

出國報告（出國類別：開會）

出席國際證券管理機構組織（IOSCO）
市場中介機構監理委員會（Committee
on Regulation of Market Intermediaries）
2024 年會議

服務機關：金融監督管理委員會證券期貨局

姓名職稱：彭科員心婷

派赴國家/地區：西班牙馬德里

出國期間：113 年 9 月 3 日至 9 日

報告日期：113 年 12 月 2 日

摘要

國際證券管理機構組織(International Organization of Securities Commission, IOSCO)市場中介機構監理委員會(Committee on Regulation of Market Intermediaries, C3)於113年9月5及6日假西班牙馬德里舉辦IOSCO C3會議、IOSCO投資人協調小組(RICG)聯合工作小組(JWG)會議，及RICG利害關係人會議。

本次會議主要討論IOSCO C3底下之工作小組議題－預先避險(pre-hedging)，及RICG之各項專案，包括經紀自營商利益衝突(Broker-dealers conflicts of interest)、財經網紅(Finfluencers)、複製交易(Copy Trading)、數位參與實務(Digital Engagement Practices, DEPs)、零碎資產交易(Fractional assets trading)等。參與人除C3會員、RICG JWG成員，亦包含來自學界、產業界及其他國際組織之專家，以共同討論RICG各項議題，並以完成RICG各項專案之諮詢報告草案為目標，俾提報該等諮詢報告至IOSCO理事會通過。

目錄

壹、 前言	1
貳、 會議議程及與會人員	3
參、 會議重要討論議題	8
一、 IOSCO C3 會議	8
(一) 投資人協調小組(RICG)各工作專案進度更新	8
(二) 討論 RICG 工作專案[經紀自營商利益衝突]之諮詢報告草案	8
(三) 討論 PRE-HEDGING 之諮詢報告草案	9
二、 IOSCO 投資人協調小組(RICG)聯合工作小組(JWG)會議	10
(一) 投資人協調小組(RICG)各工作專案進度更新	10
(二) 討論 RICG 工作專案[FINFLUENCERS]之諮詢報告草案	10
(三) 討論 RICG 工作專案[COPY TRADING]之諮詢報告草案	12
(四) 討論 RICG 工作專案[DEPS]之諮詢報告草案	12
(五) 討論 RICG 工作專案[FRACTIONAL ASSETS TRADING]之諮詢報告草案	13
三、 RICG 利害關係人會議 (STAKEHOLDERS' OUTREACH)	13
(一) 財經網紅(FINFLUENCERS)	13
(二) 數位參與實務(DEPS)及複製交易(COPY TRADING)	17
(三) 經紀自營商之利益衝突 (BROKER-DEALERS CONFLICTS OF INTEREST)	21
(四) 網路世界中的散戶市場行為挑戰 (RETAIL MARKET CONDUCT CHALLENGES IN AN ONLINE WORLD)	25
肆、 心得與建議	31

壹、前言

本會為國際證券管理機構組織(International Organization of Securities Commission, IOSCO)的正式會員，並於109年5月12日加入IOSCO市場中介機構監理委員會(Committee on Regulation of Market Intermediaries, C3)。IOSCO C3為IOSCO 8個政策委員會之一(8個政策委員會：C1 會計審計及資訊揭露、C2 次級市場監理、C3 市場中介機構監理、C4 執法及資訊交換暨多邊資訊交換合作備忘錄審查小組、C5 投資管理、C6 信用評等機構、C7 大宗商品暨衍生性商品市場、C8 散戶投資人；本會為C1、C3、C6、C8會員)，負責就市場中介機構相關議題提出政策建議，以促進投資人保護及市場效率，目前主席為澳洲證券管理委員會(ASIC) Market Supervision Senior Manager Mr. James Andronis，副主席為日本金融廳(FSA) Deputy Director for International Affairs Office Mr. Jiro Masuda。

2020年3月，IOSCO理事會成立了散戶市場行為工作小組(RMCTF)，以瞭解不斷演變的散戶交易環境，並制定監理機關在尋求應對散戶市場風險和新趨勢時可考慮的措施，並於2023年3月發布了RMCTF最終報告。2023年6月，為了探討RMCTF最終報告中指出的主要趨勢，IOSCO理事會成立了一個新的機制—散戶投資人協調小組(Retail Investor Coordination Group, RICG)，將來自IOSCO主要委員會(C3—政策、C4—執法、C8—投資人教育及保護)的代表聚集在投資者保護的框架下，以協調政策、執法和投資者教育方面的活動。RICG之主席由RMCTF前主席，現任愛爾蘭中央銀行Deputy Governor Ms. Derville Rowland擔任。

RICG的工作重點是識別和緩解新出現的散戶市場行為問題，及保護散戶投資人免受網路詐騙。一方面，RICG將就下列議題研擬政策及投資人教育建議或良好作法：(a) 財經網紅(Finfluencers)；(b) 複製交易(Copy Trading)；(c) 經紀自營商利益衝突(Broker-dealers conflicts of interest)；(d) 零碎資產交易(Fractional assets trading)；(e) 數位參與實務(Digital Engagement Practices, DEPs)。另一方面，在執法行動，主要致力於監理機關為防止網路傷害及欺詐而應採取的執行活動，包括兩大領域：(i) 國際合作以有效預防和調查線上非法活動；以及(ii) 提高對網路傷害的意識，並對網路

詐欺及不當銷售進行更妥適的監管。這兩個領域的工作成果為各種執法工具，以協助監理機構主動打擊網路傷害和詐欺。

本次會議於 113 年 9 月 5 及 6 日假西班牙馬德里舉行，主要分為 IOSCO C3 全體會議、IOSCO 投資人協調小組(RICG)聯合工作小組(JWG)會議，及 RICG 利害關係人會議，主要討論 IOSCO C3 底下之工作小組議題－預先避險(pre-hedging)，及 RICG JWG 之各項專案，包括經紀自營商利益衝突(Broker-dealers conflicts of interest)、財經網紅(Finfluencers)、複製交易(Copy Trading)、數位參與實務(Digital Engagement Practices, DEPs)、零碎資產交易(Fractional assets trading)等。參與人除 C3 會員、RICG JWG 成員，亦包含來自學界、產業界及其他國際組織之專家，以共同討論 RICG 各項議題，並以完成 RICG 各項專案之諮詢報告草案為目標，俾提報該等諮詢報告至 IOSCO 理事會通過。

貳、會議議程及與會人員

一、會議議程

Day 1 –Thursday, 5 September 2024

Committee 3 meeting	
9:30 – 10:00	1. Update on the RICG workstreams (update for C3) ➤ By IOSCO General Secretariat
10:00 – 10:45	2. RICG workstreams: broker-dealers conflicts of interest - Discussion on the draft consultation report ➤ By IOSCO General Secretariat
10:45– 11:00	Coffeebreak
11:00 – 12:30	3. Pre-hedging: discussion on the draft consultation report ➤ By James Andronis , C3 Chair and lead of the pre-hedging workstream
12.30- 13.30	Lunch
RICG JWGs meeting	
13:30 – 14:00	4. Update on the RICG workstreams (update for RICG JWGs) ➤ By IOSCO General Secretariat
14:00-14.45	5. RICG workstreams: finfluencers - Discussion on the draft consultation report ➤ By Gloria Caballero, Florence Corne, Yael Beuchler ,Co-leads of the RICG finfluencers workstream
14:45 - 15:00	Coffeebreak
15:00– 15:45	6. RICG workstreams: copy trading - Discussion on the draft consultation report ➤ By IOSCO General Secretariat
15:45 – 16:30	7. RICG workstreams: DEPs - Discussion on the draft consultation report ➤ By James Andronis ,C3 Chair and on the JWG for the RICG DEPs workstream

16:30 – 16:45	8. RICG workstreams: fractional assets trading – Information on the draft consultation report ➤ By IOSCO General Secretariat
16:45– 17:00	9. Introduction to the RICG stakeholder outreach to be held on 6 September 2024 ➤ By IOSCO General Secretariat
17:00 – 17:15	10. AOB

