

国际资本市场与创业板市场

香港证券及期货事务监察委员会 主席

沈联涛

2000年10月22日(上午) 成都

很荣幸受邀到此作演讲。我希望借此机会向大家介绍我对国际资本市场发展趋势以及创业板市场方面的一些看法。我将首先谈一谈国际资本市场现状及发展趋势，然后介绍科技进步对整个金融市场发展的影响，最后应会议的要求介绍有关香港证券市场主板和创业板的有关情况。

对国际资本市场发展的经济学分析

20世纪末期开始，全球的股票市场呈现一种十分活跃的状态。出现这种情况其实也不外乎一种非常简单的需求与供给的平衡关系。从需求角度来看，有这么几个因素：一是经合组织国家的老龄人口增加推动了养老金规模的逐步扩大，股票市场成为其投资和获取增值收益的主要场所；二是中产阶级人口增加，他们的经济实力强，对投资的需求旺盛，又理解而且愿意为获取更高投资收益而承担更高的风险，于是，其收入积蓄从传统的银行储蓄流向更高收益的股票市场，从而推动了共同基金的迅速发展；此外，世界各主要金融市场的管制从80年代中期以来逐渐放松，客观上推动了股票市场，特别是衍生金融产品市场的快速发展。

从供应角度的观察则十分有趣。我们不妨看一看世界几个主要金融市场的数字。1990年至1999年，纽约、伦敦和东京这三个世界最大的股票市场的上市公司数目仅仅增加了18.9%，一共约有7,000多家上市公司，而同期的上市公司总市值则增加了190%。新增加的上市公司数目不多，可能有企业自身选择的问题，同时，以审查发行人的素质为本的监管架构，也构成了一定的限制。

在发达国家的资本市场，由于股票期权的出现，美国的上市公司出于稳定自身股价的需要，率先开始从市场上购回股份。这使得市场上股票供应进一步减少。

总之，相对于需求来说，股票供应仍然相当有限。其中原因包括：过去，还有很多企业可以通过争取银行贷款融资，而且成本相对较低。但是，经历了亚洲金融危机之后，本地区银行在对企业发放贷款时越发谨慎，银行系统流动资金供应充足。另一方面，上市成本高昂。例如，IPO的费用持续升高，使许多欲待上市的企业裹足不前。据统计，在美国NASDAQ市场及纽约证券交易所上市单是所需要支付的佣金就达到集资额的7%，而总的上市费用占到集资额的10%也并非罕见现象。即使企业被迫公开上市寻求资金，但由于初期的公众持股量也相当有限，结果导致股票数量上供不应求。

于是，就出现了一种十分有趣的现象：资金雄厚的经合组织投资者在寻求跨国投资机会，出现了跨国追踪股票的跨国资金流动。但与这种跨国股票投资现象相对应的市场状况却是，市场和监管体制都是本土化的，上市的企业也多为本土企业。

国际资本市场的新现象

正如前面讲到的，由于经合组织国家人口老龄化加剧、退休基金和养老金增加，中产阶级的扩大，延迟消费现象日益普遍，储蓄增加，可供投资的资金也在增加。这也就为市场上的另一部分人创造了机会，即市场中介机构。而中介机构的素质对于如何有效管理可供投资的资金则非常关键。比如作为中介机构的银行。如果管理不善，就会导致出现大量的坏帐，给储蓄人的利益造成损失，这样就使资金的实际拥有者，也就是储蓄人对消费持消极和谨慎的态度，其结果是抑制了经济增长，而最终的结局是导致银行出现更多的坏帐。形成一个恶性循环。

当前全球金融市场出现的一个新的趋势是，金融机构混业经营日益普遍，原本只经营单一领域业务的金融机构纷纷开始进行战略调整，特别是从传统的银行、保险等业务领域向证券市场扩展，许多大的国际金融机构之间进行合并重组。资金通过传统的直接投资、银行贷款和证券投资等多个渠道进行风险管理和加入资源分配。

