

**集體運輸系統
的信貸評級**

一九九六年九月

劉騏嘉小姐
胡志華先生
李兆麟先生

立法局秘書處
資料研究及圖書館服務部

香港中區雪廠街11號
中區政府合署(西座)4樓
電話：(852) 2869 7735
圖文傳真：(852) 2525 0990

目錄

	頁
研究報告摘要	
第1部 —— 引言	1
背景	1
目的	1
研究方法	2
第2部 —— 釐定信貸評級及利率的準則	3
釐定信貸評級的準則	3
釐定利率的準則	5
第3部 —— 釐定票價的機制改變對信貸及融資評級成本的影響	9
對信貸評級的影響	9
對融資成本的影响	11
第4部 —— 與海外城市比較	15
參考資料	18

研究報告摘要

1. 立法局交通事務委員會要求本部進行一項研究，探討假使改變集體運輸經營者的車費調整機制，規定車費調整須經立法局通過，對運輸經營者的信貸評級及融資成本的影響。為搜集所需的資料，本部向四間信貸評級機構及16間銀行查詢，揀選該等財務機構是因為它們執業內牛耳，或與本港的集體運輸經營者有業務關係。其中三間銀行未有作覆。
2. 三間信貸評級機構大致上認為釐定車費的機制在評級運輸經營者時考慮的重要因素，惟另一間信貸評級機構不願公開其評級方針。銀行釐定利率的方針因情況而異，主要的考慮因素包括貸款目的、經營者的財政狀況及與銀行的關係、監管機制、借貸市場環境條件、業內因素及整體經濟環境等。
3. 兩間信貸評級機構認為，假使改變現有機制，規定車費調整須經立法局通過，可能會增加運輸經營者面對的不明朗因素。不過，對信貸評級的確切影響，在現階段實難以估計，因為各經營者所受到的衝擊會不盡相同。
4. 銀行所提供的資料顯示，在現階段難以準確估計有關的轉變對融資成本的影響，因為建議中的車費調整機制，詳情仍未確定，而且銀行釐定利率的方針又受眾多因素影響。然而，部分銀行表示此一轉變會增加不明朗因素，會導致融資成本上升。
5. 此外，本部亦嘗試尋找可與香港作比較的海外例子，因此去信要求新加坡、大阪、漢城、巴黎、紐約、洛杉磯、多倫多及倫敦提供財務資料。揀選該等城市是因為它們均為大都會，並設有集體運輸系統供乘客日常使用，但其中三個城市沒有作覆。本部亦要求四間信貸評級機構及本港運輸經營者提供相關的海外例子，但它們在回覆中並未能提供該類資料。
6. 整體而言，本港的集體運輸系統在營運方面有若干特點，與其他城市沒有共享：經營者毋須預先請示政府，可自行融資。在本部所研究的海外城市，集體運輸系統的營運特點各有不同，故集資方式亦各異。新加坡的捷運公司毋須償還建築成本，因此不需要向外借貸，而其營運收入亦足以支付經營成本。大阪、漢城及多倫多的市政府為各運輸經營者籌措資金。在倫敦，集體運輸經營者透過政府財政部取得貸款。但是，這些城市的市政府並沒有提供集方式及融資成本的細則。

集體運輸系統的信貸評級

第1部分 —— 引言

1. 背景

1.1 立法局交通事務委員會在一九九六年四月要求資料研究及圖書館服務部探討本港集體運輸系統的車費調整程序。本部據此進行一項調查，研究海外城市監管其集體運輸系統的做法，其中特別著重於車費的監管機制。

1.2 事務委員會於一九九六年七月要求本部進行另一項研究，探討假使改變集體運輸經營者的車費調整機制，規定車費調整須經立法局通過，對運輸經營者的信貸評級及融資成本會造成的影響。

2. 目的

2.1 本文件的目的是提供此方面的資料，以助議員評估集體運輸經營者的車費調整一旦改由立法局通過，對信貸評級及融資成本的影響。

2.2 事務委員會所界定的研究範疇如下：

- (i) 採取另一種管制車費調整的模式，對於九廣鐵路公司（「九鐵公司」）及地下鐵路公司（「地鐵公司」）的信貸評級及集資能力的影響；及
- (ii) 比較海外城市鐵路公司的集資方法及融資成本。

