

中国主权财富基金的治理机制、风险管理及国际比较

王艳

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

摘要: 中国投资公司作为中国的主权财富基金对研究中国主权财富基金具有重要意义, 本文对中投公司的治理机制、风险管理等核心要素展开研究, 详细梳理新加坡政府投资公司、淡马锡公司的公司治理与风险管理情况, 并与国际主权基金进行了对比分析研究。

关键字: 主权财富基金; 治理结构; 风险管理

引言

所谓主权财富 (Sovereign Wealth), 是相对于私人财富而言, 指国家通过财政预算安排、国有矿产资源或国有资本金收益分配和国际收支净盈余等方式积累、由政府或政府主导的部门管理和控制、以外国货币形式持有的具有公共属性的财富。进入 21 世纪初以来, 伴随着国际资源性商品价格的持续高涨、全球经济失衡的进一步加剧, 中东与亚洲地区外汇储备总量持续快速增长, 如何有效管理国家巨额外汇储备, 实现外汇储备保值增值成为了这些经济体面临的难题。由独立于央行和财政部的专业投资机构管理的主权财富基金, 作为管理国家外部财富一种特殊投资实体形式, 成为了许多拥有巨额外汇储备国家的现实选择。

中国作为仅次于美国的全球第二大经济体和世界最大的发展中国家, 面对自身亟待推进的转变经济发展方式、调整产业结构、改善民生等重大战略任务, 如何经营管理好拥有的全世界规模最大的官方外汇储备, 不能不说是一项艰巨的任务和巨大的挑战。为应对这一挑战, 当前急需解决过度依赖出口、金融服务实体经济的能力不足、金融机构抗风险能力较弱、巨额外汇盈余缺乏安全有效的投资渠道、在国际大宗商品市场上议价能力较弱的等诸多难题。为此, 迫切需要打造一批具有国际视野、符合现代企业特征、经营灵活机动、坚定服务于国家战略目标的机构和企业。从国外经济体成功的实践看, 推进主权财富基金的健康发展, 可以说是其中最佳选项之一。从四年前中国组建中国投资公司 (以下简称中投公司) 的实践已经充分证明了, 设立中投公司, 不仅是中国金融体制改革的标志性事件, 更是中国不断扩大对外开放, 积极参与全球金融活动, 大胆尝试 “走出去” 战略的重大实践。通过观察中投公司成立四年来的经营实践发现, 尽管目前中投公司按照现代企业公司治理的要求构建了商业化的治理结构和运行机制, 搭建了良好的投资平台和审慎的风险管理架构, 较好地完成了各项战略资产配置, 但与国际上组建历史较长的主权财富基金相比, 与面临的形势和肩负的任务相比, 中投公司还需要进一步深化改革、强化管理、完善机制, 在较短的时间内能够发展成为在国际市场上具有竞争能力、圆满完成国家外部财富保值增值任务的主权财富基金。

作为中国的主权财富基金, 根据公司章程, 中投公司与国际上的其他主权财富基金、大型机构投资者一样, 投资活动完全是基于商业目的, 投资目标是为股东获取良好的风险调整后的长期投资收益。从投资组合看, 中投公司现有的资产配置以组合投资品种为主, 其中小比例涉及另类投资资产。但在直接投资中, 中投公司明确表示将不寻求对所投资行业或企业的控制或影响。中投公司在仿效国际主权财富基金的同时, 其独特的设立模式也引发了一些争议。