Day 2 -Friday, 6 September 2024

RICG stakeholders' outreach	
9:00 – 9:15	Introductory remarks Derville Rowland , Deputy Governor at the Central Bank of Ireland, Chair of the IOSCO Retail Investors Coordination Group (RICG)
9:15 – 10:45	Panel discussion on <i>Finfluencers</i> Moderator: Pasquale Munafo' (CONSOB - Italy) , Chair of the IOSCO Committee 8 on Retail Investors Panellists: Natalia de Santiago -Financial Literacy Expert & Finfluencer Felix Pflucke -Universities of Luxembourg and Oxford Sue S. Guan -Santa Clara University Mohamed Mansouri -ARPP – Autorité de Régulation Professionnelle de la Publicité
10:45– 11:00	Coffeebreak
11:00 – 12:30	Panel discussion on <i>Digital Engagement Practices and Copy Trading</i> Moderator: James Andronis (ASIC - Australia) , Chair of the IOSCO Committee 3 on Market Intermediaries and on the JWG for the RICG DEPs workstream Panellists: Irene Guiamatsia – Investment Trends Nicolas Christin - Carnegie Mellon University

	Matteo Rava – ESMA, Investor Protection and Intermediaries
12:30 – 13:30	Lunch
13:30 - 15:00	<p style="text-align: center;">Panel discussion on <i>Broker-Dealers conflicts of interest</i></p> <p>Moderator: IOSCO General Secretariat</p> <p>Panellists: James Angel - Associate Professor of Finance at Georgetown University and Academic Director, FINRA Certified Regulatory and Compliance Professional (CRCP) Program at Georgetown University. Lucas Moskowitz - General Counsel, Robinhood Markets, Inc. Martin Molko - Policy Officer, BETTER FINANCE (The European Federation of Investors and Financial Services Users). Alexander Harris - ESMA’s Consumer, Sustainability and Innovation Analysis Unit</p>
15:00 – 15:15	Coffeebreak
15:15– 16:45	<p style="text-align: center;">Panel discussion on <i>Retail market conduct challenges in an online world</i></p> <p>Moderator: IOSCO General Secretariat</p> <p>Panellists: Talis Putnins- University of Technology Sydney Rachel Karen and Matthew Soursourian- OECD, Directorate of Financial and Enterprise Affairs Sam Stoakes - UK FCA - Retail consumer and digital markets lead Giuseppe Frega - CONSOB ITALY - Acting Head of the Unauthorised Financial Business Surveillance Office</p>
16:45 – 17:00	<p style="text-align: center;">Closing remarks</p> <p>Derville Rowland, Deputy Governor at the Central Bank of Ireland, Chair of the IOSCO Retail Investors Coordination Group (RICG)</p>

二、與會之 IOSCO 會員：

Derville Rowland , Deputy Governor at the Central Bank of Ireland, Chair of the IOSCO Retail Investors Coordination Group (RICG)		
Pasquale Munafo' (CONSOB - Italy) , Chair of the IOSCO Committee 8 on Retail Investors		
James Andronis (ASIC - Australia) , Chair of the IOSCO Committee 3 on Market Intermediaries and on the JWG for the RICG DEPs workstream		
Alp Eroglu , IOSCO General Secretariat, Standards Development		
Flavio Bongiovanni , IOSCO General Secretariat		
Regulators		
Country	Regulator	Name
Australia	Australian Securities and Investments Commission	Mr. James Andronis
Canada	Autorité des Marchés Financiers (AMF, Canada Quebec)	Mrs. Louise Gauthier
Chinese Taipei	Financial Supervisory Commission	Ms. Cindy Peng
France	Autorité des Marchés financiers (AMF, France)	Mrs. Florence Corne
France	Autorité des Marchés financiers (AMF, France)	Mrs. Olga Rosliakova
Hong Kong	Securities and Futures Commission	Dr. Eric Yip
Hong Kong	Securities and Futures Commission	Mr. Francisco Ferreira
International	International Organization of Securities Commissions	Ms. Isabel Pastor
Ireland	Central Bank of Ireland	Mr. John Montgomery
Israel	Israel Securities Authority	Mrs. Yael Buechler
Israel	Israel Securities Authority	Mrs. Sivan Carmon
Israel	Israel Securities Authority	Mr. Ron Klein
Italy	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa	Mr. Pasquale Munafo'
Italy	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa	Ms. Daniela Gariboldi

Italy	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa	Mr. Giuseppe Frega
Japan	Financial Services Agency	Mr. Jiro Masuda
Kuwait	Capital Markets Authority	Mr. Nawaf Alsaleh
Ontario	Ontario Securities Commission	Ms. Gloria Tsang
Poland	Polish Financial Supervision Authority (KNF)	Mr. Grzegorz Markiewicz
Saudi Arabia	Capital Market Authority	Mr. Hamad Alhusaini
Singapore	Monetary Authority of Singapore	Ms. Yolanda Constantine
Spain	Comisión Nacional del Mercado de Valores	Ms. Sonia Martínez
Spain	Comisión Nacional del Mercado de Valores	Ms. Verónica López Valdés
Spain	Comisión Nacional del Mercado de Valores	Mrs. Gloria Caballero
Spain	Comisión Nacional del Mercado de Valores	Ms. Sonia Vadillo
United Arab Emirates	Abu Dhabi Global Market Financial Services Regulatory Authority	Ms. Azza Abdelbari
United Arab Emirates	Securities and Commodities Authority	Mr. Khaled Al Zaabi
United Kingdom	Financial Conduct Authority	Mr. Sam Stoakes
United Kingdom	Financial Conduct Authority	Mr. Federico Cellurale
United States of America	Commodity Futures Trading Commission	Ms. Melanie Devoe
United States of America	Financial Industry Regulatory Authority	Ms. Angelica Shuldiner
United States of America	National Futures Association	Ms. Jennifer Sunu
United States of America	Securities and Exchange Commission	Ms. Kyra Grundeman

參、會議重要討論議題

一、IOSCO C3 會議

(一) 投資人協調小組(RICG)各工作專案進度更新

本節由 IOSCO 秘書 Alp 報告進度。RICG 底下的 5 個工作專案將分為兩批，第一批(Finfluencers、DEPs、Copy Trading)之諮詢報告將提報 2024 年 11 月之 IOSCO 理事會，第二批則在稍後提報 IOSCO 理事會。IOSCO 理事會於 2025 年時會在 3 月、5 月、11 月召開，每次的理事會都會有預計提報之 RICG 諮詢或最終報告，最後一份最終報告(經紀自營商利益衝突)則預計提報 2025 年 11 月之 IOSCO 理事會。此外，提報諮詢報告到提報最終報告中間，僅有 2 季的時間，所以時程其實非常緊湊。我們瞭解到要在那麼短的時間內完成繁重 RICG 工作之困難性，非常感謝大家的付出，我們一起繼續努力在時程上完成各項工作專案。

(二) 討論 RICG 工作專案[經紀自營商利益衝突]之諮詢報告草案

本節由 IOSCO 秘書 Flavio Bongiovanni 帶領討論。經紀自營商利益衝突之諮詢報告預計提報 2025 年 3 月之 IOSCO 理事會，最終報告預計提報 2025 年 11 月 IOSCO 理事會通過。利益衝突大致有 4 種類型，(1)低手續費之經紀商可能引誘客戶更頻繁交易、(2)提供綑綁式服務、(3)間接交易收入(如 PFOF)、(4)使用市場資料(尤其發現於 Neo-Brokers)。明天將有 RICG 利害關係人會議，希望經過該會議能確定針對經紀自營商利益衝突之政策建議。

有關 C3 會員針對經紀自營商利益衝突諮詢報告之討論及意見：因多數會員針對該報告是出具建議或良好作法表示疑問(因為這涉及到監理機關需不需要把報告內容納入其政策)，因此 IOSCO 秘書 Flavio 先就這部分進行說明。根據 IOSCO Taxonomy，建議(Recommendations)及良好作法(Good Practices)具差異性，且兩者之強度不同，建議(Recommendations)

的強度高於良好作法(Good Practices)，因此若報告是提出建議，則相比良好作法，更希望 IOSCO 會員能採納。RICG 報告中，經紀自營商利益衝突及 DEPs 報告應提供建議，Copy Trading 及 Finfluencers 報告則是提供良好作法。

義大利 CONSOB 代表表示有關 Neo-brokers 常會與 Finfluencers 合作，及常見行銷方法包含由 Finfluencers 背書其廣告活動等一節，可能存在爭議。香港 SFC 代表詢問有關諮詢報告草案中所列建議，是否有聽到產業界有任何反彈聲音，IOSCO 秘書 Flavio 回復尚未詢問產業界的意見，明天 RICG 利害關係人會議就可以聽到他們的意見。美國 SEC 代表表示，有關建議事項提到經紀自營商應考慮向散戶投資人提供公平和明確的揭露，說明投資人進入該交易而產生的所有費用，因所有費用及重大費用間是有差異的，因此屆時於書面提供意見時，美國 SEC 可能會出具此意見。

