

格里斯菲亞太區委員會 —  
道德、法律、公正及管治的主要中心  
2000年亞太區企業管治會議  
講題：“科技、市場及企業管治”

講者

香港證券及期貨事務監察委員會  
主席  
沈聯濤

2000年4月28日

摘要

- 科技在推動市場全球化之餘，亦改變了傳統的市場架構。理論上，公司現在可以直接向投資者籌集資金。這除了對現有的交易所帶來巨大的衝擊，同時亦對證券監管工作者帶來挑戰。傳統上以評核素質為基礎的上市制度，正轉變為以信息披露為基礎的監管架構。為配合這個新架構，我們必須從企業管治、信息披露的質量及投資者教育方面入手。市場要依賴其參與者的信任才能運作。然而，一般的投資者怎能評估只有少數人才懂得評估的，而且建基於科技概念的新業務的可靠程度及商業道德水平？此外，商業道德水平和現有的企業管治及監管架構又是否可以滿足投資者的需要？本文將探討這些問題對本土市場及國際市場的影響。

主席  
各位嘉賓  
先生、女士：

我很榮幸獲邀請，聯同亞太區多位著名學者及政策制定者一起出席這個有關企業管治的會議。令我感到特別榮幸的是有機會緊隨國際透明度組織 (Transparency International) 副主席 Mr Tunku Aziz 在昨天發表題為“改革政治層面的管治架構：商業之所需” (Reforming Political Governance: A Business Necessity) 的演說之後發言。那些對巧合的事情感到興趣的人士，可能有興趣知道我不單止曾跟隨 Tunku 任職於馬來西亞中央銀行，我亦很慶幸能夠在當時還稱為英屬北婆羅州的沙巴的沙巴書院 (Sabah College) 受教於 Tunku。此外，Tunku 對於透明度及問責性的問題亦特別關注。恰巧，22 個經濟體系轄下的一個由我和英倫銀行副行長 Mervyn King 共同領導的工作小組，亦以此作為研究課題，負責探討亞洲金融風暴後國際金融機構的架構。

我相信我們大多數人都會認同泰國外長素林 (Surin) 的觀點，即亞洲金融風暴呈現出私人機構及公營部門的管治危機。我作為前中央銀行家，在亞洲金融風暴期間積極參與有關國際及地區性金融架構的討論，直至現在成為證券監管工作者，一直以來也在思考這個問題。亞洲金融風暴反映出市場及管治架構的危機。簡而言之，這個危機可歸納為市場與政府之間的互不信任。正如我經常援引的亞當·斯密夫的《國富論》其中一段引文：

“對於如何將資金投放於哪一項本地工業，從而使產品達致最高價值這個問題，每個人很明顯都可依據其當下的環境作出判斷，而其判斷都會較任何政治家或立法者的為佳。”

很多時市場的無形之手較政府更為精明。然而，我們要注意到有關的規限是：“依據其當下的環境”。現時，本土問題可能一夜之間演變成全球性的危機。個人根據其當下獲取的信息行事。然而，當個人連結或集合起來時，便往往會出現過熱的行為。而這些過熱的行為通常也是最典型的組合謬誤 (fallacies of composition)。歷史多次反映出市場上的過熱情況是需要政府干預的。現時，市場管治已成為最熱門的話題。那麼，科技怎樣改變了遊戲規則？

**科技與市場**

正如一般的老生常談，我們正處於轉變的時代，而科技則為決定性的元素。科技正改寫國家及全球市場的資產負債表。亞洲金融風暴是市場全球化的危機。它透過資金流向粗暴地打開了本土市場的大門。我們必須承認金融市場就像一個網絡。全球性網絡是由多個本地網絡湊合而成，而這些本地網絡在設計時，並沒有考慮到全球性資金流向的因素。

正如電力供應網絡的情況，當大量電流通過整個網絡，較弱的連接點的保險絲便會燒毀。換言之，正如熊彼特所說，由科技與企業組合而構成的“創造性破壞”現象，正改寫舊有的秩序、削弱原來的專營權和精英族群，以及創造新的架構。然而，有關的規則仍然含糊不清。本文嘗試探討有關的遊戲規則的發展方向，並且援引證券市場作為例子。因為在證券市場上，科技正在推動市場朝向全球化的方向發展，以及正改變傳統的市場架構。

