

新經濟與企業管治 – 從監管者的角度看市場

香港證券及期貨事務監察委員會
主席

沈聯濤

2000年12月16日

各位嘉賓

先生、女士：

我很榮幸獲邀請參加此次論壇活動。各位專家所闡述的觀點、見解使我受益非淺。許多專家在講演、討論中都深刻地剖析了新經濟、全球化對中國及國際資本市場的影響，也探索了企業集團、金融中介人及監管機構所面對的眾多歷史上前所未見的風險和挑戰。

無可非議，科技作為新經濟体系的決定性元素，正改寫國家及全球市場的資產負債表，改寫舊有的秩序、削弱原來的專營權和精英族群。新經濟的出現不僅代表著科技革命的來臨，其最大的特點，在於來自互聯網的競爭及生產力。在瞬息幻變的新經濟環境中，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、員工、投資者或管理者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；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。
6. 然而，無論市場如何變化，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。

我們必須承認當今全球金融市場就像一個網絡。這個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，有關的規則仍然含糊不清。亞洲金融風暴的爆發反映出了市場及管治架構的危機，促使監管機構轉移其關注焦點。

當市場上已再沒有地域界限，監管者可以怎樣保障投資者及提供一個具備透明度及公平競爭的市場？下面，我從一個市場監管者的角度嘗試探討有關的遊戲規則的發展方向。

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

隨著業務及科技發展愈趨複雜，以評核素質為基礎的傳統上市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？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，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。

企業治理、透明度及對市場的信心

新經濟的出現，增加了小企業家、散戶投資者及消費者的議價能力。由於投資者面對著眾多選擇，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，最終將會淘汰。

公平、具備透明度及有效率的市場需要健全的企業治理文化配合。因此，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任這個環節之上，亦擔當著重要的角色。

商業道德操守、現行的企業治理和監管架構能否滿足投資者的需要？

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。新經濟迫使我們對監管政策重新作出通盤的考慮。這需要建立一個具有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。

但是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。因此，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。**

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。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。**

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。

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。然而，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，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。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。**

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。監管機構在教育過程中扮演重要的角色，應該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，致力在以下幾個範疇做出改善：

- 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

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。我們越是試圖保持現狀，我們的競爭優勢便越受到削弱。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。

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。此舉不但幫助令互相確認彼此的監管標準，而且可促進競爭、降低成本及增強消費者的信心。此外，我個人認為，社會應當隨著市場的發展而演變。因此，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。

在眾多新興市場之中，要面對最重大挑戰的，莫過於中國內地的經濟體系。鑑於中國的經濟與全球的連繫日益密切(其外貿總額佔1999年的國內生產總值的38%)，兼且即將加入世界貿易組織，要在全球層面與外國公司一較高低，中國除了必須盡速推行企業及銀行體系的改革之外，亦需要進一步完善市場法規、監管架構，企業治理以及投資者教育。

謝謝各位。