3. 研究方法

3.1 為搜集所需的資料，本部已翻閱各種有關文獻、與銀行界人士進行討論，並向九鐵公司、地鐵公司、四間信貸評級機構及16間銀行查詢。揀選該等財務機構是因為它們執業內牛耳，或與集體運輸經營者有業務關係。三間銀行未有作覆。由於業務方針須予保密，各信貸評級機構及銀行均表示不願公開其名稱。有鑑於此，下文將以不同的字母代表各財務機構。

3.2 為進行國際比較，本部去信要求多個城市提供所需的財務資料，計為新加坡、大阪、漢城、巴黎、紐約、洛杉磯、多倫多及倫敦。揀選該等城市的原因是它們全屬大都會，並設有集體運輸系統供乘客日常使用。大阪、新加坡、漢城、多倫多及倫敦的有關方面均有作覆。此外，本部亦要求四間信貸評級機構及本港的集體運輸經營者提供可與香港作比較的海外例子，但它們在回覆中卻未能提供該類例子。

3.3 本報告綜述從以上途徑蒐集所得的資料。

第2部 —— 釐定信貸評級及利率的準則

4. 釐定信貸評級的準則

4.1 三間信貸評級機構大致上認為，釐定車費的機制在評級運輸經營者是一個重要因素。另一間信貸評級機構則不願公開其評級方針。現將每間信貸評級機構的詳細信貸評級方針綜述如下。

A 信貸評級機構

4.2 A機構為集體運輸經營者及其他商業公司採用的財務分析方法基本上相同。A機構專注以下各方面：

- (a) 經營效率；
- (b) 業務增長趨勢；
- (c) 釐定車費的機制；
- (d) 與其他交通工具競爭的能力；
- (e) 兼營業務(如房地產發展)的比重；及
- (f) 未來投資計劃及管理策略。

4.3 運輸經營者多為公營機構，或可得政府一定的支持。這有助提高該等經營者的信譽，不過，對機構評級的衝擊則取決於政府的支持度，並根據下述準則來衡量：

- (a) 該經營者在政府內運輸政策中的重要性；
- (b) 該經營者在國運輸系統中所佔的比重；
- (c) 政府的所有權；及
- (d) 該經營者的法律地位。

B 信貸評級機構

4.4 B機構會先確定有關經營者在其經營業務的環境下所承受風險的水平，繼而根據該機構的財務結構、財政表現、財務方針及經營策略，考慮其業務風險。

4.5 集體運輸業務不單資本高度密集，而且營運周期長。因此，在籌集資金時，投資者需有信心其資產在這段期間，有能力產生預期的回報。按此原理，前景愈不明朗，融資成本便愈高。

C 信貸評級機構

4.6 C機構為集體運輸經營者評級時，以該行業的結構及規管環境為準則。倘一公共運輸經營者與政府組織有法律或財務上的聯繫，C機構亦會評估此等聯繫是否有助經營者的信譽。此等聯繫包括：

- (a) 政府的所有權；及
- (b) 政府的補貼。

4.7 另一方面，評估私營及與政府沒有任何財政或經濟關係的運輸經營者，C機構所用的評級準則與評級其他私營公司的相同。

D 信貸評級機構

4.8 D機構因不願透露其評級方針，故沒有提供任何資料。

5. 釐定利率的準則

5.1 銀行釐定利率的方針因情況而異。一般而言，相關的因素包括貸款目的、公司的財政狀況及與銀行的關係、監管機制、借貸市場環境條件、業內因素、市場狀況及整體經濟環境等。銀行就此方面所提供的意見綜述於下文各段。