(三) 討論 Pre-hedging 之諮詢報告草案

本節由 IOSCO C3 主席 James 帶領討論。目前缺乏預先避險(Pre-hedging)之全球指引。Pre-hedging 工作小組之工作範圍包括訂定 Pre-hedging 的定義、確定何種情況下可以允許 Pre-hedging、在允許的狀況下，針對 Pre-hedging 的指引等，以期達到全球一致之標準，及避免跨境間之套利。Pre-hedging 諮詢報告草案在蒐集完 C3 會員的意見後，會再提供予 C2、C3、C7 會員做最終審閱，接著預計提報 2024 年 11 月 IOSCO 理事會。Pre-hedging 相關議題有小額交易時使用、在流動性低的市場使用、是否允許 Pre-hedging、Pre-hedging 時可以交易多少金額等。

有關 C3 會員針對 Pre-hedging 諮詢報告之討論及意見：法國 AMF 代表表示，使用 Pre-hedging 時應讓客戶有拒絕 Pre-hedging 的選擇權，以及應向客戶提供更多有關 Pre-hedging 的資訊及益處說明，以利客戶決定同意或拒絕 Pre-hedging 之使用。英國 FCA 代表表示在特定情況下，可能需要有更為具體的指引，例如，小型市場及流動性低的交易是否允許使用

Pre-hedging。香港 SFC 代表表示，報告中提及經紀商不須要將所有的利益回饋給客戶的部分，好像跟為客戶創造最佳交易結果有所衝突；有關報告中建議大型及複雜性交易若使用 Pre-hedging，應就個別委託取得同意部分，所謂大型及複雜性交易的定義為何，以及其他情形(如頻繁交易)是否可以不個別取得同意。美國 SEC 代表附議香港 SFC 代表第二個意見，大型及複雜性交易可能會有不明確性之問題，以及在其他特定情形下是否提供其他同意方式。

二、 IOSCO 投資人協調小組(RICG)聯合工作小組(JWG)會議

(一) 投資人協調小組(RICG)各工作專案進度更新

RICG 底下共有 5 個工作專案，經紀自營商利益衝突(Broker-dealers conflicts of interest)、財經網紅(Finfluencers)、複製交易(Copy Trading)、數位參與實務(Digital Engagement Practices, DEPs)、零碎資產交易(Fractional assets trading)，因此將發布 5 份報告。第一批發佈之報告為 Finfluencers、DEPs、Copy Trading，預計將就該等專案之諮詢報告提報 2024 年 11 月之 IOSCO 理事會，及將最終報告提報 2025 年 5 月 IOSCO 年會時召開之理事會通過；第二批發佈之報告為零碎資產交易(屬 IOSCO 內部報告，不會對外公開)及經紀自營商利益衝突，預計將就該等專案之諮詢報告提報 2025 年 3 月之 IOSCO 理事會，及將最終報告提報 2025 年 11 月 IOSCO 理事會通過。此外，RICG 亦會將有關防止網路傷害及欺詐之執法專案(包括(i) 國際合作以有效預防和調查線上非法活動，及(ii) 提高對網路傷害的意識，並對網路詐欺及不當銷售進行更妥適的監管)成果提報到 2024 年 11 月之 IOSCO 理事會。

(二) 討論 RICG 工作專案[Finfluencers]之諮詢報告草案

本節由 Finfluencers 工作小組成員進行報告。Finfluencers 諮詢報告之章節包括 Finfluencers 的角色及其生態系統、Finfluencers 活動及

相關風險(包括未經核准之個人或公司、詐騙、推銷高風險及不適合的商品、誤導性內容、利益衝突及缺乏資訊揭露、名人背書及假網站、經核准之金融中介機構使用 Finfluencers 等)、現行的監管情況 (例如是否有定義 Finfluencers)、現行的監理與執法方式,包括國際合作(例如,針對 IOSCO 會員之問卷調查結果顯示,44%之監理機關已就 Finfluencers 採取執法行動)、投資人及 Finfluencers 教育計畫、建議監理機關採用的良好作法等。

有關 RICG 成員針對 Finfluencers 諮詢報告之討論及意見:針對該篇報告之範圍及 Finfluencers 的定義,美國 SEC 代表提出是否應該在報告中明確定義 Finfluencers 及將報告範圍限縮在 Finfluencers,或是要擴展到更廣泛的 Social Media Influencers;荷蘭 AFM 代表建議,有對 Finfluencers 定義的管轄權,是否能在報告中舉例說明其定義為何。有關國際合作一節,英國 FCA 代表表示香港跟新加坡間其實有一宗跨境執法的案子,建議可放於報告中。有關向大眾諮詢的問題一節,IOSCO 秘書 Flavio 提出想要詢問使用 Finfluencers 之金融機構對客戶造成損害時之責任及義務,其他成員附議,因此將於諮詢報告中增加該提問並向大眾諮詢。

有關良好作法一節:有關良好作法建議 7,英國 FCA 代表提議除了製作提供散戶有關 Finfluencers 之教育素材之外,亦可加上針對 Finfluencers 之教育素材。有關良好作法建議 1,監管機關可考慮如何在現有監管框架尚未涵蓋 Finfluencers 特定活動的情況下,對這些活動實施適當且有效的規管及監督,香港 SFC 代表就該良好作法建議是否涵蓋與金融中介機構無關之 Finfluencers 提出疑問,因為若 Finfluencers 與金融中介機構無關,金融監理機關其實很難監管,且事實上,與金融中介機構無關之 Finfluencer 也不屬於金融監理機關之監理職權範圍;美國 SEC 代表也同意香港 SFC 代表之意見;IOSCO 秘書 Flavio 亦表示,在之前向 RICG 成員及 IOSCO 會員就 Finfluencers 諮詢報告草案徵詢意見時,有許多會員表示他們對 Finfluencers 沒有監管權限。

(三) 討論 RICG 工作專案[Copy Trading]之諮詢報告草案

本節由 IOSCO 秘書 Flavio 帶領討論。複製交易(Copy Trading)與 DEPs 及 Finfluencers 息息相關。諮詢報告內容涵蓋先前請 IOSCO 會員填覆之問卷調查結果，重點包括，第一點，1/3 的填答會員表示，若 Copy Trading 諮詢報告的內容有涵蓋到 Copy Trading、Mirror Trading、Social Trading 這三種，那這三種該如何分類及它們分別的定義為何；第二點，Copy Trading 的好處有促進金融包容性，但風險包含不當銷售、誤導投資人、未經核准者等。

有關 RICG 成員針對 Copy Trading 諮詢報告之討論，主要圍繞在 Copy Trading 的定義及該諮詢報告之範圍，美國 SEC 代表表示報告中應對 Copy Trading 有明確定義；義大利 CONSOB 代表提出疑問，到底要把 Copy Trading 做廣義解釋，還是將 Copy Trading 限縮在特定範圍，例如 Social Trading(社群交易)，投資人分享他們已經進行或正在追蹤的交易資訊，通常在網路社群上，導致較不正式地複製他人的交易想法和活動。

(四) 討論 RICG 工作專案[DEPs]之諮詢報告草案

本節由澳洲 ASIC James (C3 主席)帶領討論。如果使用得當，DEPs (例如，通知、推動 Gamification 等數位參與技術)可以成為建立金融知識和推動正面結果的有力工具。在金融服務方面，Gamification 可以吸引新的觀眾加入投資行列。但相對地，DEPs 對投資人帶來的損害可能包括過度交易、被引導到投資高風險之商品、改變投資策略但卻不了解其風險等。此外，當市場中介機構使用 DEPs 旨在影響散戶投資人的行為，以推動收入成長而損害散戶投資人的利益時，DEPs 可能會造成潛在的利益衝突。先前蒐集的 RICG 成員及 IOSCO 會員意見包括應就 DEPs 設有提示和提醒、消除交易的限制等。

有關 RICG 成員針對 DEPs 諮詢報告之討論，主要圍繞在報告所擬的建議，英國 FCA 及美國 SEC 代表均表示，建議將報告中的建議以列點之方式

呈現，並簡化、強化各項建議，且建議再檢視是否各項建議有互相重疊之情形等。

(五) 討論 RICG 工作專案[Fractional assets trading]之諮詢報告 草案

零碎資產交易(Fractional assets trading)報告為一內部報告，不會對外公開，也不會經過公開諮詢之程序，預計會於 2025 年 IOSCO 年會時提報理事會通過。針對該報告草案，RICG 成員均未提出修正意見。

