



何謂優質？

基金經理常說他們喜歡買入優質公司，並投資於優質的管理團隊，但很少解釋何謂優質。我們考慮的是哪些管理特質？為何著重投資於這些項目？

數十年來，投資於優質公司這種概念，一直是不少價值投資者的核心理念。《聰明的投資者》(*The Intelligent Investor*)一書的作者本傑明格雷厄姆 (Benjamin Graham)，是著名的投資者，並被視為價值投資之父。他觀察到，最大的虧損並非源於以過高價格購入優質項目，而是以看似不俗的價格購入劣質公司。現代投資組合理論教導我們，投資風險高，則投資者應取得額外回報；但我們於股票方面的經驗似乎與這項理論有點出入。我們經常看見一些股票倍數相近，但風險特質截然不同。亞洲投資者普遍的思維，仍認為增長比所有其他衡量指標更為重要，而能達到短期增長的公司，應以較高倍數交易。這種想法在短線而言可能正確，但對長線投資者而言可能出現很多問題。例如，在90年代末的亞洲金融危機或較近期的全球金融危機等時期，優質股票表現優勝得多。此外，投資者應考慮股票能否長線保持這種增長。

我們著重質素的部分原因，在於我們能夠在波幅較大的時期保本之餘亦獲取額外好處，這是經常為市場所低估的。然而，這不代表我們無視增長，只要投資者將焦點放於一些世界增長最高的國家，這種機會唾手可得。我們認為，投資的最終風險是失去資金，而著眼於質素可減低往往導致失去資金的基本風險。

質素面面觀

那麼，「優質」實際為何？在2013年3月號的洞察亞洲「徹底了解」一文中，我們考慮了亞洲投資者面對的多項企業管治挑戰，而這領域對分析質素而言至關重要。在該評論中，我們探討了有關透明度及擁有權結構等議題。然而，關於質素的議題還有很多方面值得注意，包括：

- ✿ 管理團隊的獎勵
- ✿ 往績記錄
- ✿ 資本結構
- ✿ 回報 / 盈利能力

銘基花大量時間，在我們的辦事處及前往亞洲各地與上市公司的高級管理層會面。在前往不同文化的地方時，應察記各地的文化差異。我們時常聽到，投資者對若干投資策略較均衡保守的管理團隊不太滿意，而熱衷於增長計劃野心勃勃和簡報經精心潤飾的管理團隊。印度股票似乎長年保持較高的估值倍數，因此印度管理團隊特別順利吸引西方投資者的青睞。但在評估管理方面，這些無形的特質對於了解一家公司的真實價值，以及該公司是否優質並可持續帶來增長而言，關係不大。

管理團隊的往績勵模式，較其管治魅力更重要。儘管往績並非未來表現的理想指引，但評估管理團隊過往的優先決策，對了解他們的思維至關重要。不完美的地方是管理層難免也會犯錯，我們也很難找到和不應試圖尋找完美無瑕的往績。然而，我們應嘗試理解過往的決定，以及管理層有否從中汲取教訓。例如，我們曾跟進一家工業公司，該公司在其領域曾進行多次收購。金融歷史告訴我們，收購往往伴隨很多困難，很少創造價值，但在此個案中，管理團隊的往績記錄非常優秀。雖然並非每項收購都即時取得成效，但該公司過往多年來，學習了如何將新公司與其銷售系統結合，設立適當的結構以挽留重要行政人員，力求維持收益及成本的協同效應。此管理團隊的表述技巧未必最好，但觀乎其過往的決策及對公司的財務報表帶來的正面影響，其創造價值的能力不言而喻。



「行業及國家的特性各異，並不斷演變，公司亦然，需要就個別公司評估何謂『適當』的資金結構。」

這與擁有合適的獎勵模式息息相關。我們顯然需要管理層與我們這些小股東的利益一致，而薪金就是重要的一部分。在美國，我們曾見過極端例子：行政總裁薪酬達紀錄新高，為工人平均薪酬的354倍。這數字對很多人而言看似難以接受，但相比這金額，我們更為關注的是其計算方法。為股東創造財富的管理團隊，理應獲得更好的薪酬。我們應評估的，是這方法計算的時間長短，以及股東財富的計算是否正確。因此，我們不想只看見為最高管理層設定短期每股盈利增長目標，原因是這些目標很易遭濫用。這些衡量指標往往很簡單，精明的營運商可直接操弄這些指標，以提高他們的薪金。我們查看的相關主要表現指標，不單包括損益賬項目，亦應涵蓋資產負債表及現金流量表。此外，我們應查看多年的衡量指標，以物色能建立業務而非專注於提升股價的管理層。最後，這些衡量指標及付款模式（支付現金或股票）必須對持份者具透明度。

