

立法會

Legislative Council

立法會CB(1)1232/99-00號文件
(此份會議紀要業經政府當局審閱)

檔 號：CB1/BC/1/99/2

《地下鐵路條例草案》委員會 會議紀要

日 期：1999年12月7日(星期二)
時 間：下午4時30分
地 點：立法會大樓會議室A

出席委員：劉健儀議員(主席)
丁午壽議員
何秀蘭議員
何承天議員
李家祥議員
吳亮星議員
周梁淑怡議員
夏佳理議員
張永森議員
陳婉嫻議員
陳榮燦議員
陳鑑林議員
單仲偕議員
劉千石議員
劉江華議員
鄭家富議員
馮志堅議員

缺席委員：何世柱議員
何俊仁議員
何鍾泰議員
李卓人議員
陳智思議員
黃宏發議員
楊孝華議員
鄧兆棠議員

出席公職人員：運輸局

運輸局副局長(1)
何鑄明先生

運輸局副局長(4)
周達明先生

運輸局首席助理局長(3)
鄧忍光先生

庫務局

庫務局副局長(2)
郭立誠先生

庫務局首席助理局長(投資)
葉錦菁小姐

律政司

高級助理法律草擬專員
顏博志先生

高級政府律師
蔡敏儀女士

應邀出席人士：地下鐵路公司

財務總監
郭敬文先生

公司事務經理
梁陳智明女士

美林集團亞太區

常務董事
David DUNN先生

常務董事
黃桂林先生

高盛(亞洲)

董事總經理
戴德時先生

董事總經理
馮雪麗小姐

列席秘書 : 總主任(1)2
劉國昌先生

列席職員 : 助理法律顧問3
馮秀娟小姐

高級主任(1)6
文淑芬小姐

經辦人／部門

I 與政府當局會晤

(立法會 CB(1)536/99-00(01)號文件 —— 跟進行動一覽表

立法會 CB(1)536/99-00(02)號文件 —— 首次公開招股
程序及估值考
慮因素)

主席告知與會各人，秘書處已收到多個團體就本條例草案提交的意見書，並將之送交各委員，以供參考。她亦請委員注意跟進行動一覽表及下列會議時間表：

<u>會議</u>	<u>事項</u>
1999年12月10日 (上午10時45分至 下午12時45分)	—— 國際專家就票價釐定機 制陳述意見(I)
1999年12月16日 (上午10時45分至 下午12時45分)	—— 國際專家就票價釐定機 制陳述意見(II)
2000年1月4日 (上午9時至11時)	—— 本地團體代表陳述意見
(上午11時至下午1時)	—— 公司管治
2000年1月13日	—— 營運協議(2)

(下午4時30分至
6時30分)

2000年1月20日 —— 待議事項
(上午9時至下午1時)

上述時間表會在較接近會議日期時予以更新。

由財務顧問作出簡報

地鐵公司的業務概覽

2. 應主席之請，地下鐵路公司(下稱“地鐵公司”)的財務顧問高盛(亞洲)董事總經理戴德時先生藉高影機的輔助，向委員簡介地鐵公司的業務性質及估值考慮因素。他表示，地鐵公司的業務共有兩個組成部分，即鐵路營運及物業發展。鐵路投資屬長期性質，需要動用龐大的資本支出，涉及的還本期長，所取得的回報平穩而適中。舉例而言，地鐵公司目前是按40年期來計算內部回報率，因此在考慮地鐵公司的估值問題時，必須考慮較長期的現金流量增長，而不只是考慮目前的盈利。關於鐵路系統沿線的物業發展，地鐵公司為鐵路車站附近的所有物業提供即時的有形價值，這樣做有助把賺得的利潤再投資到其他回報較少的鐵路發展項目，並使鐵路計劃的乘客數字有所增長。

估值方法

3. 要全面評估地鐵公司的價值，必須瞭解其業務的各個組成部分。鐵路營運是地鐵公司業務最重要的一環。此外，物業發展和物業投資亦為地鐵公司帶來盈利。每個組成部分均需按不同的估值方來評估價值。