一、中国主权财富基金的治理机制与风险管理

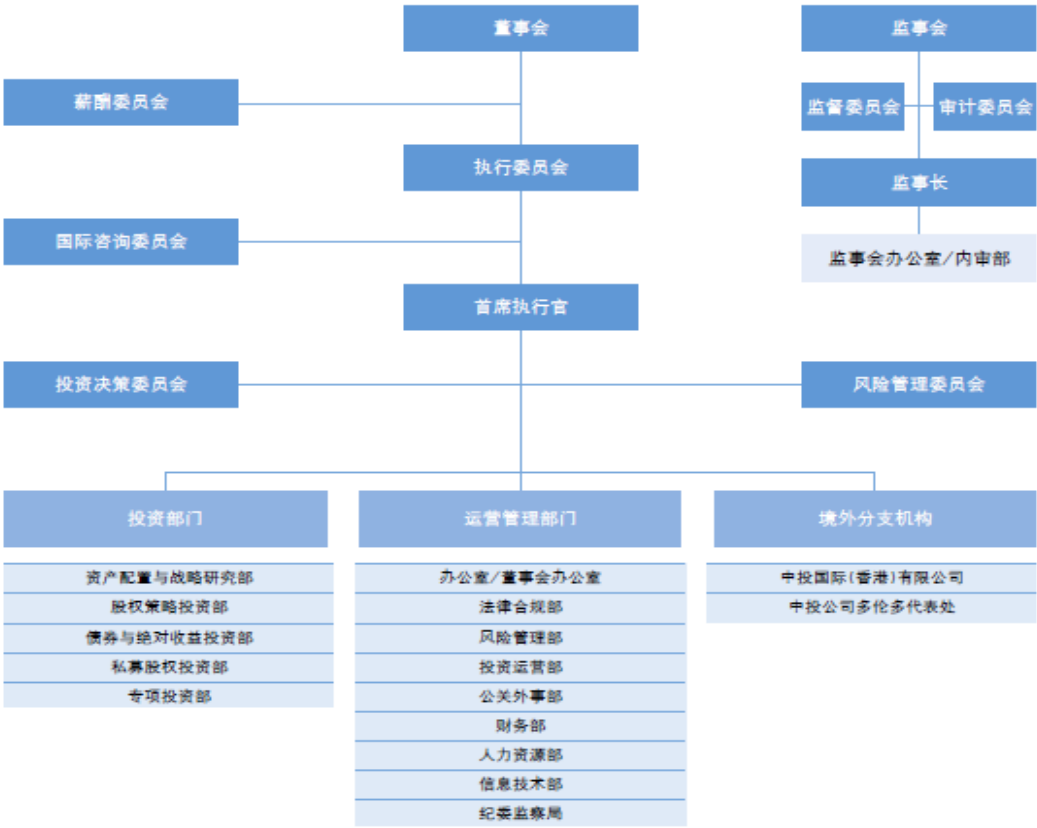
(一) 中投公司的治理机制研究

从中投公司的内部管理架构看 (见图 1), 公司治理结构已经建立, 包括董事会、监事会、执行委员会以及下属各个职能部门设置齐全。

首先是董事会和监事会。董事会根据国务院确定的公司经营发展目标，负责制定公司经营方针、投资战略确定公司拟向国务院报告的重大事项监督公司经营批准或授权建立相关机构任免公司高级管理人员行使《公司法》和公司章程规定的其他职权。监事会负责检查公司财务监督董事、高级管理人员的经营行为，对违反法律、行政法规、公司章程的董事、高级管理人员提出罢免建议当董事、高级管理人员的行为损害公司利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正制定、修改监事会议事规则行使法律、行政法规规定的其他职权。

其次是执行委员会。执行委员会下设了国际咨询委员会、投资决策委员会和风险管理委员会，在董事会领导下，执行董事会的决议，负责公司日常经营管理中重大问题的决策。国际咨询委员会是由国际知名专家及人士组成的内部非常设性机构，主要职能是对公司重大发展战略、境外投资战略和重大决策提供咨询；加深公司对国际宏观经济形势、全球金融市场、投资环境的了解，拓宽决策思路。国际咨询委员会每年召开一次全体会议。投资决策委员会根据董事会和执行委员会确定的投资政策、目标和程序，批准战略资产配置方案和资产配置再平衡方案；决定各投资部门的投资范围和权限；在执行委员会授权范围内，批准各部门提交的投资事项；定期听取投资计划的执行报告，批准投资计划变更；行使执行委员会授权的有关投资管理的其他职能。投资决策委员会直接对公司执行委员会负责。主席由首席执行官担任，副主席由总经理担任。风险管理委员会根据董事会和执行委员会确定的风险管理要求，负责审议公司风险管理的战略、制度和政策；审定公司总体风险限额及分配方案；审定全面风险管理报告和风险评估报告；审定重大风险、重大事件和重要业务流程的评估标准、管理制度及内控机制；定期评估公司资产配置的风险状况及风险限额的执行情况；审议风险管理策略和重大风险事件的解决方案；审定执行委员会授权的有关风险管理的其他重大事项。风险管理委员会直接对执行委员会负责，由首席执行官、首席运营官、首席风险官和相关部门负责人组成。

图 1 中投公司内部治理结构图



第三是相关内设部门，具体包括公关外事部、法律合规部、运营部、资产配置与战略研究部、相对收益投资部、策略投资部、私募投资部、专项投资部、风险管理部、财务部、人力资源部、信息技术部、监察局、监事会办公室与内审部等。

公关外事部负责公司的公共关系、新闻发布、媒体关系和国际合作；分析研究宏观经济金融形势、全球公共政策和国别政策；承担国际咨询委员会秘书处工作。法律合规部负责公司的法律和合规事务，控制公司的法律风险，为公司各类业务提供法律支持，以保障公司资产和收益的安全性；保障公司投资及运作的外部合规，并配合公司其他相关部门，保障公司内部运作的合规性。办公室负责公司日常行政办公及后勤服务管理；承担公司董事会、执委会等秘书事务；负责公司综合文件起草、公文运转、档案、统计、安全保密、公司采购管理等工作。资产配置与战略研究部负责拟定和调整投资政策、战略资产配置方案，管理总体投资目标，编制风险预算；跟踪研究全球经济、金融市场、重点行业、主要经济体的发展动态；承担投资决策委员会秘书处工作。相对收益投资部负责公开市场股票和固定收益产品传统投资业务；执行商品市场和货币市场策略；选聘、管理和考核相关的外部基金管理人；跟踪研究相关市场发展动态；适时制订、变更投资策略和投资组合。策略投资部负责公开市场自营的资产管理业务以及绝对收益投资；选聘、考核相关的经理人；跟踪研究相关市场发展动态；适时制订、变更投资策略和投资组合。私募投资部负责以委托、有限委托、跟投等方式的私募市场投资，以及房地产各类投资；选聘、考核相关的基金经理人；跟踪研究相关市场发展动态；适时制订、变更投资策略和投资组合；参与相关投资的运作与管理。专项投资部负责单笔投资规模较大、集中度较高且计划持有较长时间的机会型主动投资，参与相关投资的运作与管理。投资运营部负责公司交易匹配、投资活动的后台结算交割、投资资产变动的处理和维持等投资后管理工作；处理日常投资交易数据及其维护；托管行、清算行的选聘、评估和日常管理；SPV 公司开设；新产品上线测试等工作。风险管理部负责拟定公司风险管理政策框架；建立和维护风险管理系统，识别、评估和监控投资业务中涉及的各类风险；建立健全风险监测、预警及危机处理机制，提出重大风险解决方案；计算风险调整后收益，评估投资业绩；承担风险管理委员会秘书处工作。财务部负责公司会计核算，根据国家会计准则编制会计报表和年度决算报告；编制和执行公司年度财务收支预算，并提供公司经营状况财务分析报告；管理公司存量资金；负责投资交易资金的清算与结算。人力资源部负责拟定公司人才战略，进行公司人力资源规划、开发、配置和管理；建立并实施绩效考核、薪酬福利及培训制度，为公司持续发展提供有国际竞争力的人才支持和保障。信息技术部负责公司信息技术系统的规划、开发、建设、管理和维护，为公司的投资和运营提供信息技术支持。监察局负责公司的反腐倡廉工作；负责公司纪检监察制度的制定和实施，建设和完善公司内部惩防体系；对员工遵纪守法情况进行监督检查；调查处理违纪违法案件。监事会办公室与内审部负责制定监事会工作制度和内部审计规章制度；建立并完善反舞弊工作机制；组织内部审计、协助开展外部审计，提出整改建议并督促实施；协助监事会对董事、高级管理人员和其他相关人员履职尽责情况开展监督和评估。