金融部门(financial sector)的发展与现实的选择

其实，金融机构的不断整合、金融创新与新的金融产品的不断涌现恰好反映了现实情况对金融部门的需要。

这些需要主要体现在：公共部门出于弥补短期赤字和长期基础设施建设的需要，需要通过发行国库券或债券进行融资；企业则需要进行贸易融资、需要募集长期的投资资金，有时还要募集风险资本，其资金来源主要有银行贷款、债券、风险资金和股票市场等几种主要形式；从更为细化的社会分子，即，家户来看，也存在相当的融资需要，而且这部分需

要有时甚至会形成很大的规模，包括短期的消费信贷和长期房屋按揭等，这部分的融资需要通过发展按揭和按揭贷款证券化来解决。

金融部门能够发挥的另一个重要方面的作用，是对新兴的市场经营方式和新的金融产品进行风险管理，特别是金融衍生产品(如期货、期权、调期交易等)的出现，可以说对金融部门形成了新的挑战。

网络化的资本市场

如果我们把资本市场看作是供应与需求的平衡，那么，由于新兴技术的作用，我们所面对的市场正在变化，日益变成一个完整的网络体系。这个网络体系体现了公司与客户之间的关系，也体现了本地企业与本地市场的关系。储蓄供应变成散户化，资本与融资需求的主体更多地是中小企业。

金融市场实际上是个网络系统。如果把大中华区看作是一个“超级网域”，而把内地、香港、台湾等地区看作是一个个相对独立的“局域网”，把全球市场看作是一个网络，那么，当今遍布世界各地的互联网则帮助这些超级网域和局域网与全球网络连接起来。

由银行、保险公司、退休基金、共同基金等等构成的庞大的投资群体将伴随新技术所创造的可能性、以及经济全球化、放松管制等，创造更多的流动性、更多的投资机会和投资效益，形成一个前所未有的资本市场的网络。

国际资本市场的现状

对资本市场的了解不外乎两个方面：市场的参与者和市场上的产品。20年前，商业银行构成了整个金融市场的主体部分 (major component)。而今天，尽管银行类机构仍然是清算体系的使用者和主要的管理者，但是，从资产规模来看，已经远远低于投资类机构，如养老金和共同基金等。

1999年底，美国银行业总资产规模是59,920亿美元，而同期的共同基金资产是63,050亿美元，保险公司总资产是66,030亿美元，最大的是养老金，达到80,940亿美元。

同时出现的另一个趋势是银行类机构高度整合 (consolidation and Integration)。比如，从1988年到1997年，美国银行类机构的数量下降了30%，而首10家银行的资产占银行业总资产的比率却从20%上升到33%，首50家银行的资产额从50%上升到67%。

正是类似的实力雄厚的资本持有者催化了亚洲证券市场的波动，同时也带来了亚洲本地的银行以及银行监管者尚不了解的套期获利手段和衍生产品技术。这些巨额的投机资本行为吸引了短期资金，而同时银行纷纷迅速收缩信贷，导致了亚洲有关市场的国家流动性危机。

在这个日益凸现的所谓的资本市场的网络中，有一个重要的现象需要引起我们的高度警惕，这就是一些传统的风险监测和管理手段正在受到严峻的挑战，特别是所谓的对银行8%最低资本充足比率的要求，现在看来并不“充分”，因为银行仅仅有8%的“垫底资本”并不足以抗御日益增加的市场风险和信用风险。同时，实际部门，也就是实际生产领域，所面临的一些困境也会对银行领域产生“波及效应”。

