

信息披露的監管： 中介人的角色¹

主要演說

講者：沈聯濤
證券及期貨事務監察委員會主席

亞太區內部律師高峰會
2004年3月24日

1. 各位先生、女士，早安。我非常感謝貝爾登(James Burden)邀請我到這個亞太區內部律師高峰會發表演說。各位來自鄰近地區或其他地區的來賓，歡迎你們到訪香港。
2. 在開始前，我必須首先作出一項披露，就是我在這裏發表的純屬個人意見，並不一定代表證監會的立場。

引言

3. 大家昨天已就合規職能、《薩班斯 – 奧克斯萊法》所帶來的影響及有關企業管治的一般問題進行了整天的討論。上星期我看到一個我認為非常具啟發性的宣傳口號：“人們買的不是一件產品。他們買的是一份承諾²”。作為律師或發行人，你提供的服務或產品必須具備質素保證的承諾。這無論對證券市場或所有其他市場都是千真萬確的。你覺得某種產品或某個市場較其他產品或市場可取，是因為當中具備了質素保證的承諾 – 假如投資者或消費者感到失望，他們便會轉投另一產品、生產商或市場。
4. 我們有時會將這種承諾稱為“信心”。在持續信託的基礎上，從公眾集資的發行人向公眾作出的承諾，是他們可在發行人日後的業務分一杯羹。同樣地，所有律師、會計師、投資銀行、經紀及保薦人，包括監管機構在內，都與投資者有著信託關係。這關係未必像發行人與投資者的關係那麼直接，但近期有關中介人出售有問題的股票、債券及衍生工具的訴訟及檢控，都顯示出公眾日益將重點放在這種受信關係的真正意義和實質價值上。

¹對於證監會的歐達禮、李律仁及其他同事在這篇演講辭的草擬過程中協力進行有關的研究及提供意見，我謹此致謝。本文所有意見及錯漏概由本人負責。

²亞歷克薩·法斯(Alexa Fasse)，《個人電腦世界》(PC World)，2004年3月。

5. 在科技泡沫高峰期時，中介人及其他把關者意識到，經營年期極短且建基於無形價值的新科技公司，與一般的客觀評估框架格格不入，所以紛紛從“按質素評核的監管模式”轉移至以信息披露為本的監管模式。按質素評核的監管模式在某程度上將評核責任交到負責審批證券公開發行的機關身上，以致審批機關需要判斷供銷售或買賣的證券對公眾投資者的合適程度。以信息披露為本的監管模式，意指把關者避免作出這類與質素有關的評論，而所有風險會在全面披露所有信息的基礎上轉嫁到投資者身上。這種“買者自負”的方針明顯有很多優點，可以確保投資者會為其在掌握充分資料下自行作出的決定負責。但在多家互聯網公司倒閉，當中的高增長承諾釀成空前慘重的市場災難後，即使是以信息披露為本的監管模式的優點亦受到質疑。
6. 今天，我想探討一下何謂信息披露的監管，以及中介人在證券市場所擔當的角色。
7. 信息是市場的根本所在。小投資者大多無法控制或甚至影響他們所投資的公司的管理層，但卻應有權獲得重要、準確、完整和及時的資料，以判斷是否應該著手或終止投資於某家公司。這些信息的披露使有關公司須對公眾問責。古語有云：“聽其言，觀其行”。簡單來說，信息披露只是一項承諾，但行為或行動卻會決定承諾者有否履行或背棄其承諾。
8. 那麼，我們為甚麼要就信息披露的監管大造文章？正如所有律師都清楚知道，最麻煩的事情，莫過於內涵細節。說公司應該作出“全面披露”及提供“所有資料”是很容易的，但實際上甚麼是“全面披露”呢？免責聲明是否信息披露的一種？全面披露差劣的信息是否良好的披露？信息遺漏或信息誤導又應如何處理？全面披露應止於哪裏，而按素質作出的判斷又應從何開始呢？
9. 這些並不是理論性的問題，而是市場和我的同事每天都面對的問題。就此而言，我們的監管方針必須是務實的。有關方針必須能夠認清產生這些問題的真實商業世界，而且必須先進完善，可以應付有關情況。