（二）中投公司的风险管理研究

风险，往往来自于投资活动和日常经营中内在的不确定性。在全球风险环境呈动态变化的大背景下，主权财富基金在不断开拓是进入市场的新渠道、投资新产品的过程中会面临诸多风险因素。从风险类别看，主权财富基金的投资行为主要面临五大类风险，具体包括国家和政策风险、市场风险（包括宏观微观层面的风险）、法律风险、企业风险和操作风险等。具体分析：

（1）国家和政策风险是指主权财富基金所投资的标的物通常为外国资产甚至是外国固定资产，这必然会由于投资东道国的政治局势与社会经济变动，政府政策的调整而存在较大

的投资不确定性。尤其是东道国可能会因为政治需要，外交关系的亲疏远近，行业政策的改革而调整对待一国主权财富基金的投资审核制度；

(2) 市场风险，这里是一个较为宽泛的定义，指宏观和微观经济环境的不确定性而导致的投资损失的可能性，包括一国的币值、汇率、利率水平调整，经济稳定性包括通货膨胀水平等；

(3) 法律风险是外国投资者必须遵循投资接受国的相关法律法规和监管制度的要求，完成相关针对主权财富基金的特殊审核程序；

(4) 企业风险，主权财富基金作为财务投资者通常并不直接参与所投资企业的经营管理，而是通过股东大会和董事会进行战略性的管理，因此无法规避委托-代理人的风险因素，投资可能会因为管理层的经营不善而无法实现预期回报或分红；

(5) 操作风险是指因内控制度不健全不完善、人为影响或错误性操作等原因而出现的投资损失。因此，国际著名的主权财富基金自成立以来就不断发展和完善风险管理机制，包括长期收益目标与风险偏好的匹配，完善是风险管理流程，加强风险分类、识别、评估、监测和管理系统的建设。

自 2007 年 9 月成立以是来，中投公司一直致力于将风险管理能力构建成公司核心竞争力的一个重要组成部分。其风险管理的整体目标是构建积极而完善的风险管理架构和可实施的风险管控措施，确保对风险因素的有效识别和监控，使投资行为在可接受的风险水平范围内有序运行，实现股东和基金价值的最大化。也就是说，中投公司坚决避免或减少如操作风险等无法带来投资收益的风险，而主动承担或管理可提高投资收益的风险要素例如市场风险和企业信用风险等；在具体操作中，中投公司制定了自身的风险监管指引和风险预算，实施全面的风险管控制度和内部控制架构，明确投资行为的风险容忍度与风险偏好，在组织架构方面，中投公司通过构建执委会、风管会、风险管理部、法律部等多层级管理体系来确保对风险的稳健经营，此外中投公司在管理层还特别设立了首席投资风险官，以确保管理层的扁平化管理。

中投公司的风险管理委员会由董事长兼首席执行官、两名副总经理，以及风险管理部、法律合规部、公关外事部、资产配置与战略研究部、财务部、内审部和办公室总监组成，对公司投资和运营中面临的市场、信用、操作、流动性、国家、法律和声誉等风险进行集中决策。其他公司领导 and 部门总监视情况列席风险管理委员会会议。风险管理部负责管理公司投资和运营中潜在的市场风险、信用风险、操作风险和流动性风险。法律合规部负责管理法律风险以及审查并确保公司的投资行为符合投资接受国或地区的相关法律、法规要求。公关外事部负责管理国家风险和声誉风险。

在此基础上，中投公司建立了全面的风险管理体系，确定了各类风险指标。风险管理部根据公司资产配置方案所确定的风险预算，对不同的资产类别设定风险限额。中投公司使用国际通行的风险管理系统进行风险分析和报告，监控公司持有的各项头寸（包括外部投资管理人管理的头寸）的风险状况，向公司管理层和相关部门提供全面的风险管理周报、月报和季报。同时，公司还建立了新的风险预警机制，对突发事件和预警指标进行监测，根据对潜在损失的分析与评估，对潜在风险进行管理。

此外，中投公司还在风险管理的委员会下成立了估值委员会，负责审核批准估值模型和用于估值的市场价格和参数来源，审核公是司金融资产的估值报告等。在估值委员会的领导下，中投公司对二、三层级金融资产新建了估值系统。2010 年，中投公司提升了全公司范围内的风险管控能力，有效整合风险管理职能，实现对是市场风险、信用风险和操作风险的集中管理。根据投资业务的开展情况，建立了较为完备的风险管控制度，形成包括风险指引、风险预算、风险管理办法等多层次风险管理架构。其核心目标是加大对投资前台的全程风险监控，完成独立的风险评估，提供风险预警支持，以全面提升公司对各类投资风险的

管控力度。中投公司从估值框架和政策、方法和模型、硬件系统和数据库等方面入手，专门聘请咨询顾问公司，借鉴先进投资机构的运行经验，构建投资估值模型，实施风险要素的模块化管理，提高投资后期的风险管理水平。建立“三道防线”内控体系。公司各部门为内控第一道防线，主动对内部风险控制和流程进行及时监测和评估；风险管理部为第二道防线，负责监测和报告公司内部控制体系运行情况；内审部、纪委监察局为第三道防线，负责对公司各部门内控管理进行内部审计、评价和监督。