全球化、电子交易手段以及波动性

应该看到的是，这个资本市场的网络伴随着全球化趋势加剧和电子交易手段的不断更新，也将带来更复杂的资金流动形式和更大的市场波动性。

正式因为全球化这把“双刃剑”，全球资本市场的资本流动加快，更多的资金以短期获利为目的，导致市场波动性不断增加。七十年代因为石油危机导致全球发生债务危机时，如果人们对当时全球各个分割的市场之间的连锁反应(chain reaction)还有惊诧的话，那么，在21世纪，如果由于全球资本市场体系中的某一个市场发生问题而导致整个体系陷入危机，估计大家不会再惊诧了。因为全球经济和金融一体化已经是一个不争的事实，没有哪一个市场会在全球危机的状态下而再独善其身。

导致国际资本市场资本流动加快的另一方面原因在于进入90年代以来开始的放□管制。各国放□金融管制造成的直接效应就是交易成本降低，并且跨境资本流动增加。伴随这种情况出现的是全球资金的机制化，并出现市场流向更为集中的趋势。最直接的后果之一就是导致全球股票价格的剧烈波动。

同时，由于金融创新而推动的日益复杂的风险管理手段，也需要更为复杂的市场环境。很难想象在一个传统的、只存在简单的商家与客户关系的金融市场上，如何进行风险管理，且不论是否需要进行风险管理，仅市场所具体的基础设施就不可能满足这方面的需要。当然，使资本流动加快成为可能的最为直接的原因还是在于科技发展的日新月异，在于网上交易的出现和扩大。

近几个月世界各主要金融市场技术股份的高波动性在一定程度上验证了上述说法。从今年第二季度开始，无论美国的纳斯达克，还是香港的创业板，都出现了科技股泡沫爆破的现象。各地创新企业股票市场从刚刚推出时的价格高开高走，突然跌入深渊。目前来看，这种颓势还没有停止的迹象。香港创业板指数在今年9月份创下新低，比高峰时下跌了62%。而股票市场上出现的这种状况绝对不仅仅是供应与需求的矛盾造成的，资本流动的短期化和便捷化恐怕也难辞其咎。

而从中国内地的市场发展情况来看，市场的整合还有相当大的余地，股票市场和债券市场的规模比其他市场要相对小的多。但即使在现在的发展规模，对外部市场变化的波及效应也已经开始有所感受。相信，随着中国加入世界贸易组织和介入全球经济一体化程度的加深，壁垒和保护墙将逐步减少到最终消失，而这种影响将变得更为直接和明显。所以，内地在推动市场变革的过程中面临着更加严峻的挑战。

资本市场基本功能的再回顾

众所周知，企业的融资渠道一般有两个：间接融资和直接融资。前者指获取银行贷款，后者指企业直接在证券市场上通过发行股票或企业债券取得资金。目前在内地，间接融资的比例远远大于直接融资，企业长期以来依赖银行。这就导致了风险过于集中于银行，形成大量的不良资产，甚至影响到银行自身的稳定性。而银行限于自身的问题，在资源分配、价格发现、公司管治和风险管理方面的作为也就非常有限。那么，解决这一问题就必须在发展证券市场和债券市场上去寻找。

资本市场的发展有助于改善企业的整体素质和宏观的经营环境。一方面，推动银行与企业运作的透明度。企业必须作出改革，按照市场规则

作出信息披露，其信用才能被市场接受。而银行作为市场的参与者，再不是资源的唯一持有者和分配者，也必须按照市场规则，提高运作的透明度，依照效率的原则与潜在的资源分配对象进行相互的选择。

资本市场也有助于资产的价格发现。股票或者债券本身没有价值，但是它们代表的实质资产是有价值的。那么在交易过程中，买卖双方是通过实质资产的判断，形成价格，并达成交易。资源也就相应地流向效率高的企业。

资本市场机制允许各种资源以多种方式流动。风险资金是其中之一。风险资金的选择标准十分苛刻，更有利于对企业或银行机构的改革施加压力。

资本市场还为消化银行的不良资产提供了场所和条件。通过资产的证券化，为资产作价并出售给有兴趣的买者。这一方面改善了银行的资产状况，另一方面，有利于增强资产的流动性。