科技令市場及社會急速轉變，沒有人可以聲稱看透未來。根據在瞬息幻變的環境當中所獲得的信息，我們似乎可看到以下幾個重要的趨勢：

1. 信息或知識是市場的基本要求；
2. 科技帶來市場全球化，促使標準趨於一致；
3. 科技淘汰傳統的中介人，因而消除了舊有的專營權及精英族群；
4. 架構隨著客戶、員人、投資者或管理人員變得強大而趨於扁平化，舊有的層級制架構由新的企業及市場機構取代，而這些機構必須在市場空間(marketspace)而並非在某個市場地域(market place)經營。換言之，時間、地域界限，包括司法區的分野，正因為互聯網的興起而變得模糊。
5. 由於轉變是相當急速及複雜的，因此，社會及系統的穩定將取決於個人的道德水平及知識基礎。換句話說，投資者、客戶或群眾教育最終將成為支持市場或社會的穩定及其延續性的重要因素<sup>1</sup>。
6. 然而，我們仍需要適當的程序，以確保遊戲規則在市場經濟的條件下獲得遵守。

我們可援引證券市場作為例子，從而引證科技如何改變市場架構。

---

<sup>1</sup>以中國哲學的術語來說，分歧是在於法家學說認為精英塑造群眾，而儒家學說則認為個人的道德標準塑造國家。

傳統的證券市場一直以來都是資金供應者(投資者)與資金需求者(企業家)的交匯處。由於對企業及投資者的素質所知有限,因此股票經紀、分析員、信貸評級機構、傳媒等的中介人便要聚集在證券交易所,進行信息及產權交換。用網絡的術語來說,這便是網絡之內的樞紐性質所帶來的經濟利益。交易所是由會員共同擁有的機構。它們制訂規例,保障中介人/會員及投資者,避免他們承受過高的信貸及支付風險,並監管中介人/會員及投資者的行為,以杜絕欺詐及失當行為。但隨著時間的推移,這些規例往往只保障既得利益者,但卻損害了投資者及企業的利益,因為隨著另類科技的出現,中介人的收費已遠遠地高於合理的水平。

全球互聯網使用者的數目,由1995年的1390萬增加至1997年的6870萬,而預計到2001年時,這個數目將會增加至2億2800萬<sup>2</sup>。散戶投資者受到低廉的佣金及交易較快地執行這些優點所吸引,紛紛在網上進行交易。1999年,美國有超過1120萬個網上買賣帳戶,合共進行了1億3500萬宗交易,雙倍於前年的數字,並且佔納斯達克總成交額的25%。在韓國,網上交易今日已佔所有證券交易額的50%。

與此同時,資訊科技亦催生了另類交易系統或電子通訊網絡(ECN)的出現。它們由於收費較低廉、透明度較高及具備運作效率,因此能夠直接與傳統交易所競爭。電子通訊網絡為小投資者提供在收市後的交易,以及與網上經紀及其它電子通訊網絡連接的服務。在今日的美國,電子通訊網絡的數目與目前的證券及衍生工具交易所的數目相若。電子通訊網絡及傳統交易所都在努力建立聯盟,以便在爭逐全球市場流通性的競賽中佔一席位。

結果,我們看見交易所的結構出現重大變動。它們不單推行股份化及公開上市(例如香港交易所、澳洲證券交易所、新加坡證券交易所),還與其它交易所或交易所集團進行跨境聯盟(例如歐洲交易系統及芝加哥交易所,或新加坡證券交易所/法國國際期貨和期權市場及芝加哥商品交易所),以建立地區性或全球性的交易所,以及為新企業設立新的上市板塊,例如東京的MOTHERS、香港的創業板(GEM)或近日台灣的TIGERS。

從投資者的角度來看,這意味著他們可作出全球性的選擇。隨著電子化的

---

<sup>2</sup> 資料來源:國際數據公司(IDC)。

聯繫安排的出現，一直以來令“現狀”賴以維持的地域界限已不復存在，以致證券及期貨買賣不再是專門經紀或交易所的專利。個人已可透過自己家中的互聯網屏幕、流動電話或私人數碼助理(PDA)進行證券及期貨買賣。

