



致立法會交通事務委員會主席

劉江華議員：

就東區海底隧道於五月一日加價事宜，社會上不少專業人士及學者均質疑對東隧提出加價的理據及其提供的財務情況，就此民建聯希望政府答覆以下提問：

執業會計師馮培章於五月四日在信報刊登文章(附件一)，並以「仲裁為擋箭 道理說不通」為題，對東隧加價理據及近期該公司公開的有關財務資料提出多項質疑，包括：

- 「隧道公司的一份有關 IRR 的計算表中並無提回本期限等，只提煽情地偏低的百分之八點四的 IRR... 已回本的收益，在計算回報率的分子式中，變成只有分子無分母，按此去計算回報率，斷不會是百分之八點四那麼低！」(第七段)
- 「另外一個很奇怪的表述方式是只按『已付股息』而非按公司全年取得的利潤計算回報」(第八段)
- 「少派息... 為了應付貸款銀行的派息限制... 有幾年甚至派息額大於當年利潤。貸款銀行對此可曾說過什麼？」(第九段)
- 「若按過去十年的平均派息額計... 可以說未來兩年公司即使不盈不虧，股東也可安享多兩年派息而不憂。」(第十段)
- 「諸如銀行不願見到多派息致現金減少、公司欲多派息又現金不足，如果政府肯給公司一筆免息或低息貸款，不就不用加價了。」(第十一段)

就此，政府可否要求新香港隧道公司解釋以下問題：

- 一． 為何隧道公司沒有提及回本期限等重要數據？並請提供該公司更多及清晰的財務資料，以證明該公司的回報率及財務狀況。
- 二． 為何隧道公司按『已付股息』來計算回報而非按公司全年取得的利潤計算回報？該計算方法的決策權由誰決定？若以公司全年取得的利潤計算後，回報情況與『已付股息』的分別為何？
- 三． 94 至 03 年期間，有 4 年的派發股息額大於當年利潤，此情況有沒



有抵觸貸款銀行的借貸條款?此外,該些銀行有沒有因而要求提出修訂有關借貸條款?

請政府回答以下問題:

- 四. 當局的財務專家在分析東隧的財務狀況時,有沒有注意到該公司每年利潤十分穩定,且可抵消付給股東的派息額。如有,他們有沒有就此進行研究及分析?如沒有,請解釋原因。
- 五. 為了減低東隧加價對社會的動盪,政府有沒有考慮免息或低息借貸予東隧,以換取東隧取消加價的決定?

香港中文大學財務學系副教授蘇偉文博士在四月三十日,於太陽報(附件二)刊登文章,並以「東隧巧用財技凸顯政府無知」為題,對新香港隧道公司披露的財務資料存在疑問,並對現時政府的有關政策持保留態度,其中論點包括:

- 「政府官員並不認為東隧在計算回報率上有任何問題,理由是以往的「建造—營運—轉移」項目都是以上計算回報率,加上仲裁的結果是東隧加價有理,所以在法理上並無問題。」(第四段)
- 「...東隧董事會大可藉股息政策來影響回報率的計算,而且這是合法和符合與政府的協議。」(第六段)
- 「2001年以後,東隧已清還所有欠債,借貸協議上的限制不再存在,為何東隧仍保留巨額盈餘?」

就此,請政府回答以下問題:

- 六. 鑒於東隧的「建造—營運—轉移」項目合約上,並未有詳細列明加價機制及該公司的回報率應在什麼情況下才可獲准加價,就此,當局會否以此為鑑,重新檢討現時「建造—營運—轉移」政策?
- 七. 當局有沒有研究過東隧為了增加調高隧道費的理據,而藉著股息政策來影響回報率?如有,當局有沒有在仲裁期間提出質疑?如沒有,請解釋原因。

政府可否要求新香港隧道公司解釋以下問題:

- 八. 該公司為何自2001年清還所有欠債後,仍保留巨額盈餘?

香港理工大學會計及金融學系副教授林本利博士在五月五日，於壹週刊(附件三)刊登文章，並以「東隧大幅加價無助提高回報」為題，文章內指出：「今次大幅加價後，亦只能增加回報率百分之一，仍未達到百分之十五的水平。．．．即使東隧在專營權最後十年不斷大幅加價去收復失地，最終亦未必能夠賺取百分之十五的回報率。」(尾二段)。

九． 就此，政府的有關財務專家有沒有提出上述見解？如有，政府對上述見解的可能出現情況將如何準備？

民建聯
2005年5月6日

馮培澤

不通說道理 箭擋為裁仲

四月底前一個星期遇到江華議員，聽他頗為激動地述及東隆要求大幅加價及學者提出反駁事，因當時未明真相不便提出意見。後參閱劉傳來立法會秘書處有關文件，加上五月三日《信報》社評及雷鼎鳴教授亦加入戰團，似乎不妨湊湊熱鬧。