资本市场的作用还包括有助于增强公司管治和提高市场的整体效率。这个问题我将在后面的讲话中详细阐述。

建立激励机制

内地作为一个庞大的市场和资金需求者，本身的资本市场发展还有很大的发展潜力。同时内地资本市场发展过程中，如何有效发挥资本市场的基本功能，则是值得深入探讨的问题。从内地的情况来看，要使这四个

方面的基本功能发挥作用，必须解决的一个根本问题是建立有效的激励机制。

建立适当的激励机制，其核心是要摆正风险与补偿的关系，也就是说要建立合理的激励机制。

首先要进行法律和监管方面的改革，以改善产权所有制体系和建立清晰的所有制。企业和银行之所以陷入困境，直接的原因就是产权制度的不明晰。

其次是增强透明度和信息披露，因为金融机构进行风险管理所依赖的必须是可靠的信息。只有依据可靠的数据和信息，金融机构才能制订正确的风险管理措施。

资本市场能否有效运作，市场参与者自身的因素也非常重要。包括人员的基本技能、职业能力和操守等等。

还有就是建设公平的竞争环境，鼓励竞争，订立清晰的资金退出机制，以开明的态度对待外资和外资金融机构进入本地市场。

从金融机构的管理角度而言，如何丰富产品种类和对机构进行改革是需要考虑的重要问题。金融基础设施建设，特别是支付清算体系建设，对资本市场发展无疑也具有十分重要的意义。

对风险管理的认识

导致银行风险管理失败的主要原因通常包括：资产期限搭配不当；货币匹配不合理；对总体信贷风险估计不足；没有充分真实地反映信贷风险；对资产价格的波动性和现金流量估计不足；没有采用合理的风险计价模型。国际资本流动的便利化和国际经济边疆的逐渐消失更要求进行国家风险管理。

进行风险管理，银行作为支付系统的营运者和交易的参与者必须有能力鉴别风险，判定风险的根源，测量风险，并对信用帐簿和交易帐簿中的风险可能造成的损失分别有所准备，而监管者也必须了解经济活动中的风险因素以及潜在的压力。

正如前面我已经讲到的那样，监管者只硬性要求银行满足一些简单的资本比率已经无法适应需要，而必须鼓励所有市场参与者建立适应自身需要的风险管理模型。而国家风险的管理者也必须具备国家水平的风险管理模型，并对这些模型进行压力测试，从而判断系统的风险承受能力。

只有这样，才能发现各个领域的弱点，降低发生市场风险和信用风险的可能，以及有效防御全球性的传染效应。要做到这一点，必须在企业、金融中介机构、政府和投资者各个层次上培育一种风险管理的文化。换言之，必须根据风险的状况进行资源分配和对资源计价。同时，必须根据公开的、客观的、未被政策、税收或某些监管因素扭曲的标准(包括会计和信息披露的标准)，衡量和计算风险。

人们谈论最多的风险之一是利率风险。最典型的受利率变化影响的事例是70年代美国储蓄贷款机构危机。以固定利率发放长期贷款，一旦利率出现剧烈变化，难免遭受巨额损失。但是，风险管理更应当关注组合

资产相对于时间的变化和市场波动所产生的动态的联系，而不是过度强调计价、利率和汇率波动等单一因素的作用。

最常用的风险管理措施是动态对冲¹。动态对冲将反应的时间极度压缩，从而把作出政策反应的机率降到零。曾经有一种说法，认为短期的资本流动有风险，而长期的外来直接投资很安全。实际上，如果能够找到交易对手的话，任何长期或者短期的风险暴露都可以迅速加以对冲。长期负债的持有者完全可以通过动态对冲将这些负债形成对银行体系的短期债权，并随时撤出。一个经济体中的所有长期外来直接投资都可以利用对冲手段实现资本外逃，而动态对冲的手段在时间上根本不留任何政策反应的余地。

亚洲金融危机的教训：信息问题导致风险管理的失败

综观亚洲金融危机，我的一个感受就是，风险管理的失败本质上是市场的信息基础设施的失败。市场参与者、投资者、金融中介机构和政策制定者所掌握的信息在很多方面都已经是过时的，并不能反映真实的现实情况。

