг зохицуулагдах үйл ажиллагаанд хамруулах чиглэлтэй.	Digital Securities Sandbox-аар DLT-д суурилсан үнэт цаасны гаргалт, арилжаа, төлбөр тооцоог хяналттай орчинд туршиж байна.
Япон	Бүртгэл, лиценз, хэрэглэгч хамгаалалд суурилсан хатуу зохицуулалтын загвар	Payment Services Act, Financial Instruments and Exchange Act, стэйблкойны нэмэлт зохицуулалт	Крипто хөрөнгийн биржийн үйлчилгээ үзүүлэгчдийг заавал бүртгэж, хэрэглэгчийн хөрөнгийг хамгаалах, эрсдэлийн мэдээлэл өгөх шаардлага тавьдаг.	Хөрөнгө оруулалтын эрхтэй холбоотой токеныг үнэт цаасны хуулиар зохицуулдаг. Стэйблкойныг тусгай ангилалд авч үзэж, зөвхөн зохицуулалттай этгээд гаргах боломжтой.
АНУ	Олон байгууллагын огтлолцолд суурилсан задгай зохицуулалтын загвар	SEC-ийн investment contract analysis, CFTC-ийн commodity approach, FinCEN-ийн AML журам, мужийн лиценз	Нэгдсэн нэг хуульгүй боловч үнэт цаас, түүхий эд, мөнгө угаахтай тэмцэх, банк санхүүгийн зохицуулалтаар давхар хяналт тавьдаг.	Токен нь хөрөнгө оруулалтын гэрээний шинжтэй бол үнэт цаас гэж үзэх боломжтой. Зарим виртуал валютыг түүхий эдийн шинжтэй гэж авч үздэг.
Эстони	AML/CFT-д суурилсан лицензийн загвараас EX-ны MiCA тогтолцоо руу шилжиж буй загвар	AML/CFT зохицуулалт, Virtual currency service provider regime, Market in Crypto-Assets Act, MiCA	Виртуал валютын үйлчилгээ үзүүлэгчдэд өндөр босго тавьж, кастоди, түлхүүрийн удирдлага, шилжүүлгийн үйлчилгээ зэрэг	MiCA хэрэгжихтэй уялдан үндэсний зөвшөөрлийн тогтолцоо EX-ны нэгдсэн крипто хөрөнгийн

			эрсдэлтэй үйл ажиллагааг хяналтын төвд байрлуулсан.	зохицуулалт руу шилжиж байна.
--	--	--	---	----------------------------------

Ерөнхий дүгнэлтээр авч үзвэл ЕХ болон Япон улс эрх зүйн тодорхой байдал, ангиллын тогтвортой байдлаараа илүү хөгжсөн загвар гэж үнэлэгдэж байна. Их Британи нь шинэчлэл, шилжилтийн үе шатанд явж байгаа бөгөөд зохицуулалтын системээ капиталын зах зээлтэй илүү уялдуулах чиглэлд хөгжиж байна. АНУ-ын хувьд институцийн чадамж өндөр боловч олон байгууллагын давхар хяналтаас шалтгаалан эрх зүйн тодорхой бус байдал харьцангуй өндөр хэвээр байна. Ингэснээр олон улсын туршлага нь нэг дүгнэлтэд хүргэж байна: дижитал хөрөнгийн зохицуулалтын амжилт нь зөвхөн хууль батлахад бус, харин ангиллын тодорхой байдал, зуучлагчийн хяналт, эрсдэлд суурилсан зохицуулалт, болон институцийн уялдаанаас шууд хамаарч байна.

III БҮЛЭГ. МОНГОЛ УЛСЫН ЭРХ ЗҮЙН ОРЧИН

3.1. Монгол улсын эрх зүйн бүтэц

3.1.1. Монгол Улсын эрх зүйн бүтэц: дижитал хөрөнгө, токенчлолын зохицуулалтын институцийн тогтолцоо

ВХҮҮТХ боловсруулах болсон гол хүчин зүйлсийн нэг нь ФАТФ-ийн стандарт юм. ФАТФ нь 2019 онд шинэ технологийн талаархи 40 зөвлөмжийн 15 дахь зөвлөмж дээр тайлбар тэмдэглэлээ шинэчилж, виртуал хөрөнгө болон ВХҮҮ-д AML/CFT (мөнгө угаах, терроризмыг санхүүжүүлэхтэй тэмцэх) шаардлагыг илүү тодорхой хэрэглэх хүрээг тогтоосон.²² 2019 оны “Public Statement” болон 2022 оны хэрэгжилтийн “Targeted Update” зэрэг баримтуудад улс орнууд ВХҮҮ-ийг бүртгэх, хяналт шалгалт хийх, эрсдэлд суурилсан арга хэмжээ хэрэгжүүлэх шаардлагыг онцолдог.^{23 24}

Монголын Санхүүгийн Мэдээллийн Албаны албан мэдээлэлд ч Монгол Улс ФАТФ-ийн шинэчлэгдсэн шаардлагын дагуу виртуал хөрөнгийн эрх зүйн орчинг бүрдүүлэх шаардлагатай тухай дурдсан байдаг.²⁵

Ийнхүү ВХҮҮТХ 2021 онд нийт 4 бүлэг, 17 зүйл заалтаас бүрдэн батлагдсан. Тус хуулинд ВХҮҮ нь зөвхөн бирж, брокер, хадгаламжийн үйлчилгээ үзүүлэгч, захиалга гүйцэтгэгч, шилжүүлгийн үйлчилгээ эрхлэгч гэх мэт тодорхой ангиллын үйл ажиллагаа эрхлэх тохиолдолд СЗХ-д бүртгүүлэх үүрэгтэй. Ингэснээр дижитал хөрөнгийн зах зээлд өмнө нь тодорхой бус байсан зуучлагчдын үйл ажиллагааг эрх зүйн хувьд ил тод, хяналттай болгож байна.

СЗХ нь ВХҮҮ-ийн үйл ажиллагааны журмаар дамжуулан ВХҮҮ-ийн бүртгэл, хяналт, журам батлах, стандарт тогтоох, эрсдэлийн удирдлага хэрэгжүүлэх зэрэг өргөн хүрээний зохицуулах эрх мэдэлтэй. Тухайлбал, СЗХ нь ВХҮҮ-ийн дотоод засаглал, өөрийн хөрөнгийн шаардлага, мэдээллийн ил тод байдал, хэрэглэгчийн хөрөнгийг хамгаалах, тайлагналын тогтолцоог нарийвчлан зохицуулдаг. Энэ нь Монголын зохицуулалтын тогтолцоонд захиргааны шинжтэй зохицуулалт давамгайлж байгааг илэрхийлнэ. Өөрөөр хэлбэл, хууль нь ерөнхий зарчим тогтоох бол, бодит хэрэгжилтийн нарийвчилсан зохицуулалтыг СЗХ-ны журам, шийдвэр, аргачлал тодорхойлж байна. Энэ нь зах зээлийн хурдан хувьсалтай уялдуулан уян хатан зохицуулалт хийх боломж

²² FATF – The FATF Recommendations

²³ FATF – Public Statement on Virtual Assets and Related Providers (2019)

²⁴ FATF – Targeted Update on Implementation of FATF’s Standards on VAs and VASPs (2022)

²⁵ Монголбанк – Монгол Улсад крипто валютыг зохицуулах хууль эрх зүйн орчинг бий болгохоор ажиллаж байна. Б.Батбаатар. (2021)

олгодог давуу талтай боловч эрх зүйн тодорхой байдлын хувьд зарим эрсдэлийг дагуулдаг.