信息披露意味著具質素的披露

10. 我們必須時刻緊記，信息披露的目的在於協助投資者。信息披露必須使投資者因而可以對某家公司或有關證券作出充分的了解，從而在掌握充分資料的情況下作出自己的投資決定。信息披露並不等於免責聲明及載述各種“風險因素”的一頁又一頁的陳腔濫調，即旨在

局限發行人或其顧問及中介人為投資者提供整全信息的責任的陳述。沒有人可以透過(即使是真誠地)“披露”公司並無業務、無計劃、亦無管理層的承諾保證的方法，也就是實質上是透過白紙一張，來向公眾籌集資金。

11. 以披露為基礎的監管並非指以簡單而俐落的技倆，來將所有風險轉嫁投資者身上。投資者會透過所披露的信息的質素、發行人的聲譽，及(在有關發行人缺乏業績記錄時)協助引領發行人到市場的中介人的質素，來判斷某家公司的質素。今天在全球輿論這個法庭裏真正備受考驗的，也就是這種“衍生”的質素保證。
12. 信息披露本身只是方法而不是結果。信息披露的結果是高質素的市場，當中有高質素的信息披露，同時投資者對於將有關機構及其證券帶到市場的人士所作出的盡職審查的質素和專業道德亦抱有高度信心。信息披露要具備成效，“所披露的信息便必須：
 - 可靠
 - 與經濟現實貫徹一致
 - 全面
 - 就風險概況及風險管理提供足夠資料
 - 說明有關的估值方式；及
 - 與公認的會計慣例貫徹一致³”。

此外，假如市場紀律能夠發揮作用，即是說市場和監管機構可以且必定會懲處那些沒有作出全面和具實質意義的信息披露的人士，披露便可以產生效用。

13. 信息披露要具實質意義，有關方面必須對事實不加渲染地予以闡釋，及按有關情況加以評論。一幅完整的圖畫，較個別的筆觸更為重要。
14. 讓我用幾個例子說明這點。假如某家公司披露其債務人周轉率較其他可比較的公司為高，便必須按其銷售網絡或有關特點作出解釋。假如該公司的主要銷售對象是海外市場，但卻聲稱不認識最終的客戶，而只是與出/入口代理人接觸，便會顯得令人摸不著頭腦。這些都是真實的個案。你們當中很多作為企業律師的，都會讚賞我的同事在執行雙重存檔工作時為何會堅持有關公司須作出進一步的披露。

³ 三十人集團，《加強公眾對財務報告的信心》，華盛頓，2003年12月。

15. 在香港，我們正面對一項特別的挑戰。有越來越多經營內地業務的公司在香港上市。這是我們所享有的優勢，也是我們的風險所在。內地各方面的環境和日新月異的業務手法，是局外人難以理解和評核的。其中一個例子，便是上文所述的出/入口代理人的情況。另一慣常的做法，是由據稱互不關連的人士/機構替彼此作出可能是合法、也可能是非法的擔保。
16. 事實上，在所有發展中或高速演變的市場上，包括內地之內，其中一項主要的風險元素是有關商業運作環境下的產權不一定明確，也不會享有像在香港的普通法制度下享有的同樣保障。若土地使用權可以透過行政方式予以撤銷，或知會備忘和扣押權並非經常具透明度，業權契據便不是“完全的擁有權”。在有關資產可以“較清晰地”由擬上市的企業集團“擁有”前，先需要進行複雜的重組。事實上，有關公司在香港上市，是要利用香港的相對確定性優點，例如是我們監管商業交易的法律基礎架構。
17. 但這的確會使到所有有份協助進行有關程序的中介人作出必須的盡職審查，以便了解、披露和解釋這些複雜的風險。若所有人都以“全面披露”作為幌子，投資者對市場或產品質素的信心都不會有所提升。各中介人必須顯示出其已履行為賺取費用而應履行的職責，讓某產品使用其名稱，也就是已履行職責，以誠實、獨立的方式工作，並且已進行盡職審查和顧及到適當程序。
18. 就這些內地商業機構取得具質素的披露，是香港市場賴以成功的關鍵所在。這是香港作為知識型經濟的真義。我們透過向投資者提供有用的信息，協助投資者評估風險和機遇；投資者因而會更有信心透過我們的市場進行投資。我們的市場質素，取決於市場上可獲得的信息披露的質素。