比如，危机之前，以新兴市场的标准来看，多数亚洲新兴经济体至少表面看来经济的基本要素都很健康，监管还算到位。但是，财政赢余只是一种幻象。因为在过时的国民经济帐户体系下并没有公共部门的盈亏数据统计，为银行注资产生的准财政赤字、公共养老金负债空洞、以及能够带来短期税收赢余的储蓄行为，都没有得到必要的反映。

低劣的会计掩盖了经济中存在的对投资者的真实的和潜在的风险。加之破产法的欠缺和虚弱的银行体系，投资者难免要苛求投资对象的质量，并在信息匮乏导致信心危机的时候携带资本逃离本地市场。

因为缺乏国际通用的会计和价值核定标准，执行困难，和没有能够被普遍接受的透明度规则和获得信息的途径，进一步影响了信息的质量。除了信息不足，使用信息使用也不够积极，有的新兴市场甚至没有能力接受和吸收新的信息。

所以，我对此所做的总结就是：低劣的会计=低劣的统计数字=低劣的决策=低劣的风险管理=有弊端的政策=金融危机。

银行的不良贷款

近几年，亚洲各主要经济体的银行不良贷款增幅惊人。根据 1998年的统计数字，最严重的印度尼西亚不良贷款比率占到贷款总额的50%到70%。泰国的不良贷款在35%左右。韩国的状况稍好，但也超过25%。大量的不良资产导致银行资本状况严重恶化，资本/资产比率甚至成为负数。

如果风险定价过低，再好的银行也会出现问题。在市场经济条件下，银行的贷款利率通过市场或货币政策厘定，存款利率则是通过竞争或政策决定。衡量银行盈利性的一个重要指标就是看行政方面造成的间接费用以及不良贷款准备金的拨备。如果银行的利差不足以抵偿不良贷款，银行就面临损失。

在这个简单的过程中，采用相应的会计制度可以说能产生一定的欺骗性。同样的一家银行，经过会计手段的掩盖，其不良贷款、损益状况、纳税项目、甚至盈利净额竟然完全背离实际的经营状况。其中，不良贷款比实际数字降低了87.5%，从4%变成微不足道的0.5%。最明显的是损益状况的改变，从净亏损变成了净盈利。

内地股票及债券市场的发展

内地资本市场近年来发展迅速，总市值已经跃居亚洲第三位。内地通过发展股票市场和债券市场，可以同时实现多重目的。

一是推动公司管治。前面我已经讲过这个问题。□在世界各□，□□□□□□家□是□展中□家，都在□□公司管治□□。□什么□□□□□□么重要呢？道理很简单。为满足上市条件，企□的管理□构要做相□的□整，保证投资者对信息披露需要，就必须推行公司管治。内地企业在这方面已经取得一定进展。

第二个重要方面是有助于企业的风险管理。因为企业通过上市而成为公共公司，其经营管理就要对所有的股东或投资者负责，在经营上就必须以稳健和盈利为基准。另外，发达的资本市场所提供的各种投资工具无疑也为投资者进行风险管理提供了可能与选择。

资本市场除了使企业有更多的融资选择，满足企业的融资需要之外，还有助于推动国有企业改革，和帮助银行清理和消除不良贷款，促进银行体系的稳定性。

银行向企业贷款和企业向银行还贷的过程中，有一个环节出现问题，如果处理不善，往往就意味着一个恶性循环的产生。不良资产的形成会给银行和企业双方的效益造成不良影响，导致其效益欠佳。而效益欠佳的企业为了维持继续生产，不得不向银行过度借贷，加之已经出现的不良贷款，导致银行的流动性不足。所以，要改善银行的资产和经营状况，就必须进行重组，其实质则是对银行和借款人资本的重组。