Монголын эрх зүйн бүтцийн гурав дахь чухал бүрэлдэхүүн хэсэг нь Монголбанк юм. Монголбанк нь үндэсний мөнгөний бодлого, төлбөрийн системийн тогтвортой байдлыг хангах үүрэгтэй бөгөөд цахим мөнгө болон төлбөрийн хэрэгслийг Үндэсний төлбөрийн системийн тухай хуулиар зохицуулдаг. Цахим мөнгө нь зөвхөн Монголбанкны зөвшөөрөлтэй байгууллагаар гаргагдах бөгөөд нэг нэгж нь нэг төгрөгтэй тэнцүү байх хатуу шаардлагатай. Энэ зохицуулалт нь дижитал хөрөнгийн зах зээлд мөнгөн тэмдэгтийн бүрэн эрхийг хамгаалах механизм болж өгдөг. Иймээс тогтворжуулсан койн шинжтэй токenuуд Монголын эрх зүйн орчинд шууд цахим мөнгө гэж тооцогдохгүй бөгөөд зөвхөн тусгай зөвшөөрөл, баталгаажуулалтын шаардлагыг хангаж байж цахим мөнгөний ангилалд шилжих боломжтой.

Монголын эрх зүйн бүтцийн дөрөв дэх бүрэлдэхүүн нь үнэт цаасны зах зээлийн зохицуулалт юм. Үнэт цаасны тухай хууль болон СЗХ-ны холбогдох журмууд нь токenuжуулалтын асуудлыг шууд нэрлэн зохицуулаагүй боловч үнэт цаасны дижитал хэлбэрийг виртуал хөрөнгийн ангиллаас хассан нь чухал ач холбогдолтой. Энэ нь токен нь хувьцаа, бонд, хамтын хөрөнгө оруулалтын хэрэгслийн шинжтэй бол үнэт цаасны зах зээлийн зохицуулалтад шууд хамаарах логик суурийг бүрдүүлдэг. Сүүлийн жилүүдэд Монгол Улсад үнэт цаасны зах зээл дээр блокчэйн технологи турших сэндрокс орчин хөгжиж эхэлсэн нь эрх зүйн бүтэц дэх инновацийн чухал элемент юм. Тухайлбал, үнэт цаасны төвлөрсөн хадгаламжийн байгууллага болон холбогдох байгууллагууд блокчэйн суурилсан арилжаа, бүртгэлийн системийг турших зөвшөөрөл авч, хоёрдогч зах зээлийн арилжаанд туршилтын түвшинд нэвтрүүлсэн нь токenuжуулалтын практик суурь болж байна.

Ийнхүү Монгол Улсын эрх зүйн бүтэц нь гурван үндсэн тулгуур дээр тогтож байна:

- виртуал хөрөнгийн тусгай зохицуулалт (BXYŲtX + C3X)
- төлбөрийн систем ба цахим мөнгөний зохицуулалт (Монголбанк)
- үнэт цаасны зах зээлийн уламжлалт ба дижитал шилжилтийн зохицуулалт

Эдгээр гурван систем нь хоорондоо бүрэн нэгдсэн нэг кодчилсон эрх зүйн орчин биш боловч харилцан огтлолцож, давхар зохицуулалтын шинжтэйгээр дижитал хөрөнгийн экосистемийг бүрдүүлж байна. Энэ нь Монгол Улсын хувьд токenuчлол,

дигитал хөрөнгийн эрх зүйн хөгжил “институцийн давхаргын интеграц” хэлбэрээр явагдаж байгааг илэрхийлнэ.

3.2. Монголын зах зээлийн өнөөгийн байдал

Монгол Улсын дигитал хөрөнгийн зах зээл нь сүүлийн жилүүдэд эрх зүйн орчин тодорхой хэмжээнд бүрдсэн боловч зах зээлийн бүтэц, оролцогчдын зан төлөв, технологийн хэрэглээ, хөрөнгө оруулалтын урсгал нь бүрэн төлөвшөөгүй, туршилтын шинж давамгайлсан хэвээр байна.

Энэхүү нөхцөл байдлыг гурван үндсэн хэмжүүрээр авч үзэх боломжтой. Үүнд: (i) зах зээлийн оролцогчдын бүтэц, (ii) гүйлгээ ба хэрэглээний цар хүрээ, (iii) зохицуулалтын хэрэгжилтийн бодит байдал орно.

3.2.1. Зах зээлийн оролцогчдын бүтэц

Монголын виртуал хөрөнгийн зах зээлд оролцогчдыг үндсэндээ дөрвөн ангилалд хувааж болно.

- Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгч
- Хувь хүн хөрөнгө оруулагч
- Финтек болон технологийн компани
- Зохицуулагч байгууллагууд (СЗХ, Монголбанк, Санхүүгийн Мэдээллийн Алба)

2025 оны 1 дүгээр улирлын байдлаар СЗХ-ны бүртгэлтэй нийт 12 ВХҮҮ бүртгэлтэй байна.

Хүснэгт 3.1 Монгол Улсад бүртгэлтэй ВХҮҮ

№	Хуулийн этгээдийн нэр	Бүртгүүлсэн огноо	Бүртгэлтэй харилцагч	КҮС хийсэн харилцагч
1	“Дигитал Эксчэйнж Монголиа” ХХК	2022.09.21	224,476	86,371
2	“Койн Хаб” ХХК	2022.09.21	205,071	121,478
3	“Айдакс” ХХК	2022.09.21	197,715	134,718
4	“Нэйшнал Трэйшир Бит Секьюрити” ХХК	2022.10.10	13,682	4,977
5	“Корэкс” ХХК	2022.10.10	65,582	30,546
6	“Икс Мета” ХХК	2022.10.10	22,370	11,966
7	“Комплекс Дигитал Экосистем” ХХК	2022.10.10	128,957	53,827

8	“Чойжин Алтекс” ХХК	2022.10.10	1,170	532
9	“Зоос Дижитал Эксчэйнж” ХХК	2022.10.10	2,228	1,183
10	“Капекс капитал” ХХК	2022.11.25	32,905	16,077
11	“Анд дэнөүд” ХХК	2022.11.25	3,535	700
12	“Поверэд Эй Ди Эм” ХХК	2023.01.13	43,289	2,565
	НИЙТ		941,180	464,939

Эх сурвалж: СЗХ-ны 2025 оны эхний хагас улирлын тайлан

Олон улсын жишигт жижиг улс орнууд ихэвчлэн олон зуун бирж, брокертэй байдаг бол Монголын хувьд зохицуулалтын өндөр босго нь зах зээлд нэвтрэх этгээдийн тоог хязгаарласан байдаг. Хувь хүний оролцоо нь ихэвчлэн криптовалют арилжаа, гадаад бирж ашиглах, эсвэл дотоодын ВХҮҮ-үүдээр дамжуулан хөрөнгө оруулах хэлбэртэй байна.

3.2.2. Зах зээлийн хэмжээ ба гүйлгээний чиг хандлага

Монголын дижитал хөрөнгийн зах зээлийн нийт хэмжээ албан ёсны статистикаар бүрэн хэмжигдээгүй боловч олон улсын блокчэйн аналитик платформуудын судалгаанд тулгуурлан дараах ерөнхий чиг хандлагыг тодорхойлж болно.

- Хувь хүмүүсийн крипто хөрөнгө оруулалтын түвшин өсөх хандлагатай
- Stablecoin ашиглалт гадаад гүйлгээ болон арилжаанд давамгайлах шинжтэй
- NFT болон токенжуулсан бүтээгдэхүүнүүд туршилтын шатанд байна
- DeFi хэрэглээ маш бага түвшинд байна

Энэ нь Монголын зах зээл “спекулятив хөрөнгө оруулалтын үе шат”-д байгаа бөгөөд бодит токенжуулсан эдийн засгийн хэрэглээ (real economy tokenization) хараахан бүрэн хөгжөөгүй байгааг харуулж байна.

3.2.3. Зохицуулалтын хэрэгжилтийн бодит байдал

Хуулийн түвшинд ВХҮҮ-ийн зохицуулалт, AML/CFT шаардлага, лицензийн тогтолцоо бүрдсэн боловч хэрэгжилтийн түвшинд дараах сорилтууд ажиглагдаж байна:

- Зах зээлийн боловсрол хангалтгүй
- Хэрэглэгчийн эрсдэлийн ойлголт сул
- Хилийн чанад дахь биржийн хэрэглээ өндөр

- Токен ангиллын маргаан (security vs utility) бүрэн шийдэгдээгүй

Энэ нь Монголын зохицуулалт “de jure өндөр хөгжсөн боловч de facto хөгжиж буй” шинжтэй байгааг илэрхийлдэг.

