

借鑒淡馬錫經驗，設立主權財富基金

——澳門經濟適度多元化的新選擇

澳門發展策略研究中心

2010年8月

近年來，隨著澳門博彩業的快速發展而形成經濟的相對單一化，為推動澳門的可持續發展，對澳門經濟適度多元化的研究日趨迫切。一般意見認為，澳門經濟適度多元化主要可循兩個發展路徑：博彩旅遊業的垂直多元化、以“中葡商貿服務平臺”的打造為中心的橫向多元化。然而，根據我們對新加坡淡馬錫控股公司的研究，澳門經濟適度多元化還可以有另一的選擇，就是通過設立類似“新加坡淡馬錫控股”的主權財富基金，以該基金公司作為投資平臺，通過向澳門周邊地區，尤其是與澳門經濟密切相關的橫琴新區，等進行投資，藉此推動澳門經濟適度多元化發展。

一、新加坡經驗：經濟適度多元化新選擇

作為亞洲地區的小國，新加坡亦十分重視經濟適度多元化問題，亦為此而推出一系列的政策。其中，比較值得重視的經驗之一，就是透過設立主權財富基金——“淡馬錫控股”，實施多元化的產業與區域投資策略，以配合國家宏觀經濟發展。

20世紀60年代以來，成立不久的新加坡採取了以政府為主導經濟發展方針，興辦了一批國有企業，簡稱“國聯企業”。到70年代中期，新加坡的國聯企業越來越多，如何加強對這些企業的管理與監管，成為擺在政府面前一個迫切課題。在這種背景下，1974年6月，新加坡政府決定由財政部（投資司）負責組建由新加坡政府全資持有的控股公司——“新加坡淡馬錫控股（私人）有限公司”。根據當時政府的委托，新加坡開發銀行等36家國聯企業的股權（總額達3.45億新元，約合7000多萬美元），被授權由淡馬錫公司負責經營。當時，政府賦予它的宗旨是：“通過有效的監督和商業性戰略投資來培育世界級公司，從而為新加坡的經濟發展做出貢獻。”

2002年以前，淡馬錫控股可以說是新加坡國家經濟的操盤手，其任務在於主導國家經濟發展。它直接從事國家的能源、運輸等產業的發展，並且參與社會公共事業的投資和建設。這一時期，淡馬錫資產組合絕大部分是國內

資產。2002 年以後，新加坡發起一場“國家重建”運動，把整個國家當成亞太地區的“對衝基金”，把自身命運與亞洲其他地區相結合¹。這種戰略也反映在淡馬錫控股的投資計劃安排中。2002 年，淡馬錫執行董事兼 CEO 何晶對淡馬錫進行了一系列變革，特別是為該公司爭取到在新加坡境外購買資產的授權，這是新加坡以境外投資推動經濟適度多元的起端。

何晶的思路很明確：新加坡經濟的高速成長已成爲歷史，而中國和印度在內的發展中國家，才是亞太經濟的新火車頭。如果新加坡經濟仍固守本土，勢必失去最佳擴張時機。這一時期，淡馬錫經過多年積累，總資產達到 900 億美元，淡馬錫可以憑藉資金優勢，進入緊缺資金的國家和地區，分享那裏的經濟增長成果。2002 年以後，淡馬錫對其投資組合進行了顯著調整，不再將主要的投資放在新加坡，僅留三分之一在新加坡，三分之一在亞洲，另三分之一在亞洲之外地區。當時，淡馬錫的四大投資主題是：日益崛起的亞洲經濟體；不斷壯大的中產階層；日益深化的競爭優勢；不斷興起的冠軍企業。

地緣上的關係和多年的經驗積累，使得淡馬錫控股對亞洲市場並不陌生，甚至可以說淡馬錫控股非常熟悉亞洲各國的經濟脈絡，其投資方向顯得格外清晰和明朗。按照淡馬錫控股主席丹那巴南的說法，淡馬錫重點投資中國、印度、馬來西亞以及印度尼西亞等 4 個中產階級迅速崛起的國家。淡馬錫先後投資 50 億美元購入中國的民生銀行、中國建設銀行和中國銀行的股權，超過匯豐銀行而成爲投資中國金融業規模最大機構。淡馬錫控股在中國的投資重點，還包括具有戰略意義的能源產業。2004 年，淡馬錫控股以 2.28 億港元收購了中電國際 3% 股權。淡馬錫控股在中國的投資，很快獲得了歷史性的機遇和巨大的回報。其中最受外界矚目的就是饕餮了中國銀行業三大盛宴。從 2004 年至 2007 年，淡馬錫控股在新加坡的投資從 49% 減低至 33%，在 OECD 地區的投資從 301% 減至 26%，而在新加坡以外的亞洲地區的投資（不含日本）則從 19% 上升至 41%。