二、国际主权财富基金的公司治理与风险管理

从管理架构来看，中投公司在借鉴国际主权财富基金经验的同时，也形成了自身的特点，特别是其在设立过程中采取的较为独特的模式以及成立后的战略部署和投资行为，在国内外引起广泛关注。中国的主权财富基金该如何执行外汇储备管理体制改革的经验，如何才能对中国宏观经济政策起到最好的协调作用，同时在一定风险承受之下力求投资管理收益的最大化，为中国宏观经济发展、国民福利增加做出贡献。要解决这一重要课题，就有必要结合国际主权财富基金在公司治理、风险管理等方面的经验，对比分析中投公司与国际主权财富基金的差距所在。事实上，虽然新加坡与中国在经济实力、市场环境、财富构成等方面存在较大差异，但其主权财富基金的设立与运行都有很多值得我们学习借鉴之处，特别是其在具体决策和运作过程中所体现的独立性，更是中国主权财富基金可学习和吸收的重要方面。

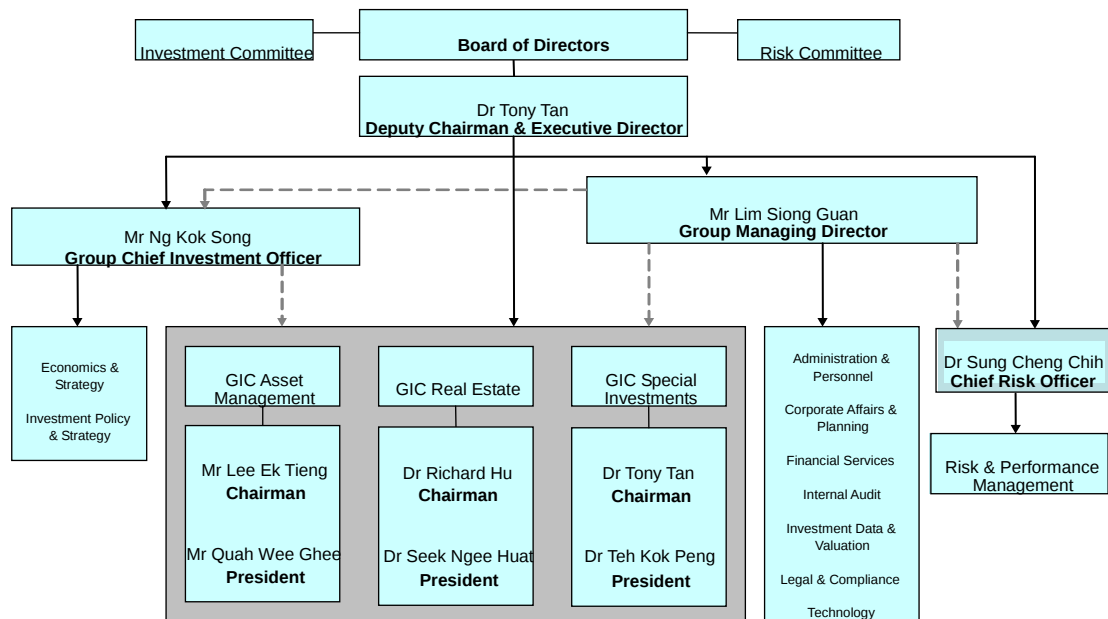
（一）国际主权财富基金的公司治理与风险管理

1、新加坡政府投资公司的公司治理与风险管理

依据新加坡宪法第五条款（Fifth Schedule），新加坡政府投资公司的董事会成员和董事总经理的任免要经过总统的批准；公司需要将其年度财务报表和预算提交总统批准。新加坡政府投资公司董事会下设投资委员会、风险委员会、薪酬委员会（见图2）。董事会成员16名，主要由新加坡政府部门负责人、新加坡国内一些大企业总裁，以及下属子公司负责人组成，李光耀担任主席。投资委员会由8人组成，另有三名外部顾问，分别是耶鲁大学投委会主席 Dr Charles Ellis，高盛资产管理公司执行董事 Dr Robert Litterman，Ermitage Group 主席 Mr Paul Myners。投资委员会的主要职责是建议投资与资产配置方案，审查组合投资业绩与战略投资事宜。风险委员会则只有3名成员，分别是新加坡贸易与工业部部长，新加坡航空公司 CEO、亚太资产管理公司执行董事 CEO，另有外部顾问专家一名，即高盛资产管理公司执行董事 Robert Litterman。其主要职责是了解与监控集团面临的重大风险，审查风险政策的合理性，评估公司风险管理的有效性。在执行层面，新加坡政府投资公司设有执行委员会，下设集团公司管理委员会、集团公司投资委员会、集团公司风险委员会等三个委员会，同时设有首席投资官、首席风险官。执行层每年至少向公司董事会报告两次。

在风险控制方面，新加坡政府投资公司还设有独立的风险与绩效管理部（Risk & Performance Management Department）。其主要职责包括：进行风险控制，增加公司投资组合风险承担的效率。公司把风险分为两类，一类是“无偿风险”，即无投资回报的风险，如对手风险、操作风险、法律合规、受托人风险、声誉风险等，对于此类风险，风险管理侧重于风险控制（Risk Control），尽量杜绝无偿风险的发生；一类是“有偿风险”，即有投资回报的风险，如市场风险、流动性风险，对此类风险的管理则侧重于提高风险承担的效率（Risk Efficiency）。风险管理即在风险控制与风险效率纬度上寻求落脚点。相应地，风险与绩效管理部划分成7个小组，分别为股权风险分析小组、全球市场风险分析小组、企业绩效分析小组、企业风险分析小组、风险治理结构与政策小组、投资监控小组、操作与信贷风险小组。