Хүснэгт 3.2 *Монголын дижитал хөрөнгийн зах зээлийн төлөв байдлын үзүүлэлтүүд (2024–2026)*

Үзүүлэлт	Байдал	Тайлбар
ВХҮҮ-ийн зохицуулалт	Хуульчилсан	СЗХ бүртгэл, лицензийн тогтолцоо үйлчилж байна
Зах зээлд нэвтрэх этгээдийн тоо	Хязгаарлагдмал	Өндөр шаардлагаас шалтгаалж цөөн тоглогчтой
Хувь хүний оролцоо	Дунд–өндөр	Ихэвчлэн гадаад бирж ашиглах хэлбэр давамгайл
Stablecoin хэрэглээ	Өндөр (гадаад гүйлгээ)	Арилжаа, шилжүүлэгт өргөн ашиглагдаж байна
NFT зах зээл	Бага	Туршилтын шинжтэй, тогтвортой экосистем бүрдээгүй
DeFi хэрэглээ	Маш бага	Институцийн болон эрх зүйн орчин сул
Токенжуулсан үнэт цаас	Туршилтын шат	Sandbox орчинд хязгаарлагдмал хэрэгжилттэй
Блокчэйн дэд бүтэц	Хөгжиж буй	ОТС болон туршилтын системүүд ашиглагдаж байна
Эрсдэлийн түвшин	Дунд–өндөр	Зохицуулалт бий боловч зах зээлийн боловсрол сул
Зохицуулалтын хэрэгжилт	Дунд	Хууль батлагдсан ч практик хэрэгжилт жигд биш

3.2.4. Зах зээлийн бүтэц ба хөрөнгө оруулалтын зан төлөв

Монголын зах зээлд ажиглагдаж буй нэг чухал онцлог нь хөрөнгө оруулалтын зан төлөв ихэвчлэн богино хугацааны ашигт чиглэсэн байдаг явдал юм. Энэ нь крипто хөрөнгийн зах зээлийн глобал шинжтэй уялдаж байгаа боловч дотоодын санхүүгийн боловсрол, эрсдэлийн ойлголтын түвшинтэй шууд холбоотой.

Хувь хүмүүсийн хувьд крипто хөрөнгө нь:

- хурдан ашиг олох хэрэгсэл
- валютын ханшийн эрсдэлээс хамгаалах хэрэгсэл
- гадаад зах зээлд нэвтрэх хэрэгсэл гэх мэт олон зорилгоор ашиглагдаж байна.

Гэвч институцийн хөрөнгө оруулалт харьцангуй бага бөгөөд банк, тэтгэврийн сан, даатгалын байгууллагууд крипто зах зээлд шууд оролцохгүй байгаа нь зах зээлийн институцийн гүнзгийрэл сул байгааг харуулна.

3.2.5. Технологийн хэрэглээ ба инновацийн түвшин

Монголын зах зээлд блокчэйн технологи ашиглалт дараах гурван чиглэлд төвлөрч байна:

- Виртуал хөрөнгийн арилжаа
- Үнэт цаасны зах зээлийн туршилтын систем
- Финтек төлбөрийн шийдлүүд

Гэсэн хэдий ч аж ахуйн нэгж, байгууллагын түвшний блокчэйн хэрэглээ хараахан өргөн тархаагүй байна. Энэ нь технологийн бэлэн байдал болон эрх зүйн тодорхойгүй байдлын хосолсон үр дүн юм.

3.2.6. Эрсдэлийн бүтэц

Монголын дижитал хөрөнгийн зах зээлд дараах гол эрсдэлүүд давамгайлж байна:

- Зах зээлийн хэлбэлзлийн эрсдэл
- Луйвар, пирамид схемийн эрсдэл
- Гадаад биржийн хяналтгүй хэрэглээ
- AML/CFT эрсдэл
- Хөрөнгө оруулагчийн хамгаалалтын сул байдал

Эдгээр эрсдэл нь эрх зүйн зохицуулалт байгаа хэдий ч хэрэглэгчийн боловсрол, зах зээлийн институцийн хөгжил хангалтгүй байгаатай холбоотой.

Монголын дижитал хөрөнгийн зах зээл нь эрх зүйн хувьд бүрэлдэн тогтсон боловч эдийн засгийн болон институцийн хувьд хөгжлийн эхний шатанд байна. Зах зээл нь өндөр зохицуулалттай боловч бага хэмжээний, төвлөрсөн бүтэцтэй бөгөөд хэрэглээ нь ихэвчлэн гадаад бирж, спекулятив хөрөнгө оруулалтад чиглэсэн хэвээр байна. Ийм нөхцөлд токенчлол болон дижитал хөрөнгийн цаашдын хөгжил нь зөвхөн хууль эрх зүйн орчноос бус, санхүүгийн боловсрол, институцийн чадавх, технологийн дэд бүтцийн хөгжилтэй шууд хамаарах нь тодорхой байна.

3.3. Монголд шийдвэрлэгдсэн жишээ шүүхийн шийдвэрүүд

Монгол Улсад “Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчийн тухай хууль” батлагдсанаар зохицуулалтын суурь хүрээ бий болсон боловч хэрэгжилтийн түвшинд (i) тодорхой стандартыг хуульчилсан түвшинд нарийвчлан тогтоогоогүй байх, (ii) ерөнхий үүргийг журмаар “дүүргэж” хэрэгжүүлэх механизм давамгайлах, (iii) улмаар маргаан үүсэхэд шүүх энэ залгаас механизмыг зөвшөөрөх эсэх, ямар шалгуураар үнэлэх зэрэг асуудал бодит кейс дээр төвлөрөн гарч ирж байна.

Энэхүү хэсэгт Монголын шүүхийн практикт гарсан гурван жишиг шүүхийн шийдвэрийг тус бүрийг салган авч үзлээ.

3.3.1. Кейс 1

Шүүхийн акт ба хэргийн нөхцөл байдал

Нийслэлийн Эрүүгийн хэргийн давж заалдах шатны шүүхийн магадлал №2025/ДШМ/563, 2025.05.13 (индекс 2309003490456).

Хэрэгт яллагдагч А.С нь компанийн удирдлагын түвшинд олж авсан “виртуал хөрөнгийн үнэ цэнэд нөлөөлөх, нийтийн хүртээл болоогүй мэдээлэл”-ийг ашиглан тодорхой хугацаанд олон удаагийн гүйлгээгээр токен худалдан авах/зарах хэлбэрээр арилжаанд оролцсон гэх нөхцөл тусгагдсан.

Нотлох баримтын түвшинд анхаарал татах онцлог нь виртуал хөрөнгийн зах зээлд түгээмэл тохиолддог “нотлох баримтын гол бүрдэл” (ICO-д оролцогчдын жагсаалт, биржийн хэтэвчийн түгжээтэй/түгжээгүй байршуулалт, танилцуулга баримт бичиг зэрэг) хэрэгт бодитоор орж ирсэн явдал юм. Тухайлбал, “Coin hub” ХХК-аас тухайн койны ICO-д оролцсон харилцагчдын жагсаалт, хэтэвчинд түгжээтэй байршуулсан эсэх баримт, мөн тухайн койны танилцуулгад байсан токеномиксын мэдээлэл бодит хуваарилалттай зөрсөн гэх нөхцөл багтсан нь кейсийн бодит суурь болж байна. Энд токеномиксийн “TEAM” хэсэгт үүсгэн байгуулагчдад олгох койныг олон жилийн түгжээтэй хадгална гэж тусгасан атлаа бодит олголт/байршуулалтын хэв шинж нь уг мэдээлэлтэй нийцээгүй гэх утгаар тэмдэглэгдсэн нь маргааны материаллаг үндэс болжээ

Гол эрх зүйн асуудал ба шүүхийн тайлбар

Энэ кейс дээр эрүүгийн гэмт хэргийн зүйлчлэлээс гадна white paper (виртуал хөрөнгийн танилцуулга) гэдэг баримт бичгийн эрх зүйн ач холбогдол, мэдээллийн функц хэрхэн ойлгогдож буй нь чухал цэг болон гарч ирдэг. Шүүхийн шийдвэрт white paper нь тухайн виртуал хөрөнгийн ирээдүйн эзэмшигчдэд бүтээгдэхүүний онцлог, зорилго, эрсдэл зэрэг мэдээлэл өгөх зорилготой бөгөөд зорилго, алсын хараа, бүтээгдэхүүний танилцуулга, давуу тал, хуваарилалт, зарцуулалтын төлөвлөгөө, технологийн танилцуулга, боломж/үр өгөөж, эрсдэлийн тухай мэдээлэл зэрэг агуулгыг багтаах шаардлагатай гэж тайлбарласан хэсэг оржээ.