## 科技與首次公開招股

然而，在互聯網之中，沒有任何東西比首次公開招股的程序更具創意。現時，投資銀行對打算上市的公司所收取的費用(不包括會計、律師及其它費用)，由香港的2.5%到紐約的7%不等。

現時出現了新的中介人，例如Direct IPO，Hambrecht & Quist & Direct IPO及 Direct Stock Market。它們負責打點客戶公司在進行直接公開招股時的所有細節，由提供顧問服務到管理公開招股程序不等，而且收費較低。有些公司已嘗試透過互聯網直接向投資者集資。

這些新的渠道為投資者及集資公司提供了幾乎是無限量的選擇、新的機會，以及令它們可以輕易地進出市場。對他們來說，這在以前幾乎是全無可能的，只有小數的精英分子才可如此。以評核素質為基礎的首次公開招股制度，是傳統交易所賴以生存的要害。根據這個制度，公司要證明其有良好的業績紀錄，方獲准向公眾投資者籌集資金。現時，只有科技概念但沒有績業紀錄的公司，幾乎可以立即在市場上集資。如果某個市場或司法區不接納它們，它們大可透過其它市場、司法區或直接透過互聯網，向公眾投資者籌集資金。

監管者可以怎樣保障投資者及提供一個公平、具備透明度及公平競爭的市場，尤其是當市場上已再沒有地域界限？

## 由以評核素質為基礎的上市制度，轉移到以信息披露為主的監管架構

傳統上市制度是以評核素質為基礎的，由上市委員會為那些打算向公眾集資的公司提供“品質保證”。然而，隨著業務及科技發展愈趨複雜，這個制度已轉為以信息披露為主的監管架構，責任歸於投資者，即依循“投資者自負”或“買者自負”的原則。

但單獨是信息披露就足夠了嗎？美國市場便是一個典型的以信息披露為主的市場。投資者可以向證券交易委員會或透過互聯網，取閱各類存檔文件及各種可供公眾查閱的招股章程、公司資料及新聞等。然而，正如證券交易委員會一名資深的監管工作者所說，差劣的帳目即使獲得全面披露，仍無助於提高透明度。

因此，問責性並不只是關乎透明度。假如所披露的資料的質量達不到國際標準，對投資者來說，這樣的透明度仍然是不足夠的。因此，正如Mervyn King經常掛在口邊的說法：我們要令透明度變得更透明。換句話說，單單提供資料並不足夠，我們必須提高後設數據(即進行資料分類和信息披露時所依據的基礎及標準)的透明度。

## 企業管治、透明度及對市場的信心

我希望指出，科技已迫使市場不得不打從骨子裡作出改變。公平、具備透明度及有效率的市場需要健全的企業管治文化配合，而商業道德操守、及時而準確的信息披露及全面的投資者教育，在互相強化投資者對市場的信心這個環節之上，亦擔當著重要的角色。

由於投資者面對著令人眼花瞭亂的眾多選擇，他們會被那些值得信賴、使人抱有信心及具備良好商業道德操守的市場和公司所吸引。那些未能以合乎商業道德標準的方式來對待其客戶、投資者、消費者及員工的市場和公司，最終將會湮滅。它們不會一夜之間倒閉，因為很多市場及公司仍然受著過時的法例、規則及客戶的惰性所保護。但我深信監管架構必然會朝向具競爭力的市場這個重要的邏輯方向發展。

## 商業道德操守、現行的企業管治和監管架構能否滿足投資者的需要？

維持現狀是否可行？如果首次公開招股直接在網上進行，但卻沒有中介人提供任何質量保證，那麼投資者怎樣才能分辨出不同的高科技概念？及時向投資者提供真實和準確的信息，令他們可以作出公平和有根據的決定，是任何公平及有效率的市場的支柱。但投資者怎樣才可以肯定該等表面上具備透明度的資料是否準確和可靠？

因此，管理人及控權股東是誠實或公平本身並不足夠。人們必須覺得他們是公平及誠實的，以及市場必須得到這方面的保證。例如，企業損害小股東權益的事件較少在美國發生，是因為集體訴訟制度令權益受損的小股東較易提起訴訟，從而得以保障小投資者的權益。