市盈率

4. 戴德時先生指出，反映每股價格和每股盈利關係的市盈率，是香港投資者在評定一家公司的股本價值時普遍採用的估值方法。然而，在評估新鐵路支線的價值時，此方法卻未必是最佳的評估方法，因為新支線的收入需要時間累積建立，而在新支線投入服務後的最初幾年內，盈利表現會較低。因此，市盈率或未能全面反映地鐵公司投資的未來盈利和現金流量潛力。

折扣現金流量法

5. 戴德時先生表示，就鐵路營運及物業發展的現金流量而言，由於有關現金流量的特性，以現值預測所有未來現金收入和支出的“折扣現金流量法”是最適當的估值方法。他繼而向委員簡介以折扣現金流量法來評估業務的價值時適用的重要組成部分。

資產淨值分析法

6. 戴德時先生提及物業投資時表示，資產淨值分析法是就香港物業投資進行估值時普遍採用的估值方法，最適宜用來評估地鐵公司物業投資的價值。資產淨值分析法共有3個主要組成部分：計算租金收入、決定資本化比率(把未來的付款轉化為單一現值的利率)及釐定折讓資產淨值。

7. 戴德時先生進一步表示，地鐵公司的估值取決於多個因素。影響鐵路營運價值的因素主要包括車費收入、營運和融資成本、資本支出及新投資項目的未來回報。

地鐵公司的財務狀況

8. 戴德時先生重點闡述地鐵公司的財務狀況。他指出，地鐵公司市區路線在20年來的營運和財務業績表現相對平穩。地鐵公司1998年每天平均乘客數目達230萬人次，而未扣除利息、稅項、折舊和分攤還款前的盈利則達35億港元；由於人口增加、鐵路系統會進一步發展及不斷改善服務，長期而言，該公司的業務預期會有顯著增長。

9. 關於在1998年正式投入服務，耗資達351億港元的機場快線／東涌線，戴德時先生表示，該鐵路線的營運業績受到經濟不景、遊客數目下降，以及資產折舊及利息費用等因素影響。然而，長期而言，該鐵路線的業務預期會有顯著的增長，因為本港經濟現正復甦、來港遊客數目有所增加，機場鐵路沿線將不斷發展人口密集的社區，而且在大嶼山更會有其他發展計劃，例如興建迪士尼主題公園。

10. 提到在1999年開始興建，並預期會在2002年落成啟用的將軍澳支線，戴德時先生表示，該項工程原來的內部回報率為8.5%，而最終的回報則取決於投資總額、未來鐵路營運業績，以及相關物業發展的物業價格。

然而，資本成本總額已經從最初預算的305億港元減至240億港元。同樣地，長期而言，將軍澳支線的業務預期會有顯著增長，因為預測人口已由44萬增至52萬。

11. 就物業發展而言，他指出，物業發展利潤在地鐵公司1998年的利潤中佔超過14億港元。至於在機場快線／東涌線15個沿線物業發展項目中，共已批出11個項目，而地鐵公司已收到發展商繳交的預付現金淨額超過150億港元。此等收入現時以遞延收入在資產負債表內入帳，但在物業項目完工後，此等計劃將為地鐵公司帶來盈利貢獻。此外，該公司將會批出將軍澳支線23個有關物業發展項目，預計可在10年內完工。

12. 戴德時先生特別指出地鐵公司將在現有系統中投入的資本支出：耗資約80億港元提升及改善市區鐵路線，包括進行車廂現代化計劃、裝設月台幕門及進行車站改善工程；耗資32億港元進行鰂魚涌紓緩擠塞工程；此外，在過去3年內，每年均投資約15億港元進行一般維修。

定價程序

13. 戴德時先生表示，釐定適當的股價是首次公開招股中最重要的一環。在首次公開招股的籌備工作完成後但在正式銷售前，賣方將根據經明確界定的監管架構、地鐵公司過往的營運表現及財務業績、未來前景及市場情況，與全球協調人就初步估值的幅度達成協議。透過首次公開招股不同階段的促銷過程，原來相對較濶的最初估值幅度將會收窄，以確保經綜合促銷過程所達致的最後價格最能反映市場價格。