三、RICG 利害關係人會議 (Stakeholders' Outreach)

(一) 財經網紅(Finfluencers)

本節主持人為 Pasquale Munafo' (CONSOB - Italy), Chair of the IOSCO Committee 8 on Retail Investors，與談人為：

- Natalia de Santiago - Financial Literacy Expert & Finfluencer
- Felix Pflucke - Universities of Luxembourg and Oxford
- Sue S. Guan - Santa Clara University
- Mohamed Mansouri- ARPP (Autorité de Régulation Professionnelle de la Publicité)

1. Finfluencer Natalia de Santiago 分享 Finfluencers 的機會、挑戰、風險：

人們對於財金相關內容之需求及金融落差(包括缺乏財金相關知識、缺乏對財金相關知識來源之信任、缺乏獨立的財金顧問及有效的金融宣導活動)造就了 Finfluencers 的崛起，因為 Finfluencers 能為這些需求及落差提供解決方案，且依人們所希望消化的方式提供相關內容。

然而，Finfluencers 在抓住上述機會的同時，亦面臨許多挑戰，包括，需以極為「簡短的形式」傳達相關必要資訊；與人們建立及維持「信任」；把握好資訊、教育及「建議」間之界線；保持「獨立性及中立性」；

在不採到法規界線的前提下靠財金網紅相關工作「賺取收入」等。此外，Finfluencers 之工作亦存有許多風險，包括生成式 AI 增加了 Finfluencers 的影像及身份被用作詐騙目的使用之可能、內容之誤用、內容傳播的太深遠、聲譽風險、法規風險(例如所發布內容所使用之字詞因配合法規而無法吸引觀眾)等。

另目前市場上的確存在為金融市場帶來風險及監理挑戰之 Finfluencers，例如詐欺者、未具資格之網紅、不清楚或不遵循金融相關法規之網紅隨意行銷金融商品、未充分揭露 Finfluencers 之隱藏利益、誘因或風險等，但同時市場上亦有很多 Finfluencers 努力在確保資訊正確性及避免誤導的前提下提供有價值的金融資訊，例如有些 Finfluencers 本身是具相關知識的財金專業人士、具有不錯的溝通技巧及社群媒體經驗、提供教育、非常留意法規及風險、非常了解其所處的社群、健全的商業模型(賺錢但不採到法規界線)等。

2. 盧森堡大學及牛津大學教授 Felix Pflucke 以 Finfluencers 角度分享平台管理：

Finfluencers 可能會使用 Gamification 及其他高科技技術推銷高風險金融商品。Finfluencers 分為幾種類型：(1)分享投資建議及策略：收入可能來自社群平台，點閱率越高收入越高；(2)分享投資建議及策略，且包含市場操縱(如唱高散貨)：收入可能來自自有資產、第三方提供之報酬、社群平台；(3)行銷 Finfluencers 之服務或商品(如投資課程)：收入來自觀看者、社群平台；(4)幫第三方商品打廣告：收入來自第三方給的佣金、社群平台。

現行可能適用於 Finfluencers 之法規，以歐盟為例，包括：(1)網紅之行銷：Unfair Commercial Practices Directive；(2)行銷金融商品：Market Abuse Regulation、Commission Delegated Regulation、MiFID II Directive；(3)網路平台之法律責任：E-Commerce Directive、Digital Service Act。

另網路平台自己也有內規應遵循：

- (1) Facebook 及 Instagram：訂有禁止任何「非法、誤導、歧視或欺詐」的一般性規定；在隱藏式行銷面向，內規詳細說明何時（但未明定如何）揭露贊助內容；在金融商品面向，為 MiFID II 鍍金，禁止推廣「經常與誤導性或欺騙性行銷行為有關的金融商品和服務」的廣告，包括首次代幣發行(ICO)、二元選擇權及差價合約(CFD)。
- (2) Youtube：訂有一般性規定；在隱藏式行銷面向，會在影片開頭告知使用者有贊助的內容，但亦會警告可能並不充分，需視當地法律而定。
- (3) TikTok：訂有一般性規定；在隱藏式行銷面向，「任何商業或未經授權的目的，包括傳播或促進任何商業廣告或招攬活動或濫發訊息」均需取得同意；在金融商品面向，禁止金字塔計劃或任何其他被禁止的招攬活動，以及龐式、多層式行銷或金字塔計劃，禁止推廣承諾高回報、固定賭博或任何其他類型詐騙的投資計劃的內容。
- (4) Twitter：訂有一般性規定；在金融商品面向，有針對投資建議、機會和增加財富的要約之全球禁止政策。在德國及英國，須遵守當地法律並事先獲得核准，在盧森堡，金融商品則不須取得核准。另必須「提供必要的揭露、風險與利益的平衡資訊，以及所有必須提供給投資人的資訊；清楚識別為金融服務；指出金融服務的性質與特定類型。」

有關監理機關針對 Finfluencers 及相關網路平台之政策，講者建議可以考慮增加透明度(包括訂定新的揭露要求、禁止以佣金為基礎的金融商品廣告制度)、監理機關應積極監管 Finfluencers 以增加人們對金融產業及社群媒體之信任、監管機構應檢討 Finfluencers 對金融穩定的影響等。

3. ARPP 的 Mohamed Mansouri 分享法國自律規範：

法國廣告自律組織(Autorité de Régulation Professionnelle de la Publicité, ARPP)建立了責任影響證書(Responsible Influence Certificate)計劃，以提供有關法律和道德規範的培訓、提供教育及提高意識、保護受眾、幫助影響者(Influencers)區別自己及其他 Influencers、幫助建立品牌安全性及合規性，截至今日各大品牌及機構已接受該證書計畫之訓練，且有 1400 位 Influencers 獲得該證書。

此外，ARPP 也和法國金融管理局(Autorité des Marchés Financiers, AMF)建立了金融商品選擇權證書(financial products option certificate)，以幫助商業影響力(這項活動現在受法律監管)的專業化，並更好地保護投資人。該訓練涵蓋投資產品及服務、交易及投資建議、經核准的專業人士及如何檢查是否經核准、加密貨幣、溝通投資邀約時應遵循之規則等。

4. 聖塔克拉拉大學的 Sue S. Guan 教授分享針對 Finfluencers 的監理建議：

在填補金融需求落差方面，監理機關應思考有什麼可以讓投資人願意聽監理機關的方法，例如可能可以跟 Finfluencers 合作。此外，講者建議監理機關管理 Finfluencers 之方法包括向 Finfluencers 分享資訊 (Finfluencers 也可以反過來分享資訊予監理機關)；接觸 Finfluencers 並向渠等學習其在社群平台上所使用的技巧及如何客製化金融資訊內容；建立一平台或空間，讓人們舉報與 Finfluencers 之負面經驗；建置分享可信的金融資源之資料庫，且讓人們能在他們信任的平台取得監理機關提供之金融資訊等。

5. Finfluencer Natalia de Santiago 分享在社群平台之投資人教育：

在這個時代，人們學習及消化資訊的方式已經改變了，現今人們能集中注意力的時間只有 9 秒，甚至更短、全球 1/3 的人們每天看手機超過 100 次，每隔 10 分鐘就看一次手機、半數的人們在讀到 111 個文字時就會停止繼續閱讀、用手機多過電腦、平均每天花 3 小時在社群媒體

上，6 小時在網路上。監理機關應認知到這時代人們的特徵，以便在這時代將所欲傳達的訊息有效的傳達給人們。

現今的時代，已經不是老師對學生的概念了，學生已經轉而成為觀(聽)眾、老師已經轉成為內容創作者。因此，監理機關不應該想著要「教育」投資人，而是要「傳播」新知、資訊及想法給大眾。但相較於傳統的「教育」，「傳播」帶來了新的挑戰，傳播人需要學習新的技巧及使用新的工具，例如受眾具異質性、需與其他 Influencers(有影響力者)爭奪觀眾的注意力、受眾希望在不付出努力之前提下就獲得金融知識或資訊等。