信息披露的監管需要確實有效的執法

19. 總括來說，信息披露的監管之所以能夠發揮作用，是因為它能促進市場紀律，但正如澳洲證監會前主席甘雅隆(Alan Cameron) 近期在其出色的文章中所說，我們“必須明白其全面的派生結果 – 也就是落實執法必須構成確實有效的威脅，才能夠確保這樣的制度得以發揮作用 – 而這正是最困難的工作。⁴”

⁴ 甘雅隆，〈在微細的層面進行監管：以披露為基礎的監管制度可行嗎？〉，(編者)：羅伯特·利坦(Litan, Robert E)、邁克爾·波默利諾(Pomerleano, Michael)及森達拉娜簡(Sundararajan, V.)，載於《發展中國家的本地資本市場的未來發展》，布魯金出版中心(Brookings Institution Press)，華盛頓，2003年4月。有關文章可於以下網址取覽：
<http://www.worldbank.org/wbi/banking/finsecpolicy/domestic2003/agenda.html>

20. 這裏所指的是信息提供者 – 發行人、律師、核數師、保薦人、投資銀行、經紀及涉及引領某宗發行到市場的其他人士，都肩負責任和職責，去確保所披露的信息的質素不單止符合上面列出的披露目標和條件，而且亦符合監管有關行為的所有法規的規定。而假如他們未能履行有關職務，便應有一套確實有效的制裁，可以就有關失責作出相稱的懲處。
21. 這說明為甚麼要引入雙重存檔制度的原因，以致法定的監管機構，即證監會可以憑藉法例所支援的執法權參與上市程序。正如近期發表的《有關改善規管上市事宜的建議諮詢文件》⁵所指出，雙重存檔制度較舊有制度進步，但當中仍有明顯的空子。
22. 但即使是在該等限制下，雙重存檔制度一直都能夠發揮效用。這是因為證監會一直沒有就任何投資價值或某公司是否“符合資格”上市作出評論，同時將來亦不會這樣做。但我們會提出意見，以確保投資者可以獲得所有重要的信息。我們對提供具誤導成分或虛假資料者，亦構成確實有效的威脅。在目前的制度下，這樣做會引致嚴重的後果。這就是對信息披露進行監管的目的所在。
23. 另一可行方案是以機械化方式對信息披露進行監管。只要某份文件已涵蓋有關查檢表上的所有事項，便會被視為已作出足夠的披露。然後，有關方面會透過加入警告聲明及冗長而大多是毫無意義的風險因素部分的方式，來處理其他眾多事項。這種做法不但未能針對就投資者而言最重要的東西，並且鼓勵人們作出具誤導成分的披露。這並不是先進市場進行信息披露的監管時應採取的做法。

集中於後方執法而非前期審核

24. 披露監管的成效，只會與有關公司、董事及其顧問在違反有關規定時須負上的責任相對應。此外，該等須負上的責任必須高於可以從有關失當行為獲取的利益。這方面涉及兩個關鍵要素：(i)監管機構進行調查及搜集證據的能力；及(ii)有關方面能否運用足以產生有效阻嚇作用的制裁。兩者均暗示有關信息披露的規定本身必須具備若干程度的法定效力。
25. 行之有效的披露制度亦意味著行為良好的公司及市場人士的監管負擔可較輕省。目前，香港的披露監管過分集中於前期的文件審核，導致在過程中出現延誤及張力。更甚的是，這做法會鼓勵有關公司

⁵檢討證券及期貨市場規管架構運作專家小組，《檢討證券及期貨市場規管架構運作專家小組報告書》，香港，2003年3月。有關報告書可於以下網址取覽：
www.info.gov.hk/info/expert/expertreport-c.htm

及其顧問毋須作出充分的準備，原因是監管機構有份參與的前期審核被視作一種討價還價和草擬過程；或有時導致有關人士減少所披露的信息(以免鼓勵監管機構提出更多質詢)。這對市場人士來說並非好事，而不管怎樣，亦不能對投資者提供足夠的保障。

