

立法會地下鐵路條例草案委員會
一九九九年十二月十六日（星期四）
高盛（亞洲）執行董事蔣凡先生致辭全文

主席、草案委員會各位成員、各位女士、先生，早晨：

我是高盛亞洲固定收入證券研究部的經理蔣凡。高盛公司是地下鐵路公司私有化項目的財務顧問。在於 1994 年調任香港以前，我曾在高盛公司紐約辦事處擔任固定收入證券的研究分析員。目前我是「機構投資者」雜誌調查中排名第二的亞洲固定收入證券研究分析員。這份雜誌是行業公認的研究人員排名權威。

我的主要職責是研究分析大中華地區的綜合企業以及高市值企業發行人。同時，我也是高盛企業債券策略師，負責高盛在債券市場的策略。自 1985 年起，我一直負責分析地下鐵路。為了獲得和維繫客戶對我的信任，我必須保持高度客觀、可靠以及公正。

雖然我在高盛有一定的職務，但我最終是向我的客戶負責，即遍佈全球的高質素機構投資者。我的工作向香港和全球的投資者提供準確的發行信貸資料，以及市場訊息。我也需要向他們提供經過慎重和周詳思考分析的建議和市場策略。

我今日發言的目的在於探討地鐵公司按審慎商業原則，並受到劇烈的市場競爭約制下釐定車費的機制，並且向各位提出我從固定收入證券研究分析員角度的立場，以及我認為國際債券投資者在評估地鐵時對釐定車費問題的看法。

從研究分析員的角度，釐定車費機制對於全球數以百計的投資者對地鐵和香港的看法都具有極為深遠的影響。讓我解釋一下我這個看法的理據。

香港地鐵是全球少數成功的地鐵公司之一。據我所知，也是極少數可以獨立從事商業性營運，而毋需政府直接資助的地鐵運輸公司之一。這主要是由於公司能夠根據商業原則運作，使到地鐵能建立本身的財務和營運實力，並且在嚴重經濟危機下為公司提供信貸保障。

地鐵極具吸引力的特點在過去幾年確實吸引了大量國外和國內的高質素的投資者，我們看見地鐵在過去多年建立了一個非常穩健而忠實的投資者基礎。這些機構投資者在地鐵順境和逆境時都一貫保持對地鐵的支持，而我認為這些投資者未來會繼續支持地鐵。

為什麼地鐵能吸引這麼多忠實投資者？

- 首先以及最重要的是，地鐵是一間以商業原則運作的公司。在這些商業原則之中，現有的釐定車費機制是至關重要的。正如各位所知，一間公司的經常現金流主要來自其核心營運收入。對於地鐵，其收入就是來自車費。在過去多年，地鐵一直能夠通過爭取更大的市場佔有率、增加乘客量、降低成本、改善效率和向新地區提供服務而提高其現金流。然而，這些只是確保地鐵財政獨立的必要條件。為了應付不利的市場環境，包括通脹，地鐵必須擁有不時調整票價的靈活性，這乃是維持地鐵財政獨立的充份條件。立法會於1997年維持地鐵釐定車費機制的決定對於投資者繼續支持地鐵極為關鍵。在此我必須強調一點，地鐵一貫公正地、負責任地釐定其車費，考慮到公眾可能作出的反應，以及其他交通工具造成的競爭壓力。
- 地鐵吸引眾多忠實投資者的第二個原因在於其高質素的管理。作為在過去六年一直研究香港企業的研究分析員，我可以很有信心地說地鐵管理人員的保守和商業化程度，以及其效益和效率比起任何高質素的私人機構都有過之而無不及。在營運方面，管理人員表現優異。地鐵的所有發展項目都能如期按預算完成。單是將軍澳線管理完善的工程和設備投標已經為公司節省了60億港元。然而，在節省成本的同時，地鐵並無對項目的質素作出任何妥協。相反，地鐵的工程執行和高質素的服務都享富盛名。投資者毫無疑問也覺察到這點。在金融危機肆期間，地鐵的債券繼續得到許多投資者的支