要有效的將資訊傳播予受眾，講者提出幾項關鍵要素，例如：選擇「正確的管道」，在人們所在的地方傳播資訊；「解決」受眾的痛點；使用受眾所使用的「語言」；不要背叛受眾的「信任」；用最「短的」時間傳達資訊，因為人們都很忙。

總結而言，「內容」是最重要的。每個成功的 Influencer 都是花很多時間及努力吸引到特定的受眾及建立與這群受眾的信任的、一定知道他們的觀眾群是誰且喜歡什麼內容及對什麼有興趣、都會使用該社群及受眾所習慣且獨特的語言等。若監理機關想要確實接觸到及傳達給人們，就要順應現代人及特定受眾消化資訊的方式，及向專家(Influencers 或 Finfluencers)學習渠等在社群平台所使用的技巧，以製作出對現代人及特定受眾群有吸引力的內容，或者亦可與這些 Influencers 合作。

(二) 數位參與實務(DEPs)及複製交易(Copy Trading)

本節主持人為 James Andronis (ASIC - Australia), Chair of the IOSCO Committee 3 on Market Intermediaries and on the JWG for the RICG DEPs workstream，與談人為：

- Irene Guiamatsia - Investment Trends
- Nicolas Christin - Carnegie Mellon University

- Matteo Rava - ESMA, Investor Protection and Intermediaries

1. Investment Trends 的 Irene Guiamatsia 分享散戶投資人行為之新興趨勢：

Investment Trends 研究了 8 個國家之散戶股權現貨投資，10 個國家的散戶店頭槓桿交易、3 個國家的加密貨幣交易，發現了下列現象：在大多數市場中，2023 年的散戶投資人人數相較疫情前仍高；加密貨幣是最初散戶人數強勁飆升的重要貢獻者，尤其在美國；在研究的 8 個國家中，澳洲今年的新投資人人數佔線上投資人總數的比例最高；疫情過後，消費者可用於教育自己或研究股票的剩餘時間減少，但降低進入門檻（低/零經紀費）的線上平台之創新卻在疫情中存活下來並持續成長；股權現貨是許多人從事店頭槓桿交易的重要訓練場所。總結而言，疫情後的數位參與新浪潮似乎正持續進行中、傳統產品途徑的斷層突顯監管必須成為提供教育的主動力量、退休是自主投資中日益重要的考慮因素等。

2. 卡內基美隆大學 Nicolas Christin 分享在加密貨幣複製交易平台之投資人行為及誘因：

加密貨幣的特性(高波動度、市場不會關閉、各國法規不一致、難以了解其固有風險等)產生了對 copy trading 的需求，因此全球主要加密貨幣交易所均創建了 copy trading 平台(前 4 大，Binance、Bybit、OKX、Bitget 均有)。Copy trading 平台提供了 Copier(模仿者)模仿 Leader(領導者)投資組合的機會。因為 Leader 可以在 copy trading 平台公布他的投資組合，Copier 可以進而模仿 Leader 的投資組合，若 Copier 因此而獲利，就需要支付費用予 Leader。

但實際上 copy trading 平台之各個參與者間的誘因均不相同，因此會產生利益衝突。Leader 可以賺取 Copier 支付的費用，且會希望在這平台上有高知名度，copy trading 平台可以轉取投資人的交易手續費，Copier 可降低風險及提升投資組合報酬，因此，Leader 有誘因讓

他人看起來他是有獲利的，copy trading 平台則有誘因提升交易量而不是投資人的報酬。

此外，copy trading 平台的網頁設計對投資人的決策有極大的影響。例如，某一 copy trading 平台會顯示投資組合的積分榜(會對投資組合進行排名)，在對其進行關聯性分析及迴歸分析後發現，投資組合的預設排名和其受 Copier 歡迎的程度有極高的關聯性(亦即，Copier 非常仰賴平台提供的排名建議，而不是自己去調查哪個投資組合較適合自己)，且網頁上資訊顯示的方式對 Copier 的影響很大(例如，以排行榜呈現者，Copier 會傾向模仿排名較高者，但網頁顯示方式未能第一眼就看出排名順序者，Copier 不會有明顯集中模仿排名較高者之情形)，因此 copy trading 平台的網頁設計對 Copier 投資組合選擇有極大的影響力，亦深深影響 Copier 的投資結果。

講者表示，Copier 不見得能從 copy trading 獲利。例如 Leader 排行榜上不會顯示 Leader 投資的金額，因此在僅顯示投資報酬率的情況下，Leader 可能可以用小額投資(承受風險較小)創造出排名較前面的現象；Leader 可以建立多種投資組合，例如建立兩個完全避險的投資組合，但 Copier 只看得到個別投資組合及其投資報酬率，並不會知道 Leader 的投資及避險策略，因此實際上並未能完全複製 Leader 的投資策略，也因此可能承受相比 Leader 更大的投資風險。

3. ESMA 的 Matteo Rava 分享 ESMA 有關數位化及投資人保護之工作：

近年 ESMA 在數位化及投資人保護之工作，ESMA 主係以 MiFID II 為法律基礎，發表了幾份重要文件，包括(1)2023/3 Supervisory Briefing on copy trading、(2)2023/12 Discussion Paper on digitalisation and retail investor protection、(3)2023/7 Supervisory briefing on definition of advice、(4)2024/5 Public Statement on AI and investment services，以提供監理機關及業者相關指引。

在運用人工智慧(AI)方面，業者使用 AI 之面向非常多元，包括提

供客戶服務及支持(如：AI 聊天窗、虛擬協助)、支持投資建議或投資組合管理 如：(分析客戶資訊、發展投資策略)、法遵(如：分析金融法規)、風險管理(如：監視風險)、偵測詐欺(如：監視交易資訊)、提升作業效率(如：自動輸入資料、產製報告)。然而，AI 工具亦面臨許多挑戰，包括缺乏問責與監督(可能產生服務提供商及客戶在決策過程過度依賴 AI 之風險)、缺乏透明度及解釋性(AI 系統通常是「黑箱」，且公司各階層員工可能都無法理解其決策過程)、安全性或資料隱私性(AI 工具所需的大量資料之蒐集、儲存和處理，可能引起重大的隱私和安全問題)、訓練資料的品質以及演算法基礎(用於自然語言生成的 AI 工具可能產生幻覺，並產生與事實不符的輸出。這可能會導致誤導性建議)。

為解決使用 AI 所帶來的風險，ESMA 於 2024 年 6 月發布 Public Statement on AI and investment services，指引使用或計劃使用 AI 技術的公司，以確保其符合 MiFID II 的重要要求。該聲明闡明了業者應留意何時及如何使用 AI，包括提供客戶相關資訊(如：在投資決策過程中 AI 所扮演的角色之相關資訊應透明化)、紀錄保存(如：公司應保存有關 AI 使用情形的全面記錄)、業務之執行(如：在適合性評估中使用的 AI 系統需要將客戶和商品適當地結合起來)、治理(如：管理階層應就 AI 輸出結果對客戶負責)等面向。另 ESMA 發現，若於開放式 AI、Microsoft 及 Google 輸入提供建議之請求，這些 AI 工具會提供非常詳細的建議，這部分亦為 ESMA 認為需要加強關注及因應之議題。

另 2023/12 Discussion Paper on digitalisation and retail investor protection 涵蓋了目前數位化的主要趨勢，包括 Gamification(遊戲化)、投資 app 之社交功能、app 之選擇環境等。在 Gamification 方面，簡單、快速、類似遊戲的體驗可能會導致不良的投資結果，因為它們可能會引誘過度的交易。在投資 app 之社交功能方面，業者正在增加投資 app 之社交功能，研究顯示這些功能會讓人對投資 app 上癮，而投資人可能會更頻繁地登入 app，也會進行更多的交易，

這也意味著可能導致更差的績效表現。ESMA 建議使用 Gamification 技術的業者應注重投資者的長期結果、在高風險商品的情況下，不允許使用鼓勵投資人進行更多交易的 Gamification 技術、使用 Gamification 技術時，應顯示過度交易可能導致投資人財務損失的訊息等。在 app 之選擇環境方面，網站和 app 利用其使用者介面來提升投資人的體驗，吸引他們的注意力，同時也會促使投資人做出正面或負面的行為，例如 app 的使用者介面上可能會將風險性較高的商品排列在前面，吸引投資人的注意，使得投資人更有可能投資風險性較高的商品。ESMA 建議業者應將使用介面設計成能夠使投資人作出明智投資決定的選擇架構；應避免使用可能影響投資人選擇的功能，如將預設槓桿水平設定為高程度，因為這並不符合客戶的最佳利益；DEPs 不應故意偏向於成本較高的商品或公司分銷收益較高的商品等。