Мөн гэрчийн мэдүүлгээр white paper-ийг уламжлалт санхүүгийн систем дэх IPO үеийн үнэт цаасны танилцуулгатай төстэй хэмээн зүйрлэсэн нь нэг талаас зах зээлийн зан төлөвийг тайлбарлаж (хөрөнгө оруулагчид токеномиксийн мэдээлэл, төсөл хэрэгжих

хүлээлтэд тулгуурлан шийдвэр гаргах), нөгөө талаас мэдээллийн баримт бичгийн зохицуулалтын түвшин хангалттай эсэх асуултыг эрх зүйн талбар руу шилжүүлж байна. Өөрөөр хэлбэл, white paper нь “сурталчилгаа” төдий бус, эрсдэлийн мэдээлэл, мэдэгдэл, хуваарилалт/түгжээний нөхцөл зэрэг нь тухайн хөрөнгийн үнэ цэнэ, хөрөнгө оруулагчийн хүлээлтэд шууд нөлөөлөх гол эх сурвалж гэдэг ойлголт практикт илэрч байна.

Кейсийн дүгнэлт

Кейс 1-ээс гарч буй үндсэн дүгнэлт нь: white paper-ийн нөлөө бодитой өндөр боловч түүний агуулгад тавигдах хуульчилсан стандарт тодорхой бус хэвээр байгаа нь маргаан үүсгэх томоохон шалтгаан болж байна. Хэрэгт гэрчийн мэдүүлгийн хүрээнд “white paper-т дурдагдсан төслүүд 100% хэрэгжинэ гэсэн баталгаа байхгүй гэх эрсдэлийн анхааруулгыг заавал оруулах тухай хуульд зохицуулалт байхгүй” гэж дурдсан нь хууль, эрх зүйн хүрээнд тодорхой зохицуулагдаагүй гэдгийг шууд байдлаар нотлох баримт болж харагдана.

Эндээс шинжилгээний хувьд хоёр үр дагавар тодорно. Нэгдүгээрт, стандарт тодорхойгүй үед зах зээлд оролцогч бүр white paper-ийг өөр өөр хэмжүүрээр бэлтгэж, эрсдэлийн мэдээлэл зарим тохиолдолд хэт ерөнхий, зарим тохиолдолд дутуу байх боломж нэмэгдэнэ. Хоёрдугаарт, маргаан шүүхэд очиход “хангалттай анхааруулсан эсэх”-ийг үнэлэх нэг мөр шалгуур сул байснаар шүүхийн үнэлэмж кейс бүрээр хэлбэлзэх эрсдэл бий болно.

Мөн токеномиксийн амлалт ба бодит хуваарилалт зөрөх нөхцөл нь зөвхөн захиргааны маргаан биш, эрүүгийн хариуцлагын хүрээнд хүртэл “төөрөгдүүлсэн мэдээлэл” эсэх маргааны суурь болж болохыг энэ кейс харуулж байна. Иймд хууль, эрх зүйн зохицуулалтын асуудал нь “баримт бичигт юу бичих вэ?” гэдэг техникийн түвшинд бус, мэдээллийн ил тод байдал, хөрөнгө оруулагчийн хамгаалалт, нотлох баримтын үнэлгээ зэрэг өргөн хүрээнд нөлөөлөхүйц бодлогын асуудал болж хувирч байна.²⁶

3.3.2. Кейс 2

Шүүхийн акт ба маргааны хүрээ

Нийслэл дэх Захиргааны хэргийн анхан шатны шүүхийн шийдвэр №128/ШШ2025/0331, 2025.05.08 (индекс 128/2025/0215/3).

²⁶ Нийслэлийн Эрүүгийн хэргийн давж заалдах шатны шүүхийн магадлал №2025/ДШМ/563, 2025.05.13 (индекс 2309003490456), shuukh.mn

Гомдол гаргагч нь Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгч болох А***** ХХК, хариуцагч нь СЗХ-ны холбогдох нэгжийн улсын байцаагч. Маргаан нь улсын байцаагчийн 2025.01.29-ний 20,000,000 төгрөгийн торгууль болон “зөрчлийн үр дагаврыг арилгуулах” даалгаврыг хүчингүй болгуулах тухай.

Маргаан үүсэхэд нөлөөлсөн нөхцөл нь иргэний гомдлоор шалгалт эхэлсэн явдал бөгөөд уг гомдолд токен гаргагчийн эцсийн өмчлөгчийн мэдээлэл буруу/дутуу өгсөн, мэдээлэл нуун дарагдуулсан, СЗХ-д бүрэн бус мэдээлэл өгсөнөөр мөнгө угаах эрсдэл үүсгэж болзошгүй, мөн аудитын дүгнэлт бүхий санхүүгийн тайланг ил болгоогүй, өргөдөл гомдолд хугацаанд нь хариу өгөөгүй гэх агуулга тусгагдсан байдаг.

Гол эрх зүйн асуудал ба шүүхийн үндэслэлийн бүтэц

Энэ кейсийн эрх зүйн гол цөм нь Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчийн тухай хуулийн 8.1.1-д заасан ерөнхий үүргийг (үйл ажиллагаагаа эхлүүлэхээс өмнө болон эрхлэхдээ хуульд заасан болон Хорооноос тогтоосон шаардлагыг бүрэн хангаж ажиллах) журамд заасан нарийвчилсан шаардлагаар хэмжиж, түүнийг биелүүлээгүй тохиолдолд зөрчлийн хариуцлага тооцох үндэслэлтэй эсэх асуудал юм.

Анхан шатны шүүхийн үндэслэлд “Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчийн тухай хуулийн 8.1.1 болон Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчийн үйл ажиллагааны журам” гэсэн холболт тод харагддаг. Тухайлбал, Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчийн үйл ажиллагааны журамд харилцагчийн өргөдөл, гомдолд ажлын 7 өдрийн дотор хариу хүргүүлэх, виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчийн сүүлийн нэг жилийн санхүүгийн тайлан, аудитын байгууллагын дүгнэлтийг ил тод мэдээлэх зэрэг тодорхой үүргийг заасан; эдгээрийг биелүүлээгүй нь Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчийн тухай хуулийн 8.1.1-ийн “шаардлагыг бүрэн хангаж ажиллах” ерөнхий үүргээ биелүүлээгүйд тооцогдоно; улмаар Зөрчлийн тухай хуулийн холбогдох зохицуулалтаар торгууль ногдуулах нь үндэслэлтэй гэж дүгнэсэн байна.

3.3.3. Кейсийн дүгнэлт

Кейс 2-оос гарч буй гол дүгнэлт нь: Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчийн тухай хуулийн 8.1.1 шиг ерөнхий үүрэг нь практикт дангаараа “шалгуур” болж ажиллахгүй бөгөөд түүнийг СЗХ-ны журам, шаардлагаар дамжуулан бодит үүрэг болгон хувиргаж, улмаар зөрчлийн хариуцлагын үндэс болгож байна. Өөрөөр хэлбэл, маргаан “хуульд яг юу гэж нарийвчилсан бэ?” гэх асуултаас илүү хууль ерөнхий үүрэг тогтоож, журам нарийвчилсан стандарт тогтоосон бөгөөд үүнийг биелүүлээгүй тул хариуцлага хүлээлгэнэ гэсэн бүтцээр шийдэгдэж буйг анхан шатны шийдвэр баталгаажуулжээ.

