

本地債市改革的機遇和挑戰

15 February 2005



右起：資本市場公會司庫、法國興業亞洲債券發行及衍生工具部董事林建新主持論壇，香港金融管理局貨幣管理及金融基礎部貨幣市場運作處主管朱兆基、證券及期貨事務監察委員會企業融資部總監龐雅成（William Pearson）、香港按揭證券有限公司財務部高級副總裁李永權及新鴻基投資管理行政總裁李建平等在論壇上各抒己見。

為了配合本港債券在零售市場的迅速發展，政府和業界在過去兩年，在債券的發行、推廣、定價、銷售、監管方面都進行新的嘗試。今次論壇集合了金管局、證監、按揭證券公司及債券發行商，分別發表對本港零售債市的進展和建議。證監會方面更首次披露財經市場發展專責小組第三階段的改革部署，包括動議把債券發行的監管機制從《公司條例》改為《證券及期貨條例》。

朱兆基：金管局研增外匯基金債券吸引力

近年香港債市在海外發行者的帶動下規模增長迅速，截至去年第三季，已發行的債券總量接近六千億元，發行總量在六年內增長五成，其中，海外非多邊發展銀行（Non-MDB Overseas Borrowers）佔香港債券市場的比重從過去的少數，到去年佔約三分之一。香港的債券市場規模相等於GDP（國內生產總值）的50%，對比美國、日本這些成熟市場，美國的債市規模是GDP的170%，日本有160%。

本港有三個主要的融資渠道：債券、股市和銀團貸款。相對其他兩個融資方式，債券市場的增長一直都很穩定【表二】。金管局希望更完善香港債券市場的基礎設施，努力確保香港可以不斷有高素質債券，零售投資者的參與和利益受重視，繼續向政府爭取稅務優惠，並維護有效的結算系統以

確保交易平台的可靠有效。

金管局於2003年8月推出為期一年的公眾投資外匯基金債券的試驗計劃，該批二年及三年期的外匯基金債券中，部分以非競爭性投標方式定價。試驗計劃中金管局委任多間分銷商，這些分銷商承諾會在二手市場採用一套劃一的買賣機制向投資者銷售債券，包括：設定最低投資額為五萬元和提供包括交易費用在內的報價，以提高定價透明度及方便比較。

去年8月計劃完成後，經過檢討及研究後，金管局將在可見的未來推出更吸引的計劃，當中的改變包括：不會推出重開的債券，以免令零售投資者對票面息混淆；提供較長年期、回報率較高的債券；增加更多銀行作為分銷商；並在配發債券定價上提供特許，使用在競爭性投標下的最低接納價格，而非目前的平均接納價。

金管局視發展港元債券市場為重要工作，包括時時檢討外匯基金債券到期債務組合的得失，上次檢討（2000年）後，建議改變外匯基金債券的結構，增加五至十年期債券的比重，令債務組合顯得稍為平衡；此外，我們亦正協助業界定義「優質」債券，作為政府給予稅務減免的標準。

龐雅成：冀第三階段改革季內推出

2001年在財政司牽頭下，政府成立「財經市場發展專責小組」，證券及期貨事務監察委員會（證監會）當時參與債務市場及證券及期貨市場兩個工作小組。在債市方面，小組提出分三階段推出多項措施，目的包括：促進零售債券發行和流通量、使發行人可以更有彈性和更有效向投資大眾推廣產品、便利投資大眾對招股章程內容的認識、簡化招股章程的註冊及要約程序，以促進零售債券的發行。

第一階段的內容，主要是簡化並規管發債的披露規定，讓發債機構在招股章程登記後發出宣傳資料。

第二階段是修訂《公司條例》，目前香港的債券是根據《公司條例》發行，第二階段將檢討第一階段實施的新措施

表一 部分成交較活躍債券報價
(更新至2月14日上午10時22分)