持，當時的息差仍然大幅低於其他評級相等的企業債券。而在亞洲金融危機逐漸減退的過程中，地鐵債券也是最先復甦的債券之一。

地鐵是否能夠在下一世紀延續其成就？我很有信心地鐵可以做到，只要地鐵可維持其現有的營運和監管結構，包括目前在有需要的情況下調整票價的機制。

若地鐵釐定車費的機制被取代或受到限制，地鐵會怎樣？為什麼我覺得從信貸的角度來看此舉並不恰當並且具有破壞性？在以下幾分鐘，我希望與各位分享我對這幾個問題的想法。

- 若地鐵釐定車費的機制被取代或受到限制，公司未來收入的確定性將大幅減弱。因此，地鐵會被逼減少其投資，包括維修保養投資，最終導致地鐵服務的質素和安全度不斷轉壞。而地鐵的乘客，包括各位和我，都會選擇乘搭其他交通工具，因而造成地鐵乘客流量和收入的流失。若地鐵由於信貸質素減弱而不能於有需要的時間，在其選擇的資本市場進行融資和再融資，地鐵則被逼向其大股東，即香港特區政府尋求資助。地鐵在財政上越依賴政府，其經營會越接近國有企業，不幸地，國有企業一般的特點都是效率欠佳、浪費和不安全，而地鐵的收入因此會受到更進一步的打擊。我們經常稱這個現象為「衰落的旋渦」。我們只要看一看全球其他地區的鐵路運輸公司就會知道這是不爭的事實。
- 釐定車費機制的改變會抑制地鐵作出長期投資和承諾的熱誠，這大大違背了鐵路業務的營運性質，因為鐵路業務需要長期投資以及非常高的初步資金投入。若地鐵需要依賴政府籌集其資金，即意味著這項負擔最終需由納稅人間接承擔。
- 這帶我們進入另一個非常重要的重點：若我們改變地鐵定價機制的一部份或全部，從由市場決定改為需要立法會批准的機制，即意味著我們改變了香港自由市場原則，動搖了香港成功的基石。機構投資者，包括投資於香港其他行業以及地鐵的投資者，會視這個將定價權力從管理良好的地鐵轉移至外在監管機構的決定為政府加強控制市場的另一個例證。這也會損害香港在信貸市場得來不易而實至

名歸的信貸形象。我作為一直致力推廣香港的研究分析員，加上我了解一件單一事件會如何影響投資者情緒，我認為作出這個決定會是極為不恰當和令人惋惜的。在我們目前特殊的環境下，考慮轉移定價權力更加具有諷刺意味——在中國逐步將決策權從國家轉移到市場的時候，香港卻背道而馳。

- 此舉對現有債券投資者，以及他們對香港信貸看法的影響也同樣具有龐大的破壞性。大部份有興趣投資地鐵的機構投資者都了解公司釐定車費的自主權是其信貸保障的必要條件，而公司債券發行說明書中也明確說明了這一點。這些機構投資者目前持有價值 200 億港元的地鐵債券，若其投資的最根本先決條件出現變化，他們必定會檢討，並且很可能修改其投資策略。對於國際投資者，在半路中途改變條列意味著香港政府和地鐵嚴重違背其在地鐵以往債券發行說明書中所作出的聲明保證。由於國際投資者一直正確而合理地視地鐵為香港的半主權信貸，即在無香港政府債券的情況下，以地鐵債券作為香港信貸的基準，故此，對地鐵以及其未到期債券的負面意見都會對香港的其他信貸造成重大而持久的影響。
- 與股票投資者不同，債券投資者最為注重對不利環境的保障。所以，投資者自然會在投入資金前謹慎考慮發行人盈利能力的可預測性以及穩定性。若改變地鐵目前釐定車費的機制，其經常現金流的可預測性和穩定性會大為減低。若地鐵缺乏可預測性和穩定性，債券投資者將需要承擔重大而不合比例的風險，而與股票投資者不同，債券投資者在有利環境下獲取利益作為補償的機會不高。因此會大大減低地鐵信貸對投資者的吸引力，而其風險溢價將會提高。我認為地鐵將被逼支付更高的風險溢價，不但是由於公司需要承擔的風險，也由於其不愿承擔的不明確因素。
- 我的看法是取代或限制地鐵釐定車費的機制並非一定能保障公眾利益，同時亦有損生產效益和穩定性。我認為在積極開放公眾交通市場的同時實施價格管制在社會和經濟上都是不明智的。毫無疑問，我們必須設有適當的監察和平衡機制，以確保定價的公平。我們很幸運，我們現在就有一個這樣的機制。我認為由包括眾多獨立董事和政府委派人員的地鐵董事會，加上在營運協議中明確訂定的交通諮詢委員會和立法會交通事務委員會諮詢程序，地鐵釐定車費的機制將不會受到濫用，而公眾的利益也得到充份的保障。

眾所周知，香港高效率 and 開放的經濟乃是建基於自由市場競爭。今日，服務供應商，包括交通服務都必須為顧客提供能符合其所付費用價值的服務，否則需要面對顧客轉而選擇其他競爭對手的危險。地鐵也不例外。歸功於香港的法治精神、政府以及地鐵管理人員，這個制度一直效果出眾，地鐵也取得極大的成就。我們的投資者也非常欣慰。

地鐵是全球少數信貸表現卓越的公司之一，因此目前並無任何理由作出干擾。我認為維持這個成功的方程式不變是最明智的做法。

在我結束之前，我希望在此引用二十世紀偉大工業家和先驅者 Henry Ford 先生的一句話：「不要與成功爭辯。」對於像我一樣一直研究市場的人士，地鐵是一項異常傑出的成就。各位委員會的女士和先生，這項成就的未來就掌握在你們的手裏。讓我們珍惜、保持和維護地鐵的重大成就。