A 銀行

5.2 A 銀行釐定利率水平的準則很多，而且適用於不同公司的準則亦不盡相同。

B 銀行

5.3 關於給予集體運輸經營者的貸款，B 銀行釐定利率的準則包括：該經營者的財政狀況、在本地運輸業的市場佔有率、過往業績／聲譽、前景，及與B 銀行的關係。此外，批出貸款時的市場情況亦為考慮因素之一。

C 銀行

5.4 C 銀行釐定貸款利率的準則很多，主要的考慮因素計有：

- (a) 貸款目的；
- (b) 公司背景；
- (c) 財政表現；
- (d) 現金流量預測；及
- (e) 整體商業環境(如銀行同業拆息率)。

D 銀行

5.5 集體運輸經營者申請貸款時，D 銀行釐定利率的準則包括：

- (a) 業務前景；
- (b) 借款機構的能力及經驗；
- (c) 信用及償債能力(以其盈利能力、資產結構、現金流量、折現力及資本與負債比率來衡量)；
- (d) 貸款目的、款額及期限；
- (e) 經營專利權狀況；
- (f) 監管機制；
- (g) 項目的風險及可行性(適用於某一項目的融資)；
- (h) 能否提供抵押品及其質素；及
- (i) 與借款機構的業務關係。

E 銀行

5.6 E 銀行的貸款利率可反映借款人的信譽，而影響該利率的因素甚多，諸如借款機構的財政狀況、業務前景及高層管理質素。就集體運輸經營者而言，政府所予的支持亦在考慮範圍之內。

F 銀行

5.7 九鐵公司及地鐵公司雖受本身的條例所監管，但兩者均為香港政府全資擁有的法團，F 銀行在釐定兩者的借貸利率時，均視它們為政府機構，因此，有關的利率理論上應反映香港政府的風險水平。不過，釐定借貸利率並非一門精確的科學，同時也受許多因素影響。因此，雖然兩者是類似的機構，但其與銀行的關係、對貸款的需求、借貸市場狀況及貸款期限等因素都會導致它們有不同的借貸利率。

G 銀行

5.8 一般來說，G 銀行的利率是根據貸款額、借款機構所提供的抵押品及其信用而釐定的。

H 銀行

5.9 H 銀行根據下述因素釐定利率：

- (a) 貸款期限；
- (b) 借款機構的財政狀況；
- (c) 所提供的抵押品；及
- (d) 現金流量。

I 銀行

5.10 I 銀行向借款機構所徵收的利率，主要視乎銀行對信貸風險所作的內部評估而定——即借款機構是否有能力按照信貸協議如期償還債務。在評估借款機構的某一項信用貸款及釐定利率時，I 銀行會研究整段貸款期間的各種風險因素，其中主要的因素包括：

- (a) 財政狀況；
- (b) 貸款目的、款額及期限；
- (c) 監管機制；
- (d) 管理質素；
- (e) 政治及經濟環境；及
- (f) 借款機構與銀行的關係。

J 銀行

5.11 J 銀行在覆函中並無提供釐定利率的準則。

K 銀行

5.12 對於K 銀行而言，每間運輸經營者均有各自的風險，故訂定貸款條件及利率時，會考慮有關公司的資本狀況、股東的支持、管理質素、公司方針、服務及設備質素，以及現金周轉能力。

L 銀行

5.13 L 銀行並未提供任何資料。

M 銀行

5.14 M 銀行很少向公共運輸經營者提供貸款，故對此問題並沒有加以評論。

第3部 —— 釐定票價的機制改變對信貸評級及融資成本的影響

6. 對信貸評級的影響

6.1 三間信貸評級機構認為釐定車費的機制是信貸評級的重要因素，而另一間機構則沒有提供任何資料。其中兩間機構指出，如車費調整改由立法局通過時，不明朗因素或會增加。然而，該等評級機構認為在現階段，難以準確估計此一轉變對信貸評級的確切影響，因為各運輸經營者所受到的影響不盡相同。各信貸評級機構所提出的意見綜述於下文各段。