Энэ бүтэц нь зохицуулалтын уян хатан байдлыг хангах давуу талтай ч эрх зүйн шинжилгээний өнцгөөс урьдчилан таамаглах чадвар (комплаенсын хүрээ хаанаас хаа хүртэл вэ?), эрх зүйн тодорхой байдал(торгуулах эрсдэл ямар үйлдэл дээр үүсэх вэ?) зэрэг асуудлыг хурцатгах боломжтой. Тухайлбал, зах зээлд оролцогчийн хувьд зөвхөн хууль унших нь хангалтгүй болж, журам, тогтоол, шаардлагын нийлбэрийг тасралтгүй дагаж мөрдөх өндөр шаардлага үүснэ. Үүний улмаас маргааны гол шугам “журам зөрчсөн нь хууль зөрчсөнд тооцогдох уу?” гэсэн асуултаар дахин дахин үүсэх суурь нөхцөл бий болж байна.²⁷

Дүгнэлт

2025 оны 12 сарын байдлаар Монгол Улсын дижитал хөрөнгө, токенжуулалтын эрх зүйн орчин нь “виртуал хөрөнгө”, “цахим мөнгө (e-money)”, “дижитал үнэт цаас/капиталын зах зээл” гэсэн гурван үндсэн багц зохицуулалтад хуваагдан хөгжиж байна. Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчийн тухай хууль нь СЗХ-ны бүртгэл, хяналт шалгалт, засаглал, тайлагналын зохицуулалтыг бий болгож, зохицуулалтын хүрээнээс гадуур “бирж/зуучлал” хийх орон зайг хумих чиг баримжаатай. Үндэсний төлбөрийн системийн тухай хууль, цахим мөнгөний журам нь Монголбанкны зөвшөөрөлтэй төлбөрийн хэрэгслийн хүрээг тогтоож, крипто-активыг шууд төлбөрийн хэрэгсэл болгохтой холбоотой эрсдэлийг удирдах суурь болдог. Токенжуулалтын хувьд “үнэт цаасны дижитал хэлбэр” нь виртуал хөрөнгийн тодорхойлолтоос хасагдсан тул капиталын зах зээлийн зохицуулалт, sandbox туршилтын орчин, дэд бүтцийн шинэчлэлийн шугамаар илүү бодитоор урагшилж эхэлсэн дүр зураг ажиглагдана.

Цаашдын бодлогын гол сорилт нь токен ангиллын практик шалгуурыг тодорхой болгох, хэрэглэгчийн хамгаалалт ба кибер аюулгүй байдлын стандартыг өндөржүүлэх, AML/CFT хэрэгжилтийн технологийн чадавхыг нэмэгдүүлэх, мөн токенжуулсан үнэт цаасны дэд бүтцийг туршилтаас жишиг болгон төлөвшүүлэх явдал байна.

3.4. Ганцаарчилсан ярилцлагын арга

Энэхүү хэсэгт судалгааны зорилгыг дэмжих үүднээс мэргэжилтэнтэй хийсэн ярилцлагыг танилцуулна. Ярилцлага нь виртуал хөрөнгийн зохицуулалтын хэрэгжилт, зах зээлийн практикт илэрч буй бэрхшээл, эрсдэл, мөн зохицуулалт бодит амьдрал дээр хэрхэн ажиллаж буй талаар мэргэжлийн байр суурийг тодруулахад чиглэв.

²⁷ Нийслэл дэх Захиргааны хэргийн анхан шатны шүүхийн шийдвэр №128/ШШ2025/0331, 2025.05.08 (индекс 128/2025/0215/3), shuukh.mn.

Энэ хүрээнд OBOT токеныг гаргасан Obortech компанийн үүсгэн байгуулагч, гүйцэтгэх захирал Б.Тамиртай чөлөөт хэлбэрийн ярилцлага хийлээ. OBOT токен нь Obortech-ийн “Smart Hub” экосистемийн хүрээнд ашиглагдах utility токен бөгөөд Ethereum дээрх ERC-20 токен юм.

Асуулт 1. Койн гаргахад хууль, эрх зүйн үүднээс ямар хүндрэлүүд тулгарч байсан талаар тайлбарлана уу?

Б. Тамир: *“Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчийн тухай хууль 2022 онд батлагдахаас өмнө Монгол Улсад энэ салбарын эрх зүйн орчин тодорхойгүй байсан. Тухайн үед төрөөс дэмжих үү, эсвэл хориглох уу гэдэг байр суурь ойлгомжгүй байлаа. 2021 онд криптовалютын зах зээл маш идэвхжиж, мэргэжлийн болон мэргэжлийн бус олон хүн койн гаргасан. Зарим нь бодит технологийн төсөл хэрэгжүүлэх зорилготой байсан бол зарим нь зөвхөн хөрөнгө босгох зорилготой ажилласан. Үүний улмаас олон хүн санхүүгийн хохирол амссан бөгөөд СЗХ болон шүүхэд олон гомдол гарсан. Үүнээс шалтгаалан 2022 онд батлагдсан хууль нь хөрөнгө оруулагчийг хамгаалах чиглэлд илүү төвлөрсөн, нэлээд хатуу зохицуулалттай болсон. Гэвч энэ нь технологид суурилсан стартап болон инновацлаг төслүүдэд хүндрэл учруулж байна. Ялангуяа тайлагнал, мэдээллийн өндөр шаардлага тавигддаг болсон тул крипто чиглэлээр шинэ төсөл хэрэгжүүлэх сонирхол буурсан. 2022 оноос хойш Монголд энэ чиглэлээр томоохон шинэ төсөл бараг гараагүй гэж хэлж болно.”*

Асуулт 2. Монголын Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчийн тухай хууль үйлчилгээ үзүүлэгчийг бүртгэж, хянах тал дээр төвлөрдөг. Үүнийг та хэрхэн харж байна вэ?

Б.Тамир: *“Монголын зохицуулалт үндсэндээ виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгч буюу биржүүдэд төвлөрдөг. Үүний гол зорилго нь мөнгө угаах болон терроризмыг санхүүжүүлэх эрсдэлийг бууруулах юм. Монгол Улс FATF-ийн шаардлагыг хангах хүрээнд ийм зохицуулалт хэрэгжүүлж байгаа. Миний бодлоор виртуал хөрөнгийг бүхэлд нь хэт зохицуулах нь технологийн хөгжлийг хязгаарлах эрсдэлтэй. Харин бэлэн мөнгө виртуал хөрөнгө болох болон виртуал хөрөнгө бэлэн мөнгө болж хөрвөх хэсэгт хяналт тавих нь илүү оновчтой. Койн гаргагчдын хувьд хамгийн том хүндрэл нь биржийн шалгуур болон бүртгэлийн шаардлагыг хангах асуудал байдаг.”*

Асуулт 3. Бусад улсуудын жишгийн дагуу дижитал хөрөнгө, токеныг эдийн засгийн чиг үүргээр нь ангилах талаар таны байр суурь?

Б.Тамир: “Сүүлийн жилүүдэд дэлхий нийт виртуал хөрөнгөд хандах хандлагаа өөрчилж байна. Өмнө нь ихэнх улс орон хязгаарлах тал руугаа байсан бол одоо дэмжих бодлого давамгайлах болсон. Ялангуяа АНУ зэрэг орнууд криптовалюта болон блокчэйн технологийг эдийн засгийн шинэ боломж гэж харж эхэлсэн. Одоогоор stablecoin болон real world asset tokenization буюу бодит хөрөнгийг токенжуулах чиглэлүүд хамгийн их анхаарал татаж байна. Stablecoin нь төв банкуудын сонирхлыг татаж байгаа бол бодит хөрөнгийг токенжуулах чиглэл нь хөрөнгө оруулалтын сан болон хувийн хэвилийн сонирхлыг ихээр татаж байна. Цаашид үл хөдлөх хөрөнгө, үнэт эдлэл зэрэг бодит хөрөнгийг блокчэинтэй холбох чиглэл давамгайлах төлөвтэй байна.”

Асуулт 4. Криптовалютын мөн чанарыг хадгалж үлдэхийн тулд юуг зохицуулж, юуг зохицуулахгүй байх нь зөв гэж үзэж байна вэ?