《信報》社評指出了仲裁結果可能有非公平之道，筆者亦有同感。運特別為此查字典看 arbitration 此詞之義，據《最新牛津現代高級英漢雙解詞典》第六十四頁之解，此詞應解為「雙方同意委託指定人為其提出解決爭議之方」。此中並無提及需否合乎情理。

漠視衡平精神

從表面看，仲裁人的仲裁過程和結果似乎是有點「本本主義」，完全不理加價後的社會影響。此點也不能說其有欠妥之處。堅守專業原則，不為任何勢力所屈服，但從香港仲裁人協會（SIAC）網頁內裝載的中國《仲裁法》總則第七條所言，「仲裁應當根據事實，符合法律規定，公平合理地解決糾紛」。如說這只是大陸的「大陸法」之說法，香港的就是不一樣。那麼我們也可看看本地人珍之重之的普通法又如

何。按本人對普通法的「普通」理解，其

中不也是有個十分重要的「衡平」(Equity) 精神嗎？所謂衡平，難道可以不包括公平合理嗎？仲裁出這樣一個結果，最低限度也令無數港人擔心了一個長周末，解決了問題了嗎？

回頭再看兩位教授提出的計算模式，結合到上稱立法會秘書處有關文件，筆者認為還可以有另外的說法。據該道公司負責人持不無輕蔑之態向議員發出之解釋信件，及作為附件的數頁教科書（不知有否違反版權）影印的說明，其有關內部回報率（IRR）的解釋其實是頗為片面的。筆者翻查過手邊幾本管理會計學的教科書，其中說到類似話題時，大多是與貼現現金流（DCF）、淨現值（NPV）及回本期（Payback）等四位一體地綜合測算以定取捨的。

用一般「街上行人」(man of the street) 的看法，當你評估某投資項目時，投入多少資本，年收益多少，多少年收回資本，計入時間資金折算值後的淨流入有多少之餘，他們都會再問：咁即是每年有幾多回報嘢？那麼你把这些數據放入 IRR 一算，即可求得 IRR。

初期投資早已回本

該道公司提供的一份有關 IRR 的計算表中並無提回本期限等，只提懶惰地偏低的百分之八點四的 IRR，但從數字中可看出，七億多的投資其實已在一九九七至一九九八年間回本了。已回本的收益，在計算回報率的分子式中，變成只有分子無分母，按此去算回報率，斷不會是百分之八點四那麼低吧！

另外一個很奇怪的表述方式是只按「已付股息」而非按公司全年取得的利潤計算回報，結果自然偏低。公司的權益是屬

於全體股東所有的，這道理只念過 LCC 一級簿記課程者也不會不懂。因為課程範圍已有有限公司會計矣。已賺的利潤不管是否以現金派息給股東，也是屬於股東所有的，計算投資回報時自應按此而為，否則廣為投資界公認的計算公式需推倒重來，有些公司雄心萬丈計劃多多，留住資金不派息或以股代息，我們可把之理解為零回報嗎？所以，清楚且準確點說，這個百分之八點四並非公司的內部回報率，而是股東的「股息袋袋平安率」罷了。

「股息」儲備豐厚

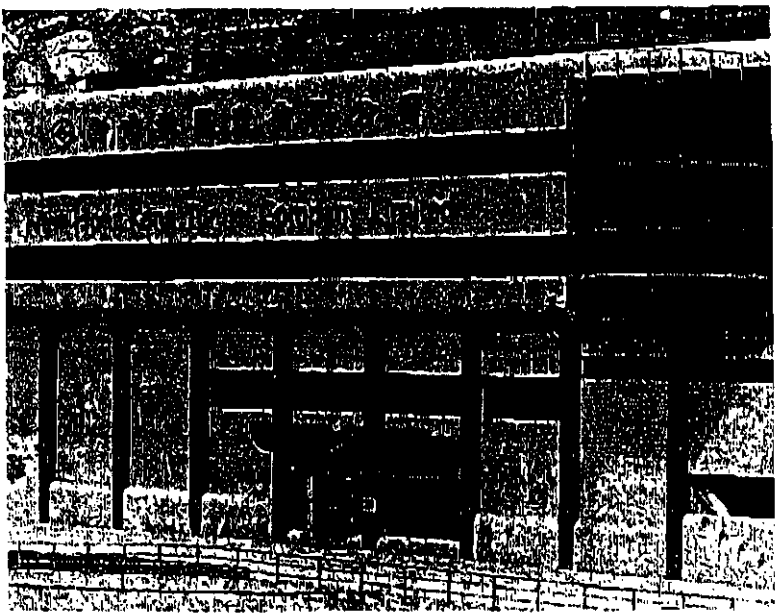
公司又有一個說法，謂少派息不是為了要手段，搞大股本餘額，好要求一個較高回報率，而是為了應付貸款銀行的派息限制罷了。但是看看上稱之表，有派息的十年中，自一九九四至二〇〇三年度，特別低派息者只有一九九九和二〇〇〇年，分別為百分之四十和百分之二十八，餘者最少也有百分之七十五（二〇〇一年），有幾年甚至派息額大於當年利潤。貸款銀行對此可曾說過什麼？

