

基金經理回顧

英雄與惡人 - 我們對印度企業家族的看法

不久前，我們在印度與高級企業行政人員見面，他將英國經濟學家 Joan Robinson 的名言改述成：「你對印度的所有形容，反過來說也一樣真實。」我們認同他的看法，特別是近日針對印度一間大型企業集團的沽空機構報告獲得廣泛報導後，現在全球都對印度企業家族抱持質疑態度。事實上，我們仍然樂意採取偏重於支持印度最出色企業家族的投資取向。話雖如此，雖然印度的部分家族企業擁有不俗的管治標準，且能在過去數十年持續創造股東價值，但在市場上我們亦發現不少我們不會考慮投資的印度公司。

我們看好家族企業，因為他們追求長遠業務發展。換句話說，他們會像優秀的資金管理者一樣考慮未來數代的前景。這些公司會留意長期的不利及利好因素，然後按此調整業務模式，他們也著重保本及維持往後數十年的競爭力。我們不時發現，缺乏長遠盡責管理思維的企業未能符合上述要求，導致他們只顧短期成績，淪為管理層任意圖利的工具。正因如此，這兩年來我們對新上市企業保持觀望態度。該類企業的股權主要由私募基金持有，其本身受到基金年期的限制，當中部分公司增長過快，顯示他們可能缺乏我們重視的審慎思維。

最近 20 年，印度企業各方面的管治標準普遍有所提升。在此期間，股票市場不時出現詐騙案或企業倒閉的消息，驅使監管機構制定更完善的規定，以便保障少數股東。舉例來說，在 2003 年至 2007 年，大量印度跨國企業的上市附屬公司以低價進行私有化後，當地監管措施亦作出改善。現時，印度規定企業私有化需要獲得大部分少數股東的批准（比例為 2：1），而且應透過反向詢價程序決定私有化價格，從而保護少數股東不受掠奪性私有化的影響。當局更推出隨售規定，防止企業擁有人以優惠價出售股權。同樣地，關聯方交易將受到密切監察，如超過特定門檻，則須少數股東批准。換言之，在印度市場上，企業的母公司將無法向當地附屬公司收取過高的專利 / 特許權費。另一方面，董事會的角色亦持續增強。按照現行法例，董事會成員須以獨立董事佔大多數，並明確劃分主席及行政總裁的職責。此外，獨立董事及核數師的任期也設有限制。

在經歷上述變化後，印度股票市場的機構持股增加（尤其是外資擁有權比例），足證當地股市的監管水平領先其他新興市場。在大約 20 年前，只有約 70 間印度企業的外資持股

比例超過 1%，但如今已經超過 700 間。另外，世代交替亦為企業提高管治標準增添動力。初代創業家的孩子通常擁有較高的教育水平，而且曾在大型機構累積工作經驗，故能明白高質素管治帶來更優秀人才、利好估值及減低壓力的優勢。當他們接手家族事業後，他們通常會提升企業的管治標準。例如，老一輩或會執著於節省稅項或逃稅，反觀新一代掌舵人卻會理解企業合規有助籌集外界資金。近期我們到訪印度作出研究，大部分企業均告訴我們，現在的印度是擁有一級合規水平的第三世界國家，並有利於以可持續方式營商的企業。最後，印度的管理人才明顯受惠於發展成熟的跨國企業附屬公司，例如紮根當地數十年的印度聯合利華（Hindustan Unilever）。截至目前，單是該公司在印度的企業已有約 500 名最高管理人員。多年來，無數的年輕管理人才走遍不同市場，學習頂尖的管理技巧，並為有意提高專業化程度的當地家族企業作出貢獻。我們親自見證過多間公司的轉型，並持續尋找類似的投資機遇。

話雖如此，上述企業仍然只屬少數，尚未形成主流現象。如果我們以為印度所有企業家族都重視長線發展及持份者的利益，便會錯判形勢，損害印度投資組合的價值。有這種想法的投資者或會發現他們的印度投資組合會出現虧損。我們的投資流程旨在消除有關風險。舉例來說，當我們首次與企業會面時，我們絕少會討論公司本身的業務，反而會專注了解他們的主要僱員及發展歷程。在企業成立初期，企業通常會背負所謂的「原罪」（創辦人會從某項直接的犯罪行為或灰色地帶中獲利），而我們將會深入了解其後企業如何改變思維。這個過程與我們行業的大部分流程一樣，需要依賴我們的判斷。在其他情況下，我們也會花時間與企業的獨立董事見面，以評估他們是否確實履行職責，積極制衡企業創辦人 / 擁有人家族的不合理決定。同樣重要的是，我們會向可靠的企業擁有人及管理者打探公司的聲譽。歷年來，這做法幫助我們避開了不少「地雷」。由此可見，在我們開始分析企業的業務模式前，企業先需要在多個重要範疇符合要求。否則，我們將無法保障客戶的資產。

正如以往的通訊指出，我們的團隊堅信有些企業價值並非以價格作衡量。無論企業的估值或業務實力有多吸引，倘若我們認為企業擁有人及管理者未能達到標準，我們將拒絕作出投資。

在我們與高級行政人員的會議中，他總結指出：「要是你為印度拍一張照片，畫面必定是一片混亂和醜陋；但如果你將它視為一套電影，印度會是一套好作品，而在寶萊塢，所有故事都會有幸福的結局！」我們認為，在印度市場投資的情況也很相似。假如只看某一時刻的表現，我們約見及投資的企業表面看上去未必吸引。

然而，就像我們經常提到，投資企業重要的是旅程本身，而非抵達終點。相比起吸引的投資概念和誇誇其談的可持續發展報告，公司的發展方向，以及擁有人和管理者作出決策背後的精神才更重要。我們看好印度的發展，這套電影相當漫長，劇情一波三折，偶爾還會走回頭路，不過正確的投資選擇必定會帶來美好的結局！

資料來源：企業數據來自公司的年度報告或其他投資者報告。財務指標及估值來自 FactSet 及彭博。截至 2023 年 2 月 14 日或另行註明。

免責聲明

本資料所載只屬一般性資料，並不包括亦不構成投資或投資產品建議。有關資料來自首源投資（「首源」）認為可靠的來源，而且在發表本資料時為準確的資料，首源並無就有關資料的中肯、準確、完整或正確作出明確或隱含的聲明或保證。在法律允許的範圍內，首源、其任何聯營公司、任何董事、主管人員或僱員概不就任何因使用本資料而直接或間接引致的損失承擔任何責任。

本資料僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本資料所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並不一定為首源的觀點，並可隨時予以修訂。本資料並非銷售文件，且不構成投資建議。未取得具體的專業意見前，任何人士不應依賴本資料內容，及 / 或有關資料所載的任何事宜為行事基礎。未經首源投資預先同意，不得複製或傳閱本資料的全部或部分資料。本資料只可於符合相關司法管轄區的適用法例下使用及 / 或收取。

本文對具體證券的提述（如有）僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。本文提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

於香港，此資料由首源投資（香港）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。首源投資及首域盈信資產管理是首源投資（香港）有限公司的商業名稱。首源投資（香港）有限公司是首源投資投資管理業務的一部分，該公司最終由全球金融集團三菱日聯金融集團（“MUFG”）擁有。首源投資在不同司法管轄區內有多間公司。

MUFG 及其附屬公司對本資料包含的任何聲明或信息概不負責。MUFG 及其任何附屬公司均不保證本資料中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本資料中提及的任何投資並不是對 MUFG 或其附屬公司的存款或其他負債，而投資存在投資風險，包括收入和資本損失。