



徹底了解

多年來，亞洲肯定同樣經歷過從經濟泡沫以至企業和政府違法等危機和醜聞，所以難怪投資者雖然無疑受區內多個經濟體系的卓越經濟增長吸引，卻經常向我們查問企業匯報，了解過企業報告後，人們才投資到亞洲以外的上市跨國機構。對很多投資者來說，透過在新興市場經營業務的跨國公司投資於亞洲會感到熟識和安心。一如往常，企業財務報告的質素和企業的管治承諾都是投資者和我們的主要關注。最後我們還要一問：管理階層信得過嗎？這些憂慮不單止首次投資於國際市場而緊張兮兮的投資者才有。最近，美國證券交易委員會（美證交會）對中國機構狀況作出相類質疑，此事成為頭條。美國規管當局要求各大審計公司的中國單位提供文件以支持企業審計。美國指在美國上市的中國企業需要提供這類文件作支持，以確保審計的真確性，不過，中國表示該國的法律禁止這類紀錄被送出國外。

企業管治和對我們這類小股東的保障是任何投資者都會考慮的重要因素，如果投資於新興市場的話，這點尤其重要。良好企業管治需要的質性（坦白說有時稍嫌沉悶！）分析過於廣泛，致令很多市場參與者，甚至上市公司有時只是口講手不做。

為何需要良好管治？

好管治沒有清晰界定的標準。基本上，銘基亞洲會物色一些營運方式可盡量減少不同持份者利益衝突並且能確保業務管理者問責性的公司。規則和法規以及其執行，以及公司是否有遵行政策的文化都對奠定一國企業管治水平有舉足輕重的影響。這表示不單止有關公司擔當著關鍵角色，立法者亦然。這些立法者是規則訂立人，也是執行法規的規管人。這些架構肯定會增加投資者的信心，如果經過頗長時間妥

善執行，更會成為推動當地資本市場發展、提高國家競爭力、達致經濟穩定和創造就業的主要因素。麥肯錫公司在2000年進行的研究發現，超過75%的投資者願意投資更多金錢於管治得宜的公司，最近一項按估值比較企業管治排名的研究結果（參閱下表）似乎證明了這種情緒依然真確。像印度這類因為缺乏本地資金而需要定期獲取外資的新興國家當然特別需要這種信心，因為這些國家持續出現經常賬赤字和財政預算赤字。

那麼，我們是如何從管治角度來斷定「好管治」和「壞管治」的公司是怎樣的呢？方法有很多種，諸如股權構成、利益一

對管治得宜公司作出的投資額

一般來說，以財力相若的企業來說，較諸管治欠佳的企業，大部分投資者會願意多付點錢購買管治得宜的企業的股票。儘管很難概論亞洲市場，現將「好管治」和「壞管治」兩種對比列明如下。

	企業管治評分			市盈率
	2007年	2010年	2012年	2013年 (估計)
新加坡	65	67	69	14.4
香港	67	65	66	15.8
泰國	47	55	58	13.0
馬來西亞	49	52	55	14.5
日本	52	57	55	15.0
台灣	54	55	53	14.9
印度	56	48	51	13.9
南韓	49	45	49	8.9
中國	45	49	45	10.0
菲律賓	41	37	41	19.4
印尼	37	40	37	15.7

資料來源：麥肯錫2000年第4號季報：重行估值亞洲；里昂證券（2012年9月10日）；高盛（2013年3月1日）；2013年的市盈率是根據市場平均中位估算作估計，而且具前瞻性，並不保證能達致估算的市盈率。



「銘基亞洲會物色一些營運方式可盡量減少不同持份者利益衝突 並且能確保業務管理者問責性的公司。」

致、過往資本分配、透明度和獨立性，這些衡量方法全都提供寶貴資料，讓我們知道企業的管理情況。

曖昧操守

雖然所有衡量法都很重要，但某些方法在亞洲會較吃重。在亞洲，最可能會妄顧小股東利益的是家族股權結構，而亞洲企業仍然以這種結構為主。

很多投資者見過以往發生妄顧小股東利益的事件後，的確有點對大家族操控的企業有懷疑。其中一個明顯的例子是南韓某些稱為的「財閥」的企業集團令人震驚的行動。這些財閥在過去刻意制定令企業股權不透明的架構。這種複雜