14. 戴德時先生總結時表示，由於地鐵公司擁有很多優越條件，其私有化對投資者來說是一個難得一見的上佳投資機會。地鐵公司具備卓越的安全營運記錄及服務表現、穩健的財務狀況，並已在國際資本市場上確立地位；此外，該公司的管理層備受推崇、經驗豐富，而且對審慎商業原則堅定不移。預期現有鐵路線及未來新支線的業務增長前景極佳。最後，地鐵公司這個名稱的品牌價值更是難以估量。

首次公開招股程序概覽

15. 應主席之請，政府的財務顧問美林集團亞太區常務董事DUNN先生向委員簡介首次公開招股程序、有關監管架構，以及有關程序和架構對估值的影響。他表示，

地鐵有限公司將為投資者提供一個機會，投資於一個效率高及具有盈利能力的市區客運系統，而且也是一家對資金要求極高及擁有強勁的現金流量的公司。此外，該公司日後亦具有良好的發展潛質，並為投資者提供良好的機會，使其可以參與香港的經濟發展。然而，對於地鐵公司來說，實有必要設立一個明確和穩定的監管架構，以確保該公司得以繼續提供高水平的服務及賺取利潤，為未來發展籌集資金。

監管架構

16. DUNN先生認為，地鐵公司與其他利益相關者的關係須予以明確界定。該等利益相關者大致可分為兩類：第一類是監管方面的，包括政府、立法會、證券及期貨事務監察委員會(下稱“證監會”)及香港聯合交易所(下稱“聯交所”)，它們主要關注地鐵公司的表現、鐵路的安全及服務水平等方面；而第二類則是商業利益相關者，即乘客、投資者及地鐵公司的僱員，他們主要關注地鐵公司的商業利益，包括該項投資回報、增長機會及盈利能力。由立法會制定的《地下鐵路條例》是主要的監管法規，而由地鐵有限公司與政府簽署的營運協議將詳述營運的安排。另一監管安排則載於證監會及聯交所的保障法規中。

首次公開招股程序的主要步驟

17. DUNN先生表示，由完成有關的立法程序及政府委任全球協調人後起計，私有化工作的首次公開招股程序一般需時3至4個月完成。全球協調人通常是公司在證券交易所的上市保薦人，負責準備文件並代表公司向證券交易所及相關監管機構提交文件。全球協調人又負責制訂有效的定位及促銷策略。在首次公開招股的籌備過程中，也會委任其他獨立專家。首次公開招股程序的主要步驟旨在確保市場能適當地評估公司的價值。由於首次公開招股程序基本上是把公司向公眾出售的準備工作，故此只有在賣方和市場對公司價值的看法在相同幅度內，方可進行銷售。然而，此一幅度必須在所有相關程序完成後才可確定。

18. DUNN先生闡述首次公開招股程序的主要步驟時表示，第一個主要步驟是仔細審查和草擬招股章程。仔細審查讓全球協調人和賣方瞭解公司的業務，以及在招股章程內列舉潛在的風險因素。在一般的仔細審查過程中，全球協調人會實地考察有關的公司、訪問高層管理人員和政府官員、分析該公司的財務狀況，以及考慮有關的法律事宜。

19. 第二個主要步驟是估值和促售規劃審議。在首次公開招股過程中，估值是一個持續的過程。在完成仔細審查過程後但在進行正式銷售前，政府、有關的公司和全球協調人對將用以進行促售的指引性價格幅度先達成協議。然而，估值幅度會不時有變化，視乎多項因素而定，包括市場前景、行業表現、公司增長前景及經營業績。市場對該等因素的看法及該等因素對該公司的影響，將會決定該公司的最終估值。

20. 第三個主要步驟是文件匯編及向有關機關提交申請文件。根據規定，申請上市的公司必須向證券交易所及有關證券監管機關提交招股章程及其他法律文件。在擬備招股章程時，負責進行此事的人士需對公司業務、有關披露資料的法律規定及投資者關注事項具備全面認識。招股章程是用作推銷發行股份的主要文件，其作用是確保投資者對該公司有充分的瞭解。

