

# 「機管局私有化」的模式選擇

馮嘉耀、蘇黃楨合著

香港中文大學航空政策研究中心

本文以〈機管局私有化的模式選擇〉為標題，刊於二〇〇五年一月二十八日的信報財經新聞評論 - 中港評論（第二十四頁）。

根據研究結果，整體航空業對本港經濟貢獻接近百近之十。若以二零零三年物價計算，航空業界對本港經濟貢獻接近一仟一百一十八億。機場作為航空業主要基建項目，其私有化及監管模式應會影響本地經濟。就公開的諮詢文件而言，政府較傾向以「公開招股上市」形式安排機管局私有化。在翻查其他國家有關資料時，不少機場私有化項目均以「公開招股上市」形式進行。一般認為資本市場機制可望提升機管局的效率；可是，一些學術研究指出「上市安排」或「私有化」不一定能提升機場生產力。事實上，「上市」公司較易面對「商業利益」與「公眾利益」的矛盾。公眾人士可能要小心考慮以「公開招股上市」作機管局私有化模式的問題。這些考慮將有助特區政府在制定私有化模式及將來監管機制的決策。

事實上，私有化方案大致可分為兩大主要類別：公開招股與私人招股。

## (一) 公開招股

雖然公開招股有多種不同模式，特區政府似乎較傾向利用「公開招股上市」作私有化安排。這個方法是發行新股讓公眾人士認購及初次把股份上市。跟據諮詢文件中透露，政府傾向於上市後仍持有機管局的大部份股份及控制權，但日後其運作表現將會受到市場因素監管。將機管局上市的好處與壞處如下：

好處：

### (1) 為發展帶來新資金來源：

上市後，機管局可於股票市場吸納資金，而不須只依賴政府資金、私人配股或債務融資。上市帶來的資金可幫助機管局作擴展投資，以及實行合併收購等計劃。

### (2) 增強公司管治透明度：

上市後，機管局將須按照聯交所有關上市條例就公司的管理及財務上重要決定向公眾披露，並須定期公開重要財務資料，可能有助提升其管治透明度。

### (3) 加強員工歸屬感：

機管局可向管理人員及各層員工派發認股權證作為員工提升工作表現的誘因，可望為公司招攬及保留人才。

### (4) 擴闊股東架構及為市場投資者提供週轉方便：

上市可讓公眾及其他投資者有機會擁有政府其中一項最重要的資產，這定可擴闊機管局的股東層面。較廣闊的股東構成，或有助加強監管。

壞處：

(1) 喪失部份控制權：

不論使用哪種私有化的模式，政府對機管局的運作與業務發展的控制權都會因其股權減少而降低。

(2) 平衡社會利益與商業利益的問題：

機管局正管理著香港最重要的大型基建項目之一：香港國際機場。政府建議的私有化計劃難免帶來一個公營項目私營化常見的問題：私營項目在盡量提高商業效率時，不一定能同時令公眾利益達到最高，甚至可能會犧牲社會利益，以提高商業利潤，從而產生私營機構與整體社會大眾的目標不協調問題。私營公司其中一個最重要的優先考慮是為其股東賺取最高的資金回報，但公營機構則是為整體社會尋求利益。地鐵公司是一個現有的例子：儘管地鐵成功上市，但一直都在平衡公眾與商業利益的問題上(包括最近就其與九鐵合併的事宜)引起很多關注。

(3) 對小股東的保障不足：

雖然法例要求上市公司定期公報財務資料及披露重要事項，但小股東

(尤其是散戶投資者)在面對大股東及管理層時難免顯得勢孤力弱，無力對公司的決定作出反對。同樣地，地鐵及九鐵的可能合併安排對小股東的保障並不足夠。事實上，這類上市公司要平衡「公眾利益」與「股東利益」絕不容易。

#### (4) 資金成本上升：

基於營運機場是一個資本密集型的業務，資金成本是一個不能忽略的問題。機管局在債務市場中籌集資金的成本，正受惠於近年的低息經濟環境而維持於低水平。至於在股票市場集資的成本是多少呢？一般而言，公司股東會要求比債權人享有較高的回報，以補償其承受的較高風險。以現時低息環境而言，上市集資相對於發債可能是一個成本較高的融資方法。

#### (5) 公司估值可能偏低：

市場人士對公開招股上市的公司估值，除了受對其未來發展前景之預期影響外，亦十分依賴公司過往的業績與財務表現。雖然機管局一直致力籌劃大規模的業務擴展計劃，有助公司獲得較高估值；但另一方面，機管局過往的業績並非特別出色，資金回報率和淨利潤率均屬偏低水平(相對於其他已上市的外國機場而言)，這點明顯地會令機管局的估值被拉低。

#### (6) 上市不一定可提升運作效率：

根據最新學術研究結果顯示\*，「私有化」不一定能提升機場管理和運作效率，因此從改善生產力的角度來看，上市亦未必是能為機管局帶來更高回報的最佳方法。

公開招股上市的好處與壞處	
好處：	壞處：
•為機管局發展引入新資金	•政府將喪失對機管局的部份控制權
•增加公司管治透明度	•公司商業利益與社會整體利益不協調
•加強員工歸屬感	•資金成本上升
•擴闊股東基礎及為投資者提供流通性	•市場對公司上市估值可能偏低
	•上市不一定可提升效率

## (二) 私人招股

政府除了以公開招股形式，將機管局部份股權售予公眾外，另一類別的私有化方案是售予私人機構投資者。政府可將股份售予業內的策略性投資者(例如航空公司、機場管理公司，及其他與機場有關的公司等)或金融界投資者(如基金公司)。在這個模式下，好處是由於牽涉的投資者數目相對較少，政府與買家進行交易時的商討過程比較簡單；而且在管理層中加人策略性業內人士和金融界投資者，可為機管局注入資金和專業技術知識，有助改善營運效率。

但另一方面，在私人招股過程中，政府必須加倍審慎行事和保持高透明度。若買家獲分配的股權比例過高，政府便很可能被輿論抨擊為偏袒某些利益集團；反之，若買家能購得的股權比例過低，則對投

資者缺乏吸引力。此外，挑選具有資格和合適的投資買家亦是一個重要考慮。可能發生的問題例如：倘若機管局中某些股東同時持有鄰近機場的股權時，如何避免利益衝突或平衡各方不同的利益？

香港擁有運作暢順的股票市場，以「公開招股上市」作機管局私有化模式似乎是一合適安排。可是，上市公司將承擔市場壓力去追求商業回報，與「社會利益」或「公眾利益」的矛盾極大。希望特區政府有關決策者在決定「私有化模式」及監管機制時，能考慮上述問題。

\* Oum, T. H., A. Zhang and Y. Zhang (2004), “Alternative Forms of Economic Regulation and their Efficiency Implications for Airports” , *Journal of Transport Economics and Policy*, Vol. 38, pp. 217-246.

《香港機管局私有化系列》