



亞洲國企的不足與潛力

近日，投資者越發關注亞洲及其他新興市場政府債務水平。與此同時，市場對亞洲資產的關注較少，這是由於不少亞洲國家的政府以國有企業（國企）的形式持有大量生產性資產。國企在馬來西亞等地稱為「政府掛鉤公司」，或在印度稱為「公營公司」，在大部分西方已發展經濟體鮮有這類公司。這些公司通常得到政府強大的政策支持，是國家策略性行業中的巨擘。然而，在廣大的投資者心目中，國企背負著較負面的形象，如低效率，盈利能力欠佳及管理層不專業甚至貪污等形象。

亞洲國企在銘基亞洲的投資領域當中舉足輕重，因此我們對於與亞洲國企相關的挑戰有所了解。即使區內較為發達的經濟體，例如日本，韓國及台灣，不少上市公司的股權仍有大部分由政府持有。這些國企固然有其不足之處，但我們認為只要配合適當的企業管治及管理層獎勵，仍有可能改善。

亞洲的國有企業大部分集中於資本密集型行業，如能源，公用事業，運輸，電訊及銀行業等。這些國企通常由政府出資，因私營公司缺乏投資本金。過往，與西方政府相比，亞洲政府支出較側重於固定資產投資，而西方政府的財政支出則傾向集中於社會福利計劃。因此，國有企業基本上反映國家的累積資產或策略性行業焦點。其管理良好與否，不單影響公司本身，視乎其規模，亦會影響出資贊助的政府的財政穩健性。

以新加坡為例，該島國的公共債務佔國內生產總值比例，在已發展國家中稱冠。然而，若考慮到新加坡政府的投資公司淡馬錫控股 (Temasek Holdings) 的資產淨值，新加坡的淨公共債務佔國內生產總值比率較很多報導所指的穩健得多。新加坡仍屬亞洲最高主權信貸評級的地方之一，不無道理。此例子突顯出穩健的公司管理何其重要。應切記，不當的管理即表示政府在公司急需財政救助時要承擔額外的財政負擔。

「代理問題」擴大

以上各點均突顯出「代理問題」。根據現代企業財務理論，代理問題指公司管理層及股東之間的利益衝突。身為股東及委托人的代理，管理人員理應作出能盡量提高股東價值的決定。然而，對管理人員來說，盡量提高其自身財富，方為最佳利益。我們不可能徹底杜絕代理問題，但可透過按表現計算薪酬之類的獎勵，或透過股東投票權，解僱或接管職位等權力分立制衡來激勵管理人員以股東的最佳利益行事。

不少亞洲國企的結構不良，因此不足以處理代理問題。相對於私營公司，國企的代理問題較為普遍，在亞洲的情況尤其嚴重。除了一貫的官僚問題（激勵官員改變或創新的誘因不足），政府官員一般並無適當的專業知識妥善監督業務。最後，公開上市的國企小股東往往缺乏代表性和被邊緣化。



「不少亞洲國企的結構不良，因此不足以處理代理問題。相對於私營公司，國企的代理問題較為普遍，在亞洲的情況尤其嚴重。」

不少頂尖國企的管理人員均屬政治委任，獲選原因往往與其商業往績或才能無關。諷刺的是，獲委任的國企高級管理人員，卻往往只能收取低於市價的薪酬，理由是國企管理人員與政府官員之間的薪酬出現重大差距，將會引來公憤，並令其他政府官員不滿。然而，只能收取微薄的薪酬，卻要承擔主要經濟資源的管理責任，若無妥善監督，貪污腐敗就會應運而生。

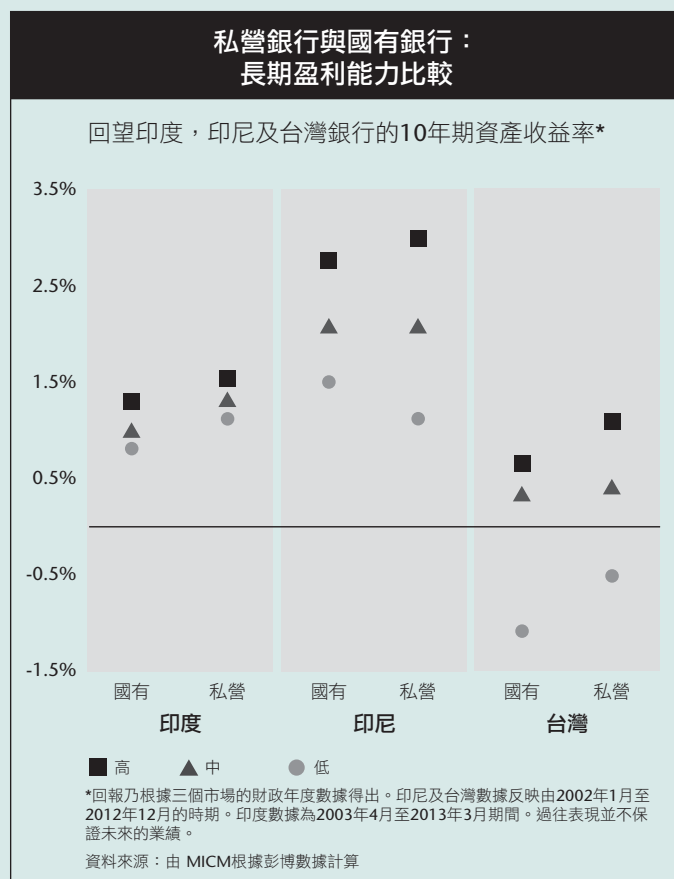
儘管不少管理人員確能抵受這些不法的利誘，但即使管理不當，亦很少會受罰或遭解僱。縱使嚴重違規，不勝任的管理人員一般只會被調回其原來的政府崗位，或調至另一國企的管理職位。