A 信貸評級機構

6.2 A 機構對運輸經營者評級時，其中所考慮的主要因素是釐定車費的機制。該機構指出：

「地鐵公司在管理方面擁有高度自主權，包括其釐定車費的機制。因而該經營者能採用審慎財務管理原則，使之成為全球最具效率的地下鐵路系統之一。」

6.3 A 機構並沒有任何定律來反映假使釐定車費的機制有所轉變時，對信貸評級所造成的影響。該機構無法估計地鐵公司(該機構評級的唯一本港公共運輸經營者)現時的信貸評級所受到的影響。該機構需要取得更多資料，才能準確評估有關轉變對該運輸經營者信譽的影響。

B 信貸評級機構

6.4 就集體運輸經營者而言，一個值得關注的因素是，在投資期間遊戲規則有所改變。由於涉及的投資額龐大，而所承受風險的時間又長，因此，不明朗因素的影響不容忽視。

6.5 地鐵公司倘若喪失訂定票價的自主權，其在財政方面的靈活性便會降低，其經營環境亦會變得不明朗。該機構認為改變現行有效的監管機制，便會偏離奉行已久的制度。如引入釐定車費的新機制，從信貸角度來看，可視為一個負面因素。

6.6 B機構未能預先準確判斷上述改變對運輸經營者評級的影響，此立法行動對現金流量的影響須與其他評級準則一併考慮(請參閱第4.4至4.5段)。

C 信貸評級機構

6.7 現時關於車費調整機制的建議，會為運輸經營者帶來不明朗因素；這也可影響相關公司的信貸評級。不過，C機構難以就上述的改變，評估會對該等經營者的信貸評級的影響，因為運輸經營者的收入、利潤及現金流量可能受到負面影響。

D 信貸評級機構

6.8 D機構並無提供任何資料。

7. 對融資成本的影響

7.1 因為立法局仍未確定建議中的車費調整機制的詳情，而利率方針亦受第5章所提及的眾多因素影響，銀行所提供的資料就上述改變對融資成本的影響難以準確評估。不過，部分銀行表示此一轉變會增加不明朗因素，可能導致融資成本上升。

A 銀行

7.2 倘要評估釐定車費的機制有所轉變，對利率的影響，便應同時考慮有關公司本身的財政狀況、業內的競爭激烈程度、該公司所提供服務的需求彈性及許多其他因素。因此，A銀行難以估計有關的轉變會對運輸經營者的利潤、營運資金及財政狀況的影響。

B 銀行

7.3 倘若車費調整須經立法局通過，集體運輸經營者釐定票價水平的能力將會受到限制，建議的車費增幅一經削減，機構的現金流量、營運資金、利潤，以致融資成本便會受到影響。不過，各經營者所受到的財政影響不盡相同。據此，B銀行既然未知悉新車費調整機制的詳情，未能估計其影響。

C 銀行

7.4 C銀行難以評估新機制對運輸經營者的影響；然而，若現金流量因此而減少，則會影響融資的成本。銀行倘採用保守的做法，或會假設有關經營者的現金流量會惡化，可能因而調升利率。至於銀行能否估計建議中的機制對每一經營者所造成的影響，則視乎立法局最終通過的機制為何。如沒有更詳細的資料，銀行現時未能計算確實的影響。

D 銀行

7.5 D 銀行在釐定利率時，會考慮車費調整是否須經立法局通過這個因素。不過，新機制對運輸經營者造成的財政影響現時難以估計。

E 銀行

7.6 倘車費調整改為須經由立法局通過，運輸經營者的車費收入便會變得不穩定，以致影響借款機構的財政狀況及融資成本。

F 銀行

7.7 建議中的機制對融資成本的影響很可能是主觀及漸進的，在不同的財務機構，影響亦會有異。九鐵公司及地鐵公司現行的方針，是每年按通脹及業內競爭等因素的轉變而調整票價。任何對車費調整的外來管制或會使收入降低，從而或會影響運輸經營者的盈利及償債能力，因此融資成本亦會相應增加。

7.8 運輸經營者在財務方面所受到的影響，它視乎未來的資本開支需求及債務水平而定。F 銀行難以作出評估；此外，該等經營者能否從不同渠道籌措資金，亦令確定最終財務影響更形複雜。