26. 這正是為甚麼上市職能應由香港交易所或證監會履行的辯論焦點錯置的原因。正確的問題並不是證券上市應由誰來審批，而是整個監管機制、監管機構以至市場專業人員應該如何共同合作，才能夠提升我們市場的質素。我們希望訂立的制度，是那些循規守法和公平對待投資者的大多數公司和市場專業人員都可面對輕省的合規負擔，而違規者則必定會面對嚴厲的制裁。
27. 我們非常高興知道，市場廣泛同意重要的上市規則需有法定支持，以使執法確實有效。正如我們的財政司司長在財政預算案中表示，政府將會在明年初著手進行有關的立法修訂。我們相信，我們的集體監管制度下一個需要完善之處，將會是加強執法和減省程序。
28. 扼要而言，對證監會來說，某些工作由誰來負責並不重要。重要的是完善我們整體的合作方式，從而提高我們市場的質素。

市場專業人員同樣是把關人

29. 我們有第二個理由應改變現時只著重前期審核的情況，就是市場專業人員半對半錯地設想，只要他們能夠一一回答所有的問題，其在過程中的責任便告一段落。
30. 我的好友，安大略省證券事務監察委員會主席布朗(David Brown)最近以其洞見將企業管治定義為：道德水平、程序與架構，即制衡措施中的三大要素(以下稱為布氏測試)。作為監管機構，我們需提出的疑問是，儘管這三重制衡早已存在，但為何近年來仍時有發生蓄意的企業欺詐及失當行為事故？
31. 我們確實無法利用立法來規定業界秉持良好的道德標準。然而，假如基於某種原因，發行人道德敗壞、專業人員助紂為惡，那麼這些人便該受到應得的懲罰，以向公眾作出交待。換言之，我們不該讓敗絮其中者裝成金玉其外的模樣。優秀的專業人員不該為那些害群之馬粉飾一番。
32. 現在，我想探討一下市場專業人員在披露監管制度方面所擔當的角色。

33. 市場上各家公司本身就是所屬行業的專家。然而，由於它們可能不太熟悉與其行業有關的操守準則及複雜的證券法規，包括遵從披露準則的事宜，因此需倚賴其專業顧問。保薦人、會計師、律師和估值師，都在確保市場功能得以正常發揮方面擔當重要的角色。
34. 保薦人是將公司引領到公開市場的過程中的核心人物，其首要責任是適當地掌握客戶的業務及情況。然後，保薦人才可以協助客戶履行作出適當披露的責任。
35. 布氏所提出的測試方式的第二關是適當程序測試。保薦人肩負的另一項同樣重要的責任，在於付出合理的努力，來就其客戶和該客戶作出的披露達致某項意見。這項責任有多個不同的表述，當中包括“進行適當謹慎審查的責任”、“運用仔細及適當技巧的責任”、保薦人“使其本身信納發行人是適合上市”的責任、“作出合理審查”的責任或“盡職審查抗辯”等。有關細節在不同的司法區或會有所差異，但當中的整體涵義是相同的。
36. 遺憾的是，香港市場的若干公司將其肩負的責任誤解成只是充當“統籌人”的角色，一味機械化地將公司和專業人員（如申報會計師）所提供的披露文件拼湊成文（主要是招股章程）。他們將重點放在擬備文件而非與其他專業人員共同進行足夠的盡職審查，從而掌握有關公司的業務，確保有關文件已載有適當的披露。
37. 在某程度上來說，這是惡性價格競爭所導致的結果。商號之間奉行“虛報低價”之舉，導致無法就有關交易投入充足的資源。此外，由交易開始進行的一刻起，保薦人便自然而然地需面對“要趕快完成交易”的沉重壓力。客戶未必願意給予保薦人足夠的時間來妥善進行一項工作。
38. 布氏測試的第三關是架構：管理委員會內的制衡措施、內部監控、風險管理技巧及企業內部的合規部門，究竟在何等程度上可以減低出現欺詐或失當行為的機會？的確，很多公司渴望上市，正正因為其希望改善包括激勵制度在內的內部架構。
39. 這情況大概可以用婚禮顧問與傳統媒人之間的分別來形容。前者只關心如何讓一對新人在大喜之日看起來是佳偶天成，而後者則重視為一對新人締結長久美滿的婚姻。
40. 相信部分在座朋友都知道，香港交易所與證監會去年5月就對保薦人的監管發表過聯合諮詢文件。我們收到的回應是歷來最多的，而且亦從市場的買方和賣方都收到正面的意見。我欣然向大家匯報，