21. 首次公開招股程序的最後一個主要步驟是股票銷售的安排，其中包括4個部分。第一，前期促銷活動是向市場初步推介發行的股份，並讓全球協調人和公司在正式推出發行的股份前預先瞭解市場氣氛和投資者關注的事項，亦有助有意投資人士認識目標公司。第二，巡迴推介說明會是一連串與全球有興趣參與的機構投資者進行的小組簡報及會面。此等說明會讓公司高層管理人員、政府和包銷商互相溝通及消除投資者的疑慮。在地鐵有限公司申請上市時，有關方面將全面推行公關宣傳活動，以盡量提高香港散戶投資者對有關發行股份的注意。銷售計劃的第3個部分是累集訂單的過程，全球協調人在進行前期推銷活動時便開始收集投資者顯示認購股份需求的訂單，此一過程將隨著巡迴推介說明會的推展而加快進行。最後一個部分是定價及配置股份的過程。全球協調人在累集認購訂單的過程中決定最恰當的定價水平和向投資者配置股份，以便在首次公開招股中爭取最高的收益、提高投資者的質素和確保有關股份的後市表現強勁。股份將在定價和配置程序完成後隨即開始公開買賣。

22. DUNN先生贊同戴德時先生的結論，並強調地鐵公司具備優越條件，而一個明確和穩定的監管架構是十分重要的。

(會後補註：戴德時先生及DUNN先生於會上提交的資料，其後已送交缺席的委員。)

議員的回應

釐定車費的機制

23. 劉千石議員詢問，如地鐵公司不能享有釐定車費的自主權，政府當局會否撤回該項私有化建議。庫務局副局長(2)表示，地鐵公司在過去20年來均享有釐定車費的自主權，並在競爭環境下運作。他相信，競爭壓力是該公司車費水平的最佳調節機制。把釐定車費的制度加諸地鐵公司，不但會對投資者的看法構成不利影響，亦會對估值產生負面作用。在出售地鐵公司時，政府當局如不能確定可以為納稅人的金錢盡量爭取回報，便會考慮重新檢討整個程序。

24. 劉千石議員進一步詢問，如對車費水平進行規管，對估值有何影響，以及如何計算影響的程度。戴德時先生回應時表示，地鐵公司的規管架構，尤其是釐定車費的機制，是固定收入投資者及股本投資者在作出投資時考慮的基本因素。高盛(亞洲)董事總經理馮雪麗小姐補充，釐定車費制度除了影響信貸評級外，亦會增加債務成本。由於投資者通常會參考公司過往的業績以決定日後的投資取向，更改公司的規管架構(例如引入釐定車費制度)，便會影響投資者的決定。事實上，釐定車費制度只是影響該公司估值的眾多因素之一，而且亦難以確定某單一因素的影響。

25. 劉千石議員及鄭家富議員均詢問，如引入車費規管架構，對地鐵公司在借貸融資方面有何影響。他們詢問此等影響可否量化，尤其是關於引入釐定車費的公式以作規管所構成的影響。DUNN先生回應時表示，對該公司實施任何新的規管架構，均會構成不明確的情況，並會對估值造成影響。此等影響無法衡量，因為投資者會考慮不明確的情況所引致的眾多其他因素。對於目前在市場決定收費架構下運作的地鐵公司而言，此等考慮因素或會令其估值出現折扣。因此，最好的做法是維持現行的運作環境。

26. 何承天議員詢問，在釐定車費方面，把市場決定收費的機制轉為由立法會監管的機制的建議，會否改變投資者認為地鐵公司是一間按審慎商業原則運作的公司的看法。DUNN先生回應時表示，此項重大轉變會大大增加不明確的程度，因為影響立法會決定的因素，較影響該公司董事會決定的商業考慮為多。

27. 劉千石議員認為，地鐵車費多年來均非由市場力量決定，而是地鐵公司按通脹加價，此舉導致乘客人數減少。不過，在該公司去年在公眾壓力(而非市場力量)下把車費凍結後，乘客人數便回升。地鐵公司財務總監回應時表示，地鐵公司的車費水平與市場力量息息相關。他指出，即使凍結車費，乘客流量亦未必會增加；即使去年凍結車費，乘客流量仍有所減少。因此，該公司的業務仍然面對極大的競爭壓力。