图2 新加坡政府投资公司管理架构图

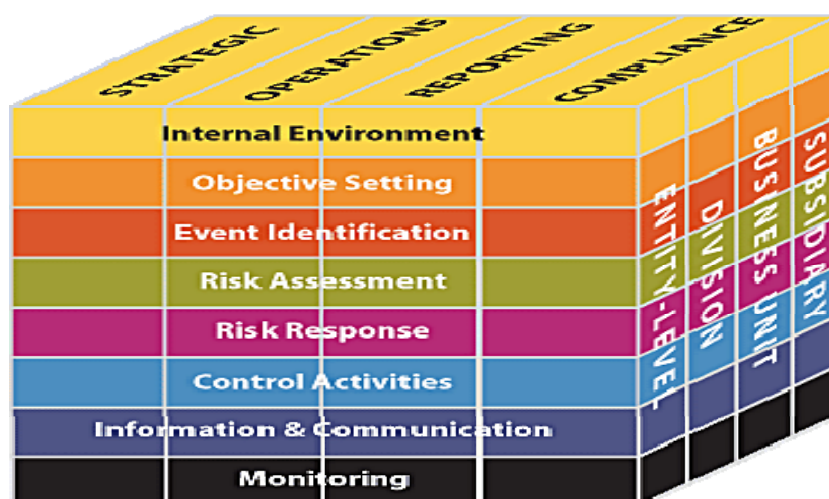


2、淡马锡公司的公司治理与风险管理

与新加坡政府投资公司一样，淡马锡遵循新加坡宪法附属“第五条款”，是由新加坡政府全资拥有并负责监管、以私人名义注册的一家非上市控股公司。新加坡政府赋予淡马锡的宗旨是：“通过有效的监督和商业性战略投资来培育世界级公司，从而为新加坡的经济发展做出贡献。”公司董事会目前由10名董事组成，大部分来自独立私营机构的非执行领导者。董事会下设执行委员会、审计委员会和干部培养与薪酬委员会三个委员会。其中，执行委员会在董事会指定的财政权限内，有权检讨、审核并批准有关监管、控制、融资和筹款、收购和合并、股东架构的变动、股息派发政策及重要经营决策相关事宜。执行委员会还负责制定有效管理淡马锡资本资源的政策和指导方针。淡马锡日常业务活动的经营管理活动，向公司执委会和董事会汇报。

淡马锡没有专门的风险管理委员会，但有独立的风险管理部。与旗下投资公司关系方面，淡马锡不干涉所投资公司的商业或运营决策，其所投资的公司由各自的管理层负责经营管理，受董事会监督和管理。与新加坡政府投资公司投资方式不同，淡马锡主要是对企业实施控股、参股，以收购兼并为主，兼做一些公开市场投资，其模式与私募股权基金较为类似，所以其风险管理模式与新加坡政府投资公司完全不同。由于淡马锡的主要业务是直投业务，为了在各个行业之间有一个普遍适用的交流与管理平台，淡马锡的风险管理架构采用国际上较为流行的COSO组织Enterprise Risk Management框架（见图3），对公司内部各种业务和管理活动进行全方位风险管理。

图3 COSO组织企业风险管理框架



3、其他主权财富基金的公司治理与风险管理

成立于 2006 年 4 月的澳大利亚未来基金，主要受控于独立的监管委员会，该委员会总体上决定基金投资，并就基金资金的安全保障与执行方面向澳大利亚政府负责。未来基金管理机构负责发展及执行推荐至委员会的投资战略。监管委员会与未来基金管理机构的职责都制定于《未来基金法案》中。监管委员会每年向澳大利亚国会就基金各方面情况进行报告，并且基金受澳大利亚国家审计办公室的外部独立审计监督。未来基金秉承投资与风险的一体化理念，没有设立单独的风险监控团队，而是由投资团队全面、集中地进行投资及风险分析，并根据授权上报管理层或董事会。投资团队主要通过定性分析并强调对风险的认知进行风险管理，主要包括：分析基金可能投资各类资产的预期风险及收益特征，确定与基金回报目标及投资期限相匹配的基金风险特征；通过不同资产类别及同类资产内的充分多样化，规避投资集中化的风险；通过严格的甄选及监控外部管理人，确保积极风险配置的合理性；监控积极外部管理人的组合构成，确保不发生投资策略的无效偏离；严格评估并管理市场风险与积极风险。

挪威政府石油基金在 2006 年 1 月改组为政府养老基金，由挪威财政部委托央行实施全球化的投资运作。挪威中央银行根据国家政策目标的不同而下设两个独立投资机构：货币政策执行机构和投资管理机构，后者是挪威政府养老基金的具体投资运作部门。挪威的主权财富基金按照现代公司治理机制搭建了较为规范和完善的公司治理架构，即政府为基金唯一的大股东和出资人，但基金设立基础是股份制公司，按照股份制公司进行运作管理。公司管理层通过招聘职业经理人产生，政府对公司重大决策的影响只是通过董事会进行，公司执行董事负责制定年度投资指引；在管理架构上，投资决策前台部门与负责风险管控、内部控制和监督的后台部门设有明确授权界限，相互牵制和制约。在投资策略方面，国家财政部负责审核其相关组合策略，一个核心原则是对风险承受能力要求适中，投资品种的流动性也要求适中，必须确保国家对未来养老保险的社会福利的支付要求。可以看出，由于挪威主权财富基金的设立目标是满足后代的福利需求，实施的是组合型稳健甚至是保守的投资策略，对投资实体多为参股持股比例低，这与淡马锡等主权财富基金谋求企业控制权的战略性投资策略截然不同。从另一个方面，正是由于组合投资策略对企业影响力小，不谋求对投资企业的控制权和影响力，因此国际社会普遍认为挪威养老基金的投资行为更加市场化和具有透明度，对投资接受国的国家安全威胁小，更容易被接纳和批准。