因此，基本上屬於激勵性質的監管制度，其設計必須能夠獎勵信任及懲罰欺詐行為。但沒有一個監管及紀律架構能夠杜絕所有罪行，亦沒有任何監管及紀律架構能夠保護投資者免受其本身的不慎或貪念所損害。科技迫使我們對監管政策重新作出通盤的考慮。正如古語所說，我們不能用立法規定人們有良好的行為。但我們應該採取“四管齊下”的方法，令普羅投資者能夠自行評估新業務的可信性及管理層的操守。

a. 所提供的信息必須是及時、一致、適切及重要的。這意味著有關信息必須按照與會計及透明度有關的統一標準來披露。

遺憾的是，上市公司所披露的信息全部都是根據其當地的會計及法律規定而披露的，因而與國際標準並不相符。由於審計的素質相當參差，我們沒法保證(a)項的條件能於短期內實現。

幸好，我們已承認了這個問題的存在。但在標準的落實、會計、法律及企業行為方面，則遇到相當嚴重的問題。我謹在此向大家推薦金融穩定性論壇的《落實標準報告書》，希望我們很快便可以在國際結算銀行的網站看這份報告書。

信息披露其實是關於質量資料的透明度、一致性、及時性和是否容易取用。披露數據的責任歸於資料提供者。但由於有關的信息披露涉及成本，為了對所有人公平起見，在制訂有關的守則或規則之前，我們應該就選擇、處理、分析內容，及發放信息的程序，進行“適當的諮詢程序”，以確定其合理性。社會人士必須知道，由於信息是市場賴以營運的主要元素，要有良好素質的信息是要付出成本的，而且必須為信息的產出及素質的控制投放足夠的資源。

總括來說，為了使透明度的標準達致國際水平，我們除了要提高資料的質

量外，亦需改善後設數據（即資料的分類及分析過程）和資料的制度性架構（例如獨立審計制度）。

*b. 企業管治及監管架構應顧及到企業內每個人的權利與義務，並將企業家精神與社會責任結合起來*

企業管治是管理層、股東、相關的重要團體、投資者及企業監管機構共同分擔的責任。管理及監控公司的制度(包括商業道德標準、操守準則、規章及法律)、保障股東權利、確保股東得到公平待遇、適當的信息披露及透明度的制度，並不能單靠法律來作出界定，還要考慮到市場慣例、指引守則及道德規範。該等規範在全球各地正趨向一致。全球的投資者愈來愈不能容忍亞洲企業的大家族股東的家長式行為，因為這些股東往往以為可以罔顧小股東的權益。全球的投資者均認為公司的董事局有責任公平地保障所有與公司相關的重要團體的權益，亦認為公司的行為應如任何良好的企業公民一樣，肩負道德社會責任。

社會傾向於將管治的責任全部放在企業及其管理層的身上。亞洲金融風暴並非純粹因為亞洲企業借貸過多而引發的。亞洲企業有充分的歷史、稅務、法律及政治理由解釋為何它們會透過借貸來擴大其市場佔有率。前美國財政部長亦正確地指出，每個拙劣的借款人總有一個不負責任的貸款機構作為伙伴。我們不能單靠控權股東、高級管理層及職員本身的道德水平來培育出持正、穩健及可靠的企業公民。我們必須在私營範疇(內部監控及獨立審計)及公共層面（反壟斷法）設立制衡機制來改善企業公民的素質。

科技造就了知識型企業的崛起。這些企業的僱員終生學習如何為消費者提供知識為本的產品及服務。將來會有愈來愈多的市場及新機構在科技的協助之下，為我們識別出表現合乎或不合乎商業道德標準的公司。在eBay中有關買方和賣方的資料披露，及他們過往的“信用”紀錄，顯示出市場能夠協助強化這種趨勢。最後，市場及官方的激勵措施／制裁，比起單靠商業道德標準，更能塑造企業的行為。