公司已賺而未派息的利潤仍有四億六千萬，與已派的全部股息比較約佔百分之二十四，與投入資本金比較則約佔百分之六十一。若按過去十年的平均派息額計，即每年約一億九

千萬元來算，此未派之數足可對付約兩年半的股息額。參考一般的「利潤足可抵付利息倍數」來看，可以說未來兩年公司即便不盈不虧，股東也可安享多兩年派息而不憂。

該道公司負責人對為何有大象攬盈餘而不派息的另一個解釋是手存現金只有四千二百萬元，實不足支付相應的股息支出。「只需睇睇公司的資產負債表便知」。引起翻天覆地的大加價，就是為了盡快收回巨額現金，好去派息？綜合上稱幾點來看，諸如銀行不願見到多派息致現金減少，公司欲多派息又現金不足，如果政府肯給公司一筆免息或低息貸款，不就不用加價了麼？

作者為執業會計師



東隆有幾年甚至派息額大於當年利潤

東隧巧用財技凸顯政府無知



香港中文大學
財務學系副教授

東 區海底隧道將於五月一日起加價，加幅為66.6%。東隧是次加價是經仲裁決定，而仲裁結果是准許收取「合理而不過多」的回報。這個「合理而不過多」的回報指標，是資金的內部回報率 (Internal Rate of Return on Equity after Tax, 與尋常的Internal Rate of Return不同)，應在15至17%水平，而東隧在二〇〇三年年報內，其資金的內部回報率只有8.4%。

筆者早前計算東隧的股本回報率 (Return on Equity ROE)，曾指東隧在十七年的專營期內，已賺取了25億元，以東隧股本7.5億元計算，十七年來的股本回報率為333% (25億÷7.5億)，平均而言，每年的

股本回報率達19.6% (333%÷17年)！
筆者想強調，東隧和筆者的計算是採用不同指標，梨和橙不能直接比較，而且東隧的計算也是財務上常用的做法，所以我們不能質疑東隧在帳目上有不當。筆者目的是利用另一種分析方法，剖析東隧的盈利狀況，讓大眾對東隧的營運有更深入的理解。

盈餘處置左右回報

筆者的計算引起了立法會的注意，在四月二十二日的交通事務委員會一個會議中，筆者向議員和政府官員解釋回報計算上的差異，但政府的反應卻令人驚訝。政府官員並不認為東隧在計算回報率上有任何問題，理由是以往的「建造—營運—轉移」(Build-Operate-Transfer BOT) 項目都是以此計算回報率，加上仲裁的結果是東隧加價有理，所

以在法理上並無問題。看來政府連筆者在質疑甚麼也搞不清楚，現在惟有埋頭處理東隧加價後可能產生的交通擠塞問題。

政府這種取態，反映不少官員的財務知識不足。以東隧的資料顯示，在其資金的內部回報率的計算中，回報的定義是公司分派給股東的股息。簡單看來，這個定義好像很合理，但細心想一想，這種計算法對投資者極為有利，因為派息是公司的財務政策，是由公司董事會決定，有很大的自主空間。

讓筆者舉一個極端的例子來說明，假如自一九八六年專營權開始至二〇〇三年底，在賺錢的情況下，東隧董事會決定不派發一分錢的股息，東隧資金的內部回報率必定會是負數！明白了這一點，我們可明白東隧董事會大可藉股息政策來影響回報率的計算，而且這是合法和符合與政府的協議。在這

裏，筆者想指出這不是杞人憂天的顧慮，但政府官員就是不明白這財務「竅門」。

此外，東隧坐擁巨額盈餘，也會影響者回報率的計算。在二〇〇一年前，東隧還有龐大的負債，其保留巨額盈餘尚可解釋為債權人在借貸協議上加入限制派息條款，所以東隧不能隨意把盈利作股息派發予股東。但二〇〇一年以後，東隧已清還所有欠債，借貸協議上的限制不再存在，為何東隧仍保留巨額盈餘？以二〇〇三年為例，東隧有4.6億元累積盈餘，理論上這巨額款項可派發予股東，拉高其回報率，但東隧並沒有這樣做，反而把巨額盈餘化作資產。