正如我在前面讲过的那样，资本市场将在这个重组过程中发挥关键作用。通过资本市场，纠正源自银行和借款人的过度杠杆效应，最终使市场的整体经济效益得以提高。

需要强调的是，要使资本市场的作用得以正常发挥，必须改善企业的运行机制，企业和监管部门也必须按照市场规则办事，执行国际惯例和标准。

资本市场将带来的另一方面优势是形成“关键数量”(Critical Mass)。任何一种商品市场，能够成为并被称为市场，就必须在商品、品种、参与者、交易量等各个方面达到一定的数量。这一数量的分界点就是“关键数量”。作为提供特殊商品的证券市场更是如此。原因在于证券的买卖是基于人们对同一种商品的不同的价值判断。有的看涨，有的看跌，这样才有买和卖。而只有当资本市场的各个群体都达到了“关键数量”，才不至于长期的“有行无市”，或者初始活跃，继而悄无声息。

另外，资本市场的发展将会有助于中产阶级的兴起，而中产阶级人口的增加又会反过来推动资本市场的发展。从各发达市场的经验来看，中产阶级的经济实力强，消费活跃，对投资的需求旺盛，又理解而且愿意为获取更高投资收益而承担更高的风险，其收入积蓄更多地从传统的银行

储蓄向更高收益的股票市场转移，从而推动了共同基金等新的投资形式的迅速发展。那么，西部地区的发展在很大程度上也将借重于即将出现的中产阶层。

香港证券市场与内地的伙伴关系

香港作为国际金融中心，其证券市场的规模、管理水平和效率都可以满足内地企业的需要。

截至2000年9月底，香港证券市场上市公司数目已经达到770家，总市值为6,080亿美元。其中，内地企业99家，包括48家H股公司和49家红筹股公司，以及中国移动和中国联通。这99家内地企业的总市值达到1,530亿美元，占香港股市总市值的四分之一。

此外，香港在金融交易产品和方式创新上走在世界前列。期货、期权以及各种权证的买卖十分普遍，在交易和监管上都积累了丰富的经验。那么，内地今后出于对冲风险的需要，在发展衍生金融工具方面，香港可以提供帮助。

内地现在讨论很多的问题还包括如何加快国有企业改革和尽快建立社会保障体系(退休养老、医疗保健和失业保障等几个方面)。特别是如何推动国有股和法人股的流通，弥补社会保障资金不足。香港运作非常成功的盈富基金(也是全球最大的指数基金)的经验，则可以提供这方面的借鉴。

香港的经验：主板与创业板

大家知道，现在香港的证券市场分为两块：主板和创业板。到2000年9月底，主板上市公司已经达到723家，总市值为5,950亿美元，为亚洲第二大证券市场。同时，也是亚洲第四大期货及期权市场。仅1999年，在交易所买卖的合约数目就达到820万张。

同时在香港主板市场的海外投资者数量众多。1999年，海外投资者的交易金额就占总成交量的31%。香港也是亚洲区汇集最多国际性律师行及会计师行的证券市场。

无庸讳言，香港已经成为内地企业的主要融资中心。

接下来，再向大家将要介绍一下香港创业板的基本情况。

顾名思义，创业板是为高增长公司设立、以信息披露为本的新型的集资市场。对具有强劲增长潜力而又困于资金不足的内地民营企业和台湾公司很有吸引力。

自去年11月推出以来，截至目前，创业板上市公司已经达到47家，其中约60%为高科技界别的公司，而市值总计达到130亿美元。创业板已经成为继韩国KOSDAQ及台湾的场外交易所之后的亚洲第三大“科技板”。