7.9 《九廣鐵路公司條例》及《地下鐵路公司條例》明確授權該兩個經營者，毋須立法局同意調整票價。若要撤銷此項權力，當局必須修訂該兩條條例，而金融界人士對有關的修訂或會有不同的詮釋及判斷；而該等詮釋從貸款機構的角度來看未必有利。另外，F 銀行呼籲：

「讓地鐵公司及九鐵公司繼續按《審慎商業原則》運作是重要的。這個原則和方針在香港一向行之有效。」

G 銀行

7.10 車費調整機制是評估信用及釐定貸款利率的其中一項具決定性的因素。不過，G 銀行迄今仍未處理該類個案，因此無法在現階段計算所涉的影響。

H 銀行

7.11 由於運輸經營者的償債能力視乎票價收入而定，因此，立法局假使拒絕車費的調整，當會對經營者的盈利能力造成負面影響。其融資成本或會增加。

I 銀行

7.12 I 銀行以地鐵公司為案例（I 銀行與地鐵公司有悠久的業務關係），建議中的車費調整機制或會對該運輸經營者的財政狀況、信貸評級、融資成本及不同的資金來源的多元化等方面，會造成嚴重長期、多方面的負面影響。

J 銀行

7.13 J 銀行認為若修改調整車費的現行程序，運輸經營者的信貸評級及融資成本或會受到負面的影響。不過，在現階段卻難以估計信貸限額會否作出調整。此外，貸款機構考慮借款機構的現金流量。該經營者所不能控制及會影響現金流量的任何事情均會製造不明朗因素。此外，J 銀行發表以下意見：

「本行認為香港是一個獨特的例子，是優良管理的模範，尤其在財務經營方面。香港應珍惜經營者以往成功的經驗。」

K 銀行

7.14 K 銀行由於採用上文第 5.12 段所載的準則，故認為限制調整車費必會影響對運輸經營者的利潤及現金流量。銀行所是供的貸款條件亦會因而受到負面影響。

L 銀行

7.15 L 銀行沒有提供任何資料。

M 銀行

7.16 M 銀行很少向公共運輸經營者批出該類貸款，故對此問題並沒有加以評論。

第4部 —— 與海外城市比較

8.1 第4部旨在列舉相關的海外例子，與香港作比較。揀選的海外城市計為新加坡、大阪、漢城、巴黎、紐約、洛杉磯、多倫多及倫敦。新加坡、大阪、漢城、多倫多及倫敦均有作覆¹。然而，本港的集體運輸系統擁有若干營運特點是其他城市沒有共享(表一)：經營者毋須預先請示政府，可自行融資。與新加坡及倫敦共有的兩項特點則分別是按商業原則運作及收回經營成本。

表1 —— 集體運輸系統的營運特點

營運特點	香港	新加坡	大阪	漢城	多倫多	倫敦
毋須預先請示政府，可自行融資	✓	X	X	X	X	X
按商業原則運作	✓	✓	X	X	X	✓
收回經營成本	✓	✓	X	X	X	✓
為乘客提供日常服務	✓	✓	✓	✓	✓	✓
位處大都市之內	✓	✓	✓	✓	✓	✓
覆蓋市區範圍	✓	✓	✓	✓	✓	✓

備註： 巴黎、紐約及洛杉磯並未提供資料。

資料來源：《1995-96珍氏市區運輸系統》(Jane's Urban Transport Systems 1995-96, C. Bushell 編著)。
 漢城陸上運輸局
 倫敦運輸局
 大阪市運輸局
 新加坡陸上運輸局
 多倫多公車局

¹ 本部除向海外城市查詢外，亦要求四間信貸評級機構及本港集體運輸公司提供與香港相若的海外例子。不過，在它們的回覆中卻未能提供該類資料。

8.2 香港的九鐵公司及地鐵公司均按商業條件借貸的。其中兩種主要的融資來源是銀行借款及資本市場工具。以地鐵公司為例，該公司以發行商業票據的方法集資。截至一九九五年年底，未償還的款額為港幣94億5,900萬元，其中64%為外幣債項。九鐵公司曾於一九九一年十月發行不記名債券。該等債券將於一九九六年十月到期，現已轉撥入流動負債賬項下。