投資焦點轉向亞洲之後，淡馬錫控股在 2002 年到 2007 年的五年間所創造的複合平均回報率爲每年 38%，是上一個五年的平均回報率 17% 的兩倍多。2002-2008 年 6 年間，淡馬錫控股在亞洲投資組合的年複合回報率達 32%，其他投資組合年複合回報率爲 16%。目前，淡馬錫控股已成爲世界上第五大主權財富基金，管理著 1850 億新元（1340 億美元）的資產²。衆多跨國、跨行業的投資，給淡馬錫控股帶來了豐厚回報，也讓淡馬錫控股成爲新加坡政府

¹ 張銳：《淡馬錫資本的國際化競走》，《當代經理人》2005 年第 11 期，第 70 頁。

² 淡馬錫控股集團網站：www.temasekholdings.com.sg。

在亞太地區經濟競爭中的最佳代言人。淡馬錫控股實踐了新加坡全新的經濟定位，即實現了本國產業優化升級，在吸引外資的同時，也將國有企業國際化。2004年，淡馬錫控股主席丹那巴南驕傲地宣稱：“淡馬錫為新加坡 GDP 帶來 10% 的貢獻。”

二、澳門適度多元化新選擇：設立主權財富基金

借鑒新加坡淡馬錫的經驗，澳門經濟適度多元化除了垂直多元化、橫向多元化以外，還可以有更多的選擇，例如通過設立類似“新加坡淡馬錫控股”的主權財富基金，以該基金公司作為投資平臺，通過向澳門周邊地區，尤其是與澳門經濟密切相關的橫琴新區等地區進行投資，從而推動澳門經濟適度多元化發展。

近年來，全球國家或地區應對經濟危機的過程中，其中一個重要趨勢，就是政府都加強了對經濟的干預程度。在這種發展趨勢下，澳門特區政府亦應考慮改變過去的資助企業的政策思路，從偏重於對企業的資金資助，轉變為資助與協助投資並重的政策支持。其中一個政策考慮，可以是借鑒新加坡淡馬錫控股的經驗，設立主權財富基金。以該基金作為投資平臺，通過向澳門周邊地區，尤其是與澳門經濟密切相關的橫琴新區等地區進行投資，從而推動澳門經濟適度多元化發展。

從目前情況看，澳門經濟經過回歸十年來的快速發展，特別是政府外匯儲備的大幅增加，已經具備通過設立主權財富基金推動經濟適度多元化的條件和實力。根據澳門金融管理局的統計數據，截至 2010 年 5 月底，澳門特區的外匯儲備資產總額達到 1583 億澳門元，約合 197.2 億美元，外匯資產總額相當於澳門流通貨幣額的 30 倍。由此可見，澳門現時已積累相當的外匯儲備，具備經濟實力成立推動澳門經濟適度多元化的主權財富基金。為此，我們建議：

第一，籌組澳門主權財富基金——“澳門投資控股有限公司”，以商業化模式展開運營。

以特定法律的形式成立澳門的主權財富基金，為了減低投資風險，該基金的規模可限制在澳門特區政府外匯儲備的約四分之一左右，即大約 50 億美元。基金以控股有限公司的形式運作，初步建議考慮可定名為“澳門投資控股有限公司”。根據新加坡淡馬錫控股的經驗，“澳門投資控股有限公司”

應依法與澳門特區政府的保持一定的獨立性。從淡馬錫控股與政府的關係來看，擁 100%股份的新加坡財政部並不直接干預淡馬錫控股的日常經營。淡馬錫不會和政府討論其投資與撤消投資的行為。根據《新加坡憲法》的規定，淡馬錫作為國家重要的國有公司之一，接受新加坡總統的特別監督。這就為公司董事會和管理層提供了另外一層保障，讓其免受一些政府部門的不適當干預。