*c. 市場的效率最終由掌握充分資料的投資者或消費者決定。他們(而非監管機構)才是穩健的市場的真正制衡機制。公營部門應優先推行投資者或消費者教育。*

提供最優質貨品及服務的市場必然有最精明的消費者，這並非巧合的現象。貨品及服務的提供者致力提升品質，因為他們的消費者、投資者及僱員要求很高。因此，在競爭激烈的知識型社會中，對消費者、投資者及僱員的教育所作出的投資，將可得到最高的社會回報。

高科技企業不斷冒起，亦因為該等企業從事的是高科技，監管機構無從評定它們的成敗，因為只有市場才適宜作出有關的評估。然而，如果投資者教育水平偏低，市場便不能有效地作出評估。投資者需要知道在何處可得到有關資料，從而作出投資決定。他們需要接受教育，以瞭解各種機會和風險，以及必須能夠知道他們所投資的公司的業務性質、基本因素及前景。

從個人經驗，我學習到社會的發展不外乎是關於社會目標及為達致這些目標而採取的策略。同樣地，高增長型企業的價值，不單止在於其達致增長的策略，亦包括其能否達致增長的目標。監管機構不能假裝比市場更準確地推斷未來的事情。因此，我們可以在教育過程中扮演重要的角色，與市場的主要參與者及各個相關的重要團體，例如交易所及市場中介人一起合作。以下各個範疇如能得到改善，都會令我們獲益良多：

- 投資者教育計劃
- 與教育機構，例如投資者權益團體及大學合作；及
- 透過傳媒或互聯網傳遞信息

精明的投資者是從小訓練出來的。但現時，個人的投資策略是人們踏出校門後才學曉的，而且結果往往是“不成功，便成仁”。現在愈來愈多人意識到應該及早計劃退休儲蓄事宜，而投資選擇亦應在投資者的掌握之中。因此，我們開始考慮將投資教育納入為學校課程的一部分。香港證監會設立了一個電子化投資者資源中心，透過互聯網提供整個系列的投資者教育資料、自我學習單元、連接交易所及專業機構的超連結，以及各類型的監管資料，使投資者可自行利用這些從前只有個別精英分子才能使用的專業工具。部分上述的資源亦會挑選納入學校課程之內。

#### *d. 監管者必須改變其工作模式並利用科技加強其監管目標*

跟普羅大眾一樣，監管者亦面對科技發展所帶來的強烈衝擊。監管機構已開始認識到，互聯網導致各司法區之間的疆界逐漸消失。監管者越是要以傳統的方式實施監管，便越容易形成監管套戩的情況，即受監管者會“越境逃亡”以找尋更適合的監管制度。我們越是試圖保持現狀，我們的競爭優勢便越受到削弱。目前，傳統模式即將轉變，而新經濟體系亦蓄勢待發。那些處於傳統經濟中且已作好準備迎接轉變的，便可以繼續生存下去。相反，那些抗拒轉變的，最終會面對淘汰的厄運。

大家是否記得，曾幾何時，維持零售價格（即最低價格）被視為有利於消費者？然而，目前監管者更為關注的是反壟斷行為，及產品製造商有否具備競爭的能力，從而確保市場能提供更佳的服務、更優質的產品及更多的就業機會。在認識到市場已趨向全球化的情況下，監管機構及各地政府在制訂其關乎互聯網及網絡技術的政策時，必須顧及各地監管標準之間的協調。此舉不但令互相確認彼此的監管標準是重要的，而且有助促進競爭、降低成本及增強消費者的信心。

以現代的說法，監管工作屬衍生服務。這是為金融行業而提供的服務，而監管本身便是源於社會需要而衍生出來的。作為衍生服務，如所服務的金融業或經濟體系是健全的話，監管事業本身亦會茁壯成長。由於科技已改變社會及經濟體系，因此監管法規及監管方針亦必須配合科技而有所調整。

如果我們相信（正如我個人所深信），社會應當隨著市場的發展而演變，那麼，我們所制訂的監管法規，既要促進創新和發展，亦要防止損害他人的失當行為及罪案的發生。在公正文明及不斷演變的社會中，我們應如何實踐上述的目標？相信這是我們一直渴望解答的問題。我盼望能夠聽聽在座各位的高見。

謝謝各位。

(0005140)