公司的經營資本結構亦可反映其管理團隊是否強勁，文化是否正確。有關資本結構重要性方面的學說很多，其中莫迪尼亞尼-米勒定理 (Modigliani and Miller's (M&M) Theorem) 的「不相關」學說，被視為很多企業金融理論的基石。對我而言，這只是理論而已。M&M指，一家公司所承受的債務不會影響其價值及風險屬性，亦不會影響公司的基本盈利能力，因為槓桿式借貸的債務只有提高股票回報這單一好處。儘管這在理論上有真實之處，但對我們和不少市場參與者而言，最大的風險是永久損失資金。M&M理論的問題是，它掉進了很多經濟學假設模型的陷阱，無視了資訊不對稱、破產成本或公司需要繳稅等現實情況。事實上，行業及國家的特性各異，並不斷演變，而當中的公司亦然，需要就個別公司評估何謂「適

當」的資金結構。無可否認，在我們投資公司時，比較偏好槓桿借貸水平較低的公司，原因是我們關注其長遠可持續性，但部分公司持有債務的條件比其他公司更佳。¹ 近日一家地區工業集團公司的行政總裁向我清楚提到這點。他評論其公司「無法為營運槓桿率高的業務再添上高財務槓桿率」。該公司的確於現金流較穩定的公司擁有槓桿式的投資，但他們從本質上不同意這種做法，因為當無可避免地陷入經濟困難時期，這種投資組合有可能導致財政崩潰。這位行政總裁亦指，他希望確保其公司業務「能持續經營數個世代」。這是我們作為長線投資者共同擁有的想法，對我們這些投資於亞洲各地的人而言更甚，原因是我們經營的地方市場、經濟及政治系統波動較大，貨幣政策往往不夠獨立。

除了解管理層對金融槓桿的想法外，我們亦非常留意他們對分配資金的態度。薪酬結構在此起關鍵作用，原因是公司可選擇很多方法經營業務及為其融資。這包括重新再作業務投資、派發股息、回購股份、加強資產負債狀況及收購。同樣地，怎樣才是「適當」的平衡屬非常主觀的想法，但我們花費大量時間，嘗試了解其管理決策。在早前的文章中，我們指出區內部分地方一些特別複雜的金融把戲，即擁有人以股息以外的方式抽取資金。但情況不止如此。在南韓，與高級管理層討論資金分配可能是一件非常棘手的事情。部份原因可能是在他們的文化中，增長緩慢被視為會威脅到管理層的職位，以及失去對持份者的吸引力。小股東權益亦繼續成為南韓面對的難題。我們經常見到公司在缺乏專業知識的情況下開展新業務，或進取地拓展至海外，以進一步擴大版圖。雖然並非完全沒有好處，但這樣經常會導致公司不理想地使用股東資金。

¹ 這反映我們的亞洲焦點及亞洲增長及收益策略的過程，而不反映整間公司的過程。

「亞洲地區經濟增長較強，為公司提供極佳的機會提高利潤，但回報率增長低於公司的資金成本，並沒有為小股東帶來任何實際價值。」

亞洲投資資本回報率的持續性

我們從MSCI AC亞洲（日本除外）指數抽樣* 查看一些上市公司的投資資本回報率（ROIC）。第一四分位數為在3年期間ROIC最高的公司。接近半數（48%）由1999年至2001年間表現達第一四分位數的公司，於2009年至2011年間仍維持第一四分位數表現。這顯示在一定程度上，若公司在首十年間資本回報強勁，則能夠經歷不同市場週期一直保持這種表現。此外，數據顯示ROIC與銷售增長之間有一定關係。持續有較佳回報的公司，銷售增長亦較高。

各四分位數公司數目百分比		3年平均投資資本回報率 (2009年至2011年)				平均銷售複合年增長率 (%, 1999年至2001年)
		第一四分位數	第二四分位數	第三四分位數	第四四分位數	
3年平均投資資本回報率 (1999年至2001年)	第一四分位數	48%	23%	16%	13%	14%
	第二四分位數	16%	32%	30%	22%	11%
	第三四分位數	18%	21%	35%	26%	11%
	第四四分位數	17%	26%	20%	37%	7%