(三) 經紀自營商之利益衝突 (Broker-Dealers conflicts of interest)

本節主持人為 Alp Eroglu, IOSCO General Secretariat, 與談人為：

- James Angel - Associate Professor of Finance at Georgetown University and Academic Director, FINRA Certified Regulatory and Compliance Professional (CRCP) Program at Georgetown University
- Lucas Moskowitz - General Counsel, Robinhood Markets, Inc.
- Martin Molko - Policy Officer, BETTER FINANCE (The European Federation of Investors and Financial Services Users)
- Alexander Harris-ESMA's Consumer, Sustainability and Innovation Analysis Unit

1. 喬治城大學的 James Angel 教授分享利益衝突：

在金融市場中，很多面向都存在利益衝突，例如投資建議、委託單執行、客戶資產之保管等。一般針對利益衝突的解決方法有：核發執照，

以確保基本道德與專業水準、揭露利益衝突以及告知並獲取同意、建立道德規則(例如最佳利益原則、受託規則、社會標準)、訴訟程序、將客戶資產分離等。

其實任何提供建議的形式都存在某種利益衝突，例如，佣金可能誘使銷售不適合的產品；資產基礎費用可能誘使極大化投資資產，甚至勸誘客戶以借貸資金來投資；按時計費可能誘使業者浪費客戶的時間等。

有關 Gamification 之使用，亦即，以遊戲的元素設計投資 app 或網頁之使用者介面，讓使用者感覺像是在玩遊戲一般，有趣又好玩，例如廣告圖像弄得像賭博網站上會出現的圖像，且顯示有只要投資就免費送你 5 個股票的標語，吸引使用者點選，讓投資人投資金融商品時有如同玩遊戲般的體驗。講者認為讓投資 app 或投資這件事變得有趣並沒有錯，但有趣的投資 app 可能會引起客戶的賭博性，而賭博的上癮性可能為會帶來傷害，或者客戶會被吸引投資高槓桿的商品。要解決可能造成賭博上癮性之問題，講者提出可能的做法有禁令、核准制、限制投資高槓桿商品、警示標語、教育等。另年輕及缺法經驗的投資人可能交易過多並導致較低的報酬，但這群人其實是邊投資邊學習，相比報名投資課程的上課費用，用網路券商投資的成本可能較低。

散戶之訂單流(Retail order flow)非常有價值，經紀商會找到方法用訂單流創造收入。造市商(Market-Maker)可以以 bid price 買進，ask price 賣出，賺取 bid-ask spread，這比在交易所交易更有利潤。因訂單流有其價值，包括包含少許短期市場動向之資訊，因此會願意與經紀商分享 bid-ask spread，只要經紀商將訂單流賣給造市商，該造市商就會將部分 bid-ask spread 分享給經紀商。但經紀商有為客戶取得最佳執行價格的義務，經紀商及客戶間之利益衝突為一重要議題。

目前針對 Payment for Order Flow(訂單流回饋，PFOF)之監理方法有幾種：什麼都不做；徹底禁止(可能會形成地下活動)；退還 PFOF(迫使經紀商將 PFOF 還給客戶)；要求揭露(可能沒有什麼影響)；制定法規

(如：最佳執行原則 Best execution rules、確保所有場所的交易都相同，以消除將訂單發送到支付最多報酬的場所的誘因，因為他們支付的報酬都相同)。

另講者提到數位化的潮流下及網路證券商出現後，經紀商賺取收入的方式漸漸有所轉變，漸漸由以佣金為基礎之商業模型，轉向以銀行業務為基礎之商業模型（客戶下單並投資資金給經紀商，經紀商把訂單借出去以賺取收入），現在經紀商想要透過 AUM (Asset Under Management) 賺錢，但轉型還沒有百分之百完成。Robinhood 的 Lucas Moskowitz 被與會者詢問到 Robinhood 的收入結構時也提到，目前收入來源仍然有以交易為基礎(transaction-based)之收入，PFOF 約佔總收入的 7%-9%，證券借貸的業務有成長，但並非 Robinhood 的主要收入。

2. Robinhood Markets 的 Lucas Moskowitz 分享 Robinhood 之實務做法：

有關 PFOF 及其產生的利益衝突問題，講者表示，以 Robinhood 來說，首先，價格是賣掉訂單流時最重要的考量點，Robinhood 會將訂單流賣給提供最佳價格的造市商。其二，就造市商為獲得訂單流而支付的費用，Robinhood 等經紀商會將其收到的部分費用放回客戶的口袋。總結而言，就算有 PFOF，Robinhood 等經紀商也可以同時提供最佳執行價格及較低的費用予客戶。

Robinhood 等網路經紀商的出現，其實為投資人帶來許多利益及為市場帶來變化。投資人的投資成本變得更低，因為網路經紀商之手續費為零且沒有最低投資門檻，以及 PFOF 模型為投資人省下更多錢(相對地，傳統經紀商的每筆手續費可能約 5-10 美金或更多，且有最低投資門檻)；投資人更易接觸到投資商品及市場，例如透過零碎資產交易、可參與 IPO 市場、24 小時均可交易之市場、循環投資等(相對地，以前只能買賣整股)；現代、方便及容易使用之投資 app 及網頁使用介面(但並非遊戲)，讓投資人不再需要透過打電話給營業員或親自到證券商分公司下單(相對地，傳統經紀商需要依賴營業員下單)；投資人年齡層下降(截至 2024

年 3 月，投資人年齡中數為 34 歲)，每戶投資金額也相對較低。

據統計，在網路經紀商出現之後，散戶買最多的商品類型還是股票及 ETF，並且集中在知名的大公司上，且大部分的散戶還是以買進並持有居多，並非如想像的投資許多高風險商品，或從事短線之槓桿交易等。

此外，講者表示，可以在存在有利益衝突的同時(不論是證券經紀商、投資建議或其他金融服務，其實都存在利益衝突)，也提供好的服務給客戶。金融業者及客戶間其實是互惠互利關係，公司賺取收入，同時客戶獲得價值或賺取金錢；要避免的極端行為其實是金融業者為了自身利益利用客戶，而不是提供符合客戶利益的服務及同時讓公司賺取收入。Robinhood 能夠在有利益衝突的情況下提供符合客戶利益之服務，主要是因為：(1)美國 SEC 有發布反詐騙相關條款(Anti-Fraud Provision)，經紀自營商不能欺騙其客戶；(2)SEC 於 2019 年發布之 Regulation Best Interest，該法係依據 1934 年證券交易法訂定的，規定經紀自營商向散戶客戶提供任何證券交易建議或涉及證券的投資策略建議時，應為客戶之最佳利益考量，其中一個義務是經紀自營商必須管理利益衝突(在某些情況下應消除衝突)。降低利益衝突的方法有揭露資訊，或其他更激進的方法；(3)有最佳執行之義務(Duty of Best Execution)，因此業者有誘因在執行委託時同時賺取金錢及給客戶最佳價格。

另散戶交易上升，不單單只是因為網路經紀商提供之零手續費，而是多重原因所造成之結果，包括 DEPs、透過方便使用的投資 app 更容易接觸到投資商品及機會、客戶透過交易學習到更多經驗等。

3. BETTER FINANCE 的 Martin Molko 分享其實務經驗：

PFOF 可以看作是經紀商不提供投資建議服務之誘因。另股票、債券、ETF 仍然是長期投資人最喜歡投資的金融商品。

4. ESMA 的 Alexander Harris 分享在歐盟的新興經紀商(Neo-brokers)：

Neo-brokers 是新一代的數位金融實體，可讓消費者(主要是散戶)即時交易金融產品。近來，越來越多投資人使用 Neo-brokers 進行投資，

Neo-brokers 的客戶資產近年高速成長，全球資產價值最高的 Neo-brokers 有 eToro、Robinhood、TradeRepublic。Neo-brokers 是技術的創新使用者，某些會收取 PFOF(ESMA 已於 2021 年警告 PFOF 的風險，包括潛在利益衝突及有限的資訊透明度)，也有某些會使用 Gamification 技術(ESMA 已於 2023 年發布有關數位化之投資人保護之討論文件)，該等經紀商具有利用新技術促進散戶投資人參與金融市場的潛力。