8.3 由於海外城市集體運輸系統各有不同的營運特點，它們的集資方式亦各有異。星加坡捷運公司(Mass Rapid Transit Corporation)並不需要向外借貸，因該系統是政府興建的。故此，公司毋須償還建設成本。大阪、漢城及多倫多的市政府為當地的集體運輸經營者籌措資金。在倫敦，地下鐵路機構的借貸事宜由政府財政部負責。但是，這些城市的市政府並沒有提供集資方式及融資成本的細則。

新加坡

8.4 星加坡捷運公司所經營的集體運輸系統是政府興建的，因此毋須舉債以應付營運開支。該公司的滾存盈利已足以支付營運成本。因此，沒有信貸評級機構曾為該公司評級。

大阪

8.5 大阪市政府為集體運輸經營者發行政府債券，但本部卻無法確定大阪市政府發行債券之中，那一部分是特別為大阪集體運輸經營者籌集資金而發行的。

漢城

8.6 漢城市政府應運輸經營者的要求發行政府債券，而最主要的資金來源是當地的金融市場。但本部亦無法確定漢城市政府發行債券之中，那一部分是特別為漢城集體運輸經營者籌集資金而發行的。

多倫多

8.7 集體運輸經營者並不直接向金融市場借款。相反地，融資事宜是由安大略省政府及多倫多市議會負責的。關於維持多倫多集體運輸系統所需要多少資金，本部並未能取得此方面的資料。

倫敦

8.8 融資事宜透過政府財政部進行。由於財政部負責控制公營機構的借貸總額，集體運輸經營者不得直接向金融市場借款。況且，該等運輸經營者亦不能以財政部所能享受優惠的貸款條件在市場上融資，因為政府風險較低。然而，本部無法確定財政部所籌集的資金中，有多少是分配給倫敦集體運輸經營者。

參考資料

1. 《市區集體運輸規劃》(Urban Mass Transportation Planning) A.Black者，1995年。
2. 《1995-96年度珍氏市區運輸系統》(Jane's Urban Transport Systems 1995-96)，Bushell著。
3. 《香港事務報告》(Reports on Issues of Hong Kong), 1995年6月12日日日本公社債研究所編寫。
4. 《當代運輸》(Contemporary Transportation)，第3版，Johnson, J.C.著。
5. 《1995年九廣鐵路公司年報》。
6. 《1995年地下鐵路公司年報》。
7. 《1996年地下鐵路公司財政概況》。
8. 《穆迪投資者服務：地下鐵路公司》(Moody's Investors Service)，1995年8月。
9. 《運輸策略及政策》(Transport Steategy and Policy), S.J.Shaw著，1995年。
10. 《亞洲焦點》(Asia Focus)，標準普爾(Standard & Poor's)編寫，1996年7月。
11. 《公司信貸評分準則》(Corporate Ratings Criteria)，標準普爾(Standard & Poor's)編寫。
12. 《信貸評分指引》(Credit Ratings:A Guide)，標準普爾(Standard & Poor's)編寫。
13. 《香港：地下鐵路公司》(Hong Kong:Mass Transit Railway Corporation)，標準普爾(Standard & Poor's)編寫，摘自《標準普爾國際信貸周》(Standard & Poor's Creditweek International)，1995年3月6日，第94至96頁。
14. 《全球面面觀：運輸》(Global Sector Review:Transport)，標準普爾(Standard & Poor's)編寫，1995年8月。

15. 《市區財務準則》(Municipal Finance Criteria)，標準普爾(Standard & Poor's)編寫，1995年。
16. 《工業評論：公用事業信貸評分準則》(Industry Commentary:Utilities Rating Criteria)，標準普爾(Standard & Poor's)編寫，1996年8月。
17. 《運輸經濟學》(Transport Economics)，P.C.Stubbs及W.J.Tyson合著，1992年。