

基金經理季度回顧

首域盈信全球新興市場股票

「向我展示激勵措施，我便會向你展示成果。」("Show me the incentives and I'll show you the outcome.")

查理蒙格 (Charlie Munger)

幾乎每次在我們與管理團隊進行會議時，我們都會問及激勵員工計劃。我們認為，這是一個相當重要的問題，而答案亦總能揭示出一個組織的文化與行事態度。雖然一位伶牙俐齒的 CEO 或可以用大量投資者熟悉的術語來吹噓蒙騙，但根據我們的經驗，能夠推動成果（至少是指那些管理團隊可以影響的成果）的最終都是激勵員工計劃。

與許多事情一樣，取得合適的平衡才是關鍵。如果沒有促成良好業績的激勵員工計劃（以及沒有針對業績不佳的抑制措施），公司的資本最終往往會被系統性錯配，而且無人需要問責。大多數國有企業 (SOE) 往往都會出現如此情況，而這也是我們普遍會對它們抱持謹慎態度的原因之一。另一方面，向員工提供過多優待亦或會適得其反，我們經常在一些集中在少數高層人員身上的極為優待的計劃中看到這種情況。雖然這些計劃可能會在短時間內帶來指數級增長，但這種增長通常是不具可持續性的。在經歷快速擴張的階段後，失衡情況通常會逐漸成形，而當增長不可避免地放緩時，問題常會接踵而來。

上一次，我們強調了我們稱之為「增長陷阱」的公司之特徵。這些公司的一個共同特點，就是他們以股權獎勵 (Share-Based Compensation) 來獎勵員工。

鑑於這些公司通常陷於虧損，而且其模糊的商業模式亦強調讓增長凌駕一切（用戶、銷售額等方面），他們很自然便會以股票（非現金項目）的方式來酬勞自己的員工。過去幾年，增長陷阱公司的股價指數級上升，而其員工亦從中大幅受惠（而在某些情況下，亦可以說是以犧牲股東利益為代價）。

在我們分析新興市場中最無法獲利的首 25 家公司時（根據過去三年的累計淨收入 / 虧損衡量，並已對航空公司等因疫情而遭受一次性虧損的界別進行了調整），我們發現所得的數字令人震驚。在 2018 至 2020 年，這些公司報告的累計虧損為 800 億美元，而同期它們向其員工支付了 63 億美元的 SBC。對應每 100 美元的銷售額，這些公司的 SBC 就達到 13 美元，而一些令人震驚的「未有收入」生物科技公司更以每 100 美元的銷售額支付了高達 200 美元的 SBC。相比之下，在我們投資組合裡有提供股票激勵的公司之中，SBC 佔收入的百分比在過去五年平均為 0.8%。

鑑於近月眾多此類公司的股價調整，我們認為對於 SBC 佔總成本相當大比例的公司而言，當中潛伏著嚴重的二次效應。首先，我們注意到對員工財富的重大破壞。他們的資產現時均「失值」¹了。更重要的是，如果這些公司試圖將股票薪酬的絕對金額保持與前幾年的大致相似，那麼基於 SBC 的流通股稀釋情況便難以為繼。所以，除了員工士氣低落之外，他們還可能不得不在中期內面對高流失率的問題。

這並不是說我們反對以股票為本的激勵措施。事實上，我們在公司的各個層面均大力支持持股方案。如激勵員工計劃設計得當，並有考慮到所有持份者的時候，成果對公司頗為有利。

這就是為甚麼我們經常鼓勵董事會成員及管理團隊要根據正確的指標來分配關鍵績效指標 (Key Performance Indicator)。例如，雖然銷售增長至關重要，並且在所有激勵計劃中佔了很大一環，但我們更認為，將之與投資資本回報率 (Return On Invested Capital) 和自由現金流 (Free Cash Flow) 聯繫起來才能增加必要的保障，以確保唯有達到合適的增長才能獲得回報。此外，我們亦不喜歡專注於短期目標的激勵計劃。我們較為欣賞鼓勵管理人員著眼長遠發展（通常是五年左右）的計劃。最後，我們相信，如果能有相當大比例的高層及中層管理人員參與，而非僅供少數「Chief Experience Officer」²加入的話，員工持股計劃 (Employee Stock Ownership Plan) 便能發揮最佳效果。