銀行理財是為了政策還是利潤？

屬於資本密集型行業內的國企管理不當，可能只是單一問題；但若國有金融機構管理不當，則可對整個經濟造成連鎖效應。值得注意的是，不少亞洲政府在商業銀行業持有大部分股權。背後的理據通常是政府希望透過對重點支持的行業提供信貸，以有效推行行業發展政策。但這種模式可導致一連串的不良貸款及產生道德風險。

當政府將若干行業定為重點支持行業，國有銀行通常會受到壓力，向該行業的公司提供信貸。不管是否受到政府壓力，銀行務須進行透徹的信貸分析及盡職審查，原因是面對呆壞賬及減值貸款賬項的正是該等銀行。借貸能力受限的後果可影響整個經濟，在極端情況下，甚至可導致信貸緊縮。明顯地，中國的銀行業正面對太陽能及造船業等這些過往屬於策略性行業的逆轉效應。至於對岸的台灣，銀行業亦需要設立特別津貼，提供貸款予台灣政府數年前重點支持曾偏好的若干行業，包括科技相關領域如動態隨機存取記憶體 (DRAM) 及液晶顯示器。

下表比較印度，印尼及台灣的私營及國有銀行的長期資產收益率，兩類銀行均佔重大市場份額。在10年週期內，私營銀行的資產收益率較公營銀行強勁。



「不管是否受到政府壓力，銀行務須進行透徹的信貸分析及盡職審查，原因是面對呆壞賬及減值貸款賬項的正是該等銀行。」

淡馬錫模式

亞洲政府有意保留在金融業及非金融業的國企的投資，有何良方？新加坡的模式有多穩健？淡馬錫擁有全球投資組合約值1,710億美元(2,150億新加坡元)，被視為世界最舉足輕重的機構投資者之一。然而，很少人知道此公司在起步時相對地名不經傳。這家投資公司於1974年註冊成立時，從新加坡財政部收購並以商業形式管理的組投資組合，最初價值約2.81億美元（3.54億新加坡元）。新加坡政府此舉能夠更專注於制定政策及監管的核心角色。今天，淡馬錫仍由新加坡政府全資擁有。儘管其投資範圍已超越新加坡國界，覆蓋不少環球市場，但其核心投資仍集中於40年前從政府收購的眾多新加坡公司。

由於淡馬錫是不少新加坡上市公司的主要股東，因此新加坡有數家公司實際上屬於國企。然而，股市投資者似乎對該等新加坡公司的信心比亞洲其他地方的同業強得多。不少企業管治調查也證實這點。新加坡一直是區內股市企業管治評級最高的地方之一。

儘管亞洲其他國家皆有意採用淡馬錫模式，但能夠成功做到的為數不多。為何此模式如此成功？首先，其董事會主席及行政總裁職務分為兩個獨立職位，而這是高級管理層認真對待企業管治的關鍵指標。其次，至少半數董事會成員為獨立董事，由前政府官員及私營企業家組成。第三，為減輕代理問題，淡馬錫管理人員的薪酬具競爭力，並按表現目標計算。透過這種做法，公司才能吸引並挽留頂尖人才。許多淡馬錫控制的公司不是從內部晉升經驗豐富的管理人員，就是從外面聘用往績記錄良好的管理人員，以接任高級行政人員職位。

再看看股息回報。投資者期望就其資金風險獲得回報，實在不足為奇。股息可謂回報當中最重要的一環。大部分淡馬錫控制的公司均採納穩定股息政策。在這情況下，對投資者有利的舉動，亦會對新加坡政府有利。淡馬錫收取的股息成為財政預算的穩健來源。

最後，成功的投資者亦必須懂得何時出售資產。這是不少模仿淡馬錫模式者經常忘記的事。淡馬錫最初的投資組合內的35間公司，至今僅存12間，其餘均已撤資或清盤。透過退出若干業務，淡馬錫可以一直專注於相對較具競爭力的公司，以產生更穩健的回報。

部分批評指淡馬錫模式只是國家資本主義的改良版，由政府擁有業務會減少市場競爭。淡馬錫與政府的密切關係及高級人員的委任方法，惹來潛在利益衝突的疑慮。（該公司的執行董事及行政總裁是新加坡總理李顯龍的妻子。）這些疑慮某程度上有充份的根據。然而，若在一些國家的某些策略性行業無可避免須由國家擁有，則淡馬錫模式似乎提供一個結構較佳和透明度較高的模式。

根據銘基亞洲由下而上的投資方針，與國家財富相比，我們更為著重創業精神。我們樂見不少亞洲國家繼續步向私營化之路。舉例來說，中國已開始開放部分過往由國企壟斷的行業予私營公司。其他國家亦跟隨這種做法。越南計劃讓私營公司於其經濟中擔當更關鍵角色。我們相信，在長久以來由國家主導的行業中引入創業精神，應會對公營及私營行業發揮正面作用。

張曉宇，CFA
研究分析員
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4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