当然，网络经济和创业板等等所代表的新经济所展现给人们的并非是一幅最理想的图画。摩根斯坦利投资银行曾经对亚太区几个主要的新兴市

场新股上市表现做过比较。这个比较可以说非常准确的概括了创业板所体现的一些有悖于常理的现象。

□□板股份的表□□□斯□克及增□型股份的表□模式相□□似。□些股份一般□在首□交易日以□高於招股□的□格成交，有些甚至□□得高□300倍的超□□□倍□。三□月後，□些企□的股份回□便□□得□□。今年9月底，47家香港创业板上市公司中只有13家(也就是总数的28%)公司的市价尚高于招股价。□□是在□斯□克、□□板或日本的Mothers市□，超□一半的股份目前的市□低於其招股□，平均跌幅由38%至56%不等。□然□些股份的平均增幅不俗，但整□而言，能□以高於招股□成交的股份□目不足40%。□句□□，□□的情□□□利的情□□多。

而在有□的股份上市一段□□後，其平均表□一般□作□市□基□的股份的表□差□。增□型市□□有另一□特性，就是它的股份比在主板上市股份有更大的波幅。除此之外，第二板市□的股份□然以散□□□者□主。在□□KOSDAQ市□，散□□□者□93%；而在台□的□外□券交易所，散□□□者□86%。

也就是说，所谓的新经济所带给我们的就并不仅仅是喜悦，而且还有很深刻的教训。那么，从近期的新经济市场及科技泡沫中，我们可以吸取什么教训呢？

我认为，首先，我们必须承认，以互联网为代表的新经济已经很显然地改变了我们的生活方式，也改变了我们已经习以为常的商业经营模式，但是，并非所有的新经济型公司都代表着成功。近期日本和香港新兴企业股票市场出现的大面积价格缩水就说明了这一点。在日本，首10家科

技、传媒及电讯股的总市值下降了4,960亿美元，个别科技股的股价下跌幅度达到98%。在香港，创业板指数在9月份创下新低，比最高峰时下降62%。所幸的是，这种大幅度的震荡并没有引发股市危机。但同时，也告诫投资者，对新经济公司的看法不宜盲目乐观，在投资决策上，亦应谨慎从事。

香港的经验：创业板的监管

虽然创业板是一个与主板不同的市场，有其自身的特点，但在监管方面，香港证监会仍然坚持国际证监会组织推崇的监管原则，即：完整、准确、及时的信息披露；对投资者一视同仁的公平对待；并在会计和审计方面，采用国际标准。

在创业板的监管方面，香港证监会依照下列的指引原则制定创业板的监管架构：

1. 投资者必须得到充分的保障。
2. 重要的信息必须及时地披露。作为监管机构，我们是希望通过制定信息披露条例提供公平的竞争环境，以确保投资人持有的资料可以迅速地向公众开放。
3. 香港的企业必须遵守严格的企业管理制度。
4. 创业板亦必须有保人制度，规定每家创业板上市公司在上市后的首三年，必须连续聘用保人。此旨在确保有经验的保人可以为新的企业提供研究及支援服务，以确保其素质。
5. 最后，显著合理地处理企业事宜，创业板及交易所都需要其中建立沟通渠道，确保中保持良好的合作。

互联网行业本身也在经历不断的变革

我们目前正在经历的，可能正是由“超高速增长”过渡至“可持续的长期增长”的成熟阶段。这种过渡与白热化的竞争，很可能使互联网行业进行整合。在过渡阶段结束之后，互联网企业可以通过科技及收购手段而收复失地²。

亚洲的教训

新经济将使亚洲受益匪浅，特别是对本地区对外出口的推动。但是，并非本地区所有经济体都对已经为在服务业领域的竞争做好准备。

新经济是驱使金融市场进行结构性调整的动力，这种结构性调整的直接结果就是银行和基金管理权力的高度集中化。

新经济也是一场胜负分明的战斗，有胜利者，同时也造就失败者。先发制人者将取得优势，而后发制人者则恐怕凶多吉少，而其中起决定性作用的是政策架构的不同。

亚洲各经济体将要面对的竞争是多方面的，而要在竞争中立于不败之地，则需要提升服务业水平和跟上时代步伐，推进知识创新。

为新经济做好准备

我希望上述的意见能帮助大家新公司的成长性，以及它所面临的困难和增加一些了解。我希望我以更加客观的态度面对一些情况所面临的挑战。对于所有新公司的人士，要做好准备，就必须关注以下几点：