我們快將發表有關的諮詢總結。一如市場所期望，我們將會建議成立單一的保薦人監管制度，香港交易所與證監會都同意我們會執行該項單一制度。因此，我們將會與保薦人界別就兩個重要方面展開合作，即釐定用以評核保薦人行為操守的適當操守準則，及保薦人應進行的盡職審查。

41. 我完全同意業界認為保薦人無法承擔發行人的責任這項觀點。然而，他們應對業內的操守準則及在盡職審查方面的角色承擔責任。有關準則一經各方通過後，我堅信，透過我們聯同業界的共同合作，以及適當的執法訊號，有關的情況將可得到重大的改善。
42. 要對披露監管作出整全的探討，便不能不提及會計師所擔當的角色。就公司而言，財務報表或許是其最重要的披露文件。如果連那些數字都不可置信的話，我們還可以憑甚麼對該公司作出判斷？
43. 作為負責為財務報表進行獨立審核的專業人員，會計師的角色舉足輕重。雖然核數師的職責不是將欺詐事件一一揭發出來，但徹底的審核確實會增加“做假帳”的難度。事實上，審核的原則是讓核數師“審核公司的業務而不是純粹審核那些財務數字”。
44. 我們必須確認隨著市場不斷演進，新風險類別已隨之湧現。目前，大多數尋求上市的新公司都是內地企業，它們大部分的資產、營運、人員及紀錄都位於內地。內地的法律制度及營商環境與香港核數師所熟悉的大相逕庭。此外，香港核數師或許在進行上市籌備之前不久才有機會認識其客戶。此外，尚有其他各種因素導致在實際情況下出現種種困難。
45. 為市場的利益起見，會計專業與監管機構必須共同面對和處理這項挑戰。我欣然向大家報告，我們目前在多方面都取得進展。在國際層面上，有關組織已頒布劃一的國際會計及審核準則、公眾利益監察委員會（Public Interest Oversight Board）的成立，以及國際證監會組織所進行的工作，推動了會計師及核數師不斷提升工作素質。
46. 正如部分在座者所知道，核數師所擔當的角色以及帳目須經審核的要求是英國在19世紀下半葉發展出來的，而主要的原因是由於當時某些股份公司的倒閉事故所致。在一宗重要個案中，主審法官將核數師的角色描述為監督者(原文為watchdog，意指看門狗)而非追捕者(原文為bloodhound，意指警犬)⁶。在過往一個世紀以來，有關的爭論便一直圍繞著合理地審慎和小心行事的監督者應該履行的任務。

⁶洛佩斯 (Lopes) 法官在1896年就金斯頓棉紡廠公司(Kingston Cotton Mill)一案所給予的評論。

47. 剛於上月發表的載於《國際審計準則》的有關答案⁷，關係到所有監督者，不論其為核數師、監管者、審計委員會的成員、分析員及甚至是職員。他們都必須在整個工作過程中，一直保持某種專業上的批判態度，同時須理解到，縱使以往的經驗顯示有關公司的管理層及負責管治者的誠信如何，欺詐情況都有可能存在。我們各人都有責任認識到欺詐情況可能存在，從而據此策劃及進行有關的工作。
48. 香港方面，政府現正與香港會計師公會就成立財務匯報檢討委員會及獨立調查局作出最終定案，藉此提升會計專業的公信力，從而確保會計和審計工作及披露信息的素質。