依據 ESMA 於 2023 年之市場調查，Neo-brokers 投資於流程自動化和使用者友好功能，旨在降低成本和吸引客戶，另有些提供交易以外的附加服務，例如投資組合及財富管理、投資建議、託管和保管等。透過 Neo-brokers 投資的主要金融商品有股票、ETFs、零碎資產、差價合約、衍生性金融商品，及加密資產。Neo-brokers 的主要收入來源為以委託單為基礎的佣金費用、買賣價差(bid-ask spread)、貨幣兌換費、PFOF)、其他服務費用等。歐盟已禁止 PFOF 的使用，但過渡期間到 2026 年 6 月。此外，Neo-brokers 傾向於將許多股票和 ETF 交易轉到小型交易場所。研究顯示，這種分散性可能會影響造市商使用的買賣差價。Glosten 和 Milgrom (1985)發現，噪音交易者(noise traders)的比例越大，造市商的買賣價差就越小，因為造市商不需要保護自己免受知情交易的影響。

Neo-brokers 對消費者的風險可能包含提供複雜或高風險產品(例如加密貨幣)、投資之遊戲化可能會利用到投資人的偏見、社群媒體可能被整合到投資平台中，造成資訊誤導、某些產品可能不會賦予持有人與其他產品相同的權利等；潛在利益包含鼓勵散戶參與金融市場、對許多消費者而言更方便、有推廣金融知識的潛力、競爭更激烈，導致交易費用的降低等。

(四) 網路世界中的散戶市場行為挑戰 (Retail market conduct

challenges in an online world)

本節主持人為 IOSCO General Secretariat，與談人為：

- Talis Putnins - University of Technology Sydney
- Rachel Karen and Matthew Soursourian - OECD, Directorate of Financial and Enterprise Affairs
- Sam Stoakes - UK FCA - Retail consumer and digital markets lead
- Giuseppe Frega - CONSOB ITALY - Acting Head of the Unauthorised Financial Business Surveillance Office

1. 雪梨科技大學的 Talis Putnins 教授分享加密資產市場之不當行為：

近期散戶市場之股權投資增長，可能導因於過度賭博及便宜的經紀手續費，但若從更長期的趨勢來看，該成長幅度相對較小，且相較其他主導散戶市場之商品如加密資產來說，該成長亦較小，因此講者本次聚焦在加密資產之散戶行為議題。

加密市場之不當行為及傷害有市場操縱 (pump-and-dump、wash trading、參考價格操縱、oracle 操縱、關聯性市場操縱、限價單操縱、閃電貸 (Flash Loan) 操縱)、內線交易 (在代幣發行之前、開發者或發行人手握資訊)、先行交易 (Front running) (對去中心化交易所之先行交易攻擊、中心化交易所之先行交易)、詐欺 (透過自動化做市商 (AMM) 之 Rug Pull、去中心化交易所之剝削、保管市場之盜竊)、洗錢等。若以相對傳統金融市場之不當行為來區分，傳統金融市場既有之不當行為包括參考價格操縱、限價單操縱、開發者或發行人手握之內線訊息；雖傳統金融市場既有但加密市場之不當行為稍有不同者包括 pump-and-dump、wash trading、關聯性市場操縱、在代幣發行之前內線交易、中心化交易所之先行交易、洗錢；加密市場才出現之不當行為包括 oracle 操縱、Flash Loan 操縱)、去中心化交易所之先行交易攻擊、透過 AMM 之 Rug Pull、去中心化交易所之剝削、保管市場之盜竊等。

過去，加密資產市場上之主要擔憂為比特幣和其他加密貨幣被用來資助犯罪、促進洗錢和線上黑市電子商務。接著，隨著中心化加密貨幣交易所 (CEX) 的發展，由於資金集中，它們成為盜竊和詐欺的目標。CEX 的成長催生了傳統金融市場中常見的不當行為類型（例如 pump-and-dump），並引發了圍繞加密貨幣上市公告的內線交易。隨後，去中心化金融 (DeFi) 和 去中心化交易所 (DEX) 的興起帶來了先行交易、智能合約漏洞和 oracle 操縱事件的增加。近來，市場上進行的詐欺和 pump-and-dump 變得更加普遍，並隨著主流利益以及新投資人和投機者的湧入而周期性增長。

以 Rug Pull 詐欺為例，其詐欺過程大致為鑄造新的硬幣/代幣（無 KYC/AML，且在去中心化鏈上）。接著將代幣存入 DEX，為代幣創建一個無需 KYC/AML 的市場。再來透過建立網站、偽造白皮書、名人和 Finfluencers 宣傳，或在代幣合約中嵌入惡意程式碼來推廣。當人們在 DEX 上購買促使價格加速上漲後，拋售剩餘代幣（或使用惡意程式碼）然後消失不見。研究顯示，光是在以太坊，就在 2.5 年內發現了 30,000 多個代幣詐欺案。

針對加密資產不當行為之執法行動面臨之新挑戰包括：加密貨幣是犯罪的絕佳「逃亡」資產，它難以抓到、停止或追回（與銀行不同），非常適合犯罪者利用詐欺和犯罪的收益營運；具偽匿名性，即使我們看到犯罪行為，也很難識別/抓住非 KYC 加密貨幣用戶；不當行為是跨境的，全球市場需要在監督和執法方面加強跨國合作，且關於加密資產之管轄權仍有法律不明確之問題；技術上複雜的不當行為，及監控所需的資料來源更為複雜等。

2. OECD的Matthew Soursourian分享OECD在消費者金融風險監視之發現：

依 OECD 在消費者金融風險監視之研究結果(已於 2024 年發布相關報告)，金融消費者面臨之最主要風險包括通貨膨脹和利率上升、金融詐欺、新商業模式與數位創新等從營運環境衍生之風險，缺乏金融知識、

過度負債、缺乏數位能力、消費者脆弱性等之需求面向風險，低價值的金融商品和服務、缺乏揭露或揭露無效、不誠實的銷售等行為相關風險。

在金融詐騙方面，金融詐騙的數量增加，損失金額亦增加，常見的詐騙類型有誘騙消費者提供個人識別資訊；引誘消費者轉帳/支付/投資/購買虛假保險的虛假計劃；冒充銀行、財務顧問或其他金融服務提供者；金融卡/信用卡詐欺等。針對金融詐騙之監理回應則有增強的身份驗證要求、對投資者警告、阻止搜尋引擎和社群媒體平台宣傳詐騙、透過工作小組與執法部門和產業協會合作等。

其他引起監理機關關注之新興風險包括詐騙的發生率和複雜性不斷增加、新信貸產品與過度負債風險、數位科技和商業模式的創新、對不受監管的加密資產之投資增加、財務建議的其他來源（例如 Finfluencers）、漂綠與永續金融相關的風險。監理回應則有實施並改善全面的金融消費者保護框架、加強監理能力、保護面臨高脆弱風險的消費者、為金融消費者建立能力等。

3. UK FCA 的 Sam Stoakes 分享 FCA 的經驗：

依英國金融行為監理總署(FCA)對投資人行為之研究，近來，相比投資，人們更傾向持有現金；投資高風險商品的人們有追求高風險之行為傾向；近來投資的特徵改變，年輕人傾向投資高風險；只有少部分的人採納傳統財務建議等。

為保護消費者免受投資詐騙，英國 FCA 啟動了 ScamSmart 活動。ScamSmart 旨在提高人們對投資詐騙跡象的認識，並推動人們多加使用 FCA 公佈之警告清單(Warning List)。

英國 FCA 有與第三方合作，以發現網路上之非法內容。英國 FCA 亦有與科技平台合作，包括 Google, Meta, Microsoft (Bing) 及 X，合作的範圍主要在廣告。這些平台已更改渠等政策，僅允許 FCA 核准的公司廣告其金融服務，包括投資，其他搜尋引擎和社交媒體平台亦都已更改其政策。但詐騙者會採取創新應對措施，因此英國 FCA 對他們不斷

變化的策略將一直保持警惕，也一直與這些大型社群平台持續對話。

英國 FCA 亦已發布有關 Finfluencer 的指引及舉辦活動，以協助與 Finfluencer 合作之金融業者了解應該如何做。Finfluencer 指引提供了許多給予業者及 Finfluencer 參考之範例，例如，若金融業者或 Finfluencer 採取某類行動時，應該遵循什麼樣的規範或應該如何執行。另英國 FCA 和英國廣告標準局 (Advertising Standards Authority, ASA) 於 2023 年與網路名人 Sharon Gaffka 合作，幫助 Finfluencer 了解推廣金融產品所涉及的風險，例如由 Sharon Gaffka 在社群媒體發布對於快速致富計畫之警告等。