債券名稱	買入價	賣出價	買入孳息 (%)	賣出孳息 (%)	票面息率 (%)	到期日	續存期 (年)
美國國庫兩年期債券 (美元)	99.60	99.63	3.336	3.324	3.125	2007年12月31日	2
美國國庫三年期債券 (美元)	99.68	99.71	3.488	3.477	3.375	2007年11月15日	3
美國國庫五年期債券 (美元)	99.08	99.13	3.702	3.693	3.500	2010年11月15日	5
美國國庫十年期債券 (美元)	99.21	99.26	4.096	4.090	4.000	2014年11月15日	10
美國國庫三十年期債券 (美元)	113.60	113.67	4.483	4.480	5.375	2031年2月15日	30
外匯基金票據	103.28	103.4	2.455	2.423	3.340	2008年12月19日	—
外匯基金票據 09	99.65	99.8	2.789	2.755	2.690	2009年12月21日	5
外匯基金票據 11	99.6	99.8	3.211	3.177	3.120	2011年11月25日	7
外匯基金票據 13	99.55	99.8	3.596	3.565	3.510	2014年12月8日	10
五隴一橋債券07*	101.19	101.51	2.220	2.060	2.750	2007年5月7日	3
五隴一橋債券09*	102.59	103.19	2.980	2.820	3.600	2009年5月7日	5
五隴一橋債券11*	104.34	105.48	3.550	3.340	4.280	2011年5月7日	7
香港按揭證券06	105.14	105.29	1.220	1.130	5.500	2006年6月28日	5
香港機管局06	105.36	105.51	1.240	1.150	5.600	2006年7月6日	5
和記黃埔 06	103.02	103.24	2.6140	2.411	5.500	2006年3月16日	7
和記黃埔 11	112.47	112.79	4.5980	4.541	7.000	2011年2月16日	10
電訊盈科 11	117.87	118.19	4.6340	4.583	7.750	2011年11月15日	10
地鐵公司10	116.64	116.89	4.3160	4.266	8.000	2010年3月15日	10
九廣鐵路10	112.29	112.62	4.110	4.025	7.500	2009年2月4日	10

資料來源：路透社

*上述資料為花旗銀行報價，2007年、2009年及2011年到期的為零售債券。

本地債市改革的機遇和挑戰

15 February 2005

李永權：更新條例雖好，可行更重要

，以增加市場流通量及促進新產品發展。

第三階段將由證券及期貨事務監察委員會根據國際標準，全面檢討現行法例及程序，以促進證券發行和上市事宜。

第一階段針對短期措施，以促進零售債券和股份的發行，包括規管招股章程的廣告制度，包括「要約認知材料」(offer awareness) 及「簡明披露材料」(summary disclosure)。

「要約認知材料」規管宣傳材料的刊發形式及方式。過去招股章程 (prospectus) 是債券唯一的介紹刊物，流通量很少。因為招股章程雖可讓投資者全面了解產品，但是伴有摘錄的資料更有助投資者理解產品。證監同時規定「要約認知材料」上註明不構成要約及提醒投資者在作出投資決定前應細閱招股章程內的詳細資料。由於這些文件非完整的招股章程，故毋須向公司註冊處註冊，但文件必須在發出前獲得證監會許可。

第二階段主要為完善招股章程制度。去年12月生效的《2004年公司(修訂)條例》中，有關債券發行的包括簡化招股章程機制、擴大證監會豁免的權力、批准若干豁免符合有關招股章程的規定及豁免部分「雙重招股章程」等。

例如在債券計劃發行可以分計劃和發行兩個過程。有些債券發行人會把兩部分分別註冊，在「雙重招股章程」機制中，證監會允許發行人把兩部分分開註冊為獨立的招股章程，但相關的資料毋須重新辦理註冊。此外，發債過程中如果同時涉及《上市條例》和《招股章程條例》，在新規定下可以雙向取得豁免。

修訂又豁免若干於招股章程的項目(又稱「安全港」)，以界定哪類要約可以毋須符合有關招股章程的規定，受豁免的範圍包括「專業投資者」、「小規模要約」的招股對象十二項。此外，在招股章程內提供的「概述」中，可考慮到發行者和購買目標對象的特性因應增減，令投資者更易明白。

事實上，第二階段是擴大證監會在《公司條例》的部分豁免權力，證監會在豁免某公司的招股章程可以毋須符合任何或所有特定條文的規定，但同時必須在證監會網頁上發表有關給予豁免的詳情，讓市場人士明白。

第一和第二階段完成，我們希望這季可以推出第三階段的諮詢文件。第三階段中，和債券相關的部分有：

我們將監管債券的條例從《公司條例》改為《證券及期貨條例》(Securities and Futures Ordinance)。

轉換的其中一個好處，是全面廢除「向公眾發行」的概念，避免爭拗究竟產品是公眾發行還是私下配售；雖然這個問題在第二階段的「安全港」中有了改善，但最好是在個別豁免的產品以外，所有產品在發行前都取得監管，令爭論集中在「取得豁免的條件」上。在海外，如澳洲和新加坡都在考慮同類的改變。

須要改變的另一個原因，可以解決現在類似的產品，因為受到不同條例監管而有不同待遇的問題；此外，轉變後的監管方式將從「文件為本」轉為「交易為本」；兩者的分別在於：前者是規管要約文件，而後者是規管要約的行為，有關的規管要求並不限於要約文件。