監管機構的透明度與素質

49. 我已花了甚多時間論述披露監管制度的各個組成部分要如何配合才能發揮效用。披露是否充分取決於其公開透明度，披露得愈徹底，市場便愈能在掌握全面信息的情況下作出有根據的決定，以及讓不良行為接受市場的考驗。現在，讓我繼續和大家討論監管機構充當的角色。
50. 為了使制度中的過程、架構及道德水平可以發揮作用，監管機構的工作方式亦須具有透明度。市場認為這項原則同樣適用於上市程序。的確，這是適用於所有監管機構的最佳紀律，藉此確保我們能公平、堅定及貫徹地履行職能。我們應該制定公開的監管規定，讓所有人都能夠遵守。我們應該讓市場人士知道我們作出決定的慣常做法及背後的理念，避免市場人士感到混亂而指責我們有所偏袒。監管過程中所遇到的問題亦應該提出，以幫助從業員明白值得關注之處及讓他們可以就整體情況提出異議，促進討論和諮詢。
51. 以具有透明度的方式處理每宗個案亦同樣重要。首先，監管機構須提出列明全部理由的意見。對於所提出的任何關注及要求作出的額外披露，我們都應該依據事實提出充分的理據。有關的論證可為有關公司及其保薦人提供必要的解釋及範疇，讓其明白監管機構所持意見的原因所在，從而作出適當的回應，又或者讓其在不認同監管機構的解釋時可以提出反駁理據。

⁷ 〈核數師在審核財務報表時考慮欺詐問題的責任〉，《國際審計準則第240號》(International Standard on Auditing 240)(經修訂)－於2004年2月通過。

52. 這正是證監會內負責審閱企業信息披露的雙重存檔小組的工作。我們對個別個案的意見通常會在附有理由的函件中詳細列明。我們亦會定期發出公告，以便市場可以就我們的工作、常見問題及有時某些問題特別嚴重的個案，獲得最新的資料。我們就有關《收購守則》所進行的工作，亦是採取這個方針。
53. 較長遠而言，我們正探討是否有可能為市場使用者設立中央信息數據庫，載列各公司、基金及其他證券發行人所作出的披露，以及監管機構所發出的信息。這樣便可以確保香港投資者隨時都可以透過有效的途徑，取得在香港公開買賣的各類投資工具在首次公開發售時及其後持續作出的披露。
54. 在中介人的層面上，披露監管對證監會構成另一項挑戰。我們對中介人的監管同時涉及審慎監管及行為監督。由於雙重存檔制度將焦點集中於保薦人的角色，以及作為我們致力對信息披露進行監管的重要一環，我們將會在資源分配方面作出相應的調整。
55. 在進行監管時，證監會不同部門的人員會將他們的技能匯聚起來，就例如盡職審查的程度進行審核。我很高興可以向各位匯報，這些匯聚的努力正見成效。我在證監會內負責雙重存檔、中介人及法規執行的同事，已經就涉及信息披露問題並與保薦人有關的若干個案展開工作。

總結

56. 我已花了頗多時間，去解釋一個近期引起的爭議較啟迪為多的複雜課題。公眾辯論有時會迷失了真正的重點。我們的焦點，應在於如何為投資者及市場人士維持公平的環境。要達致這個目標，我們必須明白到真實世界的複雜性。至於有人提出“一經披露，便沒有問題”的說法，是將事情過分簡化。
57. 凡此種種，都顯示出締造高質素市場的責任，取決於由投資者、發行人以至中介人、監管機構以及傳媒等各個層面的高度警覺。我的至愛名言是“三個臭皮匠，一個諸葛亮”。我們所有人都有職責確保市場具備高質素，讓投資者對我們的市場日益增加信心，或最低限度持續抱有信心。
58. 但要達致這一點，我們既有權利，亦有義務。信息披露對投資者而言應該是有意義的，同時亦應該附有須承受確實有效的制裁的法定責任。我們所採取的方針承認市場專業人員的重要角色。同樣重要

的是，我們看到有需要減輕行為良好的大多數企業和中介人的合規負擔，而改為專注於對市場舞弊者採取執法行動。

59. 隨著我們採取行動去改善披露監管制度，以及隨著我們面對來自高速發展的內地環境及日新月異的世界所帶來的新挑戰，我們需要坦誠地互相對話、分享彼此的關注，以及尋求解決方案。像這樣的會議發揮著重要的互相溝通交流的作用。我謹祝各位事事如意。

證券及期貨事務監察委員會
2004年3月24日

參考資料：

英國金融服務管理局，《建立針對欺詐及不誠實的問題的政策》，倫敦，2003年12月
李律仁，《披露為本的證券監管：其實際意義為何？》，(未經發表)證監會，2003年8月