這筆累積盈餘化作資產後，將會通過資產折舊在未來「釋放」出來，一來可以降低現在資金的內部回報率，增加了申請加價的籌碼；二來可將這筆累積盈餘放在東隧內賺取15至17%的資金內部回報率，可謂一石二鳥。

官員須急補財務知識

筆者在研究東隧加價申請時，發現東隧是一間盈利佳、現金流強勁的公司，管理層的努力功不可沒。既然東隧加價有法理基

礎，現在與其繼續糾纏，追究誰人有沒有錯，不如正視香港政府官員缺乏財務知識這現實 (大部分而非全部官員)，他們實在有需要接受系統性的財務知識培訓，本港的大學都有提供達國際水平的財務學碩士課程，希望政府亡羊補牢。



東隧加價已成定局，政府官員在如何計算回報方面，應從中吸取教訓。

附(三)

東隧 查角度 2003/3/8

東隧大幅加價無助提高回報

東隧堅決在五月一日加價，加幅更接近七成，令紅隧的擠塞加劇，這自然引起公憤。

東隧加價前，有學者認為東隧自八九年通車後至二〇〇三年，歷年累積盈利約二十四億元，即每年約一億六千萬，總共派息超過十九億元。以股東投資七億五千萬來計算，回報率已經十分可觀，故此不明白東隧為何仍要加價。

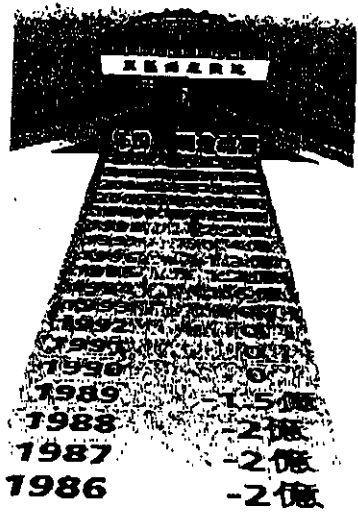
九七年東隧首次透過國際仲裁成功加價時，筆者亦提出同樣疑問。當年東隧的盈利達一億五千萬，以七億五千萬股本計算，回報率達兩成，為何仍要加價呢？

政府是在八六年批出專營權給東隧公司，興建第一條過海隧道，為期三十年，直至二〇一六年。當時政府和東隧簽訂的合約，並沒有清楚列明准許回報率，只是籠統地容許東隧公司在三十年的專營權內賺取「合理而不過多」的回報。

東隧的專營權合約，跟兩間電力公司的利潤管制協議不同。兩電的利潤管制協議，為期十五年，協議內清楚列明准許利潤是固定資產淨值的百分之十三點五；倘若購買固定資產的資金來自股東，准許利潤則是百分之十五。電力公司增加投資，便可以即時賺取准許利潤，興建中的發電及輸電設施，亦同樣可以享有准許利潤。

至於東隧的專營權合約，並不是以固定資產淨值，而是以股東資金作為計算利潤的基礎。東隧的投資額為二十二億元，當中七億五千萬來自股東，其餘十四億五千萬來自貸款。換言之，只有約三分之一的投資是可以賺取回報的。

東隧的股東資金回報率，是以三十年專營權的整體回報率



由於早期通車未派派息，現金流量的價值隨時間過去而下降，東隧截至2003年的回報率，每年只得8.4%。

來計算的。東隧公司在八六年開始投資興建隧道，頭四年是投資期，並沒有收入，現金流量是負數。八九年通車後，開始有收入，但由於要償還貸款和利息，一直未能向股東派息。直到九四年，才第一次向股東派息。近幾年由於已經清還所有貸款，派息才增加至每年二億多元。

東隧在〇三年向股東派發三億多元股息，以最初股東投資七億五千萬來計算，股本回報率超過四成，表面看來十分高。但倘若我們從八六年開始計算股本回報率，每年的回報率卻只得百分之八左右。因為東隧股東足足等了八年才收到第一次股息，所以整體回報率被拉低了。

九七年國際仲裁時，仲裁員根據西隧可以賺取百分之十六點五目標回報率，評定東隧的合理回報應為百分之十五至十七。九三年，由於只有一個財團入標競投西隧，政府被迫在合約內列明百分之十六點五的回報率。不料這回報率，竟然成為東隧要求加價的藉口。

根據政府資料，即使東隧不加價，到二〇一六年專營權屆滿時，整體回報率已經接近百分之十四。今次大幅加價後，亦只能增加回報率百分之一，仍未達到百分之十五的水平。由於早期遲遲未有派派息，就像大耳窿借錢利盡利竭那樣，即使東隧在專營權最後十年不斷大幅加價去收復失地，最終亦未必能夠賺取百分之十五的回報率。

東隧加價符合程序，但若為了增加一、兩個百分點的回報率而帶來交通混亂，觸怒全港市民，令公司商譽受損，到底又是否值得呢？