¹ 一個財務術語，表示需要股價達至一定水平的股票薪酬目前並不具任何貨幣價值。

² CXO 是指公司內的「總監級」人員，當中以「X」來表示其不同的業務領域或部門。

另一個擔憂與過於複雜的激勵計劃有關。薪酬報告越長，我們越憂慮。如今，要跟上「調整後的 EBITDA」³ 及其他非 GAAP⁴ (Generally Accepted Accounting Principles) 指標已經夠難了。再加上相對股東總回報的複雜計算以及由互有衝突的第三方基準化分析公司所提供的百分位排名，我們也想知道那些公司的 CEO 知不知道他們需要實踐甚麼。事實上，我們問過的許多都不知道！

其中一些最佳的激勵計劃就是那些最簡單的。例如，我們曾遇過一家中國醫療植入物製造商（但我們最終沒有投資，而那是出於其他原因而非其激勵措施的問題），其管理層制定了一套 ESOP，那開創了其公司的歷史先河。該計劃的有效期為 10 年，而其中的授予條件很簡單，就是公司每年能實現銷售額按年增長 35% 以及稅後利潤 (Profit After Tax) 按年增長 25%，但不包括併購 (M&A)，然後 SBC 款項的 25% 便會獲支付（在計劃有效期內最多支付四次）。雖然它並非完美，但我們相信該計劃是一個很好的首次嘗試。

相似地，在 2019 年成為 ICICI 銀行（我們策略中的最高持股公司之一）首席執行官的 Sandeep Bakhshi 亦大幅簡化了公司的激勵計劃，將當中的 KPI 數量從 18 個減少至只有兩個：撥備前利潤 (Pre-provision Operating Profit) 增長 20%，以及將信貸成本控制在 PPOP 的 20% 以內（相當於資產的 0.5% 左右）。此舉打破了銀行各個部門之間的隔閡，並鼓勵了公司上下朝著一個方向齊心協力。結果亦非常好，銀行經營上的各個方面均呈現了顯著改善——而這個簡單而重大的變化之裨益亦已經充分反映了在其股價表現之中。

越來越多的激勵計劃開始包含與環境、社會及管治 (ESG) 因素相關的參數，而我們亦相當樂見。然而，我們亦對近期似乎大流其道的那些過於量化、僵化的方法持謹慎態度。我們不希望看到管理層捨棄 18 個 KPI，就是為了增加 16 個額外的 ESG KPI。在我們看來，韓國公司 Naver 的 ESG 相關激勵計劃就是一個擁有良好結構的好例子。Naver 最近在一名員工自殺後因企業文化差劣指控而遭到審查，據稱員工自殺是因為工作壓力過大。我們就此事與公司進行了溝通，並取得了一些正面的成果。首先是領導層的變化，而新任 CEO Choi Soo-Yeon 女士的任務就是將實現「健康的組織文化」作為她 KPI 的一環。公司隨後對企業做法進行了全面的改革，當中涵蓋招聘流程、評估及舉報方式等等。我們相信，透過將企業文化作為 CEO 的首要目標之一，Naver 未來便不會面臨類似的問題。

投資組合的變動

於回顧期間，我們沽出了均在印尼的阿斯特拉國際及印尼人民銀行股份。

我們在策略中持有超過三年的阿斯特拉國際是印尼最優質的企業之一。它是一家隸屬於怡和集團的綜合企業，擁有五項主要業務：汽車製造及分銷（佔銷售額 40%）、重型設備及採礦（34%）、金融服務（11%）、農業綜合企業（11%）與基建（4%）。雖然在高利潤的汽車及汽車融資業務推動下，

阿斯特拉的股本回報率 (ROE) 相當吸引（2005 至 2015 年平均約為 30%），但近年這亦由於宏觀經濟因素不佳及資金加大分配至較低 ROIC 的部分（基建項目，如收費公路及港口）而受到抑制。在幾次會議上，我們均強調了我們對這種資金分配方式的擔憂。此外，我們也越來越擔心阿斯特拉的碳足跡，鑑於其合約煤炭開採業務，其碳足跡規模亦變得難以維持。我們曾與阿斯特拉的管理層以及其母公司怡和合發與怡和洋行（我們的客戶亦透過首域盈信亞洲策略作為其股東）的管理人員討論過這個議題。然而，由於管理人員的激勵措施並沒有與 ROIC 或 ESG 相關指標掛鉤，因此公司亦不太可能會在可持續發展方面作出變革。

我們對阿斯特拉的投資理由並無改變。從本質而言，我們相信汽車銷售的長期放緩即將迎來逆轉，從而會將回報提升至先前的高位，並導致其估值能獲大幅重估。但儘管有此想法，我們還是決定沽出我們的股份，因為我們擔心在市場的必然復甦後，旅遊的長期發展方向並不會如此明朗。