首先，公司行人必明白到，他在向公司集资之前，亦必向公司披露。公司行人必透明、具透明度并作出即时和准确的披露。新公司的快速扩展步伐以致行人疏于遵守或公司的法律，是让人无法接受的。对于近期投资者展示中企业的股份的需求下降，替股份行首次公招股的企更加有需要向投资者保证严格遵守管，并保其股份真正具有投资价值。

其次，作为服务的提供者，如交易所及中介人，必明白配硬件及送途的重要性。交易中或延或系失都企受，因此，服务提供者必保已妥善理有事宜。经营上券业务的机构亦必明白，即使交易在上行，他亦必妥善理有保金、私、披露、以最佳格行交易等投资者保障事宜。

第三、有关察，包括政府，证券监管部门及交易所，必制管的管架，以及保投资者得的教育。

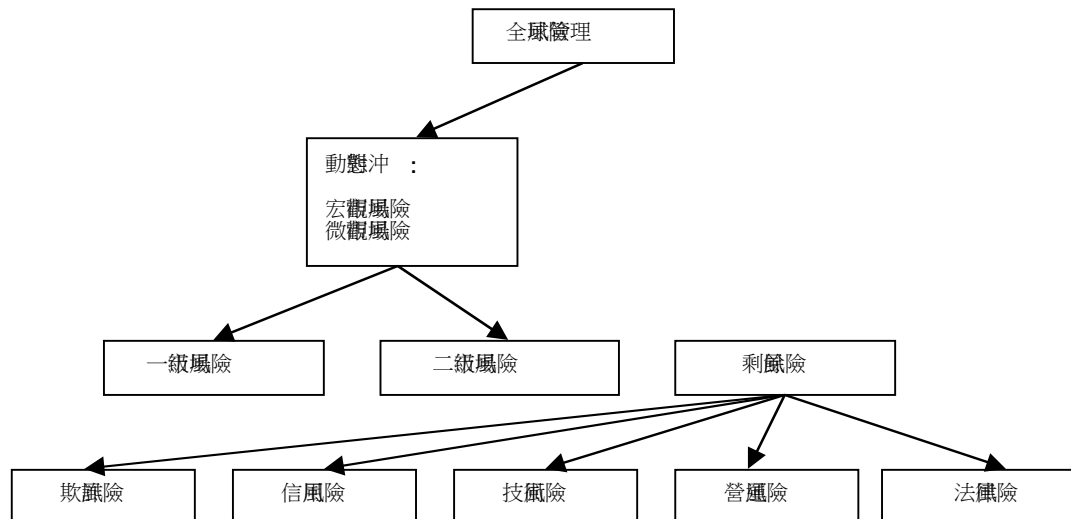
此外，投资者亦必明白，解系的及回、及在掌握充份料下作出投定的重要性。投资者目前可以接的料之多，是前所未有的，而投资于新经济公司股票可能引致

的风险也会是前所未有的。所以，需要具备充分的耐心和风险承受能力。

谢谢诸位。

注(1)及(2)

注(1) : (11页)



注(2) : (19页)

加爾(Gartner)集團提出一跨1996年至2010年的“新”模式”，其中有以下的：

- 1996年至1997年 - 互美互公司的展
- 1997年至1998年 - 美的互公司始行公招股
- 1999年 - 洲的互公司亦不甘落后，行公招股
- 1999年年中 - 互股潮到峰，也就是到“高期望的峰”
- 在至2004年 - 投者的信心下滑至“失望的沟谷”
- 2004年 - 信心跌至“失望的谷底”。子企失的案公於世；公的希望幻
- 2006年至2008年 - “蒙斜坡”
- 2008年至2010年 - “真正”的子企始出，像其他企一被作普通的企。子企在周期定地盈利。