財務預測及股票銷售安排

28. 單仲偕議員詢問，該公司的物業發展與鐵路業務兩者的預測折扣現金流量比率為何，以及該公司所發行的股份將被視為地產股還是鐵路股。戴德時先生回應時表示，該兩項業務的相對價值百分比，在擬採用的規管架構獲得確定後在較臨近上市時才可得悉。美林集團亞太區董事總經理黃桂林先生表示，根據去年的業績，地鐵公司的利潤總額中有10%來自物業發展。

29. 地鐵公司財務總監補充，現時仍無法提供地鐵公司在上市時的估值的詳細預測。不過，日後來自物業發展的收益，在很大程度上須視乎地產市場的情況而定。由於市場波動關係，因此須在較臨近上市時才可作出較準確的預測。他強調，地鐵有限公司將會是一間鐵路公司，而物業發展只是一項提供回報的輔助業務。

30. 鑒於地鐵公司須以40年期計算內部回報率，馮志堅議員表示，此年期實在過長，使投資者無法判斷其投資的情況，因為有關業務的價值會受此期間內所發生的許多事件影響。戴德時先生相信，投資者除尋求長期回報外，亦會按地鐵有限公司每天的估值來調節期望。DUNN先生補充，該公司上市會為投資者提供參與香港經濟發展的機會。

31. 就參考文件的第6及7段，陳鑑林議員察悉，基於多項可能出現變化的因素，例如監管及運作因素等，市盈率並不被視為適當的估值方法，尤其在營辦新鐵路支線期間。他詢問各項個別因素在影響鐵路業務的股本價值方面的比重為何。戴德時先生回應時解釋，金融市場的情況、以本地生產總值增長衡量的經濟環境，以及公司的業績，均對整體估值舉足輕重，而此等因素須與政府所制訂的整體規管架構一併考慮。只評估個別方面的影響，所得出的結果可能並不準確。

32. 陳鑑林議員亦詢問，首次公開招股程序的主要促銷對象是本地投資者，還是海外投資者。庫務局副局長表示，地鐵公司私有化的目的，是鼓勵港人參與鐵路業務。因此，政府會把大部分股份售予本地投資者，並會在促銷過程中顧及本地市場的吸納能力。陳議員認為應把大部分股份(例如70%至80%)售予本地投資者。他相信，本地投資者會認為這是相當具吸引力的投資機會。

33. 張永森議員詢問會否設立股份認購計劃，讓該公司的員工參與此項私有化計劃。地鐵公司財務總監表示，地鐵有限公司會鼓勵員工擁有公司的股份。戴德時先生表示，在世界各地進行的眾多私有化計劃中，讓僱員擁有股份，以及設立僱員認購股份計劃，均為慣常的做法。就財務顧問的觀點而言，把僱員的利益與公眾股東的利益連繫起來的計劃，均應予以支持。

34. 張永森議員亦要求當局澄清，因何在促銷計劃中採用累集認購訂單程序而非包銷。DUNN先生表示，資本市場過去5年出現了頗大的發展，而使用累集認購訂單程序而非固定的包銷程序，已證明可取得更佳效果。黃桂林先生補充，累集認購訂單程序不但全球各地均有採用，在本港的大規模招股程序中亦普遍採用。張永森議員回應時表示，包銷方法可能會減低政府所須承擔的風險，但費用較高。然而，假如市場對私有化計劃反應欠佳，整個上市計劃便會受到累集認購訂單的方法影響。他要求政府當局重新審慎研究該兩個方案。庫務局副局長表示，在臨近首次公開招股程序階段時，全球協調人便會就該等方案提供意見。他告知委員，政府當局在短期內研究有關法例的同時，將會就挑選全球協調人一事作出決定。他向議員保證，當局不會在法例獲通過之前作出任何合約承擔。

角色衝突

35. 鑒於政府全資擁有九廣鐵路公司及日後建成的西鐵，並將會成為地鐵有限公司的大股東，張永森議員擔心，在政府須決定由哪間鐵路公司發展某項鐵路項目時，可能出現利益衝突。運輸局副局長(1)表示，在發展新鐵路項目時，政府會把經營權批予能夠提供最佳交通服務並可取得最高回報的鐵路公司。有關公司的股東組合不會是主要考慮因素。地鐵公司財務總監補充，地鐵公司向來按審慎的商業原則考慮所有新的鐵路發展項目，並只會投資在有合理內部回報率的項目。此做法會在地鐵公司上市後繼續。DUNN先生表示，政府在鐵路公司私有化後身兼股東及監管人，在全球各地是相當普遍