我們進行的另一項撤資是對印尼人民銀行作出的，它是印尼專注進行小額貸款的最大銀行。儘管是一家國有銀行，但印尼人民銀行自 2003 年上市以來亦擁有長期的良好業績。儘管發生了全球金融危機及近年的 Covid-19 疫情，其資產質量仍然受控（10 年平均不良貸款 (NPL) 為 1.3%），而賬面價值以美元計算亦以 15% 的驚人速度增長。這主要有賴其小額貸款業務，而此業務多年來已證明具有極高的盈利能力及高度的防禦力。此外，銀行高層管理團隊的 KPI 一直保持合理程度，並且更為接近私人界別同行的最佳表現，而且公司還將良好的企業管治政策與透明的做法，與著重淨利潤及資產（即資產回報率）、不良貸款和資本化比率的合理財務目標互相結合。

然而，我們越來越憂慮我們作為少數股東的一致性以及印尼人民銀行被迫提供「國家服務」的風險。一直以來，我們認為此乃有限風險，因為印尼銀行體系在亞洲金融危機期間崩潰的主因正是許多主要國有銀行被迫要對國家進行經濟支持。自那時起，印尼監管機構及各個政府已將健康、能盈利的金融體系之重要性置於刺激措施及普惠金融等概念之上。但我們開始看到政府改變立場的早期跡象。在 2021 年 6 月，BRI「被迫」吸收另外兩家專注進行小額貸款的印尼國有銀行，而這筆交易縱使規模不大（兩家銀行的資產負債規模不足 BRI 的 7%），但卻透過異常龐大的供股情況以不太理想的方式進行了融資。這表示未來或會有更多的強制併購事件發生。

不斷惡化的一致性問題，加上其股價已恢復至疫情前水平的這個情況，使我們有機會將客戶的資金重新投入至更具吸引力的地方。我們因此決定沽出 BRI。

在這兩項撤資操作之後，我們所進行的其中一項新投資就是印度的 CAMS，而我們在之前的通訊中亦有提及。另一項新投資就是中國運動服飾的國內市場領導者安踏體育。公司在中國經營著安踏、FILA 及 Descente 等著名流行運動服飾品牌，以及在全球範圍經營著 Wilson、Salomon 及 Arc'teryx 等頂尖運動品牌。

³EBITA，即 "Earnings before interest, taxes, and amortization"，指調整後的除息稅折舊及攤銷前盈利

⁴非一般公認會計原則

我們團隊自 2007 年安踏首次進行首次公開募股 (IPO) 以來便一直關注此公司。在過去的 15 年裡，安踏從一個大眾市場鞋履品牌發展至成為一家中國國內最成功的多品牌運動服飾公司。在股價週期性疲軟之時，我們研究該公司，並對品牌創辦人丁氏家族的強大擁有權、公司主席的遠見以及管理團隊的堅實執行力印象深刻。

我們認為，長久的擁有者 (丁氏家族仍持有約 55% 的股份) 與受著正面激勵的管理人員這兩個因素的結合對安踏的成功至關重要。在公司所招攬的專業管理人員當中，就有前 Reebok 中國區 CEO 鄭捷及 Lacoste 中國區 CEO 姚偉雄，而早前在 FILA 韓國任職的 John Yang 則被委託負責旗下的 Descente 及 Kolon 品牌。這些高質素的管理人員獲授予長期股票期權 (10 年) 及限制性股票 (具超過 5 年的授予條件)，從而使他們的利益與安踏的長期成功緊密結合。那些在 2010 年授予的大部分期權僅可在 2020 年行使，這則表明了管理層對安踏的信任。

展望未來，我們相信中國的運動服飾行業將繼續享受強勁增長，而安踏亦會進一步從全球同業手中奪取更大的市場份額。雖然長久以來 Nike 與 Adidas 在高端運動服裝領域佔據著主導地位，但中國消費者的喜好亦正發生變化，漸而轉投產品質素及品牌力量在穩步提升的國產品牌。在 2020 年，安踏旗下品牌的市場份額合計約為 15% (零售價值)，緊隨市場領導者 Adidas (17%) 及 Nike (20%) 之後。根據我們的估計，安踏本應在 2021 年超越 Adidas，登上市場第二大的席位。憑藉其優質的產品供應、疫情後的復蘇以及已收購公司亞瑪芬體育的長期穩健前景，我們相信在未來幾年安踏可以進一步提升其已相當具吸引力的 ROIC (目前平均為 24%) 及其現金流 (平均 110% 的經營現金流 / 淨收入)。

