

客戶通訊

「企業升值」？！

2024 年 7 月

「基於本人對領導層問責性及繼任規劃持不同看法，本人將於 2024 年 6 月 3 日辭任董事會。」

我們每週審視投資範圍內的企業董事會及管理層變動，並發現大部分人都是以「私人理由」解釋離職原因。正因如此，當 Nisa Godrej 辭任印度某間行李箱生產商的董事時，她竟然坦白承認與董事會意見不合，令我們感到相當驚訝。不過，如果我們細讀 Nisa 在 Godrej Consumer 年報中的函件，便會發現她可能是印度市場中透明度最高的企業領袖之一，大家都對她抱持極高期望。

除她以外，大多數企業的獨立董事通常會對他們的離職原因含糊其辭，以致少數股東無法知道真正的問題所在。作為印度股票市場的監管機構，印度證券交易委員會銳意改變現況，例如要求企業更詳細地披露辭任的主要人員，並公開他們的辭職信。未來，如果企業董事以「私人理由」辭任，他們繼續擔任其他企業董事的能力將會受到質疑，甚至可能被禁止在最少一年內加入新的董事會，以產生阻嚇作用。

儘管如此，對於大部分企業來說，高層辭任仍會是司空見慣的平常事。然而，上市公司的股東偶爾也能從中窺看到董事會管治中的政治操作。這項因素往往能夠反映企業文化，本身亦是企業長期表現的關鍵。就我們所知，印度的披露水平領先其他新興市場。

事實上，企業披露是我們經常討論的主題。印度市場並非毫無缺點，惟整體來說，考慮到該國的經濟發展階段，當地金融體系對個人利益的保障領先其他地區，包括股市投資者、存戶、借款人及投保人。以印度儲備銀行（即印度的央行兼監管機構）為例，最近該行開始打擊小額無抵押貸款。¹一般來說，其他新興市場推出該類措施時，其金融體系內的不良貸款已經迅速上升，並令銀行體系陷入困境。反觀在印度，這個情況未有出現。目前，印度的不良貸款比率正處於

數十年來的低位，但監管機構已經搶先發現了違規行為。假如不將這些行為於萌芽階段時消滅，可能會對金融體系及個別借款人構成負面影響。

同樣地，近日印度保險監管及發展局發出了指示，假如在保單指定的最短投資期屆滿前，客戶希望終止保單，則人壽保險公司須向他們支付合理的款項。²在現時的政策下，如果保單持有人不再支付保費，他們將無法或只能取回極少款項，而大部分印度人壽保險商及眾多全球同業因而得以賺取巨額利潤。保險行業充斥著只顧牟利的經紀及保險公司，以致惡名昭彰。消費者的權益卻遭到忽視，因此印度的監管機構有意將焦點放在消費者上。雖然我們尚未全面瞭解細節情況，不過當局的新法規似乎是出於善意，我們在其他司法管轄區也極少看到有關措施。

不論是在隨售權、董事會獨立性、股份質押，甚至是環境、社會及管治數據的披露及規定方面，印度都持續為我們帶來驚喜。此外，我們亦樂見股東受惠於企業提供的各種保障措施。例如，早前雀巢印度（Nestle India）的母公司提出將專利費由 4.5% 增加至 5.25%，而該項議案需由少數股東表決，結果他們的反對票數佔 57%，直接影響了公司的未來純利表現。³近期的另一個例子，涉及到監管機構採取的措施。在 Linde 與 Praxair 合併全球業務後，Linde India 提出嚴重限制自身經營範圍，但有利 Praxair India 的方案，並遭到少數股東否決。在投資者投訴 Linde India 實質罔顧少數股東的投票結果後，印度證券交易委員會委派獨立估值師，負責釐定 Linde India 及 Praxair India 的關聯方交易是否適當，以確保少數權益獲得保障。⁴

我們經常看到投資者對韓國的「企業升值」計劃或日本的類似措施感到興奮，或猜測中國的監管機構會推出哪些措施支持當地股市。另一方面，我們不時被問到有關印度優質企業估值的問題。該類企業由出色的人才領導，他們重視已動用資本回報率及良好的企業管治，而且負責規管企業的監管機構對所有持份者的保障日益完善。撇除短期估值因素，我

¹ <https://www.financialexpress.com/business/banking-finance-rbi-tightens-norms-on-personal-loans-for-banks-nbfc-3309017/>

² <https://www.financialexpress.com/money/irdais-new-policy-surrender-value-rules-how-will-it-impact-life-insurance-policyholders-3524625/>

³ Glass Lewis 代理投票顧問

⁴ https://www.sebi.gov.in/enforcement/orders/apr-2024/interim-order-in-the-matter-of-linde-india-ltd_83095.html

們認為將印度及區內其他較大的市場混為一談，再分出兩者的高低並非合理之舉，更會令人啼笑皆非。當然，我們也不會忽視實際情況。印度的市值佔國內生產總值比率為 150%⁵，處於十年來的高位，該項指標反映了整體估值。我們亦留意到不少印度中小型市值企業的估值高得離奇，特別是個別行業的公司。不過，我們一如以往地抱持審慎態度。我們有信心能夠在艱難時期保障客戶的資金，而且取得長期穩定增長。

總括而言，在投資印度市場時，我們需要作出抉擇，而答案將取決於我們對下列問題的看法：一眾持份者獲得的保障是否值得我們支付溢價？企業對資本的重視增加，是否值得我們支付溢價？企業能夠自行掌握長遠命運，是否值得我們支付溢價？印度擁有年輕、教育水平良好及要求較高的人口，而且城市化進程迅速，是否值得我們支付溢價？當地市場持續奉行民主制度，是否值得我們支付溢價？這些問題都需要投資者自己判斷。

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 2024 年 7 月 11 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，不應視為建議買賣有關證券。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。於新加坡，此資料則由首源投資（新加坡）發行（公司註冊號碼：196900420D）。此廣告或資料並未經新加坡金融管理局審閱。

首源投資，首域盈信資產管理，盈信投資，RQI Investors 及 Igneo Infrastructure Partners 是首源投資（香港）有限公司的商業名稱。首源投資（註冊編號 53236800B），首域盈信資產管理（註冊編號 53314080C），盈信投資（註冊編號 53310114W），RQI Investors（註冊編號 53472532E）及 Igneo Infrastructure Partners（註冊編號 53447928J）是首源投資（新加坡）的商業部門。首源投資（香港）有限公司及首源投資（新加坡）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。

⁵ 世界銀行資料庫：GDP（現價美元）－印度，2023 年以及 BSE Ltd，截至 2024 年 7 月 11 日