的做法。政府與地鐵有限公司之間有關規管架構的安排，將會在營運協議內訂明，此舉將可為有關投資者提供充分保障。

36. 鑒於政府將身兼地鐵有限公司的大股東及監管人，張永森議員認為此情況會引致角色衝突。他對政府如何在關連交易中的投票情況表示關注，他並質疑，在股東大會上，如小股東對發展新鐵路項目所持的意見與政府的意見相反，根據聯交所《上市規則》，身為大股東的政府會否被剝奪投票權。DUNN先生表示，營運協議、公司的組織章程大綱及章程細則和招股章程將載有多項具體條文，可釋除張議員的憂慮。然而，當局有必要吸引投資者並向其保證，該公司會透過有效的公司管治照顧所有股東的利益。據他所知，法案委員會將於2000年1月4日再就公司管治進行討論。馮雪麗小姐補充，政府即使身為大股東，亦不會獲得優待。她向委員保證，小股東的利益不會不恰當地受到影響。

37. 地鐵公司財務總監亦解釋，有關投資新的鐵路項目，將會由地鐵有限公司董事會作出，而非由政府或其他股東作出決定。至於須否就投資決定徵求小股東同意，證券交易所的上市規則已就不同情況訂有不同條文。地鐵公司尚未與聯交所討論此事，但他承諾會在適當時進一步提供有關此方面的資料。庫務局副局長進一步表示，政府的兩個角色現時由作為監管人的運輸局局長及作為地鐵公司董事會股東的庫務局局長擔當，迄今並無出現任何角色衝突的問題。他相信，即使在私有化後引入新股東，亦不會引致任何問題。

地鐵公司

38. 劉千石議員要求當局進一步澄清，有權就發展新鐵路項目作決定的是政府還是小股東，以及如小股東無權作出有關決定，他們的利益如何獲得保障。運輸局副局長(1)指出，在發展某一新鐵路項目時，地鐵公司及政府均會考慮該項目的回報。如地鐵公司拒絕發展該項目，政府可能會聯絡其他有興趣的鐵路營辦商發展該項目。然而，如該發展項目為地鐵公司現時經營的鐵路線的支線，但該公司根據審慎的商業原則拒絕發展該項目，行政長官會同行政會議便可指示該公司進行該項目，但須就所引致的損失向其作出補償，從而保障小股東的利益。他相信，大股東及小股東的投資目標應屬一致，而他們均會贊同根據審慎的商業原則經營鐵路業務。

員工安排

39. 在提及地下鐵路公司員工協會、香港地下鐵路員工總會及地鐵公司員工評議會提交的意見書時，陳婉嫻議員表示，她對私有化後的員工安排感到關注。雖然條例草案第37條規定，地鐵公司的所有財產、權利及法律責任須轉歸予私有化後的公司，而且條例草案第38至41條規定，就轉歸的財產等而言，私有化後的公司各方面均須視為猶如其為地鐵公司一樣，但她認為，此等條文不足以保障僱員的利益，並要求當局提供一份該公司與其員工簽訂的協議文本，以確保與僱傭有關的事項的條款及條件，在私有化後保持不變。

地鐵公司

40. 地鐵公司公司事務經理強調，所有僱傭條款及條件在私有化後均保持不變。地鐵公司亦已把此項安排通知員工。但她答允查明公司是否已就過渡性安排與員工簽訂協議，然後向法案委員會匯報此事。地鐵公司財務總監表示，此事會在員工協會於2000年1月向法案委員會陳述其意見時再作討論。

II. 其他事項

41. 就通過條例草案的時間表一事，庫務局副局長(1)回應主席時表示，政府當局預期可在一至兩個月內解決私有化計劃所引致重大及複雜的問題，並期望條例草案盡快恢復二讀辯論。

42. 議事完畢，會議於下午6時20分結束。

立法會秘書處
2000年3月24日