Б.Тамир: “Криптовалютын гол үнэ цэнэ нь төвлөрсөн бус, хил хязгааргүй, хэрэглэгчийн шууд оролцоонд суурилсан шинэ чанарт оршдог. Хэрэв хэт хатуу зохицуулалт хийвэл криптовалютын үндсэн философи болон зах зээлийн итгэл алдагдах эрсдэлтэй. Гэхдээ бүрэн зохицуулалтгүй орхиж болохгүй. Учир нь мөнгө угаах болон хууль бус мөнгөн урсгалын эрсдэл өндөр байдаг. Тиймээс зохицуулалтын зөв тэнцвэрийг олох шаардлагатай. Миний бодлоор мөнгө угаах болон терроризмыг санхүүжүүлэхтэй холбоотой шаардлагыг түлхүү зохицуулах нь илүү оновчтой.”

Асуулт 5. Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчийн тухай хуульд ямар өөрчлөлт оруулах шаардлагатай гэж үзэж байна вэ?

Б.Тамир: “Одоогийн хууль технологийн компаниудад хэт хатуу орчин бүрдүүлж байна. Тиймээс стартап болон инновацлаг төслүүдийг дэмжих, илүү уян хатан орчин бий болгох чиглэлд хууль хөгжих шаардлагатай гэж үзэж байна. Ялангуяа тайлагнал болон мэдээллийн өндөр шаардлага нь шинэ төсөл хэрэгжүүлэх сонирхлыг бууруулж байгаа. Тиймээс зохицуулалтын гол анхаарлыг мөнгө угаах эрсдэлд төвлөрүүлж, бусад шаардлагыг харьцангуй хөнгөвчлөх шаардлагатай.”

Таны туршлагаар хамгийн их хохирол хаанаас гардаг вэ?

Б.Тамир: “Криптовалютын зах зээл дэх хамгийн том эрсдэл нь хөрөнгө оруулагчийн мэдлэг, мэдээлэл дутмаг байдалтай холбоотой байдаг. Хөрөнгө оруулагчид өндөр ашигтай зэрэгцэн өндөр эрсдэл дагалддаг гэдгийг ойлгож, хөрөнгөө төрөлжүүлэх, эрсдэлийг тооцоолох мэдлэгтэй байх шаардлагатай. Мөн Монгол Улс энэхүү технологийн хөгжлөөс хоцрох нь өөрөө эдийн засгийн эрсдэл үүсгэж болзошгүй. Зах

зээлд оролцогчдын мэдлэг, ойлголт сайжрах тусам чанаргүй болон луйврын шинжтэй төслүүдийг зах зээл өөрөө ялгах боломжтой болно.”

ДҮГНЭЛТ

Энэхүү судалгааны ажил нь блокчэйн технологид суурилсан дижитал хөрөнгө, токенчлолын эрх зүйн зохицуулалтын онол-практикийн суурь асуудлыг тодорхойлж, олон улсын зохицуулалтын хандлагыг харьцуулан шинжилсний үндсэн дээр Монгол Улсад токенчлол нэвтрүүлэх боломж ба эрсдэлийг үнэлж, цаашдын зохицуулалтын оновчтой чиглэл боловсруулах зорилгыг хэрэгжүүлэв. Судалгааны явцад дижитал хөрөнгийг “нэг мөр, нэг хэлбэрийн” объект мэт үзэх нь зохицуулалтын алдаа, эрх зүйн тодорхой бус байдлыг үүсгэдэг болох нь тогтоогдсон бөгөөд харин эдийн засгийн үүрэг, эрхийн мөн чанар, үйлчилгээний хэлбэр, эрсдэлийн түвшинд суурилсан ангилал нь үр нөлөөтэй зохицуулалтын зайлшгүй нөхцөл болох нь харагдав. Иймээс дижитал хөрөнгө, токен, токенчлолын тухай маргааны гол цөм нь технологийн нэршил бус, токен эзэмшигчид ямар эрх олгож байгаа, тухайн эрх гуравдагч этгээдийн эсрэг хэрхэн хүчин төгөлдөр болох, эрсдэлийн үр дагавар хэнд ногдох зэрэг эрх зүйн үндсэн үр дүнг (asset-law outcomes) тодорхой болгох асуудал юм.

Онолын түвшинд дижитал хөрөнгө нь биет бус шинжтэй ч хөрөнгийн эрх зүйн уламжлалт зорилгууд болох өмчлөл, эзэмшил, захиран зарцуулалт, шилжилтийн баталгаат байдал, гуравдагч этгээдийн найдах боломж, хамгаалалтын үр нөлөө, төлбөрийн чадваргүй байдлын үед эрхийн хувь заяа зэрэг суурь чиг үүргийг хангах шаардлагыг хэвээр хадгалдаг. Токенчлол нь эдгээр чиг үүргийг “технологийн баталгаагаар” орлуулах хандлагатай боловч технологийн баталгаа нь өөрөө эрх зүйн баталгаа болж хувирахын тулд хууль эрх зүйн хүрээ нь цахим бүртгэл, “хяналт” (control), кастоди, шилжүүлгийн эцэслэл зэрэг ойлголтод тодорхой эрх зүйн үр дагавар холбож өгөх шаардлагатай нь илэрхий болсон. Үгүй тохиолдолд токены бүртгэл ба суурь эрхийн хооронд “зөрүү” үүсч, зах зээл ажиллагааны хувьд хурдтай боловч эрх зүйн хувьд хэврэг байх бодит эрсдэл нэмэгдэнэ. Энэ дүгнэлт нь токенчлолыг зөвхөн инновацын бүтээгдэхүүн гэж бус, өмчийн эрх, гэрээний эрх, үнэт цаасны эрх зүй, төлбөрийн систем, дампуурал, татвар, хэрэглэгчийн хамгаалалтын нийлмэл огтлолцол гэж үзэх шаардлагыг нотолж байна.

Олон улсын зохицуулалтын харьцуулалт нь “үр нөлөөтэй зохицуулалт” ямар элементүүд дээр тогтдог талаар тодорхой зураглал өгсөн. Нэгдүгээрт, эрх зүйн тодорхойлолт ба ангиллыг бодит хэрэглээ, эдийн засгийн функцэд тулгуурлан тогтоосон улс орнууд зах зээлийн итгэлцэл, хэрэгжилтийн чанарын хувьд давуу байр суурьтай байна. Хоёрдугаарт, зуучлагч байгууллага буюу үйлчилгээ үзүүлэгчдийн (бирж,

кастодиан, брокер, хөрөнгө шилжүүлэх үйлчилгээ гэх мэт) зохицуулалтыг лиценз, засаглал, тайлагнал, дотоод хяналт, хэрэглэгчийн хөрөнгийн хамгаалалт, кибер аюулгүй байдлын стандарттай уялдуулан төвлөрүүлсэн тохиолдолд залилан, үйл ажиллагааны доголдлоос үүсэх эрсдэл буурах хандлагатай. Гуравдугаарт, стэйблкойн зэрэг “мөнгө-төлбөрийн шинж” илүү хүчтэй ангиллыг тусгайлан үнэлж, нөөц хөрөнгө, эргүүлэн авах эрх, ил тод тайлагнал зэрэг шаардлагыг тодорхой болгосноор төлбөрийн систем, хэрэглэгчийн итгэлцэл, санхүүгийн тогтвортой байдалд учрах дарамтыг бууруулах боломжтой нь ажиглагдсан. Дөрөвдүгээрт, үнэт цаасны токенчлол буюу капиталын зах зээлийн дижиталчлалыг тусгай “туршилтын орчин”, үе шаттай зөвшөөрөл, зах зээлийн дэд бүтцийн шинэчлэлтэй хослуулах нь инновацыг хориглолгүйгээр эрсдэлийг удирдах бодлогын оновчтой хэрэгсэл болох нь харагдав.