* 抽查對象包括該指數363隻在兩段時期均有數據的成份股。要直接投資於一個指數是不可能的。過往的表現並不能顯示未來的業績。

資料來源：FactSet

當然，若公司沒能力可持續帶來高回報，即使擁有適當的管理團隊及資本結構的作用亦有限。不少經濟學家指出，大部分行業的企業利潤率隨時間回歸均值，原因是新投資者被帶來該等利潤的能力吸引。同樣地，這是教科書上的正確理論，但我們的研究顯示事實往往並非如此。我們多次分析能夠持續保持高資本回報的公司。資本分配是在各經濟週期中能夠帶來具競爭力回報的重要一環，但最終看該公司是否具實際的競爭優勢。優勢可來自多方面，但我們可大致上將其分為以下各類：品牌、規模、分佈、科技及知識資本。

但我們為何著重高回報？基本上，股票市場由企業盈利能力推動。亞洲地區經濟增長較強，為公司提供極佳的機會提高利潤，但回報率增長低於公司的資金成本，並沒有為小股東帶來任何實際價值。例如，很多印度基建公司上市時，都有為未來訂下蓬勃增長的雄圖大計，但一次又一次令人失望。部分公司的每股盈利可能有所增長，但增速不及預期。此外，ROIC較低，往往亦會攤薄小股東權益，原因是經常需要「增長」資本初次要約。當然，高ROIC的公司正好相反，因為他們有能力重新再作業務投資，以及在適當時候派付股息及購回股份。

大部分亞太地區的增長前景非常理想，但投資者應透過其投資組合尋找最有效利用這種機會的方式。因此，我們認為積極管理及我們的由下而上投資分析方針至關重要。投資於「良好」的公司而非「欠佳」的公司帶來回報，並不會獲得更多榮譽或讚賞，但區內確實常有錯誤定價的情況。我們經常發現一些我們視之為長線之選的公司，與「較為吸引」、增長較高但未必能夠一直帶來可持續增長或渡過艱難的經濟時期的公司相比，交易價格差不多，甚至估值更低。我們認為，若一些優質公司擁有良好因素，例如強勁管治水平、適當的管理層獎勵模式、良好的往績記錄、合適的資本結構及較高的回報，則投資於這些公司有望帶來可觀的回報，同時減低永久失去資金的風險。

Kenneth Lowe, CFA
基金經理銘基亞洲



Matthews Asia

披露及備註

本文討論的觀點與資料反映於特定時間的意見及市況評估，可能出現變動。閣下不應倚賴本文件作為買賣特定證券或整體市場的建議。

本報告所載資料乃取材自於編製時相信為可靠及準確的多個資料來源。銘基國際投資公司概不就使用本資料所造成的任何直接或相應而生的責任或損失承擔任何責任。

投資於國際及新興市場可能涉及額外風險，例如社會及政治不穩定、市場流通量不足、匯率波動、高波幅及監管制度不完善等。此外，單一國家基金由於集中投資特定的地理位置，可能較分散投資基金承受較高水平的市場風險。投資於中小型公司較投資於大型公司涉及更大風險，因為與大型公司比較下，中小型公司的股份可能較為波動，流通量亦較低。

本文件在新加坡，只提供予新加坡證券及期貨法第304節項下的機構投資者，以及新加坡證券及期貨法第305節項下的相關人士，兩者的定義均遵從有關法例所述。本文件不得在新加坡傳送或分發予散戶投資者。

本文件由Matthews Global Investors (Hong Kong) Ltd. 銘基環球投資（香港）有限公司發出，並未經證監會審閱。如果您是屬於香港的專業投資者，請直接聯絡銘基環球投資(香港)有限公司，了解更多關於本基金的資料。

本文件在英國由Matthews Global Investors (UK) Limited發出。Matthews Global Investors (UK) Limited是Mirabella Financial Services LLP所委任的代表，而Mirabella Financial Services LLP則受英國金融管理局 (Financial Conduct Authority, FRN 415559) 授權和監管。

本文件未經任何監管機構審閱或批核。本文件只供機構/專業投資客戶參閱。

©2014 Matthews International Capital Mgmt.LLC 銘基國際投資公司

G.MATAI – 2014年2月

電話: +1 (415) 954-4510
電郵: globalfunds@matthewsasias.com
網站: matthewsasias.com

香港:
電話: +852-3901-0880
網站: hk.matthewsasias.com