“淡馬錫模式”的一個核心思想，是通過政府全資持股的控股公司為平臺，以財政財力向企業投資，體現政府作為企業最大利益相關者的權利。通過控股公司在各企業董事會中的影響力，完成政府對市場中經濟體間接控制。另一方面，政府不直接介入企業的公司化運營，也不直接干預市場，通過價格機制，讓企業在市場中獲得盈利。屆時，又通過控股公司的管道賺取收益，形成良性循環。政府通過“抓班子（監管淡馬錫公司的領導班子），立指標（制定考核經濟指標）、定範圍（審批子公司的經營方向）和看效益（分析和調查子公司的財務狀況）等手段和措施，實現國有資產的保值和增值，並有效推動經濟的適度多元化發展。

設想中的“澳門投資控股有限公司”可借鑒淡馬錫的經驗，同時可參照香港法定機構的模式運作，即政府透過立法，通過頒布《澳門投資控股有限公司條例》，以法律形式規定該公司的宗旨、職權、公司組織架構與運作機制、公司的治理，等等。而該公司則在法律的框架下以完全的商業化模式展開運營。

第二，重視建立具國際水準的“澳門投資控股有限公司”的公司管治架構。

新加坡淡馬錫的實踐經驗證明，建立高水平的公司治理架構，是國家主權基金得以成功運作的不可或缺的要素。在優良的公司管治中，董事會對公司的有效監察是重要的元素之一。2001年6月，香港機場管理局主席馮國經博士在香港董事學會的演講中指出：“談到公司管治，不能不談監察企業的董事會功能……衆所周知，董事會主要任務有兩項：（1）監察公司的長遠發展策略及商業計劃（不包括公司日常運作）；以及（2）負責甄選和評核高層管理人員及調整它們的報酬。表面看來，這些職責似乎很基本。然而，董事會如何有效及理想地發揮這些功能，則屬相當複雜的議題。”而董事會能否有效發揮其監察功能，在相當程度上依賴董事會的組織結構和運作。

從淡馬錫的治理結構看，獨立於政府之外的董事會是淡馬錫公司治理的核心。無論是新加坡政府對淡馬錫，還是淡馬錫對其所屬公司，都把建立良好的董事會作為第一要務，董事會也把自己的受托責任即以股東的利益為出發點的責任為己任，從而在淡馬錫以及淡馬錫所屬公司體系內形成了良好的公司治理結構。淡馬錫的董事會成員和總裁，要經過政府(財政部)提出人選名單，淡馬錫對關聯公司的管理也主要是放在董事會成員和 CEO 的選擇上。淡馬錫並不直接任命所投資的公司的管理者，而是由屬下公司向國際尋求合適的經理人。淡馬錫和關聯公司董事會運作規範，權責明晰到位，保證了各公司健康高效運轉。

因此，從“澳門投資控股有限公司”籌建之初，特區政府就必須高度重視建立具國際水準的公司管治架構。這裏有兩個關鍵問題，其一，就是組建高水準的公司董事局。該董事局主席可由特區政府高級主管官員出任，應該而且必須可聘請具全球聲望的政、商界領袖、及國際著名專家，當中可以包括有新加坡的行家，以及國內著名的商界領袖與著名專家。其二，對於投資公司的 CEO，建議通過全球招聘，由他籌組高水準的管理層，依著法律和董事局的指示，獨立展開商業運作。此外，還應重視制訂一套完整的管理制度和機制，制訂嚴格的監管制度，包括理財的監察、公帑的投放等等，都必須受到嚴格的、有效的監管。

第三，以橫琴新區的“中醫藥產業園區”作為澳門投資控股啓動運作的契機。

隨著《橫琴新區總體規劃》的頒布，目前橫琴新區正成為澳門推動經濟適度多元化的重要途徑之一，也成為國際投資者及澳門投資者的投資新熱點。現階段，澳門已有不少企業有興趣參與橫琴新區開發，但是，澳門企業以中小企業為主體，如果由這些中小企業零散出擊，難免分散實力、散亂無序，不利投資。因此，可以考慮的一種選擇，就是以特區政府計劃籌組的“澳門投資控股有限公司”為平臺和投資主體，在其轄下成立新的營運公司，該公司由“澳門投資控股有限公司”佔控制性股權，並在澳門社會廣泛募集資金，集中力量，重拳出擊，尋找有利的項目發展，包括研究如何以“項目帶土地”的開發形式，參與橫琴開發。