不過，這個改變只會用在傳統的集資行為上，故投資和金融產品並不在此列。

正如Lawrence(香港交易所執行總監、業務發展及投資者服務科主管霍廣文)提出一個問題：為何債務股票(loan stock)在七十年代末後好像消失了？那是因為當時發行債務股票成本極為高昂，成為了發行貸款股票的障礙。所以我認為最重要的，是所立的法例必須能讓發債體覺得可行，可以按例發債。

我希望監管當局去思考一下，即使第一、二、三階段的改革，但企業不能有效發債，都將破壞企業發債的意欲。剛才聽到William(龐雅成)的話，第二階段改革是改到關鍵上，我感到很高興，並希望這些措施能實行。

由於發債體要不把風險轉嫁給投資者、要不找承保人去負起風險、要不就支付對沖成本把風險對沖，無論哪一種方法，申請批核時間愈長，債券變數愈多，甚至不肯定最後零售債券是否能成功發行。

雖然過去一年多中，許多條例的轉變令發行的過程加快了許多。但我仍希望證監可以有專責小組去處理債券招股章程的審批，令過程可以在一周內完成，最好是幾天內，而不是現在的二個星期至一個月。

我們的另一個憂慮，是在監管當局對待廣告的要求。這方面常常令我們感到沮喪，例如在我們發債的海報內容和設計上，曾提出加入信貸評級，因為我們認為評級只屬於事實，可惜證監認為屬於宣傳。

現在市面上不少相類似的產品，如單位信託基金產品，單張上不但可以印上美女和通上雲霄的扶手電梯，更大字標榜「十年總回報可達25%」；可是債券發行卻連附以評級也不允許，這是非常不公平的事。

但正如William解釋，這是因為兩者受到不同制度監管，一個受約於公司條例，另一個受約於單位信託法，是以證監在這方面完全沒錯，但是產品在投資者眼中都是一樣，故債券和其他投資產品在零售廣告方面的標準應該一致。

我再舉一個例子，一次我們想在電台和電視台賣廣告，監管說不許有背景音樂，也不能用紅色，此外廣告必須要附上聲明，但聲明字句比廣告還要長。我認為，這是監管者和發行者之間應該解決的難題，如何取其中道，既為投資者作出保障，又可以幫助推廣債券市場，我希望第三階段可以給我們解答。

李建平：零售市場喜愛熟悉品牌

證券行雷曼兄弟在幾年前找我們(新鴻基資產管理)，看香港發行迷你債券的可行性，我們覺得是好主意，因為市場一直需要股票以外的產品去分散投資風險，問題是很難取得二手市場報價。

新鴻基和雷曼兄弟的合作中，新鴻基擔任做雷曼兄弟和零售銀行之間中介人，協助製作產品和市場推廣，並確保銀行了解產品，可以向客戶清楚解釋。產品以固定價格和固定票息，在推廣期前(二至三個星期)已經把價格和票面利息決定好，以減低了市場的憂慮，產品推出後市場反應非常好。加上價格方面，每單位價格約五千元左右，零售投資者也比較容易接受，這在市場算是創新。

一般來說，這類產品會和一間或一籃子著名企業相連，而香港投資者傾向購買他們所熟悉的本地大型企業相連的產品，如地鐵(066)或滙控(005)，或歐美企業如馬莎百貨、雷曼兄弟之類。2004年我們總共發行了十六隻信貸掛鈎票據，融得五億美元的資金，可見迷你債券深受零售市場的歡迎。

我很贊成剛才講者說：表達要能令投資者明白，所寫的是投資者能吸收，例如招股章程，盡量用淺白流暢的英語寫出，投資者看得懂，能自行了解分析。

後記：

記者在會後訪問龐雅成，對零售債券在廣告監管方面的原則，龐雅成表示，原則是平衡，若廣告講述了產品的優點，便必須提供相關警告字眼。他表示，並沒有歧視某類音樂或某種顏色。對於李永權提出加快招股章程的審批，證監會在人手資源有限，但是如果證監手上沒有其他工作，而過程順利的話，一周內可以完成審批。

三之二

本文為《香港資本市場公會2005年論壇》的討論內容，《信報》為論壇贊助者。基於篇幅所限，內容經節錄刪減。

年份	新發行債券 (未計外匯基金債券)	股市	銀團貸款
1997年	1008.70	2475.77	2860.34
1998年	1008.88	382.57	432.51
1999年	1551.10	1497.04	630.79
2000年	1806.25	4673.37	2083.46
2001年	1520.51	644.28	2591.32
2002年	1800.84	1104.80	1847.43
2003年	1704.72	2136.75	1306.89
2004年1-3季	1268.90	2216.75	1075.07

資料來源：金管局、Basisfield