

機場上市的回報考慮

羅祥國

政府最近發表了機場管理局私營化的諮詢文件中，清楚指出機管局至今盈利最佳的是二〇〇二年財政年度，但資本回報率仍低於百分之二，這是遠低於從商業考慮可接受的水平（領匯的收益率約七厘）。如果機場在上市後數年都只能維持其回報率在二厘左右，資本市場在上市時對機場價值的評估就會相對偏低，很可能是大大低於政府原本投資在機場約三百億元的資金，這就是近日有論者提及「賤賣」機場的觀點。

政府進行重大的直接或間接基建投資，在計劃時都是有設定或預計的回報率，作為決策的主要參考之一，包括興建地下鐵、收費隧道、跨海大橋、成立不同部門的「營運基金」等，而赤角機場亦不例外。話說回來，多年前當政府決定興建新機場時，參考的預計回報率是多少？與現在的二厘有何偏差？政府應該是有所解釋的，這也可能使我們更能理解低回報率的成因，從而提供解決的方案。在很多國家機場私有化的過程中，都有面對機場核心業務回報率偏低的問題，讓我們先作一個簡單的介紹，作為香港的參考。

悉尼機場上市前曾大幅加價

澳洲的悉尼機場在二〇〇二年全資賣了給一間由澳洲及國際資金成立的新公司（Southern Cross Airports Corporation Holdings Limited），這公司在未來數年有計劃上市的安排。在悉尼機場私有化之前，澳洲政府不斷檢討該機場核心業務的收費水平，並作出多次的調升。根據澳洲競爭及消費者權益委員會（它是監管機場收費的主要機構之一）的研究，悉尼機場的核心業務收費，在一九九八年的總收益只等於相關經營成本約九成；如果把資金成本也計算在內，「虧損」更多。

悉尼機場核心業務收費是相對偏低的。根據一項引用二〇〇〇年數據的國際機場收費研究，悉尼機場的收費排名在四十個國際機場中是最低廉的第六名，比新加坡（第十一名）及香港（第十三名）更低；且只是最高排名的東京機場五分之一。因此，悉尼機場有限公司（私有化前仍是由政府全資擁有）在二〇〇〇年向政府提出對核心業務加價的申請，申請加幅是百分之一百三十！澳洲競爭及消費者權益委員會就此再進行深入研究，它除提出了一些輕微的修訂外，基本上是同意其申請建議。從悉尼機場的經驗，有三點是值得注意的：

- 一、政府決意在私有化前，調整核心業務收費達致合理水平；
- 二、政府採用一個狹義的「二元」機制為收費監管基礎；



三、一個適當的資本回報率是成本計算的必需部分。

從澳洲悉尼看回香港的情況，低於二厘的回報率是否意味著機場核心業務的收費必須在上市前大幅加價？答案目前是不肯定的。

首先，政府及機管局並沒有公開任何數據，反映機場核心業務的回報率是多少。政府如果是考慮上市前有需要先大幅加價，或是在上市後數年分階段加價，政府就一定要拿出清楚的理據和數據。要算這盤賬，很多問題須要處理，這包括不同業務間的共用資產如何分配、如何評估土地的價值、資金成本如何、有沒有部分投資應該用「沉澱成本」(Sunk cost)的概念處理等。無論政府是否決定大幅加價，這盤賬仍然是要計算的；不然，就無從估計機場的市場價值，以及為未來的收費監管訂定基礎。政府在整個諮詢文件中，並沒有提供一些重要的數據作為參考，筆者是失望的。

直接間接利益皆須衡量

第二，當政府在上世紀九十年代初決定興建新機場時，新機場除了帶來每年的直接收益外，其他為整體經濟帶來的龐大間接收益，也一定是決策的重要部分。由於新機場的直接及間接收益惠及全港經濟及影響長遠，如果機場整體的基建成本要由航空公司及乘客支付，是不合理的。最明顯的是，機場搬到赤角後，舊啓德機場的土地就成為很有價值的可再發展土地，其市價就可能超過百億元。如果同意舊啓德機場的土地價值，是新機場帶來直接收益的一部分，新機場須回收的資本就會大幅減少，現在計算的回報率亦會上升。

基於以上的分析，筆者對機場「低回報」的困境有以下的初步建議：

一、雖然機場的總投資是約三百億，但由於有部分成本是可以用「沉澱成本」概念處理，以及啓德機場舊址價值不菲，上市時「削資」是可能而合理的，並不構成「賤賣」資產。

二、「削資」後如果機場核心業務收費的回報率仍然明顯偏低，收費結構應作全面檢討，加價是可行的方案，但這必須是在公開數據和全面諮詢之下進行，並以促進機場的競爭力為依歸。

三、如果在「削資」及加價下，也不能得出一個可被市場接受的方案，延期上市也是可行的。香港航空業的前景樂觀，三至五年後的業務和財務數據一定較為理想，現在機場的營運亦十分優異，政府的財政也在改善中；實際上，機場似乎並沒有必要在短期內上市。



〔本文已刊於 2004 年 12 月 1 日之信報〕