這些項目可以是大規模的旅遊休閒產業的項目，也可以是發展創意文化產業或中醫藥產業的園區。從目前情況看，較為成熟的投資項目是粵澳雙方磋商中的橫琴粵澳“中醫藥科技產業園區”。根據雙方的初步協商，將由廣

東方面出土地，澳門方面出資金，在橫琴西面高新科技區內劃出半平方公里地段作產業園區，由澳門特區政府投放 6 億澳門元興建。產業園將建成以健康精品開發為導向，集中醫藥醫療、養生保健、科技轉化、會展物流於一體，功能相對完善的國際中醫藥科技產業基地，將中醫藥產品推向世界。為此，特區政府正向國家科技部申請成為國家的中醫藥重點實驗室，爭取進一步落實澳門中醫藥的品質評價及國際商業認證。

據瞭解，近年來，澳門的中醫藥研究已有一定的發展。2000 年澳門科技大學與南京中醫藥大學合作，成立澳門科大中醫藥學院；2002 年，澳門大學創建中華醫藥研究院，成為澳大第一個研究型學科。澳大還將可能與科大結盟，與北京大學國家中醫藥重點實驗室結為夥伴實驗室。而廣東方面在中醫藥產業上已有長足進展。粵澳在中醫藥產業方面的合作具有相當的潛力。計劃成立的“澳門投資控股有限公司”，可以此項目的啓動為契機，在經過科學論證和詳盡的可行性研究的基礎上，成立建設“中醫藥科技產業園區”營運公司，帶動澳門的大學、科研機構和中小企業，參與橫琴開發。

三、高度重視對投資公司的風險管理

無庸否認，主權基金本身作為金融活動的參與者，實際上成為金融風險的承擔者。這些風險主要包括市場風險、操作風險、法律風險、政策風險和國家風險。市場風險是指由於社會經濟環境的不確定性而使得主權基金面臨損失的可能性，包括利率風險、匯率風險、通貨膨脹風險和價格風險。操作風險是指由於內部控制不健全、失效或操作失誤等原因導致的風險。主要有：政策執行不當造成損失；操作不當甚至違規操作造成損失等。目前，全球大部分主權基金透明度都還不高，缺乏足夠的對外披露機制，外界的監管無法到位，這也為主權基金的操作埋下了隱患。

因此，必須強調的是，特區政府在調用大筆財政盈餘和外匯儲備去設立澳門的主權財富基金的同時，無疑也將承擔著相當的經濟上的風險和政治上的風險。對此，應該有充分的認識和準備。因此，有必要深入研究、借鑒淡馬錫的經驗，高度重視對投資公司的風險管理。特別是嚴格遵守風險管理的一些基本原則，主要包括：

第一，嚴格遵循商業原則，以股東利益最大化為導向。

這是淡馬錫控股在實踐中得出的重要經驗之一。根據 2009 年修改的“淡

馬錫章程”，淡馬錫控股是一家投資公司，依據商業準則經營，為利益相關者創造和輸送可持續的長期價值³。淡馬錫主席丹那巴南強調：“淡馬錫在 2002 年制定的方針表明它代表新加坡政府持有並管理投資，然而在 2009 年制定的方針中，淡馬錫已經定位成爲一家‘按商業原則管理的投資公司’。”在 2009 年更新的方針中，淡馬錫突出了自己對投資回報的訴求。

淡馬錫摒棄了以往國有公司通常採用的多重考核目標體系，構建以股東利益最大化爲導向的績效評價體系，定期對下屬企業進行考核。淡馬錫明確表示，“作爲成功企業的積極投資者與股東，我們致力於股東長期價值的不斷增長”。注重“價值管理”的淡馬錫成爲全世界同類公司——即國家全資擁有的政府投資公司——中的最優者，其他國家的政府投資公司，如馬來西亞的 Khazanah Nasional 公司，儘管規模龐大，控制了佔當地股市三分之一市值的公司，下屬企業大部分處於虧損狀態。究其原因，重要一點就是沒有嚴格遵循商業原則運作，沒有以股東利益最大化爲導向。