俄罗斯稳定基金于 2004 年 1 月 1 日成立，其后拆分为储备基金和国家福利基金。俄罗斯联邦财政部负责储备基金和国家福利基金的管理。经财政部同意，储备基金的一些资产管理职能可授权给俄罗斯联邦中央银行（俄罗斯银行）。对于国家福利基金而言，一些职能可以授权给俄罗斯银行或特别金融机构（外部管理者）。储备基金和国家福利基金已将国民财

富账户和俄罗斯银行的账户进行了分离。作为财政部预算执行报告的一部分，财政部在每一季度应向政府报告基金的筹集、投资和资金花费情况。相应地，政府应在每一季度将同样的项目报告给俄罗斯议会两院——俄罗斯联邦议会（国家杜马下议院和联邦委员会）。每月初，财政部应就储备基金和国家福利基金的筹集、投资、余额和投资运作情况向大众媒体发布报告。储备基金和国家福利基金的筹集、花费和投资运作由俄罗斯联邦会计院进行每年一次的审计。俄罗斯联邦会计院是由俄罗斯联邦议会设立的独立法定审计机关。

（二）国际主权财富基金公司治理与风险控制的主要特点

1、政府部门是主权财富基金的主要所有者，行使出资人的职责。

在全球大多数主权财富基金中，政府部门均具有重要的地位，扮演着关键的角色。虽然不同类型的主权财富基金中政府的角色又有所区别，但是无论是哪一类型的主权财富基金，政府部门在其治理方面往往都具有决定性的作用。比如在新加坡，包括淡马锡在内的五个国有企业的董事、总裁的任免均由民选总统批准任命，总统对主权财富基金的影响与作用至关重要。此外，淡马锡控股公司 100%股权被新加坡财政部所持有，其针对主权财富资产展开的具体运营和操作受到财政部投资司的监督，对于其经营中面临的某些投资策略、公司重大决定以及有关的大型民营化项目等，淡马锡公司也必须向财政部咨询意见。

2、风险管理框架相对较为完善，监控目标细分明确。

新加坡政府投资公司建立了一套经过规范成熟的风险控制体系，以实现通过内控机制合理承担投资风险。政府投资公司的风险管控架构体现在两个方面：一是投资决策的“风险一票否决”机制，即必须充分认知、测量、管理和监控所进行的投资活动的相关风险，在风险识别完成、符合风险预算指引后才能进入下一步的投资核准程序；二是多层次的风险管控架构，即从管理架构上保证风险管控网络层层设置，相互交叉和复核，没有风险遗漏的盲区，以彻底识别所有重要的潜在风险，为投资决策提供技术性支持。

在组织架构中，风险管控的最高机构是风险管理委员会，由管理层直接参与和领导，其主要职责是制定风险指引和风险管控政策，构建真正有效的风险识别、控制和预警体系，推行企业严谨的风险管理文化；风险管理委员会下设信用风险、运营风险以及分散投资等三个委员会，针对专项风险进行定期评估，在技术层面还由专业的风险评估部提供支持，以从制度上保证对风险配置执行情况的定期检查。

公司风险管理部则负责对相关投资行为和新投资行为进行定期风险评估，对超出风险指引的投资配置进行预警。公司的风险管理部负责对公司相关风险管理制度的执行执行进行日常跟踪和监控，并提供独立的评估和监督报告。投资前台部门只能依据风险指引和风险政策中允许的风险-投资回报来开展投资行为，任何未经识别和评估的风险类别都必须另行审核。

在外部监管方面，由于政府投资公司受政府委托而管理国家的部分超额外汇资产，因此依据新加坡的相关法律条文，政府投资公司的投资预算需经总统直接审核，定期向总统提供相关财务数据。此外，政府投资公司还需接受新加坡国会的直接质询。在对公众的信息披露方面，公司或管理层有法定义务需向社会公众提供公开报告，说明目前投资配置和回报情况，可能的运作方式。

与政府投资公司一致的是，淡马锡也高度重视对投资运营管理的风险管控建设，其更加强调对不同风险要素的细分，并根据细分要素制定有针对性指向性的风险管控策略。细分后的风险大类有三：（1）战略性投资风险，涵括政治风险、产业链风险和流动性风险等；（2）金融类投资风险，涉及汇率、利率、币值、资产价格等多种市场风险，信用风险和资产配置风险；（3）运营类风险，此与内控风险比较类似，包括法律风险、操作人员风险、投资过程风险、IT 系统风险等。针对第一类风险，淡马锡往往通过调整投资所在国、产业类别等进行分散化投资，以实现国别、产业和周期的平衡；针对第二类风险，淡马锡主要运

用风险估值模型来进行投资回报的敏感性压力测试，获取可承受的风险额度，并以此为依据指导相关投资在投资品种的配置比重，由风险管控部门每日评估基金组合的风险估值，每月出具集团的投资风险评估报告；针对第三类风险，淡马锡主要是通过设立法律内控部门和内部审计部门，对工作流程，审核制度、人员督导等进行积极防范，其中内部审计实行定期化，每十八个月循环审计公司各主要部门。