此外，英國 FCA 亦有透過機器學習和網站基礎設施分析等資料導向方法主動偵測詐欺活動。網站的固有功能使機器能夠區分良性網站和詐騙網站，目前，該方法在 91% 的案例中能夠正確識別詐騙，表現出高精度、平衡的性能以及區分合法網站和詐騙網站的強大能力；使用 16,000 個數據點構建的，且出於安全考慮，無需直接訪問網站。透過該網站偵測方法，發現到若網站擁有的 IP 數量越多，該網站就越有可能是良性的；重定向次數越多，表示該網站有詐欺的可能性就越大；MX 伺服器數量較多通常較可能是良性網站；較長的網域通常與詐騙網站相關等。未來，英國 FCA 還要進一步擴展其資料集合以包含更多的詐欺類型及更多功能、截取網站螢幕截圖並建立 CNN 模型來比較圖像相似度、提取網站內容，對關鍵字和主題進行 NLP 基礎分析、提取網站的 CSS 和 HTML 文件，將其與已知的 HYIP 詐騙內容模板進行比較、分析流量趨勢以增加功能數量並發現異常行為等。

4. 義大利 CONSOB 的 Giuseppe Frega 分享 CONSOB 的經驗：

有關義大利證券交易委員會 (CONSOB) 處分未經核准經營金融業務之權力一節，若在未經核准的情況下提供投資服務 (以及相關廣告)，義大利 CONSOB 可以警告、命令停止侵權行為；若有在沒有公開說明書的情況下公開發行「金融產品」(及相關廣告)，義大利 CONSOB 可以預防

性暫停其發行、禁止、採取其他行政處分等。不論前開哪種違反行為，義大利 CONSOB 均可命令封鎖其網域（自 2019 年 7 月起，CONSOB 已封鎖了 1130 個網站），命令內容包括阻止從義大利存取特定網域，且會將使用者重新導向到另一個網頁，該網頁會顯示 CONSOB 屏蔽該網域之原因的警告，10 天內就會執行。該封鎖命令是 CONSOB 可獨立採取之行政措施，不需要法官的核准或授權。

有關義大利 CONSOB 與 Google 的合作一節，作為 Google 投資服務驗證計畫的一部分，希望在義大利透過 Google 廣告其金融服務的實體，必須事先聲明他們已獲得當地主管機關(包括 CONSOB)的授權。此外，透過此次合作，Google 還向義大利 CONSOB 提供了特別的線上申請程序，用以提交刪除行動應用程式中及 YouTube 頻道上發布的影片中未經授權的金融業務相關內容的請求；有關與義大利銀行業協會之合作一節，此合作係為了刺激信貸機構發出訊號警示客戶可疑的詐欺性銀行轉帳。

目前，義大利 CONSOB 有權直接命令網路連接服務提供商封鎖意大利的網域，儘管這確保了執法行動的更大效率並提高了投資人保護水準，但無法阻止不良行為者輕鬆且快速地創建與已經被封鎖者類似的新網域。在多個司法管轄區引入託管提供者和網路域名註冊商的具體義務是最理想的，但也極具挑戰性：(1)確定託管和註冊網域的主體身分；(2)拒絕向先前未證明旨在透過特定網域進行的活動可歸因於被授權執行該活動的實體提供服務。

肆、心得與建議

一、持續參與 IOSCO RICG 之討論及追蹤其工作進度：

科技發展正在改變散戶投資人與金融服務和商品互動的方式，並成為將更多散戶投資人帶入資本市場的催化劑。在這數位科技的時代，Neo-brokers 以及網路交易平台及投資 app 興起，使得投資人更容易投資及接觸到各種金融商品，Neo-brokers 及使用 Neo-brokers 商業模型之傳統經紀商，越來越傾向運用 DEPs 等數位技術(如 Gamification 及目標提醒)來吸引投資人投資，及於社群媒體行銷其金融商品及服務，雖然一方面可以提升金融包容性及金融便利性，但另一方面也可能導致過度交易，及將投資人引向高風險產品。

近來 Finfluencers 在投資人投資決策的過程中扮演越來越重要的角色，因現代投資人(尤其是年輕人)更傾向依賴 Finfluencers 獲取金融資訊及協助其做投資決策。儘管 Finfluencers 在傳播投資資訊方面扮演重要角色，但他們的活動也為散戶投資人帶來新的風險，包括可能散佈誤導或偏見的資訊、推廣高風險產品，以及未充分揭露任何利益衝突等。此外，近來全球亦有網路金融詐騙猖獗之現象，因現今數位時代的投資人深深受到社群媒體之影響，社群媒體及 Finfluencers 常被當作傳播金融詐騙的管道。

為解決上述金融環境變化及數位科技發展對散戶投資人造成的新興風險及行為問題，以及網路詐騙頻仍亂象，IOSCO 成立了 RICG，從政策、投資人教育及執法行動等面向，就 Finfluencers、Copy trading、經紀自營商利益衝突、零碎資產交易、DEPs、網路詐騙預防等議題研擬散戶投資人保護策略，及共同努力建立更為安全之網路金融環境。在這全球數位浪潮下，臺灣的投資人也不可避免地面臨著這些新興風險，及暴露在網路金融詐騙之為危險下，因此，建議持續參與 RICG 各項議題之討論及追蹤 RICG 工作進度，以利本會與外國監理機關共同合作建立更為安全之投資環境，及保護全球(包括臺灣)之投資人。

二、在現今的數位科技時代，更需要強化國際合作：

在這數位科技的時代，因金融業者運用之商業模型及數位技術演變非常快速，以及網路之無國界特性，使得金融服務能夠提供予世界各地的投資人，金融詐騙亦可跨境傳播，沒有國境之限制，均更加凸顯了監理機關快速因應數位科技發展、研擬監理措施，及強化國際合作之重要性，以即時管理新興數位風險、保護投資人免受金融詐騙，及為散戶投資人建立更安全、透明的網路金融環境。因此，建議除持續參與 IOSCO RICG 之各工作專案之討論及追蹤其進度外，建議採納 IOSCO 所發布之各種路徑圖及建議，以建立與其他 IOSCO 一致之法規框架，進而更有利基與外國監理機關進行監理合作。

三、持續積極參與 C3 會議及其他 IOSCO 重要會議：

本會於 2020 年開始參與 C3（視訊）會議以來，C3 進行之專案工作包括營運韌性 (Operational Resilience)、數位化 (Digitalization)、人工智慧 (Artificial Intelligence)、槓桿貸款及擔保貸款憑證 (LLs/CLOs)、散戶市場行為 (Retail Market Conduct) 等，其中不乏本會尚未加入之其他委員會所關切的議題且共同合作者，C3 秘書處於每次會議期間說明專案工作進度及未來可能納入之新議題，各國參與代表並於會中分享該國目前關心的議題，供秘書處作為規劃未來專案研究方向的參考，另 C3 會議中亦邀請學術界及產業界人士分享研究或市場觀察成果，因此參與 C3 委員會會議有助於本會追蹤更新國際證券期貨市場面臨的新興風險或挑戰、各國主管機關關切的議題與監理發展趨勢，及強化我國金融監理技術。

另隨著全球跨境金融活動之增加，證券期貨市場已高度全球化，因此亟需仰賴各國證券機關間共同合作制定、促進及實施國際公認及全球一致的監理標準及法規，以保護投資人、維護公平、有效率及透明的全球資本市場，及解決系統性風險。近期 IOSCO 關注的全球性重要議題及新興風險，例如加密資產、DeFi、人工智慧(AI)、金融科技、永續金融、轉型計畫、金融韌性、金融詐騙案件頻仍、散戶投資人保護等，亦為本會高度關注之監理議題，且 IOSCO

持續於理事會、政策及區域委員會、新興市場委員會、工作小組、附屬會員委員會等會議中深入探討及研擬相關政策建議，因此建議積極參與 IOSCO 之重要會議及其他國際交流活動，以利了解國際發展情勢、監理趨勢，及最佳實務，並可作為本會研訂相關監理政策措施之參考，及有助臺灣與國際接軌。此外，透過積極參與國際會議及強化國際交流，亦可加深本會與外國主管機關之友好關係，及增加建立聯繫管道之機會，進而提升臺灣金融市場之國際能見度。