Монгол Улсын хувьд 2025 оны эцсийн байдлаарх зохицуулалтын зураглал нь дижитал хөрөнгө, токенчлолыг нэг багц хуулиар бүрэн “нэг мөр” зохицуулах түвшинд хараахан хүрээгүй ч бодитой гурван сувагт хөгжиж буйг судалгаа тогтоов. Үүнд виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчийн тухай хуульд суурилсан үйлчилгээ үзүүлэгчдийн бүртгэл, хяналтын хүрээ; Үндэсний төлбөрийн систем болон цахим мөнгөний зохицуулалтын хүрээнд төлбөрийн хэрэгслийн зөвшөөрөл, эрсдэлийн удирдлага; мөн үнэт цаасны зах зээлийн зохицуулалт, туршилтын орчинд тулгуурласан дижитал үнэт цаас, токенчлолын дэд бүтцийн чиглэл зэрэг багтана. Энэ гурван сувагт хуваагдсан бүтэц нь нэг талаас эрсдэлийг салгаж удирдах боломж олгож байгаа боловч нөгөө талаас токены ангилал, зохицуулагчдын эрх хэмжээний зааг, хэрэглэгчийн хамгаалалтын нэг мөр стандарт зэрэг асуудал дээр “зохицуулалтын завсар” үүсгэх эрсдэлийг дагуулж байна.

Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчийн тухай хууль нь үйлчилгээ үзүүлэгчдийн үйл ажиллагааг зохицуулалтын хүрээнд оруулж, бүртгэлгүй этгээдээр үйлчилгээ үзүүлэх орон зайг хумих чиг баримжаатай бөгөөд зах зээлд хамгийн тод “дохио” өгсөн эрх зүйн алхам гэж үнэлэгдэв. Гэвч энэ зохицуулалтын бодит үр нөлөө нь AML/CFT хэрэгжилтийн технологийн чадавх, хяналт шалгалтын аргачлал, өгөгдөл солилцоо, олон улсын хамтын ажиллагаа зэрэг гүйцэтгэлийн хүчин зүйлээс өндөр хамаарах нь тодорхой байна. Мөн токен гаргалт, мэдээллийн ил тод байдал, хөрөнгө оруулагчийн хамгаалалттай холбоотой баримт бичгийн стандарт (white paper зэрэг) нэг мөр биш нөхцөлд маргаан үүсэхэд нотлох баримтын үнэлэмж хэлбэлзэх, төөрөгдүүлсэн мэдээлэлтэй холбоотой хариуцлагын хүрээ тодорхой бус байх эрсдэл ажиглагдсан нь кейсийн түвшинд баталгаажив.

Судалгаагаар Монгол Улсад токенчлолыг эдийн засгийн бодит боломж гэж үзэх хангалттай үндэслэл байна. Энэ боломж нь хөрөнгө оруулалтын шинэ урсгал татах, хөрөнгө оруулалтын босгыг бууруулах замаар зах зээлд оролцогчдын хүрээг тэлэх, финтек болон технологийн гарааны бизнесийн экосистемийг бойжуулах, капиталын зах зээлийн дэд бүтцийг шинэчилж үр ашгийг нэмэгдүүлэх зэрэг үр нөлөөгөөр тодорхойлогдоно. Гэхдээ боломжийн зэрэгцээ мөнгө угаах, терроризмыг санхүүжүүлэх эрсдэл, залилан ба пирамид шинжтэй схем, хэрэглэгчийн мэдээллийн тэгш бус байдал, зах зээлийн үнийн хэт савалгаа, кибер халдлага, кастодийн доголдол, мөн токен ба суурь эрхийн “хоёр давхаргат” бүтэцтэй холбоотой эрх зүйн зөрүү зэрэг системийн эрсдэлүүд бодитоор оршиж байна.

САНАЛ ЗӨВЛӨМЖ

Монгол Улсад дижитал хөрөнгө, токенчлолын зохицуулалтыг хөгжүүлэхдээ эрх зүйн тодорхой байдал, технологийн саармаг хандлага, эрсдэлд суурилсан хяналт, хэрэглэгчийн хамгаалалт, олон улсын стандарттай нийцлийг үндсэн зарчим болгох шаардлагатай.

Юуны өмнө дижитал хөрөнгө, токены нэр томьёо, ангиллыг тодорхой болгох нь зүйтэй. Дижитал хөрөнгийг зөвхөн технологийн хэлбэрээр бус, эдийн засгийн үүрэг, эрхийн агуулгаар нь ангилж, төлбөрийн токен, хэрэглээний токен, хөрөнгө оруулалтын шинжтэй токен, хөрөнгөөр баталгаажсан токен, үнэт цаасны токенчлол зэрэг ангиллын шалгуурыг тогтоох шаардлагатай. Энэ нь аль хууль үйлчлэх, аль байгууллага хяналт тавих, хэрэглэгчийг хэрхэн хамгаалах асуудлыг тодорхой болгоно.

Мөн виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчдийн лиценз, бүртгэлээс гадна эрсдэлийн удирдлага, засаглал, кибер аюулгүй байдал, хэрэглэгчийн хөрөнгийг тусгаарлан хадгалах шаардлагыг нарийвчлах хэрэгтэй. Кастодийн үйлчилгээний хувьд хэрэглэгчийн хөрөнгийг үйлчилгээ үзүүлэгчийн хөрөнгөөс тусгаарлах, түлхүүрийн менежмент, даатгал буюу эрсдэлийн сан, халдлага гарсан тохиолдолд хариуцлага хүлээлгэх механизмыг үе шаттай нэвтрүүлэх нь зүйтэй.

AML/CFT-ийн хүрээнд Санхүүгийн зохицуулах хороо, Санхүүгийн мэдээллийн алба, Монголбанк болон хууль сахиулах байгууллагуудын мэдээлэл солилцоо, эрсдэлийн үнэлгээ, хяналтын аргачлалыг сайжруулах шаардлагатай. Хяналтыг бүх гүйлгээнд бус, харин фиат мөнгө болон виртуал хөрөнгийн хөрвүүлгийн суваг, зохицуулалттай бирж, кастодиан зэрэг эрсдэл төвлөрөх цэгүүдэд чиглүүлэх нь илүү үр дүнтэй.

Хэрэглэгч, хөрөнгө оруулагчийн хамгаалалтыг хангахын тулд токен санал болгох үеийн мэдээллийн доод стандарт, white paper-ийн агуулга, эрсдэлийн анхааруулга, ашиг өгөөжийн амлалтад тавих хязгаарлалт, маргаан шийдвэрлэх механизмыг тодорхой болгох хэрэгтэй. Түүнчлэн стэйблкойн болон төлбөрийн шинжтэй токеныг цахим мөнгө, төлбөрийн хэрэгслийн зохицуулалттай уялдуулж, нөөц хөрөнгө, эргүүлэн авах эрх, хэрэглэгчийн мөнгөн хөрөнгийн хамгаалалтыг тусгайлан зохицуулах шаардлагатай.

Бодит хөрөнгө болон үнэт цаасны токенчлолын хувьд токены ард ямар эрх байгаа, тухайн эрх хэрхэн хэрэгжих, маргаан үүсвэл хэрэглэгч хэрхэн хамгаалагдахыг тодорхой болгох нь чухал. Үнэт цаасны токенчлолын туршилтын орчныг зөвхөн технологи шалгах

хэрэгсэл бус, эрх зүйн үр дагаврыг туршиж, цаашдын жишиг стандарт боловсруулах талбар болгон ашиглах нь оновчтой.

Иймд богино хугацаанд ангиллын тайлбар, мэдээллийн стандарт, AML/CFT хэрэгжилт, кибер аюулгүй байдлын доод шаардлага, гомдол шийдвэрлэх сувгийг бүрдүүлэх шаардлагатай. Дунд хугацаанд кастоди, хөрөнгийн тусгаарлалт, татвар-бүртгэлийн тодорхой байдлыг сайжруулж, урт хугацаанд дижитал хөрөнгийн зохицуулалтыг олон улсын чиг хандлагад нийцсэн, уян хатан, цогц тогтолцоо болгон хөгжүүлэх нь зүйтэй.

Ингэснээр Монгол Улсад дижитал хөрөнгө, токенчлолын эрх зүйн орчин нь инновацыг дэмжихийн зэрэгцээ хэрэглэгчийн эрхийг хамгаалсан, эрсдэлийг бодитоор удирдсан тогтолцоо болж төлөвших боломжтой.