将新加坡政府投资公司和淡马锡的风险管控制度与挪威主权财富基金的相关制度进行比较，可以看出三家机构对风险细分、识别、评估，制定投资的风险预算方面具有较多的一致性。挪威主权财富基金将风险细分为三大类：投资市场风险、信用风险和投资运营风险。其中，对投资市场风险的测量主要是比照投资组合的标杆市场回报，以判断绝对市场风险和相对风险的组合收益标准差，为组合投资的配置调整提供数据支持。而信用风险由于挪威主权基金的投资主要为债券类组合，所以集中在固定收益类金融产品的组合风险和交易对手的不履约风险方面；最后，其对运营风险的范围和管控措施，与淡马锡和新加坡政府投资公司基本一致。

3、功能定位与投资策略呈现多元化发展趋势。

新加坡实行的是积极管理外汇储备的策略，对主权财富的功能定位进行了明确的区分，首先是设定满足国家安全和流动性需求的外汇储备保有量，当国家所积累的储备规模超过这一规定限额时，使用超额外汇储备成立独立的国家投资机构，涉足传统储备投资之外的其他投资品种，实现投资组合多样化，其根本目的是提高超额盈余的整体回报水平。跟踪新加坡外汇储备的整体投资组合和战略配置的历史数据可以看出，新加坡的投资组合策略从 1981 年开始有了较大调整，其组合中低投资回报的流动性资产比重逐年下降，而长期性的高投资回报资产的比例呈上升趋势。此外，新加坡金融管理局与主权财富基金在在外汇投资管理方面各司其职，前者主要承担外汇储备的流动性管理职责，而国家投资机构则专注于高投资收益的长期资产。但不寻求通过投资对行业、企业的控制或影响。

此外，俄罗斯石油稳定基金与挪威全球养老基金在功能定位与投资策略的多元化发展趋势更为鲜明。俄罗斯石油稳定基金自 2008 年 2 月 1 日起一分为二，根据功能定位的不同拆分为储备基金和国家福利基金。储备基金是稳定基金的延续，目标是隔离石油价格下跌对国内财政预算的冲击，因此储备基金的投资对象是与稳定基金类似的一组保守的政府债券投资组合。国家福利基金的目标是支持本国养老中国投资公司与国外主权财富基金投资模式比较体系，确保在基本保险“养老基金”出现短缺时可以进行支付，同时为子孙后代留下更多的财富和储蓄，实现财富在当代与后代之间的公平分配，提高当前和未来的国民福利保障水平。因此福利基金追求的是收益最大化，相对稳定基金而言，国家福利基金的投资具有如下特点：第一，投资对象多元化，包括外国国债、外国央行和金融局发行的公债、国际金融组织的债券和外国公司的债券与股票，以及在外国银行和信贷组织的银行账号中的存款和余款。其中存入外汇银行托管的资产不得超过 30%，投资外国政府债券的资产不得低于 50%。第二，对投资债券长期信贷能力评级级别的要求有所降低：评级不一定必须达到惠普公司或普尔公司评定的 AAA 级，或者穆迪公司评定的 Aaa 级，但不得低于惠普公司或普尔公司的 AA 一级或穆迪公司的 Aa3 级。挪威全球养老基金采取组合型投资策略，实行持股比例较低的参股性投资。投资法规对央行投资管理机构在投资对象中的持股比例有严格规定：央行投资管理机构对单一公司总股本的持有比例和对单一公司内有投票权的股份持有比例最高均不得超过 3%。在此法规规定下，全球养老基金在所投资的约 3500 家公司中，平均持有股权的比例都低于 1%。这一投资策略的优势在于不会造成目标企业的控制权的转移，投资造成的影响较小，容易得到东道国的认可。全球养老基金投资策略可以被划分为三个阶段。第一阶段是在 1998 年以前，债券和固定收益工具是主要投资对象；第二阶段是 1998 年至 2000 年，挪威中央银行放宽了对股票投资的限制，全球养老基金投资组合的 50%可用于投资全球股票市

场，但此阶段政府债券依然是主要的投资对象，投资风格仍然保守；第三阶段是 2001 年至今，上市的股权工具、风险较大的无政府担保证券、房地产以及私人股本进入投资范围，投资对象多样化，并加大了在新兴市场国家的投资力度。从三个阶段投资策略的演进可以看到挪威全球养老基金渐进的资产配置理念，在积累丰富的经验后，才进行积极进取的资产配置。

三、国际主权财富基金公司治理与风险控制的评价

总的来看，全球大多数主权财富基金的出资人都是政府，因此无论是哪一类型的主权财富基金，政府都或多或少的对主权财富基金的管理与运行产生着影响，这也使得主权财富基金在公司治理方面与市场上其他公司相比具有一定的特殊性。但是，从国际著名的主权财富基金来，商业化与透明化是主权财富基金发展的未来趋势，政府的对主权财富基金的影响也在逐步淡化。

通过比较中外主权财富基金的治理机制与管理架构，本文研究发现中投公司在内部运营与外部管理两个层次与国际著名的主权财富基金具有许多的相似之处，部分运营与管理区域更具有其一些自身的特点和优势，但目前市场仍然存在不少对中投公司治理的质疑。比如围绕股东治理机制的难题提出的质疑，围绕政府监管机制的失灵提出的质疑，以及围绕债权人治理机制的欠缺提出的质疑。从国外的模式看，这类主权财富管理机构都是很独立的，比如，在中东模式下，那些由国王成立的财富基金，没有政府干预；挪威模式也是很独立的，它的决策很透明，向国会负责，但不受任何行政干预。国家要明确主权财富基金的地位，从而提高运作的透明度和商业化。

从目前来看，专业化、商业化、独立化的经营对中国投资公司至关重要，是其能否达到预期目的的关键。首先，国际金融市场错综复杂、瞬息万变，只有进行专业化的管理才有可能获得风险调整后更高的回报。其次，中国投资公司从股权性质与行政级别上可以说是一个政府机构，但他担负着管理国家主权财富的重责，因此需要相对独立，不能和一般行政部門等同视之，也不能受到其他性质部门的干预和影响。