們並非具競爭力的供應商或客戶。其他需要當心的原因包括某些家族有政治聯繫，並且利用這種連繫從「裙帶資本主義」取得利益；「裙帶資本主義」以往在亞洲某些地區曾經存在。此外，若遠親和朋友的朋友獲委任為董事局成員，這樣的架構可能會令獨立董事實際上並不太獨立。這種管理失當較容易在亞洲地區得逞，因為亞洲仍有公司在周年股東大會上採用舉手表決，而非投票表決。實際上，在亞洲各地，包括中國、新加坡、印度、馬來西亞和菲律賓都存在這類公司，而且數目多得驚人。

這些家族連繫可能會導致亞洲另一個最大的企業管治問題，而此問題至今仍然持續——這就是關連人士交易。基本上，關連人士交易是兩個有相同大股東的個體之間的交易，當中可能涉及財政援助、一次過資產轉移和持續交易安排。雖然這些交易不一定往往令小股東損失價值（有時候這類交易的確有真正的策略好處），但在亞洲數十年的企業歷史中，有很多上市公司被迫向聯繫但非上市公司以頗曖昧的價格購買資產的例子。這種做法令人皺眉，因為小股東的現金都被輸送為家族得益。當然，我們得知道，亞洲家族企業的結構有一些優點，例如擁有人通常會有長遠承諾，而且過往的歷史顯示公司在經濟困難時期（例如1990年代末期的亞洲金融風暴和2008年的全球金融危機）仍然屹立不倒。家族企業並非唯一會造成問題的常見股權結構。在亞洲一些地區（例如尤其在中國）都有大型國營企業支配著某些行業。同樣，我們無需將這種結構一律視為絕對負面，但必須當心某些問題會出現。中國的銀行體系就曾出現過一個鮮明的例子。在中國的銀行體系，曾經有一些主要的金融機構願意接受海外投資者的資本，再將這些資本轉入國內經濟，以一般被視為不能適當承受風險的息率貸予國營企業。

誠如美證交會最近提出的關注，投資者還需要注意透明度和資料披露。在過去幾年，曾有多間在美國和新加坡上市的中國公司被指稱欺詐，在印度和日本亦有一些有完備文檔的個別公司被指欺詐。不單止個體公司被質疑，某些國家操守欠佳亦需要正視。例如在印度，大部分公司都沒有按季

亞洲家族市值在市場總值中所佔的百分比

	家族企業市場市值 (百萬美元)	在市場總值中所佔 的百分比
菲律賓	131,609	83%
新加坡	311,564	54%
南韓	555,318	52%
台灣	453,552	49%
印尼	175,155	49%
泰國	133,128	48%
印度	762,279	47%
馬來西亞	158,428	39%
香港	652,178	26%
中國	416,524	11%
總值	3,749,733	32%

資料來源：彭博、瑞信、《2011年亞洲家族企業報告》

而隱秘的財政陰謀是利益「不一致」的鮮明例子，因為公司賺取的現金流利益較表面可見的經濟利益為高、令監管更困難、並且確保集團內的所有公司都可以分一杯羹，即使它

「大部分亞洲地區的文化亦正在慢慢變得更好，儘管改善的路途明顯漫長而有點崎嶇，因為這種改變的道路向來不是畢直的。」

提交資產負債表和現金流量報表，由此可見亞洲存在需要在短期內處理的結構障礙。換言之，亞洲大部分較落後地區的審計公司都缺乏富經驗的合資格審計人員。

為何如此費神？

既然知道有這些企業管治問題和潛在危險，為何作為長線投資者，我們還看好亞洲公司和經濟體系呢？這主要是因為我們看到這方面有所進展。雖然某些立法者、規管者或公司管理團隊依然存在問題，但仍有不少致力為小股東牟利益的「好」公司。我們見過有很多例子是企業的管理團隊設有獨立董事局、資料披露透徹、勵結構貫徹和資本分配往績強勁。我們甚至開始看見一些公司主動清楚劃分行政總裁和主席的職能，在日本一類國家，此做法尤其令人驚訝。此外，某些地區（即澳洲、新加坡和香港）已經達到世界級的企業管治水平。跟亞洲金融風暴之前相比，亞洲今天的規管較為完善、有新機構成立，而且本土和國際股東的參與度均見提高，可謂今非昔比。為做到這點，知識廣博而且高瞻遠矚的規管者在過去十年一直致力要跟全球同業的水平看齊，並改寫公司法例，當中涉及改善多個範疇，包括按照國際認可的審計標準（亞洲部分地區近年開始實施國際財務報告準則，此過程會在未來十年會持續）作匯報和限制獨立董事的任期。在某些國家，企業更引入電子投票制度，以確保在週年股東大會上投的所有票均獲計算在內。除了這些新增的規則之外，隨著媒體在數碼時代更加方便及一些規管機關增加經費，在執行方面亦有所改善。