第二，嚴格規範公司內部的管理流程和財務體系。

淡馬錫的另一個重要的風險管理經驗，就是建立規範的內部管理流程和財務體系。淡馬錫認爲財務規範中的公開制度非常重要，公司自願邀請外部機構對公司的運營和投資進行經常性審查。2004 年以來，淡馬錫每年都將由全球會計公司審計的財務業績數據公開發表在《淡馬錫述評年刊》上。其報告包括公司管理流程概述、組合投資中地域和行業分布、會計年度中發生的重大投資和轉投資、主要發展情況匯總和公司未來發展方向指導。自 2005 年起，淡馬錫就被標準普爾與穆迪投資評爲信譽的最高等級，即 AAA 和 Aaa⁴。正如 2008 年 3 月淡馬錫執行董事西蒙·以色列在向美國衆議院陳述時所指出：“自願公開財務信息是公司建立健全財務規範的一個組成部分。這些措施確立了淡馬錫可靠的信譽，使其成爲一家擁有優良管理、財務規範的透明化公司。”⁵因此，計劃成立的“澳門投資控股有限公司”，從建立之初就必須制定嚴格的公司內部的管理流程和財務體系，從制度上堵塞或將可能發生的風險減至最低。

第三，高度重視公司的風險管理。

從淡馬錫的實踐看，公司經營一直存在著各種各樣的風險。1997 年爆發

³ 王迎輝：《淡馬錫修改章程淡化與新加坡政府關係》，《經濟參考報》2009 年 8 月 27 日。

⁴ 淡馬錫控股：《Temasek Review》，2008 年 9 月 29 日，<http://www.temasekholdings.com.sg/TemasekReview/2008>。

⁵ 西蒙·以色列：《淡馬錫的哲學》，《中國企業家》，2008 年 6 月，第 48 頁。

的亞洲金融危機，將整個新加坡帶入轉型陣痛期，當時專注在新加坡本國市場發展的淡馬錫，旗下的本地關聯公司大都表現欠佳，淡馬錫的投資回報率從以往的 18%直降到 3%左右。及至 2008 年全球金融海嘯，淡馬錫更在 8 個月中虧損 400 億美元，被迫先後拋售所持美國銀行持有的全部股權，及所持巴克萊部分股權，虧損分別達 46 億美元及 8.5 億美元。

正因為在國際市場上面對不確定的種種風險，淡馬錫極重視公司的風險管理。淡馬錫公司將各種不同風險分為三類：戰略風險、財務風險和經營風險。針對戰略風險，淡馬錫公司調整投資組合，進行跨地域、跨行業和跨時段的投資平衡組合；針對財務風險，公司內部風險控制部門每月評估集團投資風險，每日評估下屬基金公司的投資風險；針對經營風險，內審部門每 18 個月輪回審計公司各個部門，法律部門負責監督各部門的合規情況⁶。可以說，在風險管理方面，淡馬錫無論在分析工具、評估機制還是後期追蹤上，都和一流的西方投資公司沒有什麼兩樣。因此，“澳門投資控股有限公司”從第一項投資開始，就必須重視建立高水準的風險管理團隊和風險管理流程。如果能夠做到這一點，將可使公司的財務損失風險降至最低。根據我們的分析，從政治角度看，風險管理將是“澳門投資控股有限公司”成敗的關鍵。

我們是項研究的結論是：在新的歷史環境下，借鑒新加坡淡馬錫控股的經驗，設立澳門的主權財富基金——“澳門投資控股有限公司”，通過區域合作和區域開發的參與，特別是通過積極參與橫琴新區的開發，為澳門特區推動經濟適度多元化提供新的選擇。當然，這個項目的成功關鍵，在於要建立高水準的公司管治架構和制度化的風險管理機制。

⁶ 何小鋒、畢成、龔爾翔.:《國家主權財富基金的風險分析及對策.》，《長白學刊》2009 年第 1 期，第 110 頁。