儘管所有這些因素都朝著積極的方向發展，但安踏體育絕非一家完美的公司。在投資前進行研究時，我們發現了公司幾個可以改進的地方，當中涵蓋供應鏈管理、多元性及薪酬領域。我們已開始就這些方面進行討論，並致函其公司主席以解釋我們的立場。令人欣慰的是，我們相信安踏已經意識到相關事宜，並會積極作出改變。在去年 12 月，公司在其成立 30 週年之際宣布了全面的可持續發展、多元性及社會目標，而這些目標將作為高級管理層 KPI 的一環予以實施。

有鑑於其強大的業務及實力雄厚的管理團隊，加上我們相信公司的創辦家族乃真心希望站在可持續發展事務的最前線，我們已從我們的投資組合中斥資購入少量股份，並會繼續關注這些事宜。希望公司的這些努力能適時帶來更大的信心，

並讓它在我們的投資組合中佔據更大的位置。在購入時，安踏體育的自由現金流收益率為 3.5%，而我們認為此數據相當具吸引力。

展望

今年年初市場波動巨大，數隻已購入的受歡迎「成長型股票」之增速亦迅速變得踏實。幸運的是，我們的資產一直穩健地抵抗著風暴，亦正如我們上次提到的那樣，鑑於這些公司亦成功應對了過去兩年所出現的特別挑戰，因此我們依然對其前景抱持樂觀態度。隨著經濟的明朗發展，我們持有的一些涉及旅遊與餐飲的資產將能夠獲得強大的增長勢頭，其成本及資產負債情況均能受惠。它們本質上乃複合結構型企業，擁有強大的競爭優勢、具防禦力的資產負債情況、吸引的增長機會以及穩健的管理團隊，而這些因素應該能確保這些公司可在未來幾年為我們帶來穩健的回報。

在撰寫此信時，烏克蘭局勢已在俄羅斯無理入侵該國後漸漸惡化。雖然現在要說此情況會帶來的長期後果仍言之尚早，但明顯的首要後果便是對俄羅斯公司實施的更嚴厲制裁。在這一點上，我們要指出，我們已經數年沒有在策略中擁有任何俄羅斯公司資產。作為投資者，我們會著眼在擁有強勁商業模式、穩健資產負債情況及成熟管理團隊的優質公司，而該類型的企業在俄羅斯亦確實不多。國家的不斷干預、含糊的公司結構、緊張的資產負債狀況以及管理層決策缺乏透明度的這些挑戰均為我們處於觀望狀態的原因。

而其二級影響則可能會對全球供應鏈造成進一步的壓力，尤其是那些依賴由俄羅斯和烏克蘭出口之天然資源及軟商品的供應鏈。我們正仔細監察相關情況。總括而言，我們對我們所持資產駕馭局勢的能力充滿信心，而這從其往績中可見一斑。擁有強大品牌、分銷優勢、成本領先地位的這些競爭優勢，又或者單純是為客戶提供生活必需服務 / 產品等的特點，就是我們所持公司的主要特徵。長久以來，這些特點賦予了他們定價能力以及在不利情況下保持利潤率的能力。雖然過往的表現固然並非未來的保證，但我們依然對我們投資組合實現長期穩健業績的能力充滿信心。

我們在本期通訊分析了本策略投資者可能感興趣的主題。歡迎各位就本策略、我們的投資方式或營運提出查詢或意見，我們樂意聆聽閣下的意見。

感謝您的支持。

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 2022 年 2 月 28 日或另行註明。

免責聲明

本文件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，而且在發表本文件時為準確的資料，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。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文件而直接或間接引致的損失承擔任何責任。

本文件僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本文件所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並可隨時予以修訂。本文件並非銷售文件，且不构成投資建議。未取得具體的專業意見前，任何人士不應依賴本文內容，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，不得複製或傳閱本文件的全部或部分資料。本文件只可於符合相關司法管轄區的適用法例下使用及 / 或收取。

本文件如提述個別證券，只為作說明用途，不應視為買入或賣出該證券的建議。本文提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為首源投資投資組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

於香港，此文件由首源投資（香港）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。於新加坡，此文件則由首源投資（新加坡）發行（公司註冊號碼：196900420D）。本廣告或刊物未經新加坡金融管理局審閱。

首源投資及首域盈信資產管理為首源投資（香港）有限公司的商业名稱。首源投資（註冊編號 53236800B）及首域盈信資產管理（註冊編號 53314080C）為首源投資（新加坡）的業務部門。首域盈信資產管理標誌乃為 MUFG（定義如下）或其聯營公司之商標。

首源投資（香港）有限公司及首源投資（新加坡）是首源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 及其附屬公司對本文件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文中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本文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。