在亞洲，企業管治的水平還未算理想，但美國和西歐等較發達的市場亦非完美。在這些地方，毒丸計劃、分期分級董事會和金降傘等問題依然普遍。可幸的是，大部分亞洲地區的文化正在慢慢變好，儘管改善的路途明顯漫長而有點崎嶇，因為這種改變的道路向來不是畢直的。我們應該記得，效率欠佳正能夠令我們為自己的分析增值。作為一家公司，麥肯錫投資團隊透過我們經常安排的外訪，在三藩市和亞洲參與過2,000多次跟規管人員和亞洲企業管理行政人員舉開的會議。這些供寶貴機會讓我們可以就現有持股和可能購股進行「調查」，從而更清楚了解公司對小股東的態度，而更重

要的，可以說是讓我們能夠明白隨著時日當我們跟同一間公司及其同業再三聚首時，這些方面作出了怎樣的改變。我們有機會向高層管理人員提問各種問題，例如有什麼激勵您的工作？您們的資本分配政策如何？您們為何進行某項交易？我們亦花了很多時間分析財務報表，並將這些報表跟全球相關同業作的報表比較，以便更清楚了解企業和查看有否明顯的假賬。

說到底，我們想確保自己的利益跟參與全球最佳經濟體系的管理人員和公司的利益一致。

Kenneth Lowe, CFA
投資組合經理
銘基國際投資公司



Matthews Asia

披露及備註

於作出投資決定前，閣下應謹慎考慮銘基亞洲基金的投資目標、風險、收費及開支。關於基金的香港發售文件及其他資料可於 hk.matthewsasia.com 查閱。請先細閱香港發售文件所詳述有關投資於國際及新興市場的風險，然後才作出投資決定。

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。

本報告載有截至刊發當日的觀點及資訊，有關資料其後可能有變，亦不一定反映撰文者現時的觀點。有關觀點乃針對於特定時點對市況所作的評估，僅屬意見性質，不應被倚賴為投資於特定資產或整體市場之投資建議。有關資料並不構成買賣特定證券或投資工具的推薦建議。不應假定任何投資操作將能獲利，或能獲得與本報告所述的投資組合、任何證券或任何板塊相等之表現。

銘基亞洲基金的董事會可就其相關子基金的分派股份酌情決定從股本撥付股息。本基金的董事會可以修改股息政策，惟必須事先取得香港證券及期貨事務監察委員會的批准，並向本基金股東發出不少於一個月的預先通知。從股本撥付股息相當於發還或撤回投資者的一部分最初投資額，或者撥付歸屬於該最初投資額的任何資本收益。有關股息可能導致相關子基金的每股資產淨值即時減少。如欲查詢過去12個月（倘子基金的成立時期不足12個月，則為自其成立日期起）分派股份支付的股息（如有）之成分（即撥付收益及股本的相對金額），可向銘基亞洲基金索取有關資料，或瀏覽其網站 hk.matthewsasia.com。

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。 Matthews International Capital Management, LLC 銘基國際投資公司概不就使用有關資料所造成的任何直接或間接責任或損失承擔任何責任。

銘基亞洲基金或其若干子基金在某些司法管轄權區不可向投資者發售，亦不得向美籍人士發售。在法例禁止要約或招攬購買銘基亞洲基金的任何司法管轄權區，本報告並不構成發售要約，亦非招攬購買銘基亞洲基金的要約。本文件未經任何監管機構審閱或批准。本文件由 Matthews Global Investors (Hong Kong) Ltd. 銘基環球投資（香港）有限公司發出。

©2013 Matthews Global Investors (Hong Kong) Ltd. 銘基環球投資（香港）有限公司

HK.MATAI - 2013年3月

誠邀閣下直接與 Matthews Global Investors (Hong Kong) Ltd. 銘基環球投資（香港）有限公司 聯絡，以取得更多有關基金的資料，惟閣下必須具有香港的專業投資者資格。

電話: +852-3901-0880
電郵: globalfunds@matthewsasia.com
網站: hk.matthewsasia.com