

答領匯問題 (試用博客刊登文章)

曾澍基 (www.sktsang.com) (<http://sktsang.blogspot.com>)

2012 年 4 月 15 日

問：領匯當年沒有逼切需要上市？房委會說，不出售資產就會沒有足夠資金興建公屋，這估算有否被誇大？或是否有其他更好方法融資？

答：作為法定機構，房委會根據《房屋條例》於 1973 年成立。引入財政動態平衡的原則，是為了提高紀律及效率，善用經費，以便加建公共房屋，滿足無法負擔私營租住樓宇人士的住屋需要。故此，牟利不屬基本目標。另一方面，它也牽涉政府財政資源的調配問題。資金缺口可通過政府資金注入、補貼、免收分紅、貸款等方式填補，不一定要出售資產。舉個例，1987 年，政府曾向房委會注資一百億元(但「期望房委會日後須在財政上自給自足」)。此外，可看經濟日報 2011 年 11 月 24 日的報導〈新居屋「蝕頭蝕尾」 房委恐財困 促政府注資免收分紅〉(www.hket.com/eti/article/98a49df1-217c-4a76-b6db-eb7544fe8bbf-660474)

問：政府在提出上市的理據和操作細節上，犯了哪些不小心的地方？

答：一、上市時間不佳。SARS 後香港經濟陷入低谷，資產賣價偏低。我在 2003 年 3 月的文章〈財赤、債券與貨幣局制度〉(<http://www.sktsang.com/ArchiveI/Tsang030310new.pdf>)，認為可通過發債來紓緩特區的財政問題，並指出朱鎔基總理於 2002 年曾說會率先購買香港公債。文內我以圖表說明發債(低息期)與私有化(高回報期)的時間選擇。

二、港府未有像對地鐵一樣，在領匯持有(控制性)股權，讓它變成牟利機構。

問：如果領匯上市對市民、商戶沒有好處，對政府也不算很逼切的事，那這次上市其實最大得益的是哪些人？

答：市民、商戶並非完全沒有好處，起碼進行了所謂「活化」。代價卻為租金和物價上升。得益者最初一次過是政府(雖然若於高回報期可獲取更多資金，如上述)，之後主要乃持股的私人及機構投資者。

問：近日看新聞見到這樣的說法：「以領匯上市，賤賣公共資產，結果套回二百多億元... 領匯現時市值 635.5 億元，每年盈利四十多億元，證實當年賤賣資產」這推論是否合理？

答：一般上同意。前面 point 2 的回答和圖表也反映了時間選擇不好。至於市值，領匯現時的 P/E 約 4.3，比起其他 REITs 算是落後者 (laggard) (<http://biz.yahoo.com/ic/11/446per.html>)。通俗而言，市值可更高。但關鍵乃每一個 REIT 處於不同營運環境。領匯面對的社會以至政治挑戰看來較大。

問：現在領匯的做法令民怨上升，要求政府出資回購領匯，其實是否一個好的解決方法？

答：錯誤有時不易回頭改正。這是歷史的「路徑依賴」(path dependence) 所使然。回購的成本與得益須詳細考慮。況且現今政治形勢下，特區政府把私有化資產再公共化？恐怕要等待時機。