НОМ ЗҮЙ

Эрх зүйн сурвалж

1. Захиргааны хэргийн давж заалдах шатны шүүхийн 2025 оны 06 сарын 19-ний өдрийн 221/МА2025/0427 дугаар магадлал, индекс 128/2025/0215/3, shuukh.mn.
2. Монгол Улсын хууль, Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчийн тухай хууль, 2021 он.
3. Монгол Улсын хууль, Мөнгө угаах болон терроризмыг санхүүжүүлэхтэй тэмцэх тухай хууль, 2013 он.
4. Монгол Улсын хууль, Үндэсний төлбөрийн системийн тухай хууль, 2017 он.
5. Нийслэл дэх Захиргааны хэргийн анхан шатны шүүхийн 2025 оны 05 сарын 08-ны өдрийн 128/ШШ2025/0331 дугаар шийдвэр, индекс 128/2025/0215/3, shuukh.mn.
6. Нийслэлийн Эрүүгийн хэргийн давж заалдах шатны шүүхийн 2025 оны 05 сарын 13-ны өдрийн 2025/ДШМ/563 дугаар магадлал, индекс 2309003490456, shuukh.mn.
7. Санхүүгийн зохицуулах хороо, Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчийн “мэргэжлийн холбоо”-нд тавигдах шаардлагын журам, 2021 он.
8. Санхүүгийн зохицуулах хороо, Виртуал хөрөнгийн үйлчилгээ үзүүлэгчийн үйл ажиллагааны журам, 2021 он.
9. Digital Securities Sandbox Regulations, United Kingdom, 2023.
10. Markets in Crypto-Assets Act, Riigi Teataja, Estonia, 2024 он.
11. New York State Department of Financial Services, BitLicense / Virtual Currency Business Activity regulatory framework.
12. Regulation (EU) 2022/858 establishing a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology, 2022 он.
13. Regulation (EU) 2023/1114 of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, 2023 он.
14. Republic of Korea, Act on the Protection of Virtual Asset Users, 2024 он.
15. Republic of Korea, Act on Reporting and Using Specified Financial Transaction Information.

Монгол хэл дээрх

1. Батбаярын Батбаатар, “Монгол Улсад крипто валютыг зохицуулах хууль эрх зүйн орчинг бий болгохоор ажиллаж байна”, Монголбанк, 2021 он.
2. Монголын үнэт цаасны төвлөрсөн хадгаламжийн байгууллага, “2024 оны жилийн тайлан”, 2024 он.
3. Санхүүгийн зохицуулах хороо, “Сэндбоксын орчны тойм” тайлангийн мэдээлэл.
4. Эдийн болон эдийн бус баялгийн эрх зүйн гарын авлага, 2013 он.

Гадаад хэл дээрх

1. Bank for International Settlements, *Central Bank Digital Currencies: Foundational Principles and Core Features*, 2021.
2. Bank for International Settlements, *Tokenisation in the Context of Money and Other Assets*, 2024.
3. Commission de Surveillance du Secteur Financier, “*Markets in Crypto-Assets (MiCA)*”, Luxembourg, 2024.
4. European Commission, “*Markets in Crypto-assets (MiCA): Overview and Objectives*”.
5. European Securities and Markets Authority, *DLT Pilot Regime*, 2023.
6. European Securities and Markets Authority, *List of Competent Authorities Designated under MiCA*, 2025.
7. Financial Action Task Force, *Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers*, 2019.
8. Financial Action Task Force, *Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers*, 2021.
9. Financial Action Task Force, “*Public Statement on Virtual Assets and Related Providers*”, 2019.
10. Financial Action Task Force, *Targeted Update on Implementation of FATF’s Standards on Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers*, 2022.
11. Financial Action Task Force, *The FATF Recommendations*.
12. Financial Conduct Authority, “*Finalised Non-Handbook Guidance on Cryptoasset Financial Promotions*”, 2023.
13. Financial Conduct Authority, “*Financial Promotion Rules for Cryptoassets*”, 2023.
14. Financial Intelligence Unit, “*100 Active Authorisations in Estonia for Providing Virtual Asset Services*”, Estonia, 2023.

15. Financial Intelligence Unit, *“Guidelines for Submission of Authorisation of a Virtual Currency Service Provider”*, Estonia, 2022.
16. Financial Market Supervisory Authority, *“Guidelines for Enquiries Regarding the Regulatory Framework for Initial Coin Offerings”*, 2018.
17. HM Treasury, Cryptoassets Regulatory Regime: Policy Note and Draft Legislation, including draft “Cryptoassets Order 2025”, 2025.
18. International Monetary Fund, Regulation and Supervision of Cryptoasset Activities in Japan, Japan FSAP Technical Note.
19. International Organization of Securities Commissions, *“Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets, Final Report”*, 2023.
20. International Organization of Securities Commissions, *“Tokenization of Financial Assets, Final Report”*, 2025.
21. Japan Financial Services Agency, List of Registered Crypto-asset Exchange Service Providers and Payment Services Act.
22. Law Commission, Smart Contracts, 2025.
23. Nick Szabo, *“Smart Contracts”*, Satoshi Nakamoto Institute, 1994.
24. U.S. Commodity Futures Trading Commission, Customer Advisory: *“Understand the Risks of Virtual Currency Trading”*.
25. U.S. Financial Crimes Enforcement Network, *“Guidance on Application of FinCEN Regulations to Certain Business Models Involving Convertible Virtual Currencies”*, 2019.
26. U.S. Securities and Exchange Commission, *“Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets”*, 2019.
27. World Economic Forum, *“Asset Tokenization in Financial Markets: The Next Generation of Value Exchange”*, 2023.

Цахим эх сурвалж

1. АНУ-ын Барааны фьючерс арилжааны комиссын цахим хуудас: <https://www.cftc.gov>.
2. АНУ-ын Санхүүгийн гэмт хэрэгтэй тэмцэх сүлжээний цахим хуудас: <https://www.fincen.gov>.
3. АНУ-ын Үнэт цаас, биржийн хорооны цахим хуудас: <https://www.sec.gov>.
4. Банкны олон улсын төлбөр тооцооны банкны цахим хуудас: <https://www.bis.org>.
5. Дэлхийн эдийн засгийн форумын цахим хуудас: <https://www.weforum.org>.

6. Европын Комиссын цахим хуудас: <https://commission.europa.eu>.
7. Европын үнэт цаас, зах зээлийн байгууллагын цахим хуудас: <https://www.esma.europa.eu>.
8. Их Британийн Сангийн яамны цахим хуудас: <https://www.gov.uk>.
9. Их Британийн Санхүүгийн зохицуулах байгууллагын цахим хуудас: <https://www.fca.org.uk>.
10. Их Британийн Хуулийн комиссын цахим хуудас: <https://www.lawcom.gov.uk>.
11. Монголбанкны цахим хуудас: <https://www.mongolbank.mn>.
12. Монголын үнэт цаасны төвлөрсөн хадгаламжийн байгууллагын цахим хуудас: <https://www.mcsd.mn>.
13. Нью-Йорк мужийн Санхүүгийн үйлчилгээний газрын цахим хуудас: <https://www.dfs.ny.gov>.
14. Олон улсын валютын сангийн цахим хуудас: <https://www.imf.org>.
15. Олон улсын үнэт цаасны хороодын байгууллагын цахим хуудас: <https://www.iosco.org>.
16. Санхүүгийн зохицуулах хорооны цахим хуудас: <https://www.frc.mn>.
17. Санхүүгийн үйл ажиллагааны ажлын хэсгийн цахим хуудас: <https://www.fatf-gafi.org>.
18. Швейцарын Санхүүгийн зах зээлийн хяналтын байгууллагын цахим хуудас: <https://www.finma.ch>.
19. Шүүхийн шийдвэрийн цахим сан: <https://shuukh.mn>.
20. Эрх зүйн мэдээллийн нэгдсэн систем: <https://legalinfo.mn>.
21. Эстони улсын эрх зүйн мэдээллийн цахим хуудас: <https://www.riigiteataja.ee>.
22. Япон улсын Санхүүгийн үйлчилгээний агентлагийн цахим хуудас: <https://www.fsa.go.jp>.
23. Satoshi Nakamoto Institute-ийн цахим хуудас: <https://satoshi.nakamotoinstitute.org>.