从国外的模式看，这类主权财富管理机构都是很独立的，比如，在中东模式下，那些由国王成立的财富基金，没有政府干预；挪威模式也是很独立的，它的决策很透明，向国会负责，但不受任何行政干预。另外需要强调的是，商业化原则对于中国投资公司的成功运作也是必不可少的。主权财富基金在公司章程中需要厘清几个关系：与股东（国家或国务院）的关系，与财政部和中央银行的关系，与国务院下属各大部委的关系，与金融监管当局的关系，与附属机构尤其是控股参股机构之间的关系。通过清晰界定管理和授权的界限，从而最大程度的减少政府或政治上的干预，保证经营管理的独立性。中投公司虽然是管理我国的一部分外部主权财富，但它执行的是商业化的经营目标，而不是纯粹的政策目标。目前有西方国家诟病中投公司的商业性取向不足，其公司管理层全部由国务院直接任命，公司治理机制中的董事会、监事会和执委会的成员也多为前政府官员，管理层与党委职能角色交叉，难以厘清其中关系，这是典型的国有独资公司的特点。对此，中投公司需加强公司治理机制的规范化建设，提高相关运作机制的透明度。

通过完善公司治理机制，政企分开，建立明确的商业化、专业化与独立化的原则，将是中投公司走向成熟主权财富基金的关键步骤。实践证明，如果缺乏有效的法律框架和治理机制保障，主权财富基金将因其特有的政府背景很难避免政治影响与各方面的官僚干预，其投资目标将是多元而相互冲突矛盾的。如果主权财富基金丧失了独立性和商业化的运作机制，则无法确保实现其商业性投资目标，无法获得最优的风险投资回报。由此同时，如果主权财富基金不能展现足够的商业化运作机制，则无法澄清其投资是否具有政治意图甚至只是国家的政策工具，从而难以通过投资接受国基于国家安全的各项审核程序，使得海外投资受阻。

而作为一个独立经营、自负盈亏的投资实体，主权财富基金在风险控制方面与过去相比更为严格和谨慎。可以看出，主权财富基金的风险管理具有三个方面的共同特征：一是管理层直接介入风险管理全过程；二是通过投资组合的多元化，降低投资组合的相关性实现整体风险水平的降低；三是高度注重运用先进风险计量手段完成资产的战略配置和风险评估。当然，各国的主权财富基金在实际操作中各具特色：新加坡政府投资公司构建了自上而下的风险管理系统，依托制度来全力推行谨慎的风险管理文化；俄罗斯主权财富基金则主要依托标普、惠誉等国际评级机构的相关评级和调整情况，其管控指引较为细致，针对投资实体的国别、投资额度与期限和评级信用等级的事项进行逐一规定。淡马锡和挪威养老基金则侧重对风险进行细分，而后规定明细的风险管理策略。

如前文分析所述，中投公司的主要是由风险管理委员会、风险管理部和法律合规部等组成的风险管理体系，虽然在中投公司针对资产的战略配置和投资组合策略定位较为清晰和明确，例如汇金公司专司国内战略性稳定性注资，公司主体专责海外组合与战略性投资。但不可否认，中投公司的成立时间相对较短，与国际上组建历史较长的主权财富基金相比，中投公司还需不断改革和完善。

参考文献：

- [1]袁境、白煜，“淡马锡”模式与中国国资管理机构的角色定位[J]，经济体制改革，2006年第5期。
- [2]张光红、王坤、吴航，中国投资有限责任公司海外投资案例分析[J]，改革与战略，2009年第1期。
- [3]张明，高外汇储备难以承受之重[N]，第一财经日报，2005年5月31日。
- [4]张明，论次贷危机对中国主权财富基金带来的机遇与挑战[J]，国际经济评论，2008年第3期
- [5]张明，主权财富基金与中投公司[J]，经济社会体制比较，2008年第2期。
- [6]张占魁、王熙等，新加坡淡马锡的治理及其启示[J]，经济管理，2007年第4期。
- [7]张晓声、朱战勇，主权财富基金形成、演进及评价——兼论中国主权财富之完善[J]，市场周刊，2007年第12期。
- [8]张毅、刘媛媛，国外主权财富基金管理的做法及启示[J]，经济纵横，2008年第5期。
- [9]张毅晓，我国主权财富基金如何规避投资风险[N]，金融时报，2008年1月26日。
- [10]张占奎、王熙、刘戒骄，新加坡淡马锡的治理及其启示[J]，经济管理，2007年第2期。
- [11]张志华，人民银行巨额外汇储备的经济性质及其出路[J]，财经科学，2009年第12期。
- [12]张世贤、徐雪，我国主权财富基金的投资方向选择问题——基于国家利益原则的战略视角[J]，中国工业经济，2009年第7期。
- [13]张志超，最优国际储备理论与测度：文献综述[R]，中国社科院国际金融研究中心，2009年。
- [14]赵小平，主权财富基金开展对外投资所面临的外部投资环境和中国的对策[J]，财贸经济，2009年第6期。
- [15]章志平，主权财富基金发展的原因与对策[J]，北方经贸，2009年第2期

The Management Mechanism, Risk Management and International Comparison of China's Sovereign Wealth Fund

Wang Yan

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and
Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: The China investment corporation as the China's sovereign wealth fund has an important meaning in the research of China's sovereign wealth fund. This paper analysis the governance mechanism, risk management and core elements deployed of CIC .Then detailed comb the management mechanism and risk management of Singapore investment company and Temasek, corporate. And take the comparison analysis research with the international sovereign fund.

Key Words: Sovereign wealth fund; governance structure; risk management

收稿日期：2012—01—20

作者简介：王艳，西南财经大学中国金融研究中心金融学博